EUROOPAN
KOMISSIO

Bryssel 18.11.2020
COM(2020) 745 final

KOMISSION KERTOMUS

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

Kertomus varoitusmekanismista – vuosi 2021

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

{SWD(2020) 275 final}

Tällä varoitusmekanismia koskevalla kertomuksella käynnistetään kymmenes vuotuinen makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely (MIP). Menettelyn tavoitteena on havaita, ehkäistä ja korjata epätasapainoja, jotka haittaavat jäsenvaltioiden talouksien tai EU:n talouden asianmukaista toimintaa ja saattavat vaarantaa talous- ja rahaliiton moitteettoman toiminnan, sekä ehdottaa tarkoituksenmukaisia vastatoimia. Makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely toteutetaan osana talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa. Näin pyritään varmistamaan johdonmukaisuus niiden analyysien ja suositusten kanssa, jotka ovat tulosta muiden talousvalvonnan välineiden käytöstä (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 1 ja 2 artikla). [1]

Tämänvuotista talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa, makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely mukaan lukien, mukautetaan niin, että perustettu elpymis- ja palautumistukiväline voidaan ottaa huomioon. Syyskuun puolivälissä vuonna 2020 hyväksytyssä vuotuisessa kestävän kasvun strategiassa tarkasteltiin Euroopan taloudellista ja yhteiskunnallista tilannetta, asetettiin EU:lle laaja-alaisia ensisijaisia politiikkatavoitteita ja annettiin strategista ohjausta elpymis- ja palautumistukivälineen toteuttamista varten.

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

Tässä kertomuksessa nimetään jäsenvaltiot, joista olisi tehtävä perusteellinen tarkastelu sen arvioimiseksi, onko niissä politiikkatoimia edellyttäviä epätasapainoja (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 5 artikla). Komissio laatii asianomaisia jäsenvaltioita koskevat perusteelliset tarkastelut ottaen huomioon Euroopan parlamentin kanssa sekä neuvostossa ja euroryhmässä varoitusmekanismista käytävät keskustelut. Perusteelliset tarkastelut julkaistaan keväällä 2021, ja ne muodostavat perustan makrotalouden epätasapainojen olemassaoloa ja vakavuutta koskevalle komission arvioinnille ja politiikan puutteiden määrittämiselle.

1. TIIVISTELMÄ

Tämä varoitusmekanismia koskeva kertomus on laadittu covid-19-kriisin olosuhteissa. Koska covid-19-kriisin myötä talouden olosuhteissa on tapahtunut nopeasti huomattava muutos, kertomuksen talouspoliittisissa päätelmissä on vahvistettu ennakoivaa arviointia makrotalouden vakauteen ja

[1] Yhdistynyt kuningaskunta erosi Euroopan unionista 31. tammikuuta 2020 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneen kuningaskunnan eroamisesta Euroopan unionista ja Euroopan atomienergiayhteisöstä tehdyn sopimuksen (jäljempänä ’erosopimus’, EUVL C 384 I, 12.11.2019, s. 1) perusteella. Unionin lainsäädäntöä sovelletaan edelleen Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa 31. joulukuuta 2020 päättyvän siirtymäkauden ajan.

makrotalouden epätasapainojen kehittymiseen kohdistuvista riskeistä. Tätä varten on tarpeen tarkastella muutakin kuin tulostaulun lopullista vuositason dataa, joka tänä vuonna kattaa vuoteen 2019 ulottuvan ajanjakson. Näin ollen tämän vuoden kertomuksessa hyödynnetään aiempiin vuosiin verrattuna enemmän ennusteita ja lyhyin aikavälein julkistettavaa dataa, jotta covid-19-kriisin mahdollisia vaikutuksia voidaan arvioida.[2]

Käynnissä olevaa talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa mukautetaan tilapäisesti, jotta voidaan varmistaa, että elpymis- ja palautumistukivälinettä toteutetaan johdonmukaisesti ja tuloksellisesti. Tämä mukautus vaikuttaa myös makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn toteuttamiseen. Syyskuun puolivälissä hyväksytyllä vuotuisella kestävän kasvun strategialla 2021 käynnistettiin tämänvuotinen talouspolitiikan eurooppalainen ohjausjakso ja annettiin strategista ohjausta elpymis- ja palautumistukivälineen toteuttamista varten.[3] Elpymis- ja palautumistukiväline edellyttää, että kukin jäsenvaltio laatii uudistuksia ja investointeja sisältävän elpymis- ja palautumissuunnitelman. Niissä on otettava huomioon keskeiset talouden haasteet, ja niiden on vastattava EU:n painopisteitä. Niissä on otettava huomioon myös maakohtaiset suositukset, joita jäsenvaltioille on annettu viime vuosina ja erityisesti vuosien 2019 ja 2020 talouspolitiikan ohjausjaksojen yhteydessä. Elpymis- ja palautumistukiväline tarjoaa näin ollen jäsenvaltioille mahdollisuuden toteuttaa makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvien suositusten mukaisia uudistuksia ja investointeja, joilla puututaan olemassa olevien makrotalouden epätasapainojen taustalla oleviin pitkäaikaisiin rakenteellisiin syihin. Olemassa olevia makrotalouden epätasapainoja koskeviin politiikkatoimiin ei syksyllä 2020 kohdisteta erityisseurantaa, vaan se toteutetaan elpymis- ja palautumissuunnitelmien arvioinnin yhteydessä.[4] Seuraavat perusteelliset tarkastelut julkaistaan keväällä 2021 yhdessä vakaus- ja lähentymisohjelmien arvioinnin kanssa, ja niissä tarkastellaan huolellisesti jo havaittujen epätasapainojen vakavuutta ja kehittymistä sekä tutkitaan, onko vaarana, että syntyy uusia epätasapainoja.[5]

Suurin osa makrotalouden epätasapainoista oli suotuisien makrotalouden olosuhteiden vallitessa korjaustoimien kohteena covid-19-kriisin puhkeamiseen asti. *Virtojen epätasapainoja*, kuten liiallisia vaihtotaseen alijäämiä tai luotonannon voimakasta kasvua, korjasi vuoden 2008 finanssikriisiä seuranneina vuosina laaja yksityisen sektorin velkavivun purkaminen. Vuonna 2013 alkanut talouskasvu on tukenut myöhemmin alkanutta ja hitaammin edistynyttä *varantojen epätasapainojen* korjaamista, sillä yksityinen, julkinen ja ulkomainen velka on supistunut suhteessa BKT:hen ja pankkien taseet ovat vahvistuneet. Samaan aikaan talouskasvu on viime vuosina aiheuttanut joitakin ylikuumenemisriskejä, jotka liittyvät pääasiassa asuntojen hintojen ja kustannuskilpailukyvyn kehitykseen, erityisesti maissa, joissa talouskasvu on ollut voimakasta.

---

[2] Asetuksessa (EU) N:o 1176/2011 mainitaan nimenomaisesti, että analysoinnissa hyödynnetään myös muita tietoja (3 artiklan 2 kohta). Tulostaulun data sisältyy tämän kertomuksen lopussa oleviin taulukoihin 1 ja 2. Kertomuksen ohella julkaistaan myös tilastoliite.

[3] Vuotuinen kestävän kasvun strategia 2021, COM(2020) 575 final: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/fi/IP_20_1658

[4] Niihin jäsenvaltioihin, joilla on havaittu epätasapainoja, kohdistetaan eurooppalaisen ohjausjakson aikana toteutettavan seurannan lisäksi erityisseurantaa, joka on talouspolitiikan edistymisen kohdennettua seurantaa epätasapainojen korjaamiseksi. Aiempina vuosina se on toteutettu syksyllä.

[5] Niiden jäsenvaltioiden osalta, joilla on helmikuussa havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja, tämän vuoden varoitusmekanismia koskevan kertomuksen maakohtaisissa kommenteissa (jakso 5) esitetään myös yhteenveto viimeisimmistä makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn liittyvistä maakohtaisista suosituksista ja toimista, joita kyseiset maat ovat toteuttaneet niiden noudattamiseksi.

Covid-19-kriisi pahentaa joitakin olemassa olevia makrotalouden epätasapainoja, ja voi syntyä uusia riskejä. Julkinen ja yksityinen velka kasvaa suhteessa BKT:hen. Jatkossa yksityisen sektorin velan takaisinmaksumahdollisuudet saattavat vaikeutua talouden vaimean toimeliaisuuden, konkurssien ja työmarkkinoiden heikkouden vuoksi. Tällainen velkaongelma vaikuttaisi pankkien taseisiin ja heikentäisi entisestään niiden kannattavuutta. Samaan aikaan on odotettavissa, että lähimenneisyydessä tyypillinen liian voimakas työvoimakustannusten ja asuntojen hintojen nousu hiipuu, mutta ongelmia voi syntyä, jos sopeutuksen seurauksena korjausliike alaspäin on liiallinen, erityisesti kun on kyse asuntojen hinnoista jäsenvaltioissa, joissa kotitalouksien velka on jo ennestään suuri.

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

- **Useimmissa EU-maissa covid-19-kriisistä seuraavat vaihtotaseen muutokset eivät todennäköisesti ole suuria.** Vaihtotaseen alijäämä on useimmissa maissa edelleen maltillinen. Joitakin suuria vaihtotaseen ylijäämiä on edelleen, vaikkakin ne ovat supistuneet viime vuosina. Vaihtotaseiden ennustetaan muuttuvan covid-19-kriisin seurauksena suhteellisen vähän. Tämä poikkeaa jyrkästi kehityksestä maailmanlaajuisen finanssikriisin aikana. Silloin EU-maiden alijäämät olivat huomattavat, ja kriisi laukaisi niiden purkamisen. Vakaisiin vaihtotaselukuihin kätkeytyy kuitenkin suuria muutoksia eri sektoreiden osuudessa ulkoiseen rahoitusasemaan, sillä yksityisen sektorin nettoluotonantoaseman voimakas vahvistuminen kompensoituu valtioiden nettoluotonantoaseman huomattavalla heikkenemisellä niiden pyrkiessä lieventämään kriisin vaikutuksia.
- **Viime vuosina on nähty useimpien jäsenvaltioiden ulkomaisen nettovarallisuusaseman paranevan, mutta tämän odotetaan päättyvän.** Vaikka joissakin jäsenvaltioissa on edelleen suuri määrä ulkoisia epätasapainoja, vuonna 2019 ulkomainen nettovarallisuusasema parani edelleen useimmissa EU-maissa, mikä johtui siitä, että vaihtotaseet ylittivät ulkomaista nettovarallisuusasemaa vakauttavan tason, nimellinen BKT kasvoi ja positiiviset arvostusvaikutukset olivat joissakin tapauksissa suuret. Jatkossa ulkomaisen nettovarallisuusaseman ei odoteta paranevan suhteessa BKT:hen, koska BKT supistuu voimakkaasti vuonna 2020 ja vaihtotaseet pysyvät suhteellisen vakaina.
- **Joissakin euroalueen ulkopuolisissa jäsenvaltioissa ulkoiseen rahoitukseen kohdistui covid-19-kriisin puhjettua jännitteitä.** Joidenkin euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden pääomanliikkeisiin ja valuuttakursseihin kohdistui lisääntyneen riskinvälttelyn vuoksi paineita jonkin aikaa maaliskuun lopulla ja huhtikuussa. Tällaiset paineet ovat sittemmin lieventyneet rahoitusmarkkinoiden tulosten parantuessa.
- **Covid-19-kriisin vaikutus työmarkkinoihin on tähän mennessä ollut taantuman laajuuteen nähden suhteellisen lievä, mikä on myös politiikkatoimenpiteiden, kuten työajan lyhentämisjärjestelyjen, ansiota. Työttömyyden odotetaan kuitenkin lisääntyvän.** Työmarkkinat paranivat kaikkialla EU:ssa vuosien ajan, mutta kriisi päätti tämän kehityksen. Tähän mennessä lähinnä keskimääräiset työtunnit työntekijää kohti ovat vähentyneet, kun taas työttömien määrä on kasvanut vain vähän. Tämä monille EU:n talouksille vuonna 2020 ominainen työvoiman hamstrausilmiö, jossa yritykset pitävät kiinni työntekijöistään, johtuu suurelta osin valtion tukemista aloitteista työpaikkojen säilyttämiseksi, erityisesti tilapäisistä työajan lyhentämisjärjestelyistä. Työttömyyden odotetaan kuitenkin kasvavan pienellä viiveellä, kuten taantumien jälkeen on tyypillistä. Erityisesti on vaarana, että aloilla, joihin pandemia vaikuttaa voimakkaasti, menetetään runsaasti työpaikkoja, riippuen sekä siitä, kuinka pitkäaikaisiksi nämä vaikutukset osoittautuvat, että siitä, miten vahvoja politiikkatoimet ovat.

- **Yksikkötyökustannukset ovat palkkojen nousun ja tuottavuuden heikon kasvun vuoksi kasvaneet useissa EU-maissa viime vuosina, mutta kriisin myötä niiden odotetaan jatkossa maltillistuvan vuonna 2020 koetun voimakkaan nousun jälkeen.** Useissa Keski- ja Itä-Euroopan sekä Baltian maissa yksikkötyökustannukset ovat viime vuosina kasvaneet voimakkaasti, kun talouskasvu on ollut vahvaa. Tuotannon vähenemisestä ja työpaikkojen säilymisestä johtuvan työn tuottavuuden heikkenemisen arvioidaan kiihdyttävän yksikkötyökustannusten kasvua vuonna 2020 siitä huolimatta, että palkkojen kasvu hidastuu huomattavasti. Vuonna 2021 kokonaistuottavuuden odotetaan jälleen kohenevan, kun talouden toimeliaisuus ennustetusti vähitellen elpyy, mikä osittain kompensoisi vuonna 2020 tapahtuvan yksikkötyökustannusten nousun.

- **Yritysten velan odotetaan vuonna 2020 kasvavan huomattavasti kautta linjan erityisesti likviditeettitarpeiden vuoksi.** Lainanotto käyttöpääoman rahoittamiseksi on lisääntynyt covid-19-pandemian seurauksena, ja finanssialan ulkopuolisten yritysten luototus on lisääntynyt useimmissa maissa. Luottotakuut ovat auttaneet yrityksiä ottamaan lainaa toimintansa tueksi ja myös vahvistamaan likviditeettiasemaansa. Myös velan takaisinmaksun lykkääminen on myötävaikuttanut velan kasvuun. Kun velka kasvaa ja BKT supistuu vuonna 2020 merkittävästi, velan BKT-suhteiden odotetaan kasvavan voimakkaasti erityisesti lyhyellä aikavälillä. Jatkossa velkasuhteiden kehitys todennäköisesti paranee elpymisen myötä, mutta velanhoito voi olla haastavaa, erityisesti aloilla, joihin pandemia vaikuttaa pidempään. Tämä vaikuttaisi myös luotonantajien taseisiin.

- **Kotitalouksien velkakehitys vaikuttaa suhteellisen maltilliselta.** Ennen covid-19-kriisiä kotitalouksien luotonotto alkoi useissa maissa jälleen kiihtyä vuosia jatkuneen velkavivun purkamisen tai maltillisen velkakehityksen jälkeen. Kotitalouksien velkakannan kasvu näyttää vuonna 2020 hidastuvan jonkin verran. Näin tapahtuu huolimatta velanmaksun lykkäämisestä, joka on helpottanut velkaantuneiden kotitalouksien likviditeettipaineita ja hidastanut takaisinmaksutahtia. Kotitalouksien velkasuhde kasvaa mekaanisesti vuonna 2020 BKT:n supistuessa. Samaan aikaan kotitalouksien säästöt ovat kasvaneet kulutuksen jyrkän vähenemisen myötä. Kotitalouksien velan takaisinmaksunäkymiä heikentää työmarkkinoiden heikkeneminen.

- **Asuntojen hintojen nousu pysyi vahvana vuonna 2020 ja kiihtyi joissakin maissa, mutta hintojen maltillistuminen ja mahdollinen aleneminen näyttää todennäköiseltä.** Vuonna 2019 asuntojen hinnat nousivat edelleen nopeasti, myös monissa sellaisissa maissa, joissa oli merkkejä yliarvostusriskeistä. Kriisin vaikutus työllisyysnäkymiin ja kotitalouksien tuloihin näkyy yleensä asuntojen hintakehityksen maltillistumisena. Viimeisimmän neljännesvuosidatan perusteella asuntomarkkinat ovat jo rauhoittuneet yli puolessa EU-maista. Asuntojen hintojen kasvuennusteet viittaavat siihen, että useimmissa jäsenvaltioissa hinnat korjaantuvat vuosina 2020–2021 alaspäin.

- **Julkinen velka on viime vuosina ollut laskusuunnassa nimellisen BKT:n vahvan kasvun tukemana. Nyt julkinen velka kasvaa nopeasti kaikissa jäsenvaltioissa ja erityisesti niissä, joissa covid-19-kriisin vaikutukset ovat olleet vakavimpia.** Viime vuosina julkinen velka on edelleen vähentynyt useimmissa jäsenvaltioissa, mutta muutamissa voimakkaasti velkaantuneissa maissa vähentymistä ei ole tapahtunut tai se on ollut rajallista. Kriisin aikana hallitukset kaikkialla EU:ssa ovat antaneet automaattisten vakauttajien toimia ja tarjonneet suoraa finanssipoliittista ja maksuvalmiustukea lieventääkseen terveyskriisin ja yksityisen sektorin menojen supistumisen vaikutusta. Julkisen talouden velkasuhde kasvaa enemmän siellä, missä velka oli jo ennen kriisiä suurin, mikä johtuu myös siitä, että kyseisissä maissa taantuma on ollut syvempi. Rahapolitiikan poikkeuksellinen keventäminen ja lukuisat EU:n ja euroalueen tason aloitteet ovat pitäneet rahoituskustannukset historiallisen alhaisina ja tukeneet luottamusta.

Vaikka jotkin maat ovat hyödyntäneet sijoittajien runsasta likviditeettiä ja kysyntää pidentääkseen valtionvelkansa maturiteetteja, julkisen velan rakenne saattaa lisätä joidenkin maiden riskejä, mikä johtuu erityisesti lyhyistä maturiteeteista ja ulkomaan valuutan määräisen velan suuresta osuudesta.

- **Pankkialan olosuhteet ovat parantuneet viime vuosina, mutta covid-19-sokki saattaa koetella EU:n pankkisektorin häiriönsietokykyä.** Pankkialan olosuhteet ovat parantuneet huomattavasti maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen, ja vakavaraisuussuhdeluvut ja likviditeettipuskurit ovat vahvempia kuin kymmenen vuotta sitten. Alan haasteena ovat kuitenkin edelleen alhainen kannattavuus alhaisen korkotason ympäristössä ja joissakin maissa edelleen suhteellisen suuri järjestämättömien lainojen määrä. Keskuspankkien tarjoama runsas likviditeetti on covid-19-epidemian puhjettua auttanut välttämään luottolaman, ja myös osingonmaksun keskeyttäminen ja sääntelyn tilapäinen helpottaminen antavat pankeille lisää liikkumavaraa. Kriisin odotetaan heikentävän omaisuuserien laatua ja kannattavuusnäkymiä. Yritysten ja kotitalouksien lisääntyvät velan takaisinmaksuvaikeudet voivat jatkossa johtaa järjestämättömiin lainoihin, erityisesti sitten, kun velanmaksulle annettu lykkäys on päättynyt. Asuntojen hintojen korjautuminen alaspäin voi vaikuttaa vakuuksien arvostukseen ja sitä kautta pankkien taseisiin.

Covid-19-sokki pahentaa olemassa olevia epätasapainoja euroalueella, mikä korostaa tarvetta hyödyntää EU:n tukitoimenpiteitä parhaalla mahdollisella tavalla. Komission syksyn 2020 talousennusteen mukaan jäsenvaltioille, joiden talouteen covid-19-kriisi on vaikuttanut eniten pandemian vakavuuden vuoksi tai siksi, että ne ovat riippuvaisia erittäin vaikutusalttiista aloista, on ominaista suhteellisen suuri julkinen ja ulkomainen velka. Covid-19-kriisi näyttää siis voimistavan euroalueella vallitsevia kotimaisen ja ulkomaisen velkaantuneisuuden malleja. Useille maille, joihin covid-19-kriisi on vaikuttanut voimakkaasti, on lähimenneisyydessä ollut luonteenomaista aneeminen potentiaalinen kasvu. Näin ollen pandemia voi myös pahentaa taloudellisia eroja. Samaan aikaan koko euroalueen kauppataseen arvioidaan pysyvän ylijäämäisenä maailmantalouden kysynnän huomattavasta pienenemisestä huolimatta, mikä korostaa sitä, että euroalueen kotimaista kysyntää voitaisiin aggregaattitasolla edelleen lisätä elpymisen edistämiseksi ja samalla tukea EKP:n pyrkimyksiä saavuttaa inflaatiotavoite. Koska velkaantuneisuus kasvaa kaikissa jäsenvaltioissa, euroalueen ja EU:n tasolla käyttöön otettu elpymis- ja palautumistukiväline ja muut rahoitustukivälineet, kuten SURE ja REACT-EU, ja joustavuuden lisääminen jäljellä olevien EU:n varojen käytössä voivat auttaa jäsenvaltioita luomaan edellytykset kestävälle elpymiselle ja samalla vahvistaa palautumiskykyä. Jatkossa on tärkeää, että kaikkialla euroalueella yhdistetään tukitoimia, uudistuksia ja investointeja siten, että ne korjaavat makrotalouden epätasapainoja erityisesti siellä, missä ne ovat liiallisia.

Kaiken kaikkiaan riskit näyttävät olevan covid-19-kriisin myötä kasvussa maissa, joissa on jo havaittu (liiallisia) epätasapainoja. Jossain määrin covid-19-kriisi on monissa jäsenvaltioissa takaisku epätasapainojen asteittaiselle vähentymiselle, joka on lähinnä talouskasvun ansiosta ollut käynnissä vuodesta vuoden 2013. Samaan aikaan voimakkaaseen asuntojen hintojen ja yksikkötyökustannusten nousuun liittyvät, jo aiemmin olemassa olleet ylikuumenemispaineet näyttävät nyt olevan pienempi riski keskipitkällä aikavälillä, ja ne voivat jopa korjaantua alaspäin. Vaikka pääomavirtoihin ja valuuttakursseihin vuonna 2020 kohdistuneet paineet ovat toistaiseksi osoittautuneet lyhytaikaisiksi, vaarana on, että markkinoiden mieliala saattaa pysyä häilyvänä. Näin ollen valvonnassa on keskityttävä maihin, joissa riskit näyttävät olevan kasvussa. Enimmäkseen kyse on samoista maista, joissa on jo havaittu epätasapainoja. Lisäksi kehitystä on seurattava tiiviisti niissä jäsenvaltioissa, muutamat euroalueen ulkopuoliset taloudet mukaan lukien, joissa ulkoiseen kestävyyteen liittyvät ongelmat ovat ilmenneet keväällä markkinapaineina, ja niissä jäsenvaltioissa, joissa velkataso on erittäin korkea.

Yksityisen ja julkisen velan kasvu suhteessa BKT:hen vuonna 2020 edellyttää huolellista seurantaa, mutta se ei tässä vaiheessa edellytä uusia perusteellisia tarkasteluja. Makrotalouden epätasapainoihin kohdistuvat riskit, erityisesti ne, jotka liittyvät velan kasvuun suhteessa BKT:hen, pahenevat erityisesti maissa, joissa on jo havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Velkasuhteen huomattava kasvu vuonna 2020 liittyy suurelta osin velkasuhteen nimittäjää heikentävän väliaikaisen mutta laajan taantuman mekaanisiin vaikutuksiin. Tämä julkisen velan ja yritysten velan lisääntyminen on osa sopeutumista mittavaan kertaluonteiseen covid-19-sokkiin ja tulosta harkituista väliaikaisista politiikkatoimista (jotka liittyvät myös pankkitakausten ja velan takaisinmaksun lykkäämisen kaltaisiin toimenpiteisiin), joilla on pyritty lieventämään kriisin vaikutuksia ja estämään jatkossa pandemian vieläkin suuremmat vaikutukset talouden toimeliaisuuteen, tuloihin ja makrotalouden vakauteen. Taantuman syvenemisen ja pitkittymisen estäminen on välttämätöntä tulevien velkanäkymien parantamiseksi, vaikka se merkitsisi väliaikaista velan kasvua.

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 12 jäsenvaltiosta, joissa havaittiin epätasapainoja ja liiallisia epätasapainoja helmikuussa 2020 tehdyissä perusteellisissa tarkasteluissa.[6] Epätasapainoja on havaittu yhdeksässä jäsenvaltiossa (**Alankomaat, Espanja, Irlanti, Kroatia, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi** ja **Saksa**) ja liiallisia epätasapainoja **Italiassa, Kreikassa** ja **Kyproksessa**.

Tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa tuodaan esiin mahdollisesti riskialttiita kehityskulkuja joissakin sellaisissa jäsenvaltioissa, joista ei laadita perusteellisia tarkasteluja. Covid-19-pandemian seurauksena joissakin euroalueen ulkopuolisissa maissa on esiintynyt ulkoiseen rahoitukseen liittyviä riskejä. Unkarin tapauksessa näyttää siltä, että valtion lainanoton ja ulkoisen rahoituksen välistä vuorovaikutusta on seurattava.[7] Julkinen velka rahoitetaan osittain ulkomaan valuutassa, mikä kuvastaa talouden avointa luonnetta ja sitä, että osa julkisen ja yksityisen sektorin tuloista on valuuttamääräisiä. Julkisen velan maturiteetit ovat kuitenkin hyvin lyhyitä, ja merkittävä osa siitä on kotimaisen pankkisektorin hallussa, kun taas valuuttavarannot olivat vuoden 2020 alussa lähellä varovaisuuden edellyttämää vähimmäistasoa. Vaikka markkinapaineet ovat vähentyneet kevään jälkeen eikä tällä hetkellä ole vahvoja viitteitä epätasapainoriskeistä, tällaisia riskejä voi ilmetä uudelleen tulevaisuudessa, minkä vuoksi niitä on seurattava tarkasti. Myös velkasuhteen kasvun vaikutuksia on seurattava joissakin sellaisissa jäsenvaltioissa, joita ei tällä hetkellä valvota makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn puitteissa. Belgiassa sekä yksityisen että julkisen velan odotetaan kasvavan edelleen yli makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvojen. Luxemburg, Suomi ja Tanska ovat jäsenvaltiot, joissa yksityisen velan ennustetaan kasvavan ja ylittävän kynnysarvon. Itävallassa ja Sloveniassa julkisen velan odotetaan kasvavan edelleen, yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen. On hyvin epävarmaa, missä määrin kyseinen kehitys aiheuttaa lisäriskejä makrotalouden vakaudelle, erityisesti kun on otettava huomioon myös keskipitkän ja pitkän aikavälin

[6] Ks. ”Talouspolitiikan EU-ohjausjakso 2020: rakenneuudistusten edistymisen arviointi, makrotalouden epätasapainojen ehkäiseminen ja korjaaminen sekä asetuksen (EU) N:o 1176/2011 nojalla tehtyjen perusteellisten tarkastelujen tulokset”, COM(2020)150 final, 26.2.2020. Myös Bulgariasta tehtiin helmikuussa perusteellinen tarkastelu, mutta epätasapainoja ei enää havaittu.

[7] Julkisen talouden ja ulkoisen sektorin välistä vuorovaikutusta on syytä analysoida myös Romaniaa koskevassa perusteellisessa tarkastelussa.

kasvunäkymät ja se, miten covid-19-kriisi vaikuttaa niihin. Vaikka velkasuhteiden ennustettu kasvu edellyttää huolellista seurantaa, tässä vaiheessa ei ole tarpeen lisätä jäsenvaltioita, joista tehdään perusteellinen tarkastelu.

2. MUUTTUVAT TALOUSNÄKYMÄT: VAIKUTUKSET EUROALUEEN MAKROTALOUDEN EPÄTASAPAINOIHIN

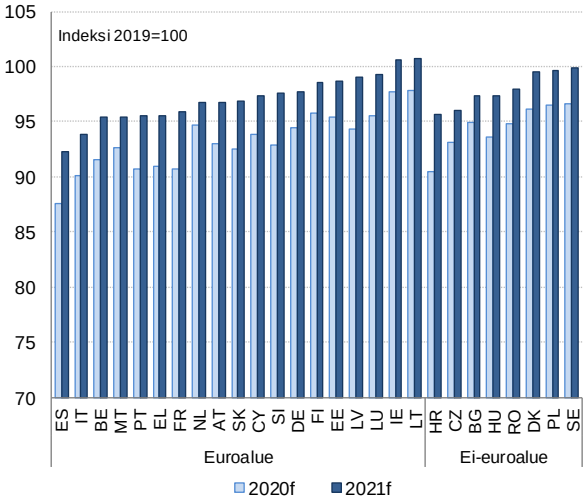
Covid-19-pandemia on ollut aivan omanlaisensa isku taloudelle. Pandemian seurauksena on maaliskuusta 2020 alkaen toteutettu taudin leviämisen rajoittamiseksi toimenpiteitä, joita on toukokuusta alkaen asteittain lievennetty useimmissa jäsenvaltioissa. Toteutetut toimenpiteet ovat olleet pitkälti oikeassa suhteessa terveysuhkan vakavuuteen, mutta maiden välillä on ollut merkittäviä eroja.[8] Covid-19-pandemian aiheuttamaa kulutuskysyntään vaikuttavaa mittavaa häiriötä ovat pahentaneet sulkutoimien aikaiset toimitusrajoitukset. Kulutuksen kasvu on edelleen vaimeaa pandemiaa edeltäviin trendeihin verrattuna, erityisesti palvelutoiminnassa, jossa ihmisten kohtaamista on vaikeampi välttää. Investointeja haittaa edelleen merkittävä epävarmuus. Tulojen ja työllisyyden kasvun hidastuminen sekä vientimarkkinoiden vaimea kehitys jarruttavat edelleen kysyntää. Joidenkin arvoketjujen häiriöt ja toimenpiteet etäisyyden pitämiseksi työpaikalla vaikuttavat edelleen tarjontaan ja heikentävät tuottavuutta.[9] EU:ssa ja muualla maailmassa ollaan tällä hetkellä keskellä pandemian uutta aaltoa, jonka vakavuuteen ja kestoon liittyy suurta epävarmuutta. Kaiken kaikkiaan BKT supistuu vuonna 2020 komission syksyn 2020 talousennusteen mukaan euroalueella 7,8 prosenttia ja koko EU:ssa 7,4 prosenttia. Vuonna 2021 odotettavissa olevasta elpymisestä huolimatta BKT:n ennustetaan jäävän alle kriisiä edeltäneen vuoden 2019 tason (kuvio 1)[10]. [11]

Poikkeukselliset politiikkatoimet ovat auttaneet vaimentamaan covid-19-kriisin taloudellisia vaikutuksia. Kaikkialla EU:ssa ja suurimmassa osassa muuta maailmaa on toteutettu valtava määrä politiikkatoimia, joilla pyritään estämään tulojen romahtaminen rajoitustoimien seurauksena ja vähentämään mittavaa työpaikkojen häviämistä ja yritysten konkursseja. Hallitukset ovat tarjonneet finanssipoliittista tukea työajan lyhentämisjärjestelyjen kautta ja vahvistaneet työttömien toimeentulon tukemista. On säädetty veronmaksun ja lainojen takaisinmaksun lykkäämisestä. Pankkilainoille on annettu takauksia, joiden tarkoituksena on ollut estää luotonsaannin kiristyminen. EKP on toteuttanut rahoitusjärjestelmän vakauden ja rahoitusmarkkinoiden moitteettoman toiminnan säilyttämiseksi monenlaisia tukitoimia, joihin kuuluvat pankkien likviditeetin lisääminen, vakuuksia koskevien vaatimusten keventäminen sekä julkisen ja yksityisen sektorin omaisuuserien huomattavat lisäostot omaisuuserien osto-ohjelman (APP) ja pandemiaan liittyvän arvopaperien osto-ohjelman (PEPP) puitteissa. Yhteinen valvontamekanismi (YVM) on lieventänyt pankkeja koskevia sääntelyvaatimuksia suhdanteita tasaavalla tavalla. Euroopan vakausmekanismi (EVM) on asettanut kaikkien euroalueen jäsenvaltioiden saataville pandemiakriisituen, joka pohjautuu sen laajennettuihin ehtoihin perustuvaan luottoon (ECCL). EU ja sen jäsenvaltiot ovat perustaneet turvaverkot työntekijöille, yrityksille ja valtioille: hätätilasta aiheutuvien työttömyysriskien lieventämisen tilapäisen tukivälineen (SURE), Euroopan investointipankin yleiseurooppalaisen takuurahaston ja Euroopan vakausmekanismin

[8] Ks. https://ec.europa.eu/info/files/policy-measures-against-spread-coronavirus_en. Ks. myös Kansainvälinen valuuttarahasto, Fiscal Monitor, lokakuu 2020.
[9] Ks. Kansainvälinen valuuttarahasto, World Economic Outlook, chapter 2, lokakuu 2020.
[10] Euroopan komissio, European Economic Forecast, Autumn 2020, Institutional Paper 136, marraskuu 2020.
[11] Seuraavien jaksojen kuvioissa ei ole mukana Yhdistynyttä kuningaskuntaa, sillä ne koskevat makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn toteuttamista vuonna 2021 eli siirtymäkauden päättymisen jälkeen.

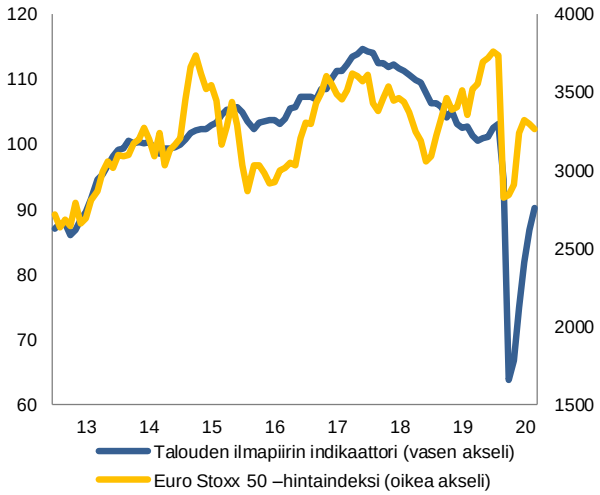
pandemiakriisin tukitoimen. Komissio on ehdottanut uusia elpymistä edistäviä välineitä (Next Generation EU), kuten mittavaa elpymis- ja palautumistukivälinettä. Eurooppa-neuvosto hyväksyi välineet heinäkuussa. Elpymis- ja palautumistukivälineestä on tarjolla avustuksia ja lainoja, joilla edistetään uudistuksia ja investointeja kasvupotentiaalin lisäämiseksi, taloudellisen ja sosiaalisen palautumiskyvyn vahvistamiseksi sekä vihreän siirtymän ja digitaalisen muutoksen helpottamiseksi tätä koskevien unionin tavoitteiden mukaisesti. Lisäksi on toteutettu muita toimenpiteitä, muun muassa nopeutettu ja joustavoitettu jäljellä olevien EU:n varojen käyttöä, otettu käyttöön tilapäiset valtiontukipuitteet ja aktivoitu vakaus- ja kasvusopimuksen yleinen poikkeuslauseke.

Kuvio 1: BKT kiinteinä hintoina verrattuna kriisiä edeltäneeseen tasoon



Lähde: Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste

Kuvio 2: Talouden ilmapiiri ja osakemarkkinaindeksi 2013–2020



Lähde: Euroopan komissio ja EKP, tuottajana DataStream

Rahoitusmarkkinoiden ensireaktiot covid-19-epidemiaan olivat voimakkaita. Rahoitusmarkkinat odottivat suurta taantumaa pian covid-19-kriisin puhjettua. Osakemarkkinat romahtivat, kun yritysten voittoihin kohdistuvia odotuksia tarkistettiin. Joukkolainamarkkinoiden arvostuksissa näkyi siirtyminen turvallisiksi katsottuihin sijoituskohteisiin. Sijoittajien riskialttiina pitämien valtion joukkolainojen riskipreemiot nousivat, ja yritysten joukkolainojen korkoerot kasvoivat erityisesti matalan luottoluokituksen segmenteissä. Valuuttakurssien kehitykseen vaikuttivat kehittyviin markkinoihin kohdistuvat paineet pääomien virratessa ulos ja öljyn ja raaka-aineiden hintojen merkittävä korjautuminen alaspäin. Jonkinasteista heikkenemispainetta kohdistui myös eräiden euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden valuuttoihin. Jännitteitä havaittiin myös erityisesti joidenkin sellaisten euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden valuutoissa ja joukkolainojen tuotoissa, jotka ovat ottaneet käyttöön joustavia valuuttakurssijärjestelmiä pääomavirtojen volatiliteetin lisääntyessä. [12]

Rahoitusmarkkinatilanne on parantunut merkittävästi viranomaisten tukitoimenpiteiden seurauksena reaalitalouden näkymistä riippumatta. Osake- ja joukkolainamarkkinat ovat elpyneet riskipreemioiden pienentyessä. Valuuttakurssimarkkinat ovat rauhoittuneet, samoin raaka-

[12] Ks. myös EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020, Bank of International Settlements, Annual Economic Report, kesäkuu 2020, ja Kansainvälinen valuuttarahasto, Global Financial Stability Report, huhtikuu 2020, päivitetty kesäkuussa 2020 ja lokakuussa 2020.

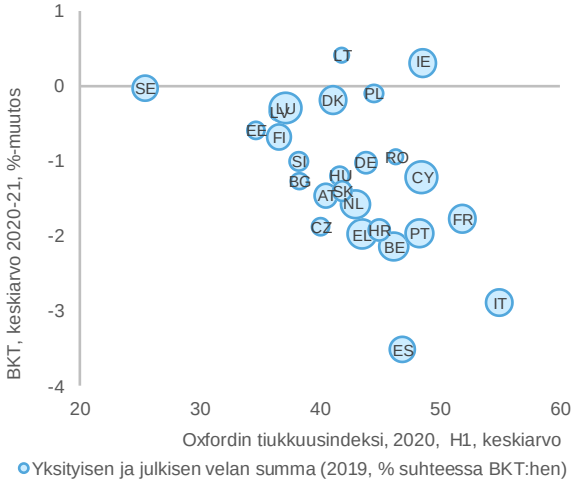
ainemarkkinat. Covid-19-pandemiasta aiheutuneet kumuloituneet tappiot ovat pienentyneet huomattavasti, ja markkinoiden volatiliteetti on pysynyt kurissa. Koska viranomaiset ovat toteuttaneet mittavia, oikea-aikaisia ja uskottavia toimia, rahoitusmarkkinat näyttävät irrottautuneen reaalitalouden näkymistä, joihin liittyy edelleen merkittäviä heikkenemisriskejä (Kuvio 2)[13].

Talousnäkymiä heikentää suuri epävarmuus, joka liittyy pandemian kehittymiseen sekä vastatoimiin ja talouden toimijoiden käyttäytymismuutoksiin. Kevään 2020 taantuman vaikutukset työllisyyteen, konkursseihin ja pankkien taseisiin eivät ole vielä täysin selvillä. Käynnissä oleva pandemian toinen aalto vaikuttaa kasvunäkymiin, kun uusia rajoittamistoimenpiteitä otetaan käyttöön. Niiden odotetaan heikentävän talouden toimeliaisuutta ja ilmapiiriä lyhyellä aikavälillä, millä on kielteisiä vaikutuksia kulutukseen ja investointeihin, vaikkakin vähäisemmässä määrin kuin keväällä, koska lähestymistapa on tähän asti ollut kohdennetumpi. Näin ollen EU:n BKT:n kasvu näyttää pysähtyvän vuoden 2020 viimeisellä neljänneksellä vuoden kolmannella neljänneksellä tapahtuneen voimakkaan elpymisen jälkeen. Lisäksi kauppa- ja geopoliittisia jännitteitä saattaa syntyä uudelleen. Rahoitusmarkkinat ovat tähän mennessä pitäneet kasvua tukevaa finanssi- ja rahapolitiikan viritystä uskottavana, ja ennenaikainen luopuminen politiikkatoimista olisi riski. Riskien uudelleenarviointia ja mahdollisia uusia rahoitusmarkkinoiden stressitilanteita ei voida sulkea pois etenkään maissa, joissa yhdistyvät suuri velkaantuneisuus, heikko ulkoinen rahoitusasema ja suuret rahoitustarpeet, joita ei voida kokonaan rahoittaa kotimaasta. Toisaalta pandemian nopeampi hillitseminen ja kunnianhimoisten koordinoitujen toimien toteuttaminen EU:ssa voisivat mahdollistaa nopeamman elpymisen.

Tämänhetkinen talouskehitys vaikuttaa makrotalouden epätasapainoihin. Julkinen ja yksityinen velka kasvaa suhteessa BKT:hen useimmissa jäsenvaltioissa. Tämä on sekä mekaaninen seuraus taantumasta, joka pienentää velkasuhteen nimittäjää, että tulosta julkisen sektorin ja yritysten lisääntyneestä lainanotosta covid-19-kriisin vaikutusten lieventämiseksi. Viime kädessä julkisen ja yksityisen sektorin velkanäkymien heikentyminen on riski, joka voi vaikuttaa rahoitussektorin taseisiin, joihin covid-19-sokki vaikuttanee myös suoraan kannattavuuden heikkenemisenä. Samaan aikaan on todennäköistä, että useissa jäsenvaltioissa havaittu kustannus- ja hintakilpailukyvyn heikkenemistrendi kääntyy ja asuntojen hintojen voimakas nousu pysähtyy. Tämä herättää kuitenkin kysymyksiä siitä, miten näiden trendien mahdollinen kääntyminen vaikuttaa. Erityisesti työtulojen heikko tai negatiivinen kehitys voi johtaa kotitalouksien takaisinmaksukyvyn heikkenemiseen, kun taas asuntojen hintojen korjautuminen alaspäin – varsinkin jos se tapahtuu hallitsemattomasti ja maissa, jossa kotitalouksien velka on suuri – voi vaikuttaa pankkien taseisiin alentamalla vakuuksien arvoa.

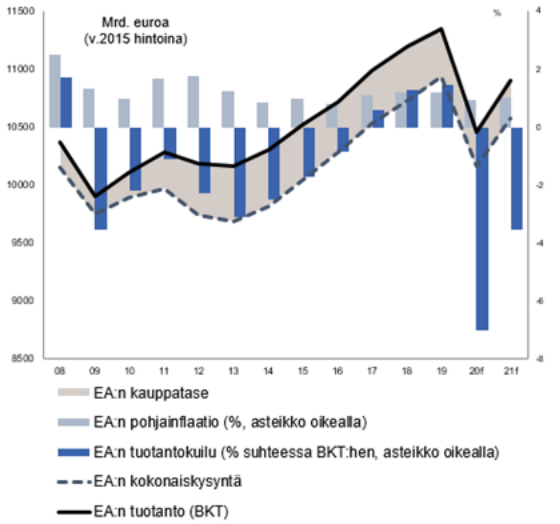
[13] Talouden ilmapiiriä kuvaava komission indikaattori on elpymisestä huolimatta edelleen alhaisempi kuin se on keskimäärin ollut vuoden 2013 elpymisen jälkeen, kun taas euroalueen tärkein osakehintaindeksi on elpynyt tasolle, joka suunnilleen vastaa sen keskiarvoa samalla vuoden 2013 jälkeisellä ajanjaksolla. Ks. myös Kansainvälinen valuuttarahasto, Global Financial Stability Report, päivitetty kesäkuussa 2020 ja lokakuussa 2020.

Kuvio 3: Taantuma, Oxfordin tiukkuusindeksi ja velkatasot ennen covid-19-pandemiaa



Lähde: Eurostat, Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste ja hallitusten covid-19-toimien tiukkuutta seuraava Oxfordin yliopiston COVID-19 Government Response Tracker

Kuvio 4: Euroalueen tuotanto, kotimainen kysyntä, nettovienti ja pohjainflaatio



Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste

Huom. Määritelmän mukaan BKT:n ja kotimaisen kysynnän erotuksen pitäisi olla yhtä kuin kauppatase. Data ei kuitenkaan ole aivan yhdenmukaista euroalueen sisäiseen raportointiin liittyvän epäsymmetrian vuoksi.

Covid-19-sokki näyttää pahentavan olemassa olevia epätasapainoja euroalueella.[14] Vaikka velkataso ei näytä olleen tekijä, joka olisi merkittävästi pahentanut pandemiasta seurannutta taantumaa, suurimmalle osalle maista, joita pandemia on koetellut pahiten ja jotka ovat joutuneet määräämään rajoittamistoimenpiteitä, on ominaista suhteellisen suuri julkinen tai yksityinen velka (Kuvio 3). [15] Tämä merkitsee sitä, että velkasuhde on suhteellisen voimakkaan taantuman vuoksi kasvussa erityisesti maissa, joissa velkakanta oli jo ennestään suhteellisen suuri. [16] Joillekin pandemiasta eniten kärsineille nettovelallismaille on myös ominaista suhteellisen suuri matkailutulojen osuus (esim. Espanja, Kreikka, Kypros ja Portugali). Covid-19-kriisi vaikuttaa erityisesti matkailutuloihin, mikä heijastuu myös näiden maiden ulkoiseen tasapainoon. Tiivistettynä näyttää siis siltä, että covid-19-kriisi voimistaa olemassa olevia taloudellisia eroja ja kotimaisen ja ulkomaisen velkaantumisen malleja euroalueella.

---

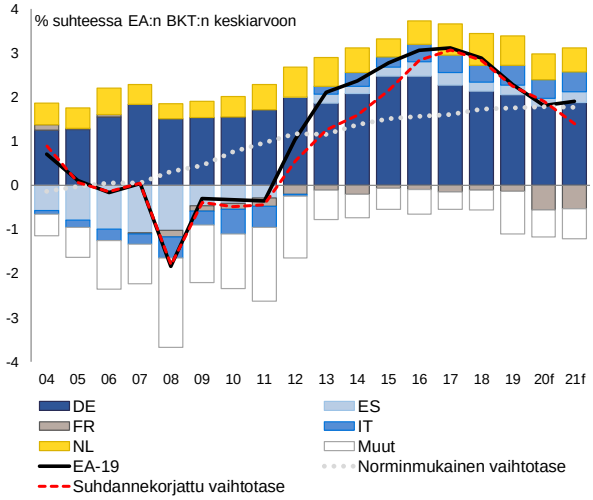
[14] Jean-Claude Junckerin, Donald Tuskin, Jeroen Dijsselbloemin, Mario Draghin ja Martin Schulzin 22. kesäkuuta 2015 antamassa kertomuksessa talous- ja rahaliiton viimeistelystä ehdotettiin, että makrotalouden epätasapainojen vaikutuksiin euroalueella olisi kiinnitettävä enemmän huomiota. Riippuvuuksien merkitys ja epätasapainojen systeemiset vaikutukset on otettu huomioon asetuksessa (EU) N:o 1176/2011, jonka määritelmän mukaan ”epätasapaino tarkoittaa mitä tahansa sellaiseen makrotalouden kehitykseen johtavaa suuntausta, joka vaikuttaa tai voi vaikuttaa kielteisesti jäsenvaltion talouden, talous- ja rahaliiton tai koko unionin moitteettomaan toimintaan”. Tässä kertomuksessa esitetty analyysi täydentää arviointia, joka on esitetty euroalueen talouden analyysia koskevassa Euroopan komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa, joka liittyy komission suositukseen neuvoston suositukseksi euroalueen talouspolitiikasta.

[15] Kuviossa 3 esitetty Oxfordin tiukkuusindeksi muodostuu kahdeksasta rajoittamistoimenpiteestä ja yhdestä terveyskomponentista. Ks. T. Hale ym. (2020), ”Variation in Government response to COVID-19”. BSG, Working Paper 32 (Version 8.0), Blavatnik School of Government, Oxfordin yliopisto, lokakuu.

[16] Kun otetaan huomioon sulkutoimien tiukkuus, instituutioiden laatu ja riippuvuus matkailusta, julkinen velka ei näytä vaikuttavan merkittävästi pandemiasta seuranneen taantuman suuruuteen. Tämä havainto tukee näkemystä, jonka mukaan joukkolainamarkkinoita tukevilla rahaviranomaisten toimenpiteillä on onnistuttu estämään se, että joukkolainamarkkinoiden jännitteet olisivat pahentaneet taantumaa. Ks. A. Sapir, ”Why has COVID-19 hit different European Union economies so differently?”, Policy Contribution Issue no. 18, syyskuu 2020.

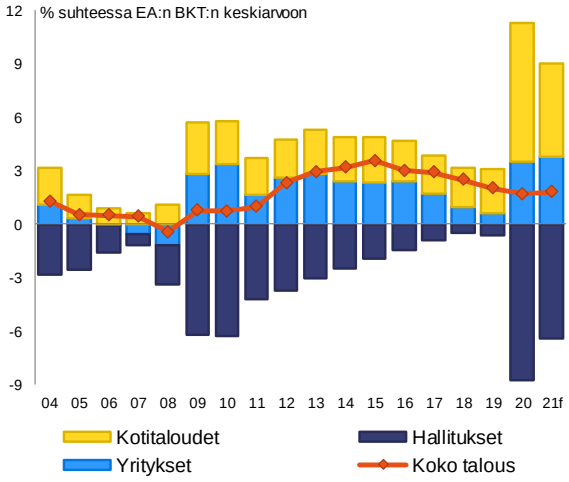
Koska kokonaiskysyntä on huomattavasti pienentynyt, euroalueen kauppataseen ylijäämän asteittaisen supistumisen arvioidaan päättyvän. Euroalueen kauppataseen ylijäämä on supistunut vuodesta 2017, ja sen arvioidaan pysyvän pitkälti vakaana vuosina 2020 ja 2021. BKT:n supistumisen vuonna 2020 ja sen elpymisen vuonna 2021 odotetaan vastaavan pitkälti kotimaisen kysynnän kehitystä. Samoin euroalueen tuonnin kehityksen ennakoidaan pitkälti vastaavan viennin kehitystä. Sen vuoksi euroalueen kauppataseen ylijäämän ei odoteta enää supistuvan, kun otetaan huomioon, että tuotantokuilun ennustetaan heikkenevän vuonna 2020 enemmän kuin finanssikriisin jälkeen vuonna 2009. Samanaikaisesti pohjainflaation odotetaan pysyvän vaimeana (Kuvio 4).

Kuvio 5: Euroalueen vaihtotaseen kehitys: erittely maittain



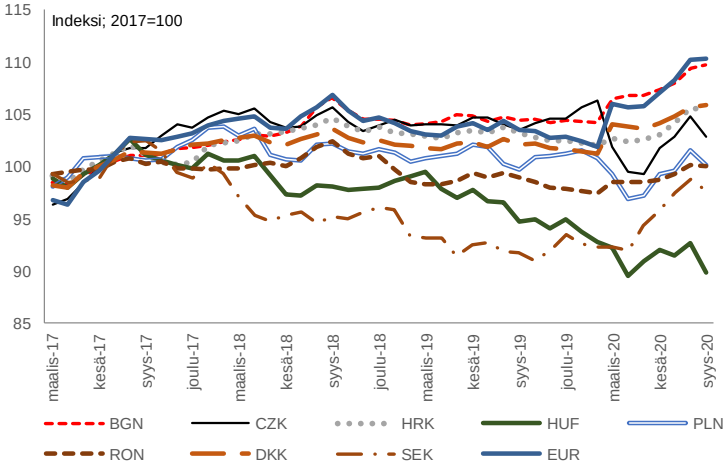
Lähde: Eurostatin maksutaseluvut ja Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste.
Huom. Euroalueen 19 jäsenvaltion vaihtotaseluvut vuosilta 2020 ja 2021 vastaavat Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteen mukautettua lukuja, joissa otetaan huomioon erot euroalueen kansallisten tilastoviranomaisten raportoinnissa (ks. alaviite 17).

Kuvio 6: Euroalueen nettoluotonanto/-luotonotto



Lähde: AMECO-tietokanta, Eurostat, Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste.
Huom. Euroalueen 19 jäsenvaltion koko taloutta koskevat luvut vuosilta 2020 ja 2021 vastaavat Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteen mukautettuja lukuja. Aiemmilta vuosilta euroalueen 19 jäsenvaltion koko taloutta koskevat luvut vastaavat Eurostatin maksutasedatan nettoluotonantoa/-ottoa. Kotitalouksien ja yrityssektorin data vuosilta 2020 ja 2021 on laskettu euroalueen 19 jäsenvaltion summana ilman Maltaa, josta ei ole saatavilla dataa.

Kuvio 7: Nimelliset efektiiviset valuuttakurssit



Lähde: EKP

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä on supistunut suhteessa BKT:hen vuodesta 2017, ja sen ennustetaan supistuvan edelleen vuonna 2020. Euroalueen vaihtotase kasvoi vuoteen 2017 asti velkavivun laajamittaisen purkamisen myötä, ja sen jälkeen se on supistunut. Vuonna 2019 euroalueen vaihtotaseen arvioidaan olevan 2,3 prosenttia suhteessa BKT:hen (Kuvio 5).[17] Vuosina 2017–2018 vaihtotaseen ylijäämän supistuminen oli yhteydessä lähinnä tavarakaupan taseen kehitykseen, joka kytkeytyi erityisesti kauppapolitiikan jännitteisiin ja energian hintojen nousuun, mutta vuonna 2019 supistuminen johtui suurelta osin palvelutaseesta. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä oli vuonna 2019 joka tapauksessa nimellisin luvuin yhä maailman suurin. Myös suhdannekorjattuna se oli hieman suurempi kuin talouden perustekijöihin perustuva norminmukainen vaihtotase, jonka arvioidaan olevan 2 prosenttia suhteessa euroalueen BKT:hen.[18] Jos politiikka säilyy muuttumattomana, euroalueen vaihtotaseen ylijäämä supistuu vuonna 2020 Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteen mukaan edelleen 1,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja kasvaa vuonna 2021 taas 1,9 prosenttiin suhteessa BKT:hen eli pienemmäksi kuin norminmukaisen vaihtotaseen tämänhetkinen arvio. Euroalueen ylijäämän ennustettu supistuminen johtuu osittain energian hintojen alenemisesta. Alkuvuodesta 2020 alkanut euron huomattava vahvistuminen (Kuvio 7) merkinnee jatkossa vaihtotaseen supistumista.

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämän maantieteellinen jakauma on pysynyt vakaana, ja suurimmat muutokset liittyvät siihen, mikä on talouden eri sektoreiden vaikutus. Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä johtuu edelleen pääasiassa suurista mutta tasaisesti pienenevistä ylijäämistä Alankomaissa ja Saksassa. Vuonna 2019 niiden yhteenlasketut ulkoiset taseet muodostivat 2,7 prosenttia euroalueen BKT:stä.[19] Euroalueen vaihtotaseiden odotetaan pysyvän jossain määrin vakaina kaikissa maissa myös vuosina 2020 ja 2021 (Kuvio 5). Vaihtotaseluvut ovat vakaita, mutta talouden eri sektoreiden nettoluotonantoasemissa tapahtuu merkittäviä muutoksia, sillä yksityisen sektorin nettoluotonantoaseman huomattava vahvistuminen kompensoituu lähes kokonaan julkisen sektorin nettoluotonantoaseman heikkenemisellä (Kuvio 6). Tämä koko euroaluetta koskeva ilmiö on havaittavissa myös maiden sisällä. Kotitaloussektorin säästämisen huomattava kasvu vuonna 2020 liittyy suurelta osin sulkutoimenpiteisiin ja fyysistä läheisyyttä edellyttävien palvelujen kulutuksen vaimeaan kehitykseen, kuten myös epävarmuudesta johtuvaan varovaisuussäästämiseen. Yritysten nettoluotonantoaseman vahvistuminen johtuu toisaalta investointien vähenemisestä ja toisaalta varovaisuussäästämisen lisääntymisestä. Valtion tulojen pieneneminen ja finanssipoliittiset toimenpiteet, joilla lievennetään covid-19-pandemian vaikutusta tuloihin, merkitsevät julkisen sektorin nettoluotonantoaseman huomattavaa heikkenemistä. Samansuuntaista, joskin maltillisempaa, kehitystä ennustetaan myös vuodeksi 2021.

Jatkossa makrotalouden kasvavien riskien torjuminen edellyttää EU:n tukitoimenpiteiden tuloksellista toteuttamista.

- Tämänhetkinen kriisi on pohjimmiltaan erilainen kuin vuoden 2008 finanssikriisi. Viimeksi mainittu johtui suurelta osin kestämättömien epätasapainojen purkautumisesta (rahoitusalan

[17] Tässä mainitut ja käytetyt luvut viittaavat ”kausivaihtelusta puhdistettuun” euroalueen vaihtotaseeseen suhteessa muuhun maailmaan (euroalueen maksutasetilastojen mukaan). Se vastaa lukuja, jotka jäsenvaltiot ilmoittavat vaihtotaseekseen suhteessa euroalueen ulkopuolisiin kumppaneihin (nk. ”yhteisön käsitteen” mukaan). Tämä euroalueen vaihtotaseluku voi poiketa jäsenvaltioiden vaihtotaseiden summasta kansallisten tilastolaitosten ilmoittamien euroalueen sisäisten taseiden epäsymmetrioiden vuoksi.

[18] Kansainvälisen valuuttarahaston vuonna 2020 laatiman ulkoista sektoria koskevan raportin (External Sector Report 2020) mukaan euroalueen norminmukainen vaihtotase olisi noin 1,4 prosenttia suhteessa BKT:hen.

[19] Alankomaiden ja Saksan ylijäämien summa on suurempi kuin euroalueen ylijäämä, sillä joidenkin jäsenvaltioiden vaihtotase oli vuonna 2019 alijäämäinen. Ks. myös alaviite 17.

liiallinen velkavivun käyttö, asuntokuplat, suuret ja kasvavat ulkoiset alijäämät ja julkisen velan kasvu hyvinä aikoina), kun taas covid-19-kriisi on seurausta talouden häiriöistä, jotka johtuvat siitä, että hallitukset ovat asettaneet rajoituksia, ja siitä, että ihmisten käyttäytyminen on muuttunut terveyteen liittyvien huolenaiheiden vuoksi. Nämä häiriöt koetaan tilanteessa, jossa useimmat ulkoiset taseet ovat viimeaikaisten suotuisien talouden olosuhteiden ansiosta tasapainottuneet tai muuttuneet ylijäämäisiksi, rahoitusalan velkavivun vähentäminen on viime vuosina luonut vankkoja pääomapuskureita pankkialalle, yksityisen sektorin velkaantumisen vähentäminen on laskenut yksityisen velan suhteessa BKT:hen takaisin tasolle, joka alittaa selvästi ennen vuoden 2008 finanssikriisiä nähdyt huippulukemat, ja julkinen velka suhteessa BKT:hen on kääntynyt laskusuuntaan useimmissa euroalueen jäsenvaltioissa.

- Jatkossa velan takaisinmaksunäkymät riippuvat ratkaisevasti talouden elpymisen varmistamisesta ja talouden perustekijöiden vahvistamisesta, mikä edellyttää kasvua tukevaa politiikan viritystä vuonna 2021. Kestävä elpyminen on ratkaisevan tärkeää niin julkiselle sektorille, kun on kyse valtion tulojen kehityksestä, kuin rahoitussektorille ja rahoitussektorin ulkopuoliselle yrityssektorillekin, jossa takaisinmaksukyky riippuu kannattavuudesta, sekä myös kotitalouksille, joiden asuntovelkakestävyyden näkymät riippuvat työllisyys- ja tulokehityksestä.
- Euroalueen ja EU:n tasolla tarjolla olevien välineiden tuloksellinen käyttö sekä tarvittavien uudistusten ja investointien tuloksellinen toteuttaminen auttaisivat edistämään kestävää elpymistä ja vahvistamaan palautumiskykyä. On ratkaisevan tärkeää, että EU:n rahoitus käytetään kokonaan ja kanavoidaan kaikkein tuottavimpiin käyttötarkoituksiin. Tämä sekä vahvistaisi varojen taloudellista vaikutusta että estäisi sen riskin, että tällainen menojen kasvu lyhyessä ajassa ruokkisi suljetun sektorin toiminnan liiallista kasvua ja ulkoisia epätasapainoja maissa, joissa tuonti on suurta suhteessa BKT:hen.
- Jatkossa on tärkeää, että kaikkialla euroalueella yhdistetään tukitoimia, uudistuksia ja investointeja siten, että ne korjaavat makrotalouden epätasapainoja erityisesti siellä, missä ne ovat liiallisia.

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

Varoitusmekanismia koskeva kertomus perustuu talouspoliittisiin päätelmiin, jotka on tehty makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostauluun sisältyvien indikaattorien pohjalta. Kyseisen tulostaulun avulla saadaan alustavaa näyttöä mahdollisista riskeistä ja haavoittuvuuksista. Tulostauluun sisältyy 14 indikaattoria, joille on asetettu ohjeelliset kynnysarvot. Ne kuvaavat muun muassa ulkoista rahoitusasemaa, kilpailukykyä, yksityisen ja julkisen sektorin velkaa, asuntomarkkinoita, pankkisektoria ja työllisyyttä. Tietojen vakauden ja maiden yhdenmukaisen kohtelun varmistamiseksi tulostaulu perustuu toteutunutta tilannetta kuvaaviin laadukkaisiin tilastotietoihin. 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.[20] Tulostaulun pohjalta tehtäviä päätelmiä täydennetään 28 lisäindikaattorilla.

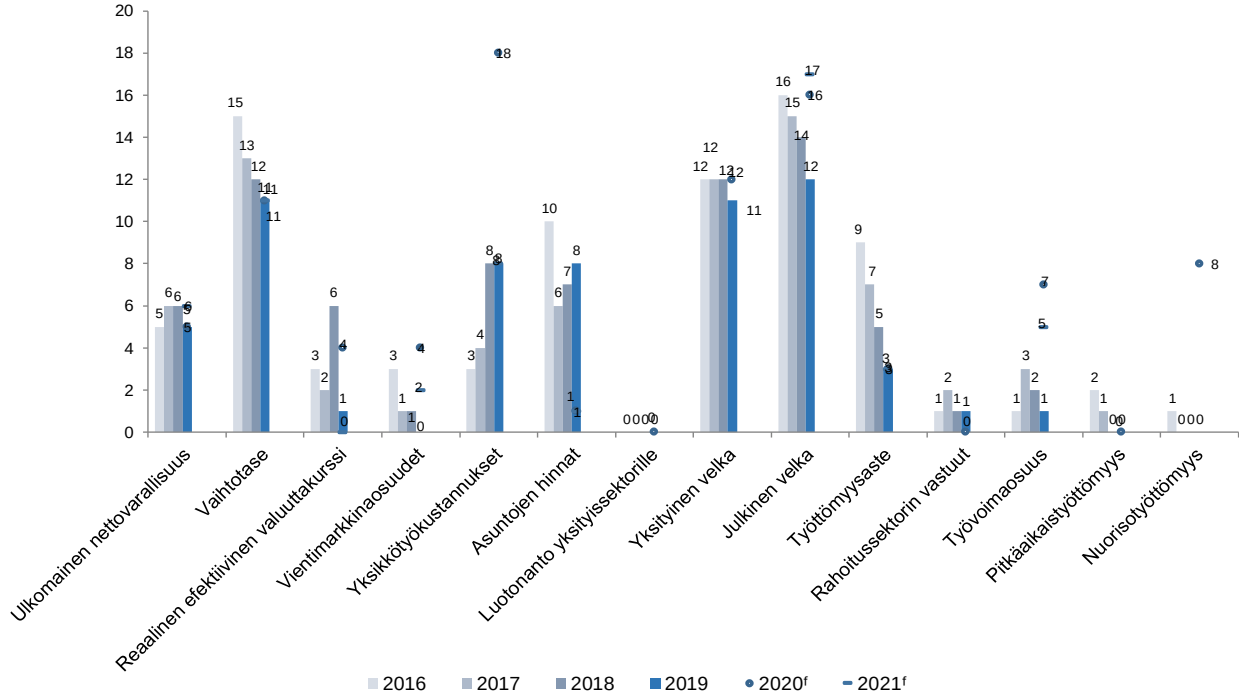
Aikaisempiin kertomuksiin verrattuna tämän vuoden kertomuksessa hyödynnetään enemmän ennusteita ja lyhyin aikavälein julkistettavaa dataa, jotta suuren epävarmuuden vallitessa myös covid-19-kriisin vaikutuksia voidaan arvioida. Kriisin vaikutukset eivät näy varoitusmekanismia koskevan kertomuksen virallisessa tulostaulussa, koska sen data ulottuu vain vuoteen 2019. Tulostaulun muuttujien arvot ja muut makrotalouden epätasapainoa koskevan analysoinnin kannalta merkitykselliset muuttujat on sen vuoksi arvioitu vuosien 2020 ja 2021 osalta käyttäen komission ennustedataa ja osavuositason datan perusteella tehtyjä pikaestimaatteja (ks. laatikko 1, jossa on tietoa kustakin tulostaulun muuttujasta). Tämä vaikuttaa tarpeelliselta meneillään olevan kehityksen arvioimiseksi, mutta on myös tarpeen pitää mielessä kyseisiin ennusteisiin liittyvä huomattava epävarmuus. Aikaisempien vuosien tapaan varoitusmekanismia koskevaa kertomusta varten tehdyssä arvioinnissa otetaan huomioon myös arviointikehysten sekä olemassa olevien perusteellisten tarkastelujen ja relevanttien analyysien havainnot. Komission analyysiin sovelletaan edelleen tehtyjen analyysien ja käytetyn datan läpinäkyvyyttä koskevia periaatteita, ja päätelmiä tehdään varovasti tietoisena siitä, että datan laatuun on suhtauduttava varauksella.

Tulostaulun data viittaa siihen, että viimeaikainen varantoepätasapainojen korjautuminen pysähtyisi, kun taas viime vuosina havaittujen ylikuumenemisriskien odotetaan pienenevän kriisin myötä. Kun lasketaan tulostaulun kynnysarvot ylittävät arvot eri vuosilta, tulee esiin seuraavanlainen kehityskulku (Kuvio 8).

- Vuonna 2013 alkanut talouden kasvu on auttanut vähentämään yksityisen ja julkisen talouden velkaa suhteessa BKT:hen suotuisan nimittäjävaikutuksen ansiosta. Tämä näkyy siinä, että vuoteen 2019 asti niiden maiden määrä, joiden velkasuhde ylitti kynnysarvot, väheni. Covid-19-kriisi näyttää pysäyttävän tämän suuntauksen.
- Sen jälkeen kun 2000-luvun suuret vaihtotaseen alijäämät korjaantuivat, viimeksi kuluneelle vuosikymmenelle oli ominaista suurten vaihtotaseen ylijäämien kasautuminen joihinkin kansantalouksiin. Nämä ylijäämät ovat supistuneet viime vuosina. Covid-19-kriisin ei odoteta perusteellisesti muuttavan tätä ulkoista sopeutusta, sillä kriisin vaikutuksen ulkoisiin taseisiin odotetaan olevan vähäinen, ja vaikutus vaihtotaseiden ja ulkomaisten nettovarallisuusasemien kynnysarvot ylittävien maiden määrään on ollut vain marginaalinen.
- Nopeasti nousevat yksikkötyökustannukset ja asuntojen hinnat ovat viime vuosina johtaneet ko. kynnysarvot ylittävien maiden määrän lisääntymiseen. Nopean kasvun maissa ilmenneiden ylikuumenemispaineiden odotetaan covid-19-kriisin myötä vähitellen hiipuvan. Tämä näkyy eniten asuntojen hinnoissa, joiden odotetaan alenevan, ja kynnysarvon ylittyminen on vaarana harvemmin. Yksikkötyökustannusten nousu saattaa myös hidastua, mutta vasta vuonna 2020 koetun tilapäisen mutta jyrkän kustannusten nousun jälkeen. Tuolloin yli puolet jäsenvaltioista on vaarassa ylittää kynnysarvon. Tässä näkyy selvästi alhaisemman tuottavuuden mekaaninen vaikutus, kun toimeliaisuus on jyrkästi vähentynyt, mutta työllisyysvaikutukset ovat vähäisemmät. Reaalisten efektiivisten valuuttakurssien ennustetaan laajalti ylittävän kynnysarvot, mikä suurelta osin johtuu nimellisen valuuttakurssin kehityksestä.

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

Kuvio 8: Niiden jäsenvaltioiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon



Lähde: Eurostatin ja komission yksiköiden laskelmat (ks. myös laatikko 1)
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. Tulostaulun indikaattoreita koskevissa vuosien 2020 ja 2021 ennusteissa noudatetusta lähestymistavasta ks. laatikko 1. Seuraavia indikaattoreita koskevat ennusteet on tehty ainoastaan vuodelle 2020: yksityinen luotonsaanti, yksityinen velka, rahoitusalan vastuut, pitkäaikaistyöttömyys, nuorisotyöttömyys.

Laatikko 1: Tulostaulun pääindikaattoreiden pikaestimaatit

Jotta tulostaulussa olisi enemmän tulevaisuuteen suuntautuvia elementtejä, varoitusmekanismia koskevaa kertomusta varten tehty analyysi perustuu mahdollisuuksien mukaan myös vuosia 2020 ja 2021 koskeviin ennusteisiin ja kehitysarvioihin ja kuluvaa vuotta koskeviin pikaestimaatteihin (*nowcasts*). Luvut perustuvat aina kun mahdollista komission syksyn 2020 talousennusteeseen. Muussa tapauksessa luvut perustuvat sijaisindikaattoreiden pohjalta laadittuihin pikaestimaatteihin, joita komission yksiköt ovat laatineet erityisesti tätä kertomusta varten.

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

Monivuotisten muutosten (kuten vientimarkkinaosuuksien viiden vuoden muutoksen) tapauksessa vain vuodet 2020 ja 2021 perustuvat ennusteisiin, kun taas vuotta 2019 tai sitä edeltäviä vuosia koskevissa komponenteissa käytetään makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun perustana olevia Eurostatin tietoja.

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

Indikaattori	Menetelmä	Datan lähteet

Vaihtotase,% suhteessa BKT:hen (3 vuoden keskiarvo)	Komission syksyn talousennusteen mukaiset vaihtotaseen arvot (maksutasekäsite)	AMECO-tietokanta
Ulkomainen nettovarallisuusasema (% suhteessa BKT:hen)	Komission syksyn talousennusteen mukaisesta koko kansantalouden nettoluotonannosta/-otosta saadaan ulkomaisen nettovarallisuusaseman muutos, joka kuvaa transaktioita; muut vaikutukset (esim. arvostusmuutokset) otetaan huomioon vuoden 2020 toiseen neljännekseen asti, minkä jälkeen niistä ei ole tehty oletuksia.	AMECO-tietokanta, Eurostat
Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi – 42 kauppakumppania, YKHI-deflaattori (3 vuoden %-muutos)	Arvot komission syksyn talousennusteesta	AMECO-tietokanta
Vientimarkkinaosuus – % maailman viennistä (5 vuoden %-muutos)	Luvut perustuvat i) EU:n jäsenvaltioiden osalta komission ennusteeseen tavaroiden ja palvelujen nimellisviennistä (kansantalouden tilinpidon käsite) ja ii) muun maailman osalta komission ennusteeseen tavara- ja palveluviennin määrästä. Luvut on muunnettu nimellisiksi käyttämällä komission Yhdysvaltojen tuonnin deflaattoria ja ennusteita euron ja Yhdysvaltain dollarin vaihtokurssista.	AMECO-tietokanta
Nimellisten yksikkötyökustannusten indeksi, 2010 = 100 (3 vuoden %-muutos)	Arvot komission syksyn talousennusteesta	AMECO-tietokanta
Asuntohintaindeksi (2015 = 100), deflatoitu (1 vuoden %-muutos)	Mallipohjaiset ennusteet lasketaan jäsenvaltioiden kanssa talouspoliittisen komitean LIME-työryhmässä jaetun asuntojen arvonmääritysmallin perusteella. Ennusteet pohjautuvat asuntojen reaalihintojen prosentuaalisiin muutoksiin, jotka ovat odotettavissa talouden perustekijöiden perusteella (väestö, käytettävissä olevat tulot, asuntokanta, pitkät korot ja yksityisten kulutusmenojen hintadeflaattori), ja virheiden korjaustermiin, ja ne kertovat hintojen sopeutumisesta perustekijöihin pitkällä aikavälillä.	Eurostat, komissio.
Luotot yksityiselle sektorille, sulautettu (% suhteessa BKT:hen)	Vuoden 2020 luku kuvaa luotonantoa vuoden kolmen ensimmäisen neljänneksen ajalta. Kahden ensimmäisen neljänneksen osalta on käytetty EKP:n neljännesvuosittaisten sektoritilien (QSA) sulautettua dataa ja vuoden kolmannen neljänneksen osalta arvioita joistakin luotonannon komponenteista. Jälkimmäisessä käytetään EKP:n tasetilastojen (BSI) mukaista rahalaitosten luotonantoa yksityiselle sektorille kuvaamaan pankkilainakomponenttia ja EKP:n arvopapereiden liikkeeseenlaskutilastojen (SEC) mukaista nimellisarvoista velkapaperien liikkeeseenlaskua kuvaamaan joukkolainojen liikkeeseenlaskua vuoden kolmannen neljänneksen osalta.	EKP (QSA, BSI, SEC)
Yksityisen sektorin velka, sulautettu (% suhteessa BKT:hen)	Vuoden 2020 luku kuvaa yksityisen sektorin velkaa vuoden kolmannen neljänneksen lopussa. Siinä käytetään EKP:n neljännesvuosittaisten sektoritilien sulautettua dataa vuoden toiselta neljännekseltä. Luku on projisoitu vuoden kolmannelle neljännekselle käyttäen pankkilainoja koskevia lukuja (EKP:n tasetilastojen (BSI) perusteella) ja joukkolainoja koskevaa dataa (EKP:n arvopapereiden liikkeeseenlaskutilastojen (SEC) perusteella).	EKP (QSA, BSI, SEC)
Julkisen talouden bruttovelka (% suhteessa BKT:hen)	Arvot komission syksyn talousennusteesta	AMECO-tietokanta
Työttömyysaste (3 vuoden keskiarvo)	Arvot komission syksyn talousennusteesta	AMECO-tietokanta
Rahoitussektorin velat yhteensä, sulauttamaton (1 vuoden %-muutos)	Vuoden 2020 luku kuvaa EKP:n rahalaitosten velkojen kasvua syyskuuhun 2020 asti.	EKP (BSI)

Työvoimaosuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuosien 2020 ja 2021 muutosluvut perustuvat komission syksyn talousennusteeseen, joka koskee koko työvoiman (kaikki ikäryhmät) muutosta. Luvuista on vähennetty komission syksyn talousennusteeseen sisältyvä väestönmuutos (15–64-vuotiaat).	AMECO-tietokanta
Pitkäaikaistyöttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuoden 2020 pikaestimaatti perustuu tuoreimpaan dataan (ensimmäinen ja toinen neljännes, olettaen, että osuus pysyy vuoden loppuun vakiona).	Eurostat (työvoimatutkimus)
Nuorisotyöttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	Vuoden 2020 pikaestimaatti perustuu tuoreimpaan dataan (tammi–syyskuu 2020, olettaen, että osuus pysyy vuoden loppuun vakiona).	Eurostat (työvoimatutkimus)

3.1 Ulkoinen sektori ja kilpailukyky

Vaihtotaseet pysyivät yleisesti ottaen melko vakaina vuonna 2019. Vaihtotaseiden yleinen trendi oli vuonna 2018 heikkenevä maailman vientikysynnän heikentyessä ja öljyn hintojen noustessa, mutta vaihtotaseen muutokset vuodesta 2018 vuoteen 2019 eivät noudattaneet selkeää kaavaa ja pysyivät suhteellisen maltillisina (Kuvio 10). Vuonna 2019 Bulgariassa, Liettuassa ja Tanskassa havaittiin huomattavaa parannusta, kun taas Kyproksen vaihtotase muuttui voimakkaammin negatiiviseksi. Joissakin jäsenvaltioissa, muun muassa Saksassa ja Alankomaissa, suuret ylijäämät pienenivät jonkin verran.

- **Vaihtotaseen alijäämä oli vuonna 2019 kahdessa jäsenvaltiossa suurempi kuin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn alempi kynnysarvo.** Kyproksen suuri alijäämä heikkeni edelleen vuonna 2019, ja näin ollen kolmen vuoden keskiarvo pysyi makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon alapuolella sekä heikompana kuin vastaava norminmukainen vaihtotase ja taso, jota ulkomaisen nettovarallisuusaseman saaminen vakaalle alueelle seuraavien kymmenen vuoden aikana edellyttää.[21] Romanian vaihtotaseen edelleen hieman heikennyttyä sen kolmen vuoden keskiarvo saavutti makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon vuonna 2019, ja lukema on myös selvästi norminmukaista vaihtotasetta heikompi.
- **Vaihtotaseen alijäämä ylitti vuonna 2019 maakohtaiset vertailuarvot useimmissa jäsenvaltioissa joitakin merkittäviä poikkeuksia lukuun ottamatta** (Kuvio 9).[22] Suhdannekorjatut vaihtotaseet olivat enimmäkseen lähellä nimellisiä taseita tai niiden yläpuolella,

[21] Ulkomaista nettovarallisuusasemaa koskevien maakohtaisten varovaisuuskynnysarvojen määrittämisestä ks. alaviite 25.

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

mikä kertoo laskevan suhdanteen negatiivisesta vaikutuksesta.[23] Kyproksen ja Romanian vaihtotaseet ovat perustekijöiden vuoksi alle norminmukaisen vaihtotaseen. Kreikan, Kyproksen ja Portugalin alijäämät alittavat tason, jota ulkomaisen nettovarallisuusaseman saaminen maltillisemmalle tasolle edellyttää.[24]

- **Vaihtotaseen ylijäämä ylittää edelleen makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun ylemmän kynnysarvon ja maakohtaiset vertailuarvot kolmessa EU-maassa.** Tilanne on ollut tämä Alankomaissa, Saksassa ja Tanskassa lähes vuosikymmenen ajan. Tanska kasvatti ylijäämäänsä vuonna 2019, mutta Alankomaiden ja Saksan vaihtotaseen ylijäämä on edelleen vähitellen pienentynyt. Alankomaissa vaihtotaseita ohjaa myös monikansallisten yritysten toiminta, joka vaikuttaa sekä kauppa- että tulotaseisiin.

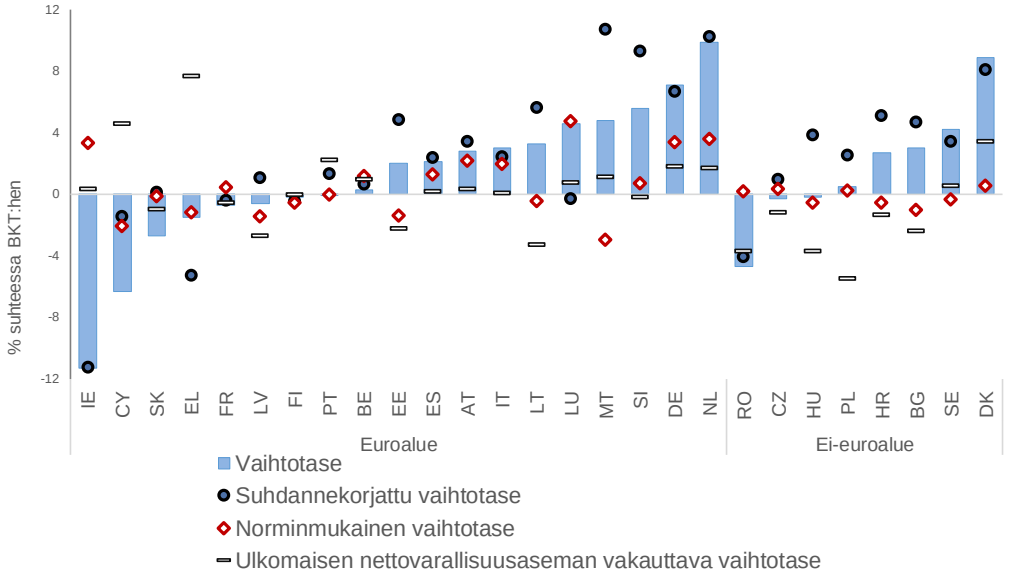
Ennusteet osoittavat, että vaihtotaseen kehitys on suhteellisen vakaata myös vuosina 2020 ja 2021, mutta talouden eri sektoreiden vaikutus ulkoiseen rahoitusasemaan on muuttunut huomattavasti. Covid-19-kriisi vähentää huomattavasti vientiä ja tuontia, kumpaakin suurin piirtein samassa suhteessa. Vaikka EU-maiden yhteenlaskettu nettoluotonantoasema ei juurikaan muutu, talouden eri sektoreiden nettoluotonantoasema muuttuu huomattavasti. Vuonna 2020 julkisen talouden rahoitusasemat heikkenivät huomattavasti niiden tukitoimenpiteiden seurauksena, joita on toteutettu jyrkän taantuman pehmentämiseksi kotitalouksien ja yritysten lisääntyneen nettosäästämisen vastapainona (Kuvio 11).

- **Vaihtotaselukujen odotetaan heikkenevän eräissä nettovelallismaissa, jotka ovat vahvasti riippuvaisia matkailupalvelujen viennistä.** Tämä koskee erityisesti Kroatiaa, Kyprosta, Kreikkaa ja Maltaa.
- **Suuret ylijäämät supistunevat vuonna 2020**, Alankomaissa ja Saksassa merkittävästi, kun vuosia 2020 ja 2021 tarkastellaan yhdessä.

[23] 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.

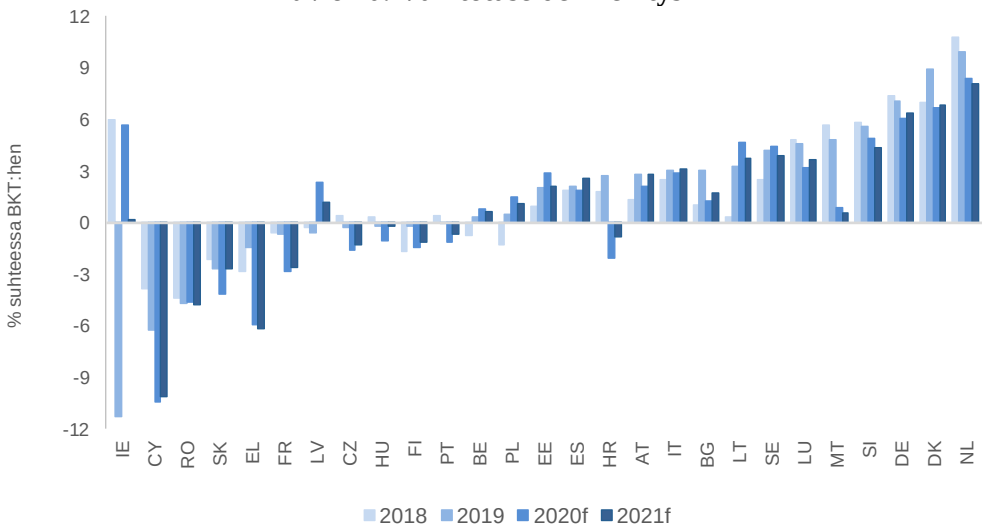
[24] Irlannin suuri alijäämä vuonna 2019 johtuu monikansallisten yritysten toimintaan liittyvistä kertaluonteisista vaikutuksista. Kuilu toteutuneiden vaihtotaseiden ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttamiseen tarvittavien vaihtotaseiden välillä riippuu ratkaisevasti tarkasteluajanjakson pituudesta. Esimerkiksi Kreikassa ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttaminen tulostaulun varovaisuuskynnysarvon ylittävälle tasolle 20 vuoden aikajänteellä edellyttäisi, että vaihtotaseen ylijäämä olisi 1,7 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja 10 vuoden aikajänteellä 7,7 prosenttia suhteessa BKT:hen.

Kuvio 9: Vaihtotaseet ja vertailuarvot vuonna 2019



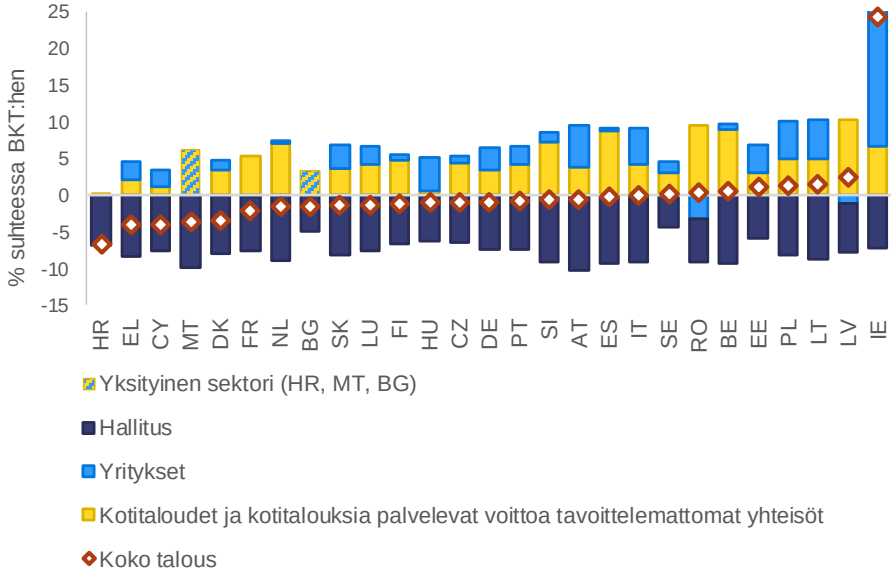
Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään vuoden 2019 vaihtotaseen mukaisessa järjestyksessä. Suhdannekorjatut vaihtotaseet: ks. alaviite 23. Norminmukaiset vaihtotaseet: ks. alaviite 22. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman vakauttavan vaihtotaseen vertailuarvo määritellään 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.

Kuvio 10: Vaihtotaseiden kehitys



Lähde: Eurostat, Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste ja komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Maat esitetään nousevassa järjestyksessä vuoden 2019 vaihtotaseen perusteella.

Kuvio 11: Nettoluotonannon/nettoluotonoton muutos sektoreittain vuosina 2019–2020



Lähde: AMECO-tietokanta ja Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste
Huom. Osa yrityssektorin nettoluotonannon muutoksesta Irlannissa on kuviossa asteikon ulkopuolella.

Ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat kohentuneet edelleen useimmissa jäsenvaltioissa, mutta ulkomaanvelan määrä on edelleen suuri, ja kriisi saattaa joissakin tapauksissa lisätä taakkaa. Ulkomainen nettovarallisuusasema parani edelleen vuonna 2019 useimmissa EU-maissa, mikä johtui ulkomaista nettovarallisuusasemaa vakauttavat kynnysarvot ylittävistä vaihtotaseista, nimellisen BKT:n kasvusta ja joissakin tapauksissa suurista positiivisista arvostusvaikutuksista. Monien EU-maiden ulkomainen nettovarallisuusasema on kuitenkin yhä erittäin negatiivinen. Vuonna 2019 ulkomainen nettovarallisuusasema oli 11 jäsenvaltiossa heikompi kuin tulostaulun kynnysarvo, joka on -35 prosenttia suhteessa BKT:hen. Tämä on vain yksi jäsenvaltio vähemmän kuin vuonna 2018. Näissä maissa arvot alittavat sen, mitä voitaisiin pitää talouden perustekijöiden mukaisena tasona (ns. norminmukainen ulkomainen nettovarallisuusasema), ja joissain tapauksissa ne alittavat myös varovaisuuskynnysarvot (Kuvio 12).[25] Kriisi estää negatiivisempien ulkomaisten nettovarallisuusasemien kohenemisen suhteessa BKT:hen.

- Joissakin euroalueen jäsenvaltioissa, kuten Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa, on edelleen **pitkälti negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema**, alle –100 prosenttia suhteessa BKT:hen. Näissä neljässä maassa ulkomaiset nettovarallisuusasemat ovat selvästi sekä norminmukaisten että varovaisuuskynnysarvojen alapuolella. Irlannissa ja Kyproksessa ulkomaiset nettovarallisuusasemat kertovat suuressa määrin myös monikansallisten yritysten ylirajaisista rahoitussuhteista ja erillisyhtiöiden suuresta merkityksestä. Näissä neljässä maassa sekä Espanjassa näkyy vahvasti velkaantumisen vaikutus ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan,

[25] Perustekijöiden mukainen ulkomainen nettovarallisuusasema (ns. norminmukainen ulkomainen nettovarallisuusasema) saadaan norminmukaisten vaihtotaseiden kasautuessa ajan mittaan (ks. myös alaviite 22). Ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvot määritetään maksimoimalla signaalien voimakkuus ennustettaessa maksutasekriisiä. Laskennassa otetaan huomioon maakohtaiset tiedot, jotka esitetään asukasta kohden laskettuna tulotasona. Perustekijöiden mukaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman laskennassa käytetyn menetelmän osalta ks. A. Turrini ja S. Zeugner (2019), ”Benchmarks for Net International Investment Positions”, European Economy, Discussion Paper, 097/2019.

mistä on osoituksena erittäin negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja (NENDI).[26] Kreikassa taas valtaosan ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta muodostaa suuri ulkomainen julkinen velka, joka usein on myönnetty erittäin edullisin ehdoin.[27] Vuonna 2020 odotettavissa oleva BKT:n voimakas supistuminen vaikuttanee jossain määrin negatiivisesti niiden ulkomaisiin nettovarallisuusasemiin suhteessa BKT:hen, ja näiden suhdelukujen arvioidaan useissa tapauksissa heikkenevän.

- Maissa, joissa **ulkomainen nettovarallisuusasema ei ole yhtä negatiivinen**, mutta se ylittää kuitenkin tulostaulun kynnysarvon, ulkomainen nettovarallisuusasema on heikompi kuin maakohtaisten perustekijöiden perusteella voitaisiin odottaa, mutta joissakin tapauksissa se on lähellä varovaisuuskynnystä tai sitä parempi. Nämä maat eli Kroatia, Latvia, Puola, Romania, Slovakia ja Unkari sekä muut Keski- ja Itä-Euroopan ja Baltian maat ovat yleensä suuria suorien ulkomaisten sijoitusten nettovastaanottajia, joten NENDI-luvut ovat parempia. Näiden maiden osalta vuonna 2020 odotettavissa olevat muutokset ovat enimmäkseen lieviä tai maltillisia.

- Useimmat **suuret positiiviset ulkomaiset nettovarallisuusasemat** kasvavat edelleen vuonna 2019. Alankomaissa, Saksassa ja Tanskassa positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on yli 70 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja sen kasvu vuonna 2019 johtui myös huomattavista positiivisista arvostusvaikutuksista. Belgian, Maltan ja Luxemburgin ulkomainen nettovarallisuusasema on yli 50 prosenttia suhteessa BKT:hen. Kaikissa näissä tapauksissa ulkomaisen nettovarallisuusaseman lukema ylittää selvästi norminmukaisen lukeman, joka olisi perusteltavissa tai odotettavissa maakohtaisten perustekijöiden perusteella.

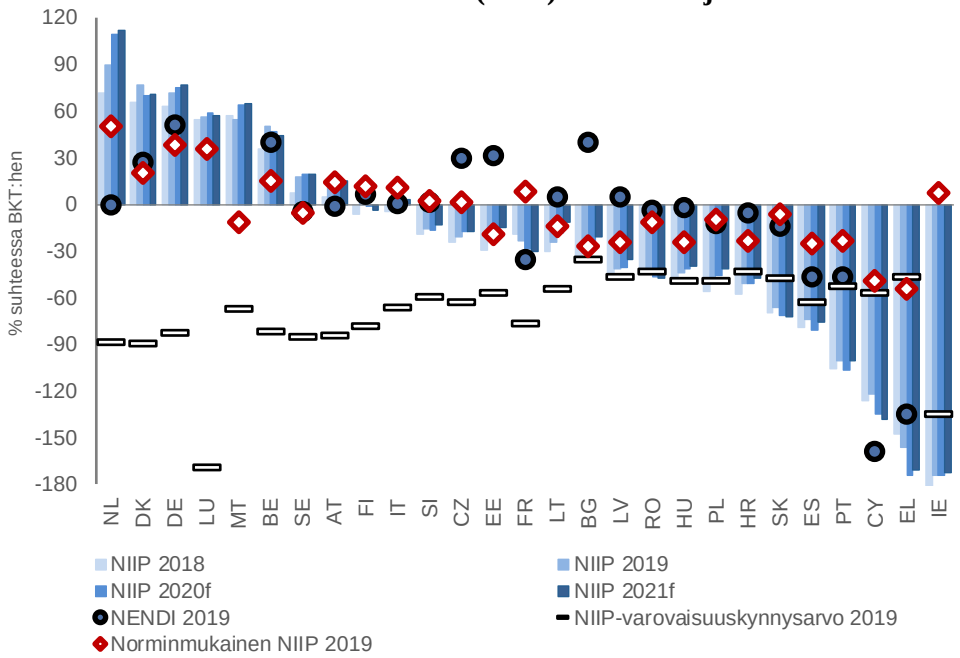
Covid-19-kriisin puhkeamisesta on joissakin euroalueen ulkopuolisissa maissa seurannut ulkomaisen lainanoton jännitteitä. Useimmissa kehittyvissä talouksissa, joissa vaihtokurssit ovat kelluvia, on covid-19-kriisin puhjettua koettu pääomapakoa ja valuutan arvon heikkenemistä. Markkinat ovat ennakoineet rahaviranomaisten mahdollisia kompromisseja kansantalouden tukemisen ja valuuttojen vakauttamisen välillä. Joitakin jännitteitä on ollut havaittavissa myös joidenkin sellaisten euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden valuutoissa, joissa on käytössä joustava valuuttakurssijärjestelmä. Valuuttakurssit heikkenivät erityisesti maalis- ja huhtikuussa, varsinkin Unkarissa, mutta paine hellitti ja valuutat vakiintuivat toukokuussa ja joissakin tapauksissa vahvistuivat seuraavina kuukausina. Vaikka rahoitusmarkkinoiden jännitteet ja sen myötä myös ulkoisen rahoituksen riskit näyttävät sittemmin vähentyneen, muutamat euroalueen ulkopuoliset jäsenvaltiot saattavat jäädä haavoittuviksi, jos riskien välttäminen maailmanlaajuisilla rahoitusmarkkinoilla lisääntyy tai pääomavirtojen epävakaus palautuu. Tähän voivat vaikuttaa useat tekijät, kuten ulkomaisten rahoitustarpeiden näkymät, myös hallituksen tarpeiden osalta, ja se, onko jäsenvaltiolla valuuttavarantoja.

---

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

[27] Kreikassa ulkomaisen nettovarallisuusaseman heikkeneminen vuonna 2019 johtuu suurelta osin negatiivisista arvostusvaikutuksista.

Kuvio 12: Ulkomaiset nettovarallisuusasemat (NIIP) 2018–2021 ja vertailuarvot vuonna 2019



Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat (ks. myös laatikko 1).
Huom. Maat esitetään laskevassa järjestyksessä sen perusteella, mikä ulkomaisen nettovarallisuusaseman suhde BKT:hen oli vuonna 2019. NENDI on ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja. Norminmukaisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman ja ulkomaisen nettovarallisuusaseman varovaisuuskynnysarvon osalta ks. alaviite 25. Irlannin (IE), Luxemburgin (LU) ja Maltan (MT) NENDI on asteikon ulkopuolella.

Vuonna 2019 yksikkötyökustannukset kasvoivat edelleen dynaamisesti useissa EU-maissa, mutta trendit ovat kääntymässä laskuun covid-19-kriisin myötä. Tulostaulun mukaan yksikkötyökustannusten kasvuindikaattori ylitti kynnysarvon seuraavissa kahdeksassa maassa vuonna 2019, eli maita on saman verran kuin vuotta aikaisemmin: Bulgaria, Latvia, Liettua, Luxemburg, Romania, Slovakia, Tšekki ja Viro. Luxemburgia lukuun ottamatta ne kaikki ylittivät kynnysarvon jo vuonna 2018. Yksikkötyökustannusten kasvu on vuodesta 2013 lähtien kiihtynyt Baltian maissa ja useissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa tilanteessa, jossa talouskasvu on ollut voimakasta, työmarkkinat kireät ja osaajista on ollut pulaa.

Covid-19-pandemian seurauksena yksikkötyökustannusten odotetaan kasvavan kertaluonteisesti vuonna 2020 ja kehittyvän sen jälkeen maltillisemmin. Yksikkötyökustannusten ennustetaan covid-19-kriisin myötä kasvavan edelleen huomattavasti kaikkialla EU:ssa vuonna 2020, kun tuottavuus alenee lähes kaikkialla. Suuntauksen ennustetaan kuitenkin osittain kääntyvän vuonna 2021, sillä talouden ennustetun elpymisen myötä tuottavuus palautunee ja johtanee yksikkötyökustannusten merkittävään laskuun tai vakautumiseen palkkakehityksen hidastuessa (Kuvio 13, ylempi paneeli).

- **Monissa maissa palkkojen nousu oli vuonna 2019 edelleen suurin yksikkötyökustannusten kasvuun vaikuttava tekijä, mutta kriisi on nyt johtanut tuntuvaan palkkojen maltillistumiseen.** Vuoteen 2019 asti jatkuneet ylikuumenemispaineet ovat kriisin myötä hälvenneet. Palkkojen ja korvausten ennustetaan kasvavan maltillisemmin useimmissa EU-maissa vuosina 2020 ja 2021. Vuonna 2020 tähän vaikuttaa pääasiassa työajan lyhentäminen lähinnä

tilapäisten työajan lyhentämisjärjestelyjen yhteydessä.[28] Tällaisissa järjestelyissä työntekijät säilyttävät työpaikkansa, mutta tehdyt työtunnit vähenevät ja palkka pienenee.[29]

- **Työn tuottavuuden kasvu pysyi vähäisenä vuonna 2019, ja kriisi heikentää tuottavuutta entisestään vuonna 2020.** Vuonna 2020 tuottavuuden ennustetaan heikentyvän jyrkästi lähes kaikissa EU-maissa, kun sitä mitataan tuotoksena työntekijää kohti. Vuoden 2020 taantumassa myös työvoimapanokset pienenivät. Tämä johtui kuitenkin pääasiassa työtuntien vähenemisestä, ja työntekijöiden määrä muuttui vain vähän.[30] Näin ollen kun tuottavuutta mitataan tuotoksena tehtyä työtuntia kohti, heikkeneminen näyttää vähäisemmältä (Kuvio 13, neljäs paneeli). Hallitusten tukemien työajan lyhentämisjärjestelyjen laaja käyttö on merkittävästi edistänyt huomattavaa ja laajalle levinnyttä työvoiman hamstrausta, jota on havaittu kaikkialla EU:ssa.[31] Vuonna 2021 tuottavuuslukujen odotetaan elpymisen myötä nousevan. Tuottavuuden ennustetaan kuitenkin useimmissa tapauksissa pysyvän tasoltaan kriisiä edeltäneissä lukemissa tai niiden alapuolella.

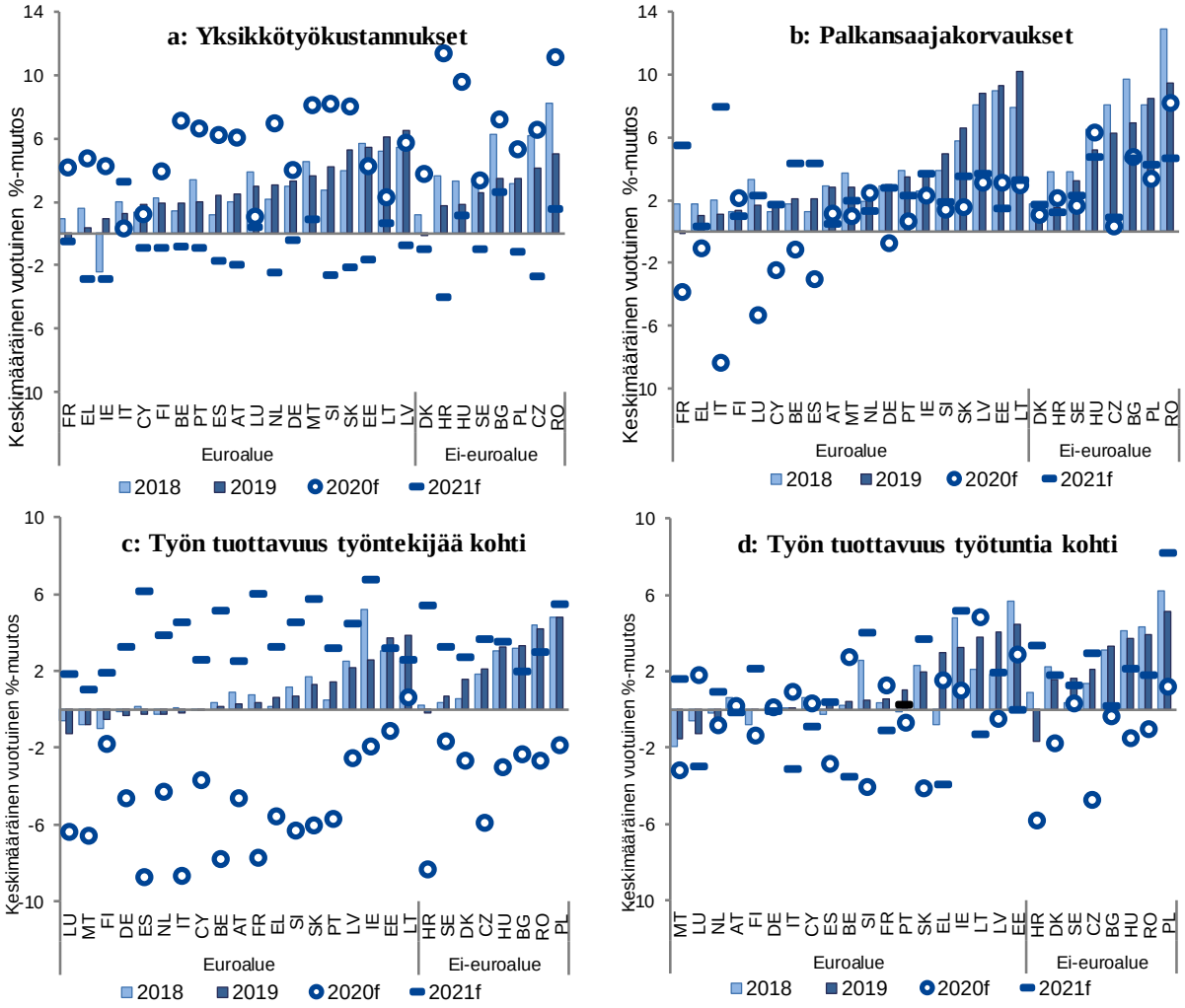
[28] Ne kymmenen EU:n jäsenvaltiota, joilla oli jo ennen covid-19-epidemiaa säännökset tulotuen myöntämisestä työajan lyhentämisen yhteydessä, ovat mukauttaneet olemassa olevia järjestelyjään selviytyäkseen covid-19-kriisin aiheuttamista häiriöistä. Muissa maissa on otettu käyttöön vastaavia toimenpiteitä tapauskohtaisesti (ks. myös laatikko 2 ja Euroopan komissio (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe 2020; tulossa). Tällaisten järjestelyjen rahoittamisessa voidaan hyödyntää komission käyttöön asettamaa SURE-välinettä.

[29] Työntekijäkohtaiset palkansaajakorvaukset näyttävät pienentyneen selvemmin maissa, joissa tulotuki luokitellaan valtion tulonsiirroiksi eikä työtuloiksi.

[30] Tehtyjen työtuntien kokonaismäärän vähentymisestä euroalueella vuoden 2020 alkupuoliskolla arviolta keskimäärin 75 prosenttia johtuu tehtyjen työtuntien keskiarvon alenemisesta ja loput työllisyyden vähenemisestä. Ks. EKP (2020), Talouskatsaus 6/2020.

[31] V. Botelho, A. Consolo ja A. Dias da Silva (2020), ”A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market”, EKP:n Talouskatsaus 5/2020, Euroopan keskuspankki. OECD (2020), ”Policy Responses to Coronavirus (COVID-19) – Job retention schemes during the COVID-19 lockdown and beyond”, 3. elokuuta 2020, https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/job-retention-schemes-during-the-covid-19-lockdown-and-beyond-0853ba1d/#biblio-d1e2009

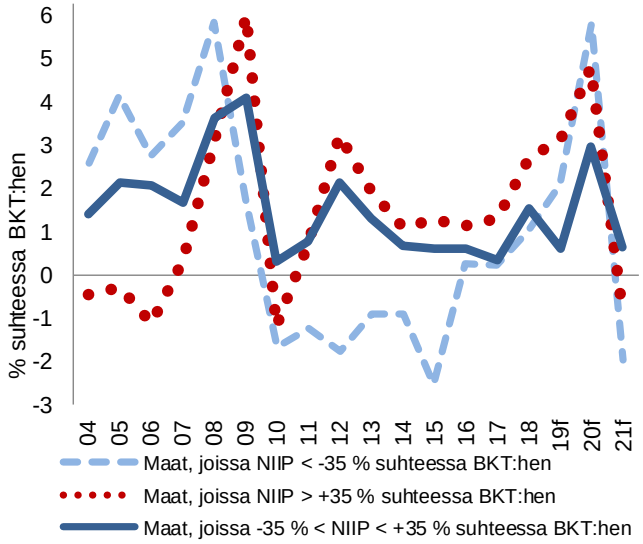
Kuvio 13: Yksikkötyökustannusten, palkansaajakorvausten ja tuottavuuden kasvu viime vuosina



Lähde: AMECO-tietokanta; vuosien 2020 ja 2021 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteesta. Tiedot koskevat palkansaajien ja työllisten lukumäärää.
Huom. Maat esitetään kussakin kuviossa nousevassa järjestyksessä vuoden 2019 muuttujan perusteella.

Kun tarkastellaan euroaluetta, yksikkötyökustannusten kehityksen odotetaan tukevan tasapainottamista hieman vähemmän kuin aiemmin. Vuonna 2019 yksikkötyökustannusten kasvu oli useissa nettovelkojamaissa, kuten Alankomaissa, Luxemburgissa ja Saksassa, hieman nopeampaa kuin joissakin nettovelallismaissa, kuten Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa ja Portugalissa. Vuosina 2020 ja 2021 yksikkötyökustannusten ennustetaan kuitenkin kasvavan lähes samaan tahtiin molemmissa maaryhmissä, mikä ei edistä ulkoisen rahoitusaseman tasapainottamista (Kuvio 14). Samaan aikaan useat nettovelallismaat ovat niitä, joihin covid-19-kriisi on vaikuttanut voimakkaammin (ks. myös kohta 2). Näin ollen talouden toimeliaisuus on näissä maissa hidastunut selvemmin, joten kustannus- ja palkkapaineet voivat olla jatkossa vähäisempiä.

Kuvio 14: Yksikkötyökustannusten kasvu euroalueella



Lähde: AMECO-tietokanta. Vuosien 2020 ja 2021 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteesta. Huom. Maat, joissa ulkomainen nettovarallisuusasema (NIIP) > +35 % suhteessa BKT:hen: DE, LU, NL, BE, MT. Maat, joissa NIIP on 35 %:sta –35 %:iin suhteessa BKT:hen: FI, EE, IT, LT, FR, SI, AT. Muissa maissa NIIP < –35 % suhteessa BKT:hen. Maakohtainen jako perustuu keskimääräisiin NIIP-arvoihin kaudella 2017–2019. Nettovelkojamaissa vaihtotase oli samalla kaudella keskimäärin ylijäämäinen. Luvut ovat BKT-painotettuja keskiarvoja kaikkien kolmen maaryhmän osalta.

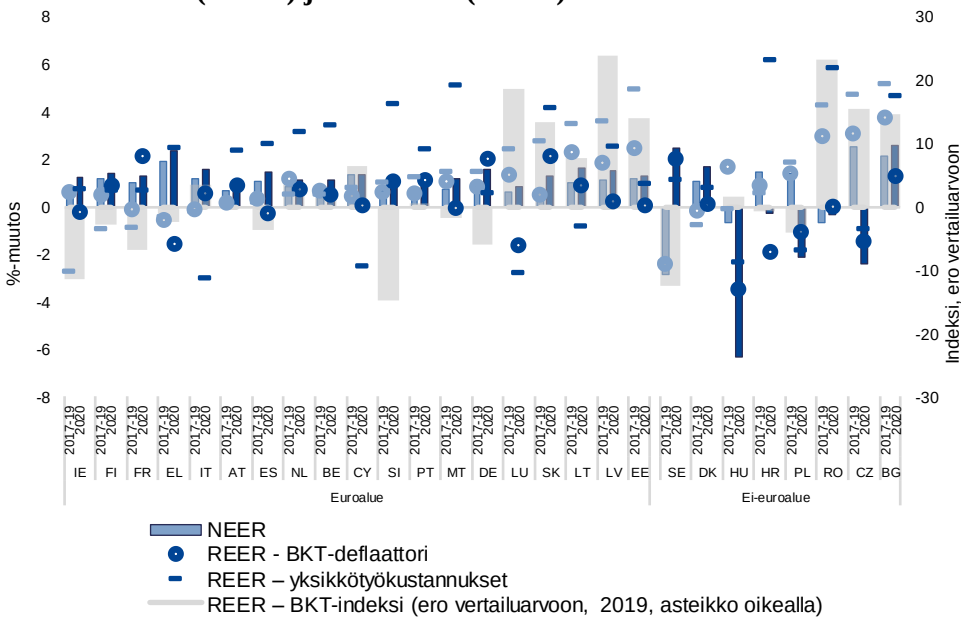
Reaalisten efektiivisten valuuttakurssien kehitykseen vaikuttaa yhä enemmän nimellisten valuuttakurssien epävakaus. Vuosina 2016–2018 reaaliset efektiiviset valuuttakurssit nousivat useimmissa jäsenvaltioissa euron vahvistumisen vuoksi (Kuvio 15). Kilpailukyvyn heikkeneminen näkyi selvimmin yksikkötyökustannuksina mitattuna. Vuonna 2019 kilpailukyky kuitenkin parani euron tilapäisen heikkenemisen vuoksi. Vuoden 2019 kehitystä tarkasteltaessa havaitaan, että vahvistuneeseen YKHI:iin perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin perusteella vain Viro ylitti kynnysarvot, kun vuonna 2018 kynnysarvot ylitti kuusi maata. Tämä kertoo myös vaimeasta inflaatiokehityksestä. Euron vahvistuttua vuonna 2020 euroalueen maiden maailmanlaajuisen kilpailukyvyn odotetaan jatkossa heikkenevän. Joidenkin euroalueen ulkopuolisten maiden valuutat ovat sen sijaan heikentyneet.

- **Vuonna 2019 nimelliset valuuttakurssit heikkenivät yleisesti, kun taas vuonna 2020 valuuttakehityksessä havaitaan suurempia maiden välisiä eroja.** Useimmissa EU-maissa nimellinen valuuttakurssi heikkeni vuonna 2019, ja joissakin euroalueen ulkopuolisissa jäsenvaltioissa, erityisesti Romaniassa, Ruotsissa ja Unkarissa, muita voimakkaammin. Vuonna 2020 covid-19-pandemian puhjettua euro alkoi jälleen vahvistua. Euroalueen ulkopuolella valuutat ovat joko pitkälti noudattaneet euron kehitystä tai merkittävästi vahvistuneet (Ruotsi) tai huomattavasti heikentyneet, erityisesti Unkarissa ja vähemmässä määrin Puolassa ja Tšekissä.

- **Yksikkötyökustannuksiin perustuvat reaaliset efektiiviset valuuttakurssit vahvistuivat useimmissa jäsenvaltioissa vuonna 2019, mutta eivät yhtä voimakkaasti kuin aiempina vuosina. Myös kriisi osaltaan vaimentaa vahvistumistrendejä**. Erityisesti useissa Keski- ja Itä-Euroopan maissa voimakkaampi reaalinen vahvistuminen jatkui vuonna 2019. Tämä koskee joitakin euroalueen maita, erityisesti Baltian maita ja Slovakiaa, sekä euroalueen ulkopuolisia maita, erityisesti Bulgariaa, Romaniaa ja Tšekkiä. Nettovelkojamaista ainoastaan Maltan ja Saksan reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui merkittävästi. Vuodeksi 2020 ennustetaan useimpien maiden osalta reaalista vahvistumista yksikkötyökustannusten voimakkaan tilapäisen nousun seurauksena. Vuodeksi 2021 ennustetun vähäisemmän yksikkötyökustannusten nousun odotetaan maltillistavan reaalista vahvistumista useimmissa EU-maissa.

- **Useimmissa jäsenvaltioissa hintamarginaali supistuu edelleen.** Viime vuosina yksikkötyökustannuksiin perustuvien reaalisten efektiivisten valuuttakurssien on havaittu vahvistuneen enemmän kuin BKT:hen perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin. Tämä on jatkunut vuoteen 2019, joskin hitaammin, mikä viittaa siihen, että voittomarginaalit supistuvat entisestään.[32] Tämä suuntaus on jatkunut vuonna 2020 erityisesti joissakin Keski- ja Itä-Euroopan maissa, Belgiassa, Espanjassa, Kreikassa ja Maltassa.
- **Myös reaalisen efektiivisen valuuttakurssin mittarit viittaavat siihen, että jatkossa kustannuskilpailukyvyn kehitys saattaa tukea tasapainottamista aiempaa vähemmän.** Vuosina 2020 ja 2021 suurten nettovelallismaiden tai maiden, joihin covid-19-taantuma on vaikuttanut enemmän, kuten Espanjan, Italian, Kroatian, Portugalin ja Ranskan, kilpailukyky Alankomaihin ja Saksaan nähden kasvaa vain vähän tai ei lainkaan.
- **Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin indeksien taso näyttää ylittävän vertailuarvon lähinnä niissä jäsenvaltioissa, joille on ollut tyypillistä pidempään vahvana jatkunut suhteellisten hintojen kehitys.** Tämä koskee erityisesti Keski- ja Itä-Euroopan maita.

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



Lähde: AMECO-tietokanta. Vuosien 2020 ja 2021 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteesta.
Huom. Maat esitetään yksikkötyökustannusten deflaattoriin perustuvan reaalisen efektiivisen valuuttakurssin keskimääräisen vuotuisen vaihtelun (2017–2019) mukaisessa nousevassa järjestyksessä. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi lasketaan 37 kauppakumppanin osalta. BKT:hen perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi-indeksi ilmaistaan prosentuaalisena erotuksena suhteessa talouden perustekijöiden mukaista reaalista efektiivistä valuuttakurssia edustavaan vertailuarvoon. Kuvion lukema on havaitun reaalisen efektiivisen valuuttakurssin ero suhteessa reaalisen efektiivisen valuuttakurssin vertailuarvoon: positiiviset indeksiarvot kertovat yliarvostuksesta ja negatiiviset indeksiarvot aliarvostuksesta.[33]

[32] Vaikka marginaalin supistuminen estää kustannuskilpailukykyä vaikuttamasta vaihtosuhteeseen ja näin hillitsee vaikutusta kauppavirtoihin aloilla, joille on ominaista tuotteiden eriyttäminen ja markkinaehtoinen hinnoittelu, jatkuvasti heikentynyt kannattavuus merkitsisi ajan myötä avoimen sektorin kaventumista.
[33] Tämän perustekijöihin perustuvan vertailuarvon laskentamenetelmä perustuu talouspoliittisen komitean LIME-työryhmälle 15. kesäkuuta 2020 esitettyyn muistioon ”Benchmarks for the assessment of real effective exchange rates”.

Vientimarkkinaosuuksien kasvu hidastui vuonna 2019, ja useimpien jäsenvaltioiden osalta niiden odotetaan edelleen pienenevän. Vuonna 2019 yhdenkään jäsenvaltion vientimarkkinaosuudet eivät pienentyneet tulostaulun kynnysarvon alapuolelle (viiden vuoden aikana tapahtuneiden kumulatiivisten markkinaosuuksien muutosten perusteella). Covid-19-pandemia muuttaa kaupan toimintaympäristöä hyvin erilaiseksi, mikä vaikuttaa vientimarkkinaosuuksiin.

- **Vientimarkkinaosuuksien odotetaan supistuvan vuonna 2020 noin puolessa EU:n jäsenvaltioista.** Kriisi vähentää merkittävämmin EU:n sisäistä kauppaa kuin EU:n ulkopuolista kauppaa. Tämä johtuu siitä, että covid-19-kriisi on tähän mennessä vaikuttanut voimakkaammin EU:hun kuin muihin maailman alueisiin. Koska EU-maat käyvät kauppaa pääasiassa keskenään, niiden tärkeimmät vientimarkkinat ovat kutistuneet maailman muiden alueiden vientimarkkinoihin verrattuna, mikä merkitsee suurimmalle osalle EU-maita myös markkinaosuuksien menetystä.
- **Vientimarkkinaosuudet pienenevät eniten maissa, joissa palveluviennin ja erityisesti matkailun asema on merkittävä.** Kauppa supistuu erityisesti palvelualoilla, muun muassa matkailussa, johon ulkomaista matkustamista koskevat rajoitukset ja kuluttajien käyttäytymisen muuttuminen vaikuttavat voimakkaasti. Vuonna 2020 vientimarkkinaosuuksien ennustetaan pienenevän eniten Espanjassa, Italiassa, Kreikassa, Kroatiassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Ranskassa, joille kaikille on ominaista voimakas riippuvuus kovia kokeneesta matkailualasta. Sen sijaan Alankomaiden ja Saksan ennustetaan kasvattavan vientimarkkinaosuuksiaan.

3.2 Yksityissektorin velka ja asuntomarkkinat

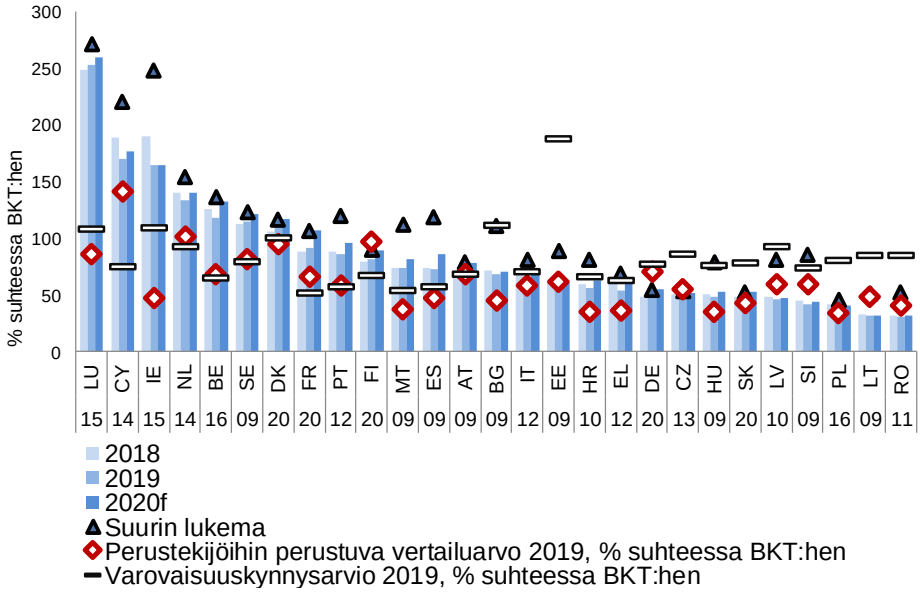
Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen on vähentynyt useimmissa jäsenvaltioissa vuoteen 2019 saakka suotuisan talouskehityksen myötä, mutta joissakin maissa velkataso on edelleen korkea. Vuonna 2019 tulostaulun kynnysarvon ylitti yksityisen kokonaisvelan osalta 11 jäsenvaltiota, kun vastaava luku vuonna 2018 oli ollut 12. Alankomaissa, Irlannissa, Kyproksessa, Luxemburgissa, Ruotsissa ja Tanskassa yksityisen velan suhde BKT:hen on yli 200 prosenttia, mikä kertoo myös monikansallisten yritysten ja erillisyhtiöiden suuresta merkityksestä useissa näistä maista. Belgiassa, Portugalissa, Ranskassa ja Suomessa taso on alempi, mutta niissäkin se ylittää kynnysarvon. Velka vaihtelee suuresti maittain, ja erot perustuvat maakohtaisiin rakenteellisiin tekijöihin. Joissakin EU-maissa velka näyttää kuitenkin olevan suuri myös verrattuna vertailuarvoihin, joissa otetaan huomioon nämä maakohtaiset talouden perustekijät. Joissakin maissa velka on suuri myös suhteessa varovaisuuskynnysarvoon.[34]

[34] Euroopan komissio on kehittänyt maakohtaiset velan vertailuarvot yhteistyössä talouspoliittisen komitean LIME-työryhmän kanssa (Euroopan komissio, ”Benchmarks for the assessment of private debt”, muistio talouspoliittiselle komitealle, ARES (2017) 4970814). Ks. myös J.-C. Bricongne, L. Coutinho, A. Turrini ja S. Zeugner, ”Is Private Debt Excessive?”, *Open Economies Review*, 3, 471–512, 2020. Perustekijöihin perustuvien vertailuarvojen avulla voidaan arvioida yksityistä velkaa suhteessa arvoihin, jotka voidaan selittää talouden perustekijöiden perusteella ja jotka on johdettu regressioista, joissa otetaan huomioon luotonannon kasvun tärkeimmät tekijät ja tietty alkuperäinen velkakanta. Varovaisuuskynnysarvot edustavat velkatasoa, jonka ylittyessä pankkikriisin todennäköisyys on suhteellisen suuri. Kyseiset tasot perustuvat signaalien maksimointiin pankkikriisien ennustamisessa minimoimalla huomaamatta jäävien kriisien ja väärien hälytysten todennäköisyys ja sisällyttämällä siihen maakohtaiset tiedot pankkien pääomatilanteesta, julkisesta velasta ja talouskehityksen tasosta.

- **Yksityisen sektorin velkaantumisen väheneminen jatkui vuonna 2019, ja useimmissa EU-maissa yksityisen sektorin velkasuhde supistui.** Velkasuhteen supistuminen vuosina 2018–2019 johtui pääasiassa nimellisen BKT:n kasvusta (ns. passiivinen velkaantumisen väheneminen), sillä luotonotto on viime vuosina kiihtynyt yhä useammassa maassa.
- **Luotonotto on ollut viime vuosina yhä vilkkaampaa erityisesti kotitaloussektorilla.** Pääasiassa positiivisista nettoluottovirroista huolimatta finanssialan ulkopuolisten yritysten velka suhteessa BKT:hen on supistunut kaikissa EU-maissa vuosina 2018–2019 Luxemburgia, Ranskaa, Ruotsia, Saksaa, Suomea ja Tanskaa lukuun ottamatta. Kotitalouksien velkasuhteissa on havaittu supistumista vain noin puolessa jäsenvaltioista. Viime vuosina velkakannan dynamiikka (transaktiot, jotka vaikuttavat velkapaperikantaan ja liikkeessä oleviin velkapapereihin) on ollut suhteellisen voimakasta kotitalouksien osalta (ks. varoitusmekanismia koskeva kertomus 2020). Sama suuntaus havaittiin myös vuosien 2018 ja 2019 välillä.
- **Vuonna 2019 finanssialan ulkopuolisten yritysten velka ylitti joissakin maissa vertailuarvot.** Alankomaissa, Belgiassa, Espanjassa, Irlannissa, Kyproksessa, Luxemburgissa, Maltassa, Portugalissa, Ranskassa, Ruotsissa ja Tanskassa finanssialan ulkopuolisten yritysten velka on ylittänyt sekä talouden perustekijöiden että varovaisuuskynnysarvojen mukaisen tason. Vuonna 2020 yritysten velan odotetaan Italiassa, Itävallassa, Kreikassa ja Kroatiassa kasvavan lähelle varovaisuuskynnysarvoja ja Suomessa edelleen ylittävän varovaisuustason (Kuvio 16). Useissa maissa, kuten Alankomaissa, Belgiassa, Irlannissa, Kyproksessa ja Luxemburgissa, valtioiden rajat ylittävä yhtiöiden sisäinen velka ja erillisyhtiöiden velka vaikuttavat merkittävästi yritysten velkaan.
- **Kotitalouksien velka ylitti vertailuarvot useissa jäsenvaltioissa vuonna 2019.** Alankomaissa, Espanjassa, Kreikassa, Portugalissa, Ranskassa, Ruotsissa, Suomessa ja Tanskassa velkatasot ylittävät sekä perustekijöihin perustuvan vertailuarvon että varovaisuuskynnysarvot (Kuvio 21). Kotitalouksien velka ylittää varovaisuustason Belgiassa ja Kyproksessa ja on lähellä varovaisuuskynnysarvoja Italiassa, Itävallassa ja Saksassa. Joissakin maissa kotitaloussektorin velkasuhde on huomattavasti suurempi, kun se suhteutetaan kotitalouksien käytettävissä oleviin bruttotuloihin. Tämä koskee Irlantia, Luxemburgia ja Maltaa.

Vuonna 2020 yksityisen sektorin velkasuhde näyttää olevan kasvamassa useimmissa jäsenvaltioissa erityisesti finanssialan ulkopuolisten yritysten osalta. Arviot yritysten ja kotitalouksien velasta suhteessa BKT:hen (käytettävissä olevan kuukausittaisen velkakantaa koskevan datan perusteella) viittaavat siihen, että kasvu on useimmissa EU-maissa huomattava. Velkasuhteiden kasvu on pitkälti mekaaninen seuraus siitä, että velkasuhteen nimittäjänä olevat BKT-luvut ovat pienentyneet. Erityisesti yritysten kohdalla on kuitenkin merkitystä myös velkakannan kehityksellä. Nettoluottovirran odotetaan olevan suuri vuonna 2020 useimmissa EU-maissa, erityisesti Belgiassa, Espanjassa, Irlannissa, Luxemburgissa, Ranskassa, Ruotsissa ja Suomessa, ja joissakin tapauksissa huomattavasti suurempi kuin vuonna 2019.

Kuvio 16: Finanssialan ulkopuolisten yritysten velka



Lähde: Eurostatin sektorikohtaiset tasetilit – lainat (F4) ja velkapaperit (F3), AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden arviot (ks. laatikko 1).
Huom. Maat esitetään finanssialan ulkopuolisten yritysten vuoden 2019 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin velkasuhde oli huipussaan. Perustekijöihin perustuvien vertailuarvojen ja varovaisuuskynnysarvojen määrittelyn osalta ks. alaviite 34.

Finanssialan ulkopuolisten yritysten osalta rajut tappiot ja likviditeettivaje selittävät lainanottotarpeiden kasvamisen vuonna 2020.

- **Velkasuhteet näyttävät kasvavan vuonna 2020 erityisesti maissa, joissa covid-19-pandemia pienentää yritysten voittoja ja kassavirtoja voimakkaammin.** Yleisesti ottaen maat, joissa yritysten nettoliikevoiton odotetaan supistuvan merkittävästi vuonna 2020, ovat samoja maita, joilla oli vuonna 2019 suurimmat nettoluottovirrat (transaktiot) suhteessa BKT:hen (ks. Kuvio 20).

- **Lainanottoa on täytynyt lisätä finanssialan ulkopuolisten yritysten käyttöpääoman rahoittamiseksi, jotta on voitu rahoittaa likviditeettipuskurien luomista, mikä merkitsee sitä, että yritysten nettovelka ei ole kasvanut yhtä paljon kuin bruttovelka.** Osa lainanotosta on käytetty käteispuskureiden palauttamiseen ja kasvattamiseen, jotta voidaan selviytyä taloustilanteen lisääntyneestä epävarmuudesta ja hyötyä luottovirtoja tukevista väliaikaisista erityistoimenpiteistä. Investointien rahoittamiseksi otetut lainat ovat olleet vähäisemmässä roolissa. Vaikka vuonna 2020 on otettu huomattavasti lainaa, yritysten säästämisasteen ei odoteta pienenevän merkittävästi. Lisäksi yritysten nettosäästöjen odotetaan investointien vähenemisen vuoksi kasvavan kaikissa EU-maissa (ks. Kuvio 11).

- **Lainanottoa on helpotettu politiikkatoimenpitein.** Sen lisäksi, että rahaviranomaiset ovat tarjonneet pankeille runsaasti likviditeettiä ja vakavaraisuussäännöksiä on mukautettu, valtion takaukset lainoille ovat auttaneet ylläpitämään luottovirtoja erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille.

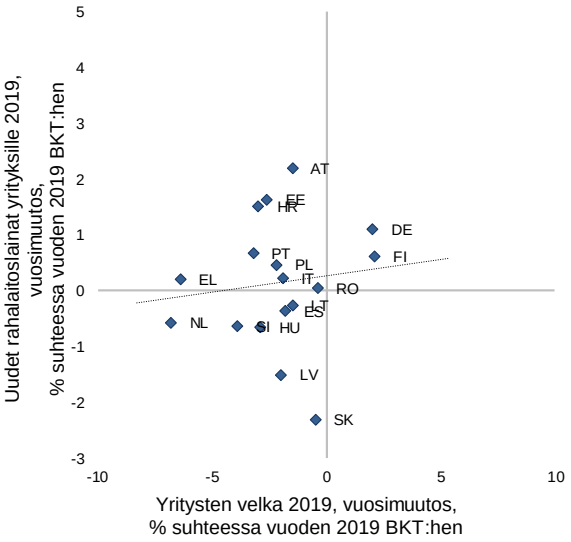
- **Velkojen takaisinmaksun lykkääminen osaltaan paisuttaa velkakehitystä vuonna 2020.** Yritysten velkojen takaisinmaksun lykkääminen kaikkialla EU:ssa joko valtion toimenpiteenä tai lainanantajien aloitteesta merkitsee velkakannan mekaanista lisääntymistä. Tämän vahvistaa se, että vuonna 2020 yritysten velan muutoksen ja rahalaitosten ”uuden” luotonannon (ilman uudelleenneuvoteltuja ja takaisinmaksettuja lainoja) suhde on paljon vahvemmin positiivinen

kuin vuonna 2019 (ks. Kuvio 17 ja Kuvio 18). Takaisinmaksut vaikuttavat näin ollen vuonna 2020 velkakehitykseen vähemmän kuin aikaisemmin, mikä luultavasti johtuu niiden lykkäämisestä.

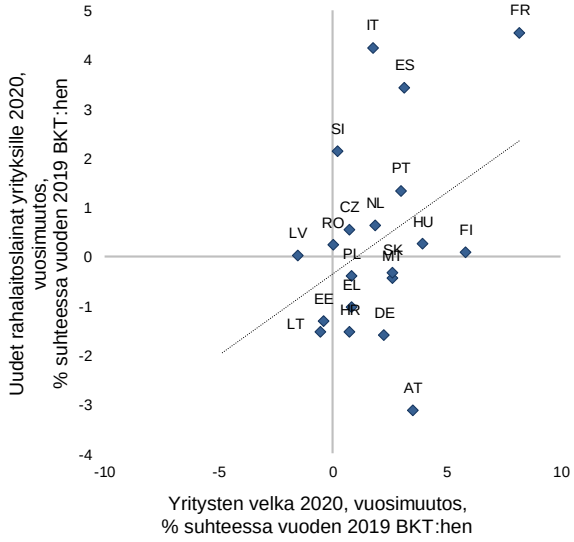
- **Jatkossa velkasuhteen odotetaan kehittyvän maltillisemmin useista syistä.** Ensinnäkin nimittäjän supistumisesta johtuvan velkasuhteen mekaanisen kasvun odotetaan jäävän lyhytaikaiseksi, sillä velkasuhde kasvaa vuonna 2020 pääasiassa tilapäisen laskusuhdanteen vuoksi (ks. Kuvio 19). Toiseksi vuonna 2020 käyttöön otetut poikkeukselliset toimenpiteet lakkautetaan asteittain. Velan takaisinmaksun lykkäämisen päättyminen johtaa takaisinmaksun lisääntymiseen. Lainatakausten asteittainen lakkauttaminen vähentää yritysten mahdollisuuksia ottaa lainaa vaikeissa olosuhteissa. Lisäksi tutkimustiedot viittaavat siihen, että jatkossa lainanantoehtoja saatetaan tiukentaa.[35] Kolmanneksi yritykset voivat hyödyntää likviditeettipuskureita vaihtoehtona uudelle lainanotolle.

- **Yrityssektorin pitkittyneet vaikeudet saattavat heikentää investointi- ja velanmaksunäkymiä.** Vaikutus kannattavuuteen on edelleen voimakasta erityisesti pandemialle alttiilla palvelualoilla. Tämä saattaa merkitä paitsi investointien vähäisyyttä myös vaikeuksia maksaa olemassa oleva velka takaisin. Yleisemmin velan takaisinmaksun lykkäyksen päättyminen merkitsee kertyneiden korkojen vuoksi velkataakan kasvua.

Kuvio 17: Yrityksille myönnetyt uudet rahalaitoslainat verrattuna yritysten velan kehitykseen suhteessa BKT:hen vuonna 2019



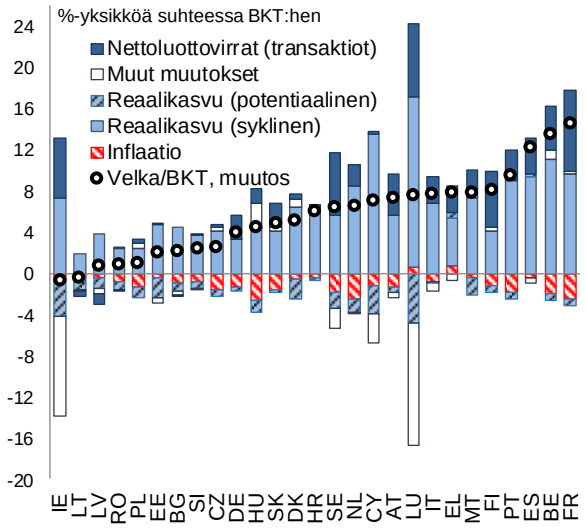
Kuvio 18: Yrityksille myönnetyt uudet rahalaitoslainat verrattuna yritysten velan kehitykseen suhteessa BKT:hen vuonna 2020



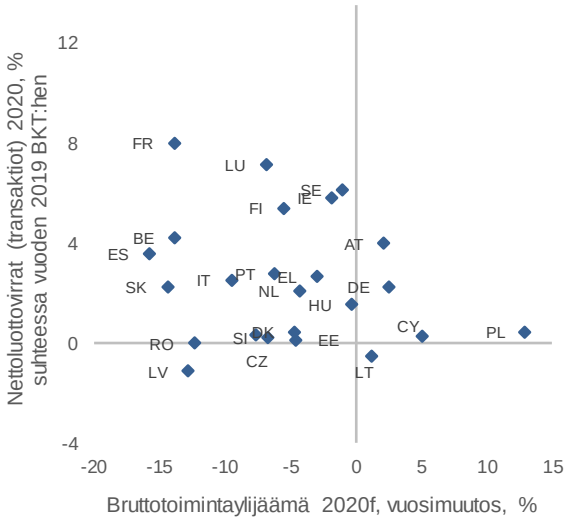
Lähde: EKP:n MIR-tietokanta, AMECO-tietokanta, Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat (ks. yksityisen sektorin velkaennusteiden osalta myös laatikko 1).
Huom. Uusilla rahalaitoslainoilla tarkoitetaan rahalaitosten ”puhtaasti uutta” luotonantoa, ja niihin kuuluvat ainoastaan rahalaitosten yrityksille myöntämät uudet lainat, ilman uudelleen neuvoteltuja ja takaisin maksettuja lainoja. Kuvioissa ei ole mukana Belgiaa, Kyprosta ja Luxemburgia, koska ne ovat asteikon ulkopuolella, eikä Bulgariaa, Irlantia, Ruotsia ja Tanskaa, koska dataa ei ole saatavilla.

[35] EKP (2020): The euro area bank lending survey (euroalueen pankkien luotonantokysely) – vuoden 2020 toinen neljännes, heinäkuu 2020.

Kuvio 19: Yritysten velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (2019–2020)

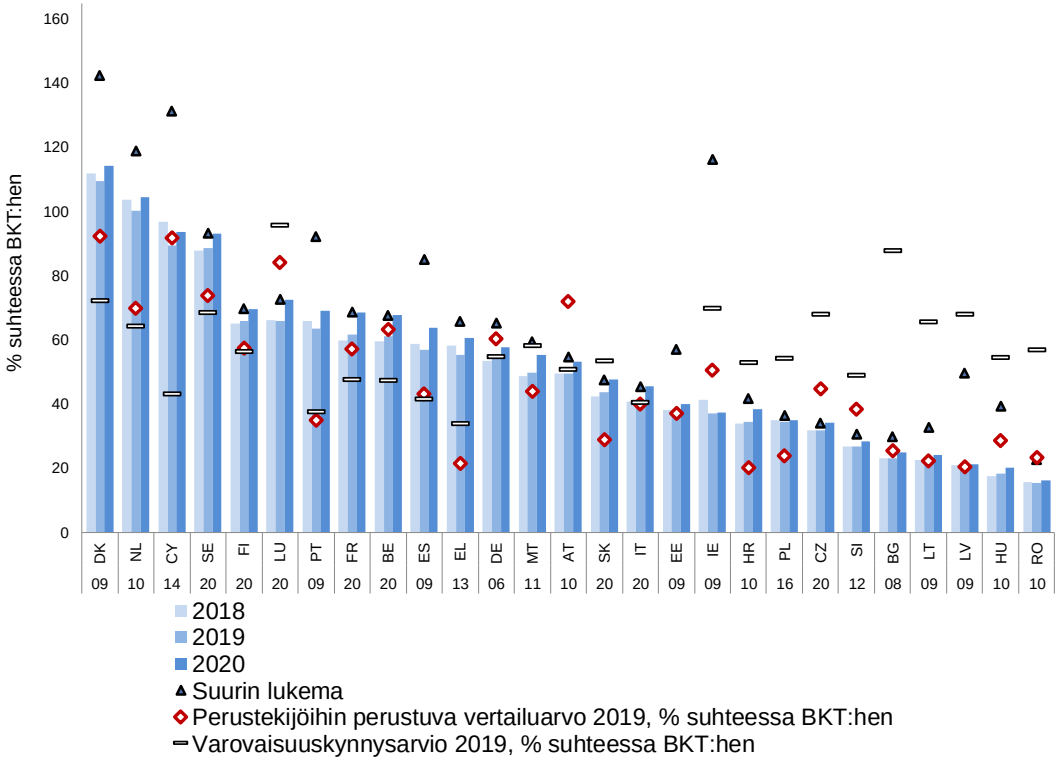


Kuvio 20: Bruttotoimintaylijäämän ja yrityksille suuntautuvan nettoluotonannon (transaktiot) kehitys vuonna 2020



Lähde: AMECO-tietokanta, Eurostat ja komission yksiköiden arviot (ks. laatikko 1) ja laskelmat, jotka perustuvat EKP:n tasetilastotietokannan kuukausittaiseen dataan rahalaitoslainoista ja velkapaperitransaktiosta (virrat) yksityisen sektorin kanssa, Euroopan komission syksyn 2020 talousennuste.
Huom. Nettoluottovirrat (velkatransaktiot) vastaavat lainoja (F4) ja velkapapereita (F3) koskevia transaktioita Eurostatin sektorikohtaisilla rahoitustileillä. Tietoa yritysten bruttotoimintaylijäämästä ei ole käytettävissä Bulgarian, Kroatian ja Maltan osalta.

Kuvio 21: Kotitalouksien velka

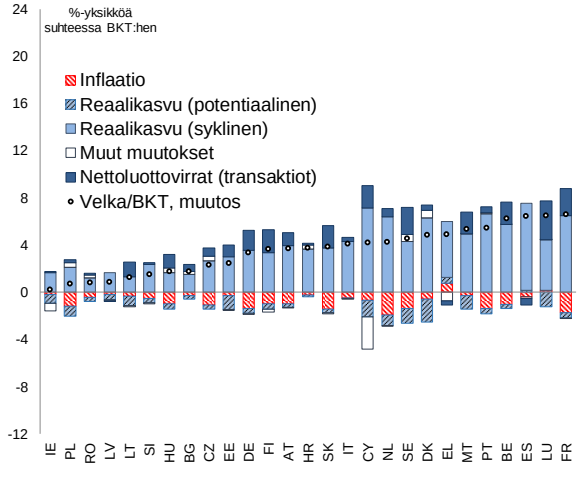


Lähde: Eurostatin sektorikohtaiset tasetilit – lainat (F4) ja velkapaperit (F3), AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden arviot (ks. laatikko 1).
Huom. Maat esitetään kotitalouksien vuoden 2019 velkasuhteen mukaisessa laskevassa järjestyksessä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin velkasuhde oli huipussaan. Perustekijöihin perustuvien vertailuarvojen ja varovaisuuskynnysarvojen määrittelyn osalta ks. alaviite 34.

Kotitalouksien osalta covid-19-pandemia näyttää johtaneen maltillisempaan lainanoton kehitykseen, kun tulonäkymät ovat heikentyneet ja säästäminen lisääntynyt.

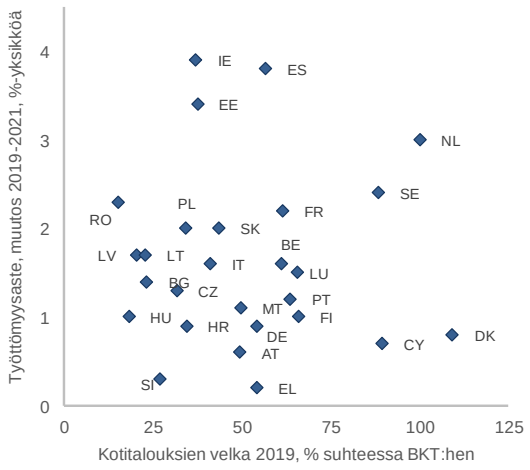
- **Vuonna 2020 kotitalouksien nettoluottovirtojen (velkatransaktiot) odotetaan useimmissa EU-maissa olevan lähellä nollaa tai maltillisella tasolla.** Kuten kuviosta 22 käy ilmi, kotitalouksien velan kasvu suhteessa BKT:hen johtuu suurelta osin BKT:n romahtamisesta eikä luotto- ja arvopaperitransaktioista, jotka ovat melko vähäisiä ja näyttävät supistuneen lähes kaikissa EU-maissa vuoteen 2019 verrattuna. Kotitalouksien luotonoton hidastuminen vaikuttaa johtuvan kotitalouksien tulonäkymien heikentymisestä ja säästämisen lisääntymisestä, osittain ennalta varautumisen ja osittain kulutusmahdollisuuksia haittaavien rajoitustoimenpiteiden seurauksena. Maiden väliset erot ovat mahdollisesti yhteydessä sulkutoimien tiukkuuteen ja asuntokauppojen pysähtymiseen, kotitalouksien tulojen ja luotonantoedellytysten eriasteiseen julkiseen tukemiseen sekä asuntomarkkinoiden tilanteeseen.
- **Kotitalouksien luotonotto vähenee huolimatta takaisinmaksun lykkäämisen vaikutuksesta.** Kuten yritystenkin kohdalla, velanmaksun lykkäämisellä on positiivinen vaikutus velkakannan kehitykseen, koska lyhennykset ovat pienempiä. Tämän vaikutuksesta kotitalouksien velkakanta näyttää supistuvan hitaammin.
- **Kotitalouksien velkakehitys pysyy todennäköisesti vaimeana, ja takaisinmaksuvaikeuksia saattaa ilmetä työmarkkinoiden heikentyessä.** Huolimatta kasvua tukevien rahoitusolosuhteiden jatkumisesta ja hallitusten toimenpiteistä, joilla pyritään lieventämään kriisin vaikutuksia työmarkkinoihin ja kotitalouksiin, kotitalouksien tuloihin kohdistuu edelleen paineita. Työttömyysaste aleni vuoteen 2020 asti, mutta sen ennustetaan nousevan koko vuoden 2021 ajan. Tämä kertoo myös työpaikkojen katoamisesta sen jälkeen, kun toimenpiteet, joita hallitukset ovat toteuttaneet lieventääkseen pandemian vaikutuksia, asteittain lakkautetaan. Tämä koskee erityisesti tuettuja työajan lyhentämisjärjestelyjä, joiden on tarkoitus olla tilapäisiä, jotta vältettäisiin työpaikkojen säilyminen elinkelvottomissa yrityksissä. Kotitalouksien velanmaksuvaikeudet voivat lisääntyä myös maissa, joissa on jo ennestään suhteellisen suuri kotitalouksien velkataakka (Kuvio 23).

Kuvio 22: Kotitalouksien velkasuhteen muutos, eri osatekijöiden vaikutus (2019–2020)



Lähde: Nettoluottovirrat (velkatransaktiot) vastaavat lainoja (F4) ja velkapapereita (F3) koskevia transaktioita Eurostatin sektorikohtaisilla rahoitustileillä. Muut lähteet ovat AMECO-tietokanta ja komission yksiköiden arviot (ks. laatikko 1) ja laskelmat, jotka perustuvat EKP:n tasetilastotietokannan kuukausittaiseen dataan rahalaitoslainoista ja velkapaperitransaktiosta (virrat) yksityisen sektorin kanssa.

Kuvio 23: Kotitalouksien velka ja työttömyys



Lähde: AMECO-tietokanta. Vuosien 2020 ja 2021 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteesta.

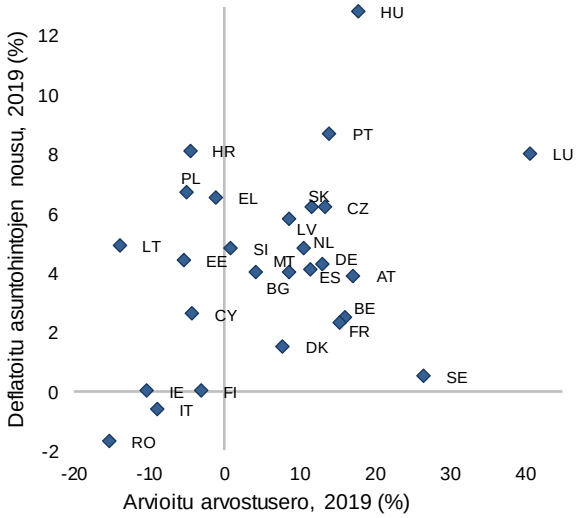
Asuntojen hinnat nousivat vuoden 2020 alkupuolelle asti, joissakin tapauksissa kiihtyen.

- **Vuonna 2019 asuntojen reaalihintojen nousu ylitti tulostaulun kynnysarvon kahdeksassa jäsenvaltiossa** (Kreikka, Kroatia, Luxemburg, Portugali, Puola, Slovakia, Tšekki ja Unkari), mikä on yksi enemmän kuin vuonna 2018. Näin vahvistui, että suurin piirtein vuosikymmenen puolivälistä lähtien havaittu asuntojen hintojen dynaaminen nousu jatkuu.
- **Asuntojen hinnat nousivat vuonna 2019 lähes kaikissa EU-maissa, ja hintojen nousu kiihtyi vuodesta 2018 vuoteen 2019 useimmissa jäsenvaltioissa.** Sen sijaan hintojen laskua havaittiin Alankomaissa, Bulgariassa, Espanjassa, Irlannissa, Latviassa, Maltassa, Romaniassa, Saksassa, Sloveniassa ja Tanskassa.
- **Asuntojen hintojen nousun viimeaikainen positiivinen trendi on johtunut pääasiassa talouden perustekijöistä.** Alhaiset korot ja ansiotulojen kasvu ovat olleet tärkeimpiä tekijöitä asuntojen viimeaikaisessa kysynnässä tilanteessa, jossa asuntojen tarjonta on sopeutunut hitaasti. Asuntovelan kasvun kiihtyminen on tullut näkyväksi vasta kun asuntojen hintojen nousu on vahvistunut ja levinnyt laajemmin kaikkialle EU:hun.
- **Asuntojen hinnat ovat nousseet voimakkaasti myös jäsenvaltioissa, joissa on merkkejä yliarvostuksesta (**Kuvio 24). Joissakin maissa, joissa on näyttöä yliarvostuksesta, on havaittu jonkin verran hintojen laskua vuosien 2018 ja 2019 välillä. Näin ei kuitenkaan ollut esimerkiksi Luxemburgissa ja Ruotsissa, joissa yliarvostus on huomattavaa.[36]
- **Suurimmassa osassa jäsenvaltioita on näyttöä yliarvostuksesta vuonna 2019.** Verrattaessa hintaindeksejä vertailuarvoihin vaikuttaa siltä, että yliarvostus on laajalle levinnyttä. Arviot hintatasosta vahvistavat asumisen kohtuuhintaisuuteen liittyvät rajoitukset. Noin puolessa EU-maista tarvitaan yli 10 vuoden tulot, jotta voidaan ostaa 100 neliömetrin asunto.[37]

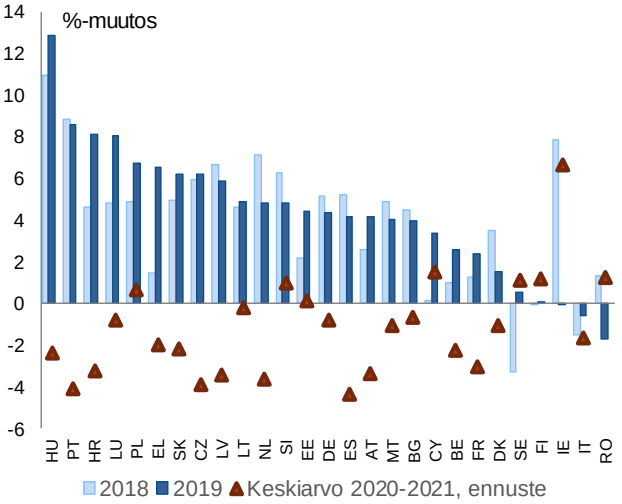
[36] Asuntojen hintojen arvostuserot lasketaan suhteessa vertailuarvoihin, jotta voidaan ottaa huomioon asuntojen maakohtaisten hintojen vaikutus. Synteettiset arvostusten erot perustuvat eroon, joka on saatu eri vertailuarvoista: i) hinta-tulosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; ii) hinta-vuokrasuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvostaan; iii) poikkeama regressioihin perustuvista vertailuarvoista, joissa otetaan huomioon kysyntään ja tarjontaan liittyvät talouden perustekijät (ks. N. Philiponnet ja A. Turrini (2017), ”Assessing House Price Developments in the EU”, Euroopan komission keskusteluasiakirja 048, toukokuu 2017). Regressioon perustuvien vertailuarvojen laskennassa sykliset selittävät muuttujat suodatetaan HP-filtterillä niiden volatiliteetin hillitsemiseksi.

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

Kuvio 24: Deflatoidut asuntojen hintojen muutokset ja arvostuserot vuonna 2019



Kuvio 25: Deflatoitujen asuntohintojen nousun kehitys



Lähde: Eurostat ja komission yksiköiden laskelmat.

Huom. Positiivinen arvostusero arvioidaan seuraavien kolmen parametrin perusteella: hinta-tulosuhteen ja hinta-vuokrasuhteen poikkeamat pitkän aikavälin keskiarvoistaan sekä asuntojen hintoihin vaikuttavien tekijöiden regressiomallilla saadut arvostuserot (ks. alaviite 36). Asuntojen hintaennusteet perustuvat asuntojen hintoihin vaikuttavien tekijöiden regressiomalliin (ks. alaviite 40).

Jatkossa covid-19-kriisin odotetaan taittavan viimeaikaista asuntojen hintakehitystä pääasiassa työtulojen pienenemisen vuoksi.

- **Vuoden 2020 neljännesvuosidatasta käy ilmi, että asuntojen reaalihintojen nousu alkaa useissa jäsenvaltioissa hiipua.** Vaikka useimmissa EU-maissa hinnat nousivat edelleen vuoden toisella neljänneksellä vuoden 2019 vastaavaan neljännekseen verrattuna, joissakin maissa on jo havaittu deflatoitujen asuntohintojen nousun hidastumista tai jopa laskua. Kyproksessa ja Unkarissa havaitaan vuositasolla korjautumista alaspäin. Yli puolessa EU-maista hintojen nousun havaitaan hidastuneen tai pysähtyneen. Erityisesti Romaniassa, Unkarissa ja Virossa, mutta jossain määrin myös Latviassa, Portugalissa, Ruotsissa ja Sloveniassa, ilmenee laajempaa hintojen korjautumista alaspäin, kun tarkastellaan kehitystä neljännesvuositasolla vuoden 2020 ensimmäisellä puoliskolla.[38]

- **Myyjien hintapyyntöjen perusteella tehdyt arviot hintatasosta vahvistavat asuntomarkkinoiden heikentymisen.** Covid-19-kriisin vaikutukset eivät ehkä kokonaisuudessaan näy vuoden 2020 puoliväliin ulottuvassa asuntojen hintadatassa, koska kaupoista sovittiin monissa tapauksissa ennen covid-19-epidemiaa. Joka tapauksessa myös viimeaikaiset arviot pyyntihinnoista viittaavat siihen, että joissakin maissa hinnat korjaantuvat alaspäin. [39]

[38] Deflatoitujen asuntohintojen neljännesvuositason kehitykseen voi vaikuttaa kausiluonteisuus. Tämä koskee erityisesti Romaniaa, koska käytetty deflaattori, kansantalouden tilinpidon yksityisten kulutusmenojen deflaattori, on kausiluonteinen. Tuoreemmat tiedot, jotka perustuvat Valueguard Hox -asuntohintaindeksiin, osoittavat, että asuntojen nimelliset hinnat nousivat Ruotsissa syyskuussa 2020 vuositasolla 8,9 prosenttia.

[39] Arviot perustuvat enintään 600 neliömetrin talojen ja asuntojen satunnaisotantaan, joka on ositettu alueittain. Data on Idealista.com-kiinteistönvälityssivustolta. Kunkin maan alkuperäinen otoskoko oli noin 1 700 – 2 000 asuntoa. Otannan koostumus on dynaaminen, koska jotkut asunnot eivät ole enää saatavilla ja tilalle tulee uusia

- **Myös mallipohjaiset asuntojen hintaennusteet viittaavat asuntomarkkinoiden pehmenemiseen vuonna 2021 ja hintojen korjautumiseen alaspäin suurimmassa osassa EU:n jäsenvaltioita** (Kuvio 25). Työtulojen pieneneminen selittää suuren osan ennakoidusta hintojen laskusta. Hintojen odotetaan laskevan voimakkaasti erityisesti maissa, joissa on tällä hetkellä merkkejä yliarvostuksesta.[40]

Monissa jäsenvaltioissa asuntojen hinnat ovat edelleen yliarvostettuja ja kotitaloudet raskaasti velkaantuneita. Tämä koskee erityisesti Alankomaita, Belgiaa, Luxemburgia, Ruotsia ja Tanskaa. Alankomaille on ominaista myös korkea hintataso suhteessa kotitalouksien keskimääräisiin tuloihin. Asuntolainakannan kasvu oli vuonna 2019 erityisen nopeaa Bulgariassa ja Maltassa (yli 10 % edellisvuodesta), ja 14 muussa maassa se oli yli 5 prosenttia. Joissakin tapauksissa jo ennestään suuri lainakanta kasvoi voimakkaasti, erityisesti Belgiassa, Luxemburgissa, Maltassa, Ranskassa ja Saksassa. Kreikkaa ja Portugalia lukuun ottamatta asuntojen hintojen voimakas nousu liittyi asuntolainakannan voimakkaaseen kasvuun.[41]

3.3 Julkinen sektori

Julkisen talouden velkasuhde pieneni edelleen useimmissa jäsenvaltioissa vuonna 2019 taloudellisen tilanteen jatkuessa suotuisana, mutta se on jälleen kasvussa kaikkialla EU:ssa ja erityisesti covid-19-kriisin koettelemissa maissa. Vuonna 2019 velkasuhde ylitti tulostaulun 60 prosentin kynnysarvon 12 jäsenvaltiossa, kun vuonna 2018 näin oli 14 jäsenvaltiossa. Italian, Kreikan ja Portugalin velka oli yli 100 prosenttia suhteessa BKT:hen. Belgia, Espanja, Kypros ja Ranska olivat hieman tämän alapuolella. Muita jäsenvaltioita, joissa velka on yli 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ovat Itävalta, Kroatia, Slovenia ja Unkari. Julkisen talouden velkasuhde pieneni vuonna 2019 näkyvämmin (yli 5 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen) Irlannissa, Kreikassa ja Kyproksessa. Italiassa ja Ranskassa julkinen velka pysyi ennallaan. Vuonna 2019 ja joinakin aiempina vuosina julkinen velka oli joissakin tapauksissa yli 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja samaan aikaan myös yksityisen sektorin velka ylitti tulostaulun kynnysarvon. Näin oli Belgiassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Ranskassa.

Julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen on selvästi kasvussa covid-19-kriisin myötä. Taantumaan vuonna 2020 liittyvä tuotannon ja tulojen pienentyminen sekä hallitusten käyttöön ottamat laajat tukitoimenpiteet kriisin vaikutusten lieventämiseksi ovat syynä lisääntyneeseen lainanottoon ja velkakannan kasvuun kaikissa EU:n jäsenvaltioissa. Hallitukset ovat antaneet automaattisten vakauttajien toimia kriisissä ja tarjonneet suoraa finanssipoliittista ja maksuvalmiustukea lieventääkseen

---

asuntoja. Neliömetrikohtaista mediaanihintaa seurattiin vuoden 2020 huhtikuun ja syyskuun välisenä aikana, mikä toi esiin selkeän laskusuuntauksen analysoiduissa kolmessa maassa.

[40] Asuntojen hintaennusteet ovat Euroopan komission yksiköiden ennusteita, jotka on laskettu käyttäen virheenkorjausmallia, jossa selittävinä muuttujina ovat seuraavat: väestö, käytettävissä olevat tulot, asuntokanta, pitkät korot ja yksityisten kulutusmenojen hintadeflaattori sekä estimoidun yhteisintegroituvuussuhteen jäännösarvo.

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

terveyskriisin ja yksityisen sektorin menojen supistumisen vaikutusta. Osa velkasuhteiden kasvusta vuonna 2020 johtuu nimellisen BKT:n voimakkaan supistumisen mekaanisesta vaikutuksesta.

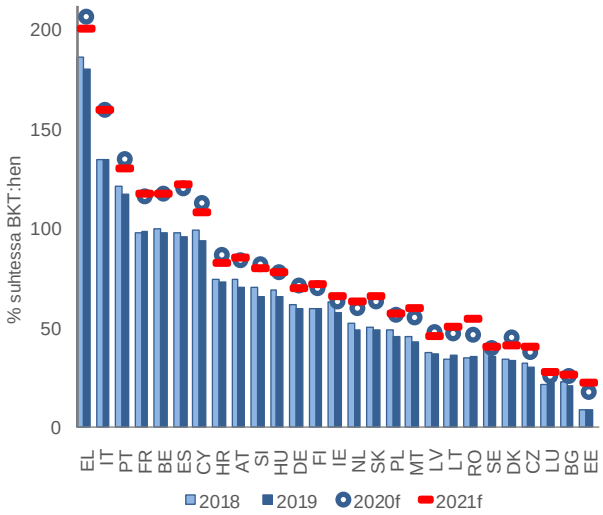
- **Julkisen talouden velkasuhteen ennustetaan pysyvän vuoden 2021 loppuun asti kaikissa EU-maissa suurempana kuin vuonna 2019, joissakin tapauksissa hyvinkin merkittävästi.** Selvästi useampien jäsenvaltioiden odotetaan vuoden 2020 lopussa ylittävän kynnysarvon, joka on 60 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja 100 prosenttia ylittävien jäsenvaltioiden määrän odotetaan lisääntyvän muutamalla. Vuonna 2021 velkasuhteiden odotetaan vakiintuvan tai supistuvan hieman noin puolessa maista elpymisen ja ennustetun alijäämän pienenemisen ansiosta (Kuvio 26). Lopuissa EU-maissa julkisen velan odotetaan kuitenkin kasvavan vuonna 2021 edelleen. Näin on erityisesti Romaniassa, jossa julkisen talouden suuren alijäämän ennustetaan ensi vuonna edelleen pahenevan ja velkasuhteen kasvavan huomattavasti, vaikkakin suhteellisen alhaisilta tasoilta.

- **Julkisen talouden velkasuhteen kasvun odotetaan yleensä olevan jyrkempää siellä, missä velkataso oli jo ennen kriisiä suhteellisen korkea.** Tässä näkyy se, että taantuma on yleensä ollut näissä maissa vakavampi pääasiassa siksi, että tartunnat ovat levinneet laajalle tai niiden hillitsemiseksi on toteutettu voimakkaita toimenpiteitä, ja siksi, että taloudet ovat riippuvaisempia matkailun kaltaisista aloista. Espanjan, Italian ja Kreikan julkisen velan ennustetaan kasvavan vuonna 2020 yli 20 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen. Velan kasvu johtuu myös velkaa lisäävistä velkakannan korjauseristä, joihin sisältyy myös rahoitustukimuotoja, joita ei kirjata julkisen talouden rahoitusasemaan. Näiden vaikutusten ennustetaan olevan suurimmat Kyproksessa, Saksassa, Sloveniassa ja Tanskassa.

- **Valtion varainhankinta ei ole tullut kalliimmaksi.** Valtion joukkolainojen tuotot pysyivät ennallaan tai laskivat vuonna 2019. Covid-19-pandemian aiheuttaman häiriön ja siitä maalis-huhtikuussa seuranneen rahoitusmarkkinoiden myllerryksen jälkeen niiden tuotot kasvoivat joissakin euroalueen maissa, kuten myös euroalueen ulkopuolisissa maissa. Rahoitusmarkkinoiden epävakauden vähentyessä ja rahapoliittisten viranomaisten laajojen toimien seurauksena tuotot ovat kuitenkin jälleen pienentyneet ja lähentyneet alkuvuodesta 2020 vallinnutta tasoa ja joissakin tapauksissa jopa alittaneet sen. Vain hyvin harvoissa tapauksissa tuotot ovat nousseet.

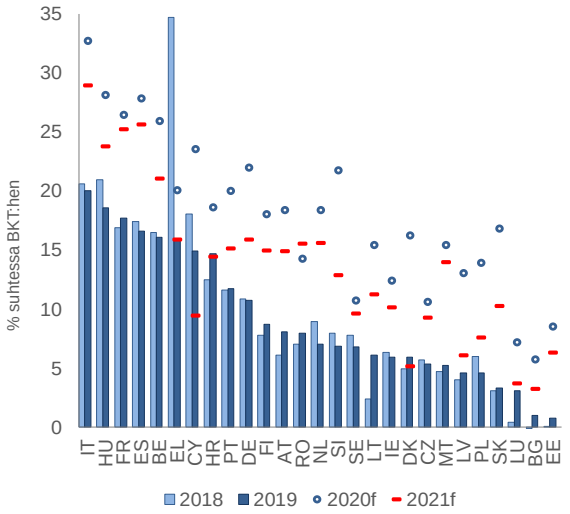
Julkisen velan rakenne saattaa aiheuttaa joillekin maille lisäriskejä. Julkisen velan maturiteettirakenteissa on huomattavia eroja jäsenvaltioiden välillä, mikä tarkoittaa sitä, että lähitulevaisuudessa myös jälleenrahoitustarpeet ovat erilaiset. Belgian, Espanjan, Italian, Ranskan ja Unkarin bruttorahoitustarpeen ennustetaan tulevina vuosina olevan vähintään 20 prosenttia suhteessa BKT:hen (Kuvio 27). Eräillä ERM II -valuuttakurssimekanismiin kuulumattomilla euroalueen ulkopuolisilla mailla, kuten Romanialla ja Unkarilla, on lisäriskejä, koska suhteellisen suuri osuus niiden julkisesta velasta on ulkomaan valuutassa.

Kuvio 26: Julkinen velka



Lähde: AMECO-tietokanta. Vuosien 2020 ja 2021 tiedot ovat peräisin Euroopan komission syksyn 2020 talousennusteesta.
Huom. Maat esitetään vuoden 2019 julkisen talouden velkasuhteen mukaisessa alenevassa järjestyksessä.

Kuvio 27: Julkisen talouden bruttomääräiset rahoitustarpeet



Lähde: Komission yksiköiden laskelmat
Huom. Bruttorahoitustarpeet lasketaan julkisen talouden alijäämän, velkakannan korjauserien ja velan lyhennysten summana. Maat esitetään vuoden 2019 julkisen talouden rahoitustarpeen mukaisessa alenevassa järjestyksessä.

3.4 Rahoitussektori

EU:n pankkisektori on vahvistunut huomattavasti viime vuosina huolimatta siitä, että muutamissa jäsenvaltioissa on edelleen heikkoon kannattavuuteen ja järjestämättömiin lainoihin liittyviä haasteita.

- **EU:n pankkisektori on paremmassa kunnossa kuin maailmanlaajuisen finanssikriisin alkaessa.** Järjestämättömien lainojen osuus on vähentynyt huomattavasti, erityisesti siellä, missä se on ollut suurempi. Vakavaraisuussuhdelukujen paraneminen pysähtyi vuonna 2018, kun ensisijaista pääomaa (T1) koskevat vaatimukset ylitettiin kaikissa jäsenvaltioissa. Pankeilla on myös paljon vahvemmat likviditeettipuskurit kuin kymmenen vuotta sitten. Rahoitussektorin velkojen kasvu pysyi vähäisenä vuonna 2019, ja vain Unkari ylitti tulostaulun kynnysarvon.
- **EU:n pankkisektorilla on edelleen haasteena heikko kannattavuus**, joka heikkeni edelleen vuonna 2019 alhaisen korkotason ympäristössä. Kannattavuus näyttää olevan erityisen alhainen Irlannissa, Kreikassa, Kyproksessa, Portugalissa ja Saksassa. Vakavaraisuussuhde on suhteellisesti alhaisempi Espanjassa, Kreikassa, Portugalissa, Saksassa ja Unkarissa.
- **Muutamien maiden haasteena on heikon kannattavuuden, keskimääräistä heikompien vakavaraisuussuhteiden ja järjestämättömien lainojen suuren osuuden yhdistelmä (**Kuvio 28 ja Kuvio 29).[42] Kreikassa järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt, mutta se on

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

edelleen noin 35 prosenttia. Kannattavuus on vain marginaalisesti positiivinen ja vakavaraisuussuhteet ovat EU:n alhaisimpia. Kyproksen pankkien erittäin suuri järjestämättömien lainojen osuus on parantunut huomattavasti ja pienentynyt alle 20 prosenttiin. Pankkien kannattavuus on ollut positiivinen mutta alle EU:n keskiarvon. Bulgariassa, Italiassa ja Portugalissa järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt huomattavasti viime vuosina. Vuonna 2019 se pieneni edelleen, joskin maltillisemmin, alle 7 prosenttiin. Vakavaraisuussuhteet ovat keskimääräistä alhaisempia Italiassa ja Portugalissa, ja kannattavuus on heikompi erityisesti Portugalissa.

Covid-19-sokilla on todennäköisesti merkittävä vaikutus pankkien omaisuuserien laatuun, kannattavuuteen ja pääomaan. Nämä vaikutukset eivät ole vielä näkyvissä, ja ne saattavat myös laajojen tukipoliittisten toimenpiteiden vuoksi tulla näkyviin vasta myöhemmin. Covid-19-sokki on heikentänyt merkittävästi talousnäkymiä, ja eräillä yksittäisillä pankeilla on merkittäviä riskejä aloilla, joihin kriisi vaikuttaa suhteettomasti. Keskuspankkien tarjoama runsas likviditeetti on auttanut rajoittamaan luottolamaa covid-19-epidemian puhjettua, ja myös osingonmaksun keskeyttäminen ja sääntelyn tilapäinen helpottaminen antavat pankeille lisää liikkumavaraa. Muodostumassa on kuitenkin monia haasteita, jotka saattavat vaikuttaa pankkien taseisiin ja pääomaan:[43]

- **Järjestämättömien lainojen kasvu.** Velkojen takaisinmaksuvaikeudet yrityksissä, joiden kannattavuuteen covid-19-kriisi vaikuttaa eniten, merkitsevät mitä todennäköisimmin järjestämättömien lainojen kasvua. Konkurssien odotetaan lisääntyvän erityisesti aloilla, joilla mahdollisuudet turvallisesti fyysistä kanssakäymistä ovat rajallisemmat. Kotitalouksien tulo- ja työllisyysnäkymien vaarantuminen merkitsisi sitä, että myös suurempi osa asuntolainoista saattaa muuttua järjestämättömiksi. Lisäksi niissä maissa, joissa on vanhaa painolastia, pankkien olisi vaikeampi myydä olemassa olevia järjestämättömiä lainoja. Maksut ovat jo viivästyneet takaisinmaksun lykkäämisen vuoksi. Koska lykkäämisjärjestelyjä on voimassa, osaa lainoista, jotka tavallisesti luokiteltaisiin järjestämättömiksi lainoiksi, ei tällä hetkellä voida luokitella sellaisiksi. Järjestelmän kannalta merkittäviä EU:n pankkeja edustavasta otoksesta saatavilla oleva data viittaa siihen, että järjestämättömien lainojen määrä on lakannut supistumasta vuoden 2020 toisesta neljänneksestä alkaen.[44] Alustavat arviot järjestämättömien lainojen osuuden kehityksestä viittaavat huomattavaan kasvuun.[45]
- **Pankkien kannattavuuden odotetaan edelleen heikkenevän EU:ssa.** Kannattavuuden odotetaan heikkenevän edelleen luottojen kysynnän vähenemisen, korkomarginaalien

---

lainojen osuuksia koskevat yhdenmukaistetut tiedot ovat käytettävissä vasta vuodesta 2014 alkaen. Tämän vuoksi vuotta 2008 ja ”kasvua huippuvuoteen” koskevien tietojen osalta Kuvio 29 esitetään bruttomääräisten järjestämättömien velkainstrumenttien osuus kaikista bruttomääräisistä velkainstrumenteista. Kyseinen osuus on saatavilla pidempinä aikasarjoina, ja sillä viitataan lainojen lisäksi myös muihin pankkialan hallussa oleviin velkainstrumentteihin. Viimeksi mainittu on tyypillisesti hieman pienempi kuin järjestämättömien lainojen osuus johtuen pitkälti suuremmasta nimittäjästä, eli bruttovelkainstrumenttien kokonaismäärä on suurempi kuin lainojen kokonaismäärä. Näiden kahden osuuden suurin ero on tällä hetkellä 4 prosenttiyksikköä (Kreikassa), kun useimmissa maissa se on alle 1 prosenttiyksikön.

[43] Äskettäin tehty EKP:n stressitesti, jossa arvioidaan pääoman vähenemistä euroalueen pankkisektorilla vaihtoehtoisissa skenaarioissa, ks. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html

[44] Lähde: EPV:n riskitaulukko, vuoden 2020 toinen neljännes.

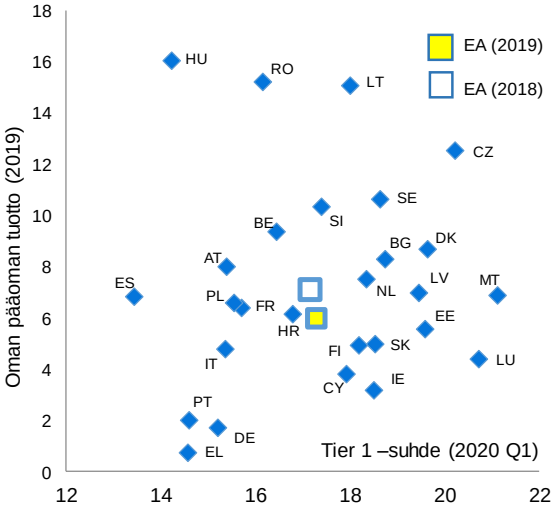
[45] Järjestämättömien lainojen osuus voisi euroalueella kasvaa joulukuun 2019 ja vuoden 2021 välillä 1,7–2,3 prosenttiyksikköä – Allianz Research, European Banks – ”Could Eur 300 bn of Additional NPLs Crunch the Recovery in Europe?”, heinäkuu 2020.

supistumisen ja luottotappioiden vuoksi.[46] Pankkien osakkeiden arvostus on kautta linjan laskenut huomattavasti covid-19-pandemian puhjettua. Pankkien osakkeiden arvon kehitys pysähtyi jo vuonna 2019, ja arvostus laski huomattavasti maaliskuussa 2020 heti covid-19-pandemian puhjettua. Sen jälkeen arvostus on elpynyt vain marginaalisesti ja laahaa selvästi jäljessä Euroopan osakemarkkinoiden yleisindekseistä.

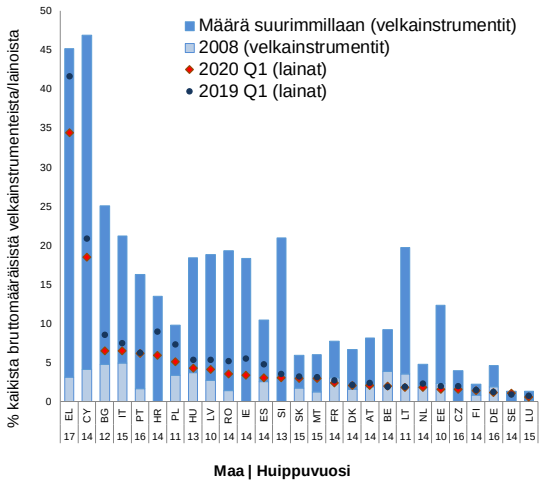
- **Omaisuuserien arvostus.** Pankit merkitsevät suuria osuuksia valtion joukkolainoista. Rahoituslaitokset, joilla on yhteys valtioon, saattavat joutua negatiiviseen kierteeseen siellä, missä julkinen talous on haavoittuvampi. Lisäksi kiinteistömarkkinoiden heikentyminen, erityisesti liikekiinteistöjen osalta, voi alentaa kiinteistövakuuksien arvoa ja johtaa noidankehään asuntojen hintojen, pankkien taseiden ja asuntolainojen saatavuuden välillä.

Kriisi pidentää edelleen matalien korkojen aikaa, mikä saattaa vaikuttaa kielteisesti pankkien ulkopuoliseen finanssisektoriin. Koska alhainen tuotto vaikuttaa erityisesti vähäriskiseen rahoitusomaisuuteen, se rasittaa myös sellaisten muiden finanssilaitosten kuin pankkien kannattavuutta ja tasetta, joiden salkku on sijoitettu suurelta osin tuohon vähäriskiseen varallisuuteen. Tällaisia ovat muun muassa vakuutusyhtiöt, erityisesti henkivakuutusten alasektori, ja eläkerahastot. Tuottoa tavoitellessaan monet pankkialan ulkopuoliset finanssilaitokset ovat lisänneet velkavipuaan ja altistumistaan riskialttiimmille omaisuuserille, joiden hinnat ovat laskeneet covid-19-pandemian puhjettua. Tämä on aiheuttanut merkittäviä arvostustappioita erityisesti sijoitusrahastoille. Viimeaikaisen kehityksen odotetaan vaikuttavan kielteisesti myös vakuutusalaan.[47]

Kuvio 28: Pankkisektorin kannattavuus ja pääoma



Kuvio 29: Järjestämättömät lainat



Lähde: EKP, komission yksiköiden laskelmat.
Huom. Euroalueen keskiarvoja kuviossa 28 ei ole painotettu talouden koon mukaan. Vuoden 2008 dataa järjestämättömien velkainstrumenttien bruttomääristä ei ole saatavilla Irlannista, Kroatiasta, Ruotsista, Sloveniasta ja Tšekistä. Kuviossa 29 vuoden 2008 data ja ”määrä suurimmillaan” koskee bruttomääräisten järjestämättömien velkainstrumenttien osuutta kaikista bruttomääräisistä velkainstrumenteista. Järjestämättömien lainojen osuudet ilmoitetaan vuosien 2018 ja 2019 ensimmäiseltä neljännekseltä. Maakoodien alapuolella olevat luvut ilmaisevat vuoden, jolloin järjestämättömien velkainstrumenttien määrä oli suurimmillaan.

[46] EKP, Financial Stability Review, toukokuu 2020. EPV, The EU Banking Sector: First Insight into the Covid-19 Impacts, Thematic Note EBA/REP/2020/17.
[47] EIOPA (2020): Financial Stability Report, heinäkuu 2020.

Laatikko 2: Työllisyys ja sosiaalinen kehitys

Vuonna 2019, ennen pandemiaa, EU:n työmarkkinoiden kohentuminen jatkui, vaikka Euroopan talouskasvu oli jo hidastumassa. EU:n työllisyys kasvoi vuonna 2019 edelleen, ja työllisten määrä kasvoi ennätyssuureksi. Työllisyysaste nousi vuonna 2019 lähes kaikissa jäsenvaltioissa. Eniten se nousi Bulgariassa (2,4 prosenttiyksikköä) ja seuraavaksi eniten Kyproksessa (1,9 prosenttiyksikköä), Kreikassa (1,6 prosenttiyksikköä) ja Kroatiassa (1,5 prosenttiyksikköä). Työttömyys väheni edelleen lähes kaikissa jäsenvaltioissa, ja joulukuussa 2019 se oli alhaisimmillaan sitten vuoden 2000 (6,5 %). Kaikissa maissa työttömyysaste oli vuoden 2020 alussa alimmillaan sitten vuoden 2013. Erityisen voimakkaasti työttömyys väheni korkean työttömyyden maissa, kuten Kreikassa ja Kroatiassa (–2 prosenttiyksikköä), Kyproksessa (-1,3 prosenttiyksikköä) ja Espanjassa (–1,2 prosenttiyksikköä). Ruotsissa taas työttömyysaste nousi 0,4 prosenttiyksikköä, ja Luxemburgissa ja Liettuassa se oli suunnilleen samalla tasolla kuin vuonna 2018. Näissä kaikissa kolmessa maassa työttömyysaste oli suhteellisen alhainen. Maiden väliset erot työttömyysasteessa siis pienenivät huomattavasti ennen covid-19-pandemiaa, mutta olivat edelleen merkittäviä.

Myös työvoimaosuudet kestivät melko hyvin pandemiaa edeltäneen talouskasvun hidastumisen. *Pitkäaikaistyöttömyys* ja *nuorisotyöttömyys* kohenivat voimakkaammin kuin muut työmarkkinaindikaattorit. Vuonna 2019 työvoimaosuus (15–64-vuotiaat) pieneni vain Ranskassa (-0,4 prosenttiyksikköä), Latviassa (–0,2 prosenttiyksikköä) ja Virossa (–0,2 prosenttiyksikköä). Alhaisimman ja korkeimman työvoimaosuuden maiden välinen ero pysyi pääosin muuttumattomana, noin 16 prosenttiyksikössä. *Pitkäaikaistyöttömyys* väheni kaikissa jäsenvaltioissa vuonna 2019, ja kaikissa maissa se oli alhaisempi kuin kolme vuotta aikaisemmin. Pitkäaikaistyöttömyysaste oli korkein Kreikassa (12,2 % aktiiviväestöstä), Italiassa (5,6 %) ja Espanjassa (5,3 %). Lähes kaikissa EU-maissa *nuorisotyöttömyysaste* laski vuotta 2019 edeltäneiden kolmen vuoden aikana. Espanjassa ja Kreikassa se oli kuitenkin edelleen yli 30 prosenttia ja Italiassa hieman tätä alempi. Samaan aikaan 10,1 prosenttia (15–24-vuotiaista) nuorista oli vuonna 2019 EU:ssa työelämän tai koulutuksen ulkopuolella. Kyseinen osuus oli useissa jäsenvaltioissa (ml. Bulgaria, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Ranska, Romania, Slovakia ja Unkari) yli 10 prosenttia.

Köyhyyden ja sosiaalisen syrjäytymisen väheneminen jatkui vuonna 2019, mutta joissakin jäsenvaltioissa niitä esiintyy edelleen runsaasti. Köyhyyden tai sosiaalisen syrjäytymisen vaarassa olevan väestön osuus pieneni EU:ssa edelleen vuonna 2019 ja oli 21,4 prosenttia.[48] Osuus pieneni vuotta 2019 edeltäneiden kolmen vuoden aikana kaikissa maissa lukuun ottamatta Luxemburgia ja Ruotsia, joissa se kasvoi, joskin suhteellisen alhaiselta tasolta. Huolimatta siitä, että köyhyys- ja syrjäytymisriskiaste pieneni Bulgariassa merkittävästi eli lähes 39 prosentista 32,5 prosenttiin, se on edelleen EU:n suurin. Seuraavilla sijoilla ovat Romania ja Kreikka, joissa molemmissa luku on yli 30 prosenttia, sekä Latvia ja Liettua, joissa luku on yli 25 prosenttia.

Covid-19-pandemia on kuitenkin muuttanut näkymiä radikaalisti. Muutamassa viikossa vuoden 2020 näkymät ovat kääntyneet dramaattisesti huonompaan suuntaan. Vuoden 2020 toisella neljänneksellä BKT oli lähes 15 prosenttia pienempi kuin vuoden 2019 lopussa (euroalueella 18 % pienempi), ja työllisyys väheni 3 prosenttia (euroalueella 2,9 %), joten työllisiä oli 6 miljoonaa vähemmän. Nämä ovat suurimmat taantuman alkuvaiheessa koskaan havaitut romahdukset. Lisäksi tämän ennennäkemättömän häiriön seurauksiin liittyy paljon epävarmuutta, sillä taloudelliset vaikutukset voivat vaihdella huomattavasti maittain muun muassa tautitapausten yleisyyden ja

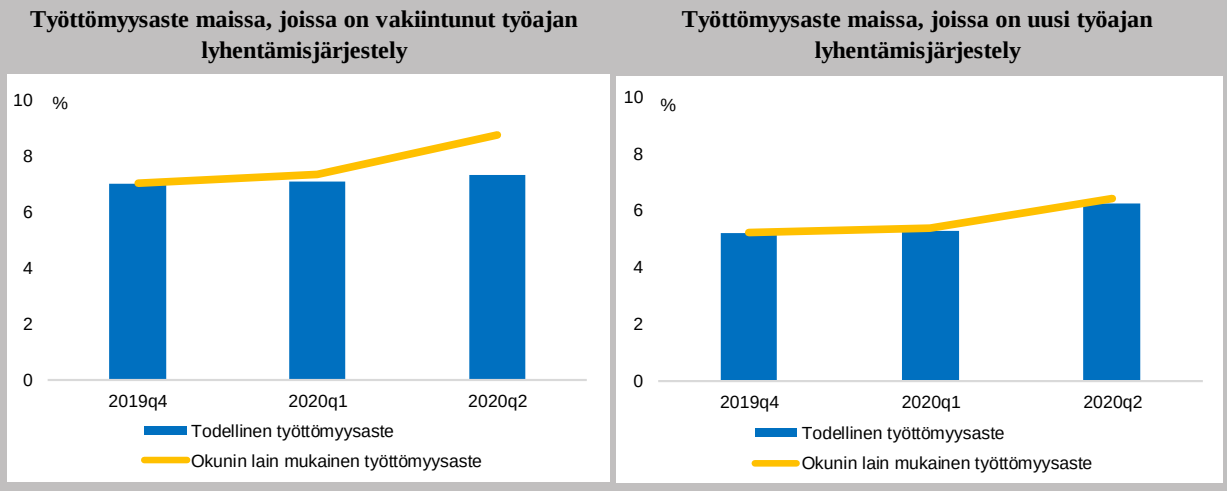
[48] Niiden 25 jäsenvaltion painotettu keskiarvo, joista oli dataa saatavilla 23. lokakuuta 2020 mennessä. *Köyhyys- tai syrjäytymisriski-indikaattori* (AROPE) kuvaa sellaisten henkilöiden osuutta, jotka ovat haavoittuvassa asemassa vähintään yhden seuraavassa luetellun sosiaalisen indikaattorin perusteella: 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.

maiden alakohtaisen erikoistumisen mukaan.

Työajan lyhentämisjärjestelyjen laaja käyttö on lieventänyt taantuman vaikutusta työttömyyteen. Työttömyysaste on noussut kaikissa jäsenvaltioissa, mikä selvästi katkaisee aiempien vuosien kehityksen. Useimmissa maissa nousu on kuitenkin ollut suhteellisen vähäistä. Työajan lyhentämisjärjestelyjen laajamittainen käyttö on auttanut hillitsemään massiivista työpaikkojen häviämistä, joka olisi muutoin koettu monissa maissa tuotannon supistuttua voimakkaasti vuoden 2020 kahden ensimmäisen neljänneksen aikana. Tämä koskee erityisesti maita, joissa työajan lyhentämisjärjestelyjä on ollut käytössä pidempään. Sen sijaan maissa, joissa tällaisia järjestelyjä on otettu käyttöön hiljattain, osittain järjestelyjen rakenteen tai toteutuksen viivästymisen vuoksi ne tuskin vaimentavat työttömyyden kasvua verrattuna siihen, mitä olisi voitu odottaa historiallisen näytön perusteella (kuvio jäljempänä).[49]

Työvoimaosuuden lasku selittää joissakin jäsenvaltioissa havaitun työttömyysasteen laskun. Taantuman vakavuus on johtanut siihen, että monet työttömät ovat jääneet työmarkkinoiden ulkopuolelle luopumalla työnhausta. Yhdeksässä jäsenvaltiossa, joiden osuus EU:n väestöstä on yli kolmannes, työvoimaosuus supistui. Koko EU:ssa työvoimaosuus (15–64-vuotiaat) pieneni vuoden 2019 viimeisen neljänneksen 73,5 prosentista vuoden 2020 toisella neljänneksellä 71,8 prosenttiin. Esimerkiksi Italiassa työttömyysaste laski tammikuusta huhtikuuhun 2 prosenttiyksikköä, mikä kertoo siitä, että työvoimaosuus on pienentynyt voimakkaammin, 3,5 prosenttiyksikköä, kuin työllisyysaste (–1,7 prosenttiyksikköä).

Kuvio: Todellinen työttömyysaste maissa, joissa on käytössä työajan lyhentämisjärjestelyjä, ja Okunin lakiin perustuva kehitysarvio



Lähde: Labour Markets and Wage Developments in Europe 2020
Huom. Okunin laki kuvaa maan työttömyyttä suhteessa tuotannon supistumiseen.

Covid-19-kriisi vaikuttaa suhteettoman paljon enemmän muita heikommassa asemassa oleviin työntekijöihin, mikä saattaa edellyttää pitkäaikaisia toimia lisääntyvän sosiaalisen ja taloudellisen eriarvoisuuden lieventämiseksi. Pandemian vaikutus työllisyyteen vaihtelee maittain, aloittain ja työntekijöittäin.[50] Erityisesti taloudellisesti heikoimmassa asemassa olevat työntekijät (matalan koulutustason työntekijät, matalapalkkaiset työntekijät, EU:n ulkopuolella syntyneet maahanmuuttajat) ja nuoret työntekijät ovat todennäköisesti töissä aloilla, joilla epidemiologiset riskit ovat erityisen suuria (vähittäiskauppa, majoitus- ja ravitsemistoiminta). Useimmat heistä ovat epätyypillisissä työsuhteissa. Jos korjaavia toimenpiteitä ei toteuteta, covid-19:n vaikutus saattaa olla suhteellisesti suurempi pienituloisilla ja johtaa köyhyysasteen nousuun. Tätä

[49] Euroopan komissio (2020), Labour Market and Wage Developments in Europe 2020 (tulossa). Maat, joissa on vakiintunut työajan lyhentämisjärjestely: Belgia, Espanja, Italia, Itävalta, Luxemburg, Portugali, Ranska, Ruotsi, Saksa ja Suomi.
[50] Ks. Basso, G., et al. (2020), ”The new hazardous jobs and worker reallocation”, OECD Social, Employment and Migration Working Papers, No. 247, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/400cf397-en.

taustaa vasten jäsenvaltiot ovat ottaneet käyttöön väliaikaisia toimenpiteitä, joilla tuetaan heikommassa asemassa olevia väestöryhmiä, joilla on hyvin pienet tulot, ja henkilöitä, jotka eivät ole oikeutettuja työttömyysetuuksiin. Jatkossa kansalliset politiikkatoimet, joita tuetaan EU:n aloitteilla (SURE, REACT-EU, ESIR ja elpymis- ja palautumistukiväline), ovat tärkeitä, jotta kriisin vaikutuksia sosiaaliseen tilanteeseen voidaan tosiasiallisesti lieventää.

4. YHTEENVETO TÄRKEIMMISTÄ HAASTEISTA JA VAIKUTUKSISTA VALVONTAAN

Vuoteen 2019 saakka makrotalouden epätasapainoja on lähinnä korjattu suotuisan taloustilanteen vallitessa, mutta covid-19-epidemian myötä on tullut uusia riskejä.

- **Virtojen epätasapainojen korjaaminen vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen ja vuonna 2013 alkanut talouskasvu ovat auttaneet pienentämään varantojen epätasapainoja** lähinnä sen ansiosta, että nimittäjän suurentuminen on supistanut velkaa suhteessa BKT:hen. Samaan aikaan kasvu on viime vuosina aiheuttanut joitakin ylikuumenemisriskejä, jotka liittyvät pääasiassa asuntojen hintoihin ja kustannuskilpailukykyyn, erityisesti siellä, missä kasvu on ollut voimakkaampaa. Nämä trendit jatkuivat vuoteen 2019 saakka.
- **Covid-19-pandemian seurauksena useat olemassa olevat makrotalouden epätasapainot voivat pahentua ja voi muodostua uusia riskejä.** Ennusteet ja vuotta lyhyempää ajanjaksoa koskeva data viittaavat erityisesti siihen, että julkisen ja yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen on nyt kasvussa. Jatkossa velan takaisinmaksunäkymät vaarantunevat, jos talouden toimeliaisuus jatkuu vaimeana, yrityksiä ajautuu konkurssiin ja työmarkkinat ovat heikot. Velkaongelmat ja kannattavuuden heikkeneminen saattavat jatkossa vaikuttaa pankkien taseisiin. Samaan aikaan lähimenneisyydessä tyypillinen asuntojen hintojen liiallinen nousu saattaa korjaantua alaspäin.

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

- Useat jäsenvaltiot kärsivät edelleen pääasiassa *moninaisista ja toisiinsa kytköksissä olevista varantohaavoittuvuuksista*. Tämä koskee yleensä maita, joihin luototuksen suhdannevaihtelut ovat iskeneet kovimmin ja joissa myös vaihtotaseen kehityssuunta muuttui maailmanlaajuisen finanssikriisin seurauksena, millä on ollut vaikutuksia myös pankkisektoriin ja julkiseen velkaan. Covid-19-taantuma koettelee pahoin joitakin näistä jäsenvaltioista, mikä johtuu myös siitä, että matkailun merkitys on niiden taloudessa suhteellisen suuri.
    - Kyproksen ja Kreikan tapauksessa suuri velkakanta ja voimakkaasti negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema yhdistyvät finanssisektorin pitkäkestoisiin haasteisiin, vaikkakin Kyproksen pankeissa järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt ja kannattavuus parantunut ja Kreikassa järjestämättömien lainojen osuuden pieneneminen nopeutui vuonna 2019. Osuudet ovat kuitenkin edelleen erittäin suuret. Kreikassa potentiaalisen tuotannon kasvu on ollut vähäistä tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea.
    - Espanjassa, Irlannissa, Kroatiassa ja Portugalissa on myös varantoja koskevista vanhoista ongelmista aiheutuvia merkittäviä, moninaisia ja toisiinsa liittyviä haavoittuvuuksia. Näissä maissa varantoepätasapainot ovat tähän asti vähentyneet nimellisen BKT:n kasvun myötä. Joissakin tapauksissa tähän on liittynyt asuntojen hintojen voimakas nousu (Irlannissa ja viime aikoina Portugalissa), yksikkötyökustannusten kasvun palautuminen ja kilpailukyvyn paranemisen pysähtyminen Espanjassa ja Portugalissa. Nämä trendit näyttävät kuitenkin hidastuvan kriisin myötä, ja nimellisen BKT:n hitaamman kasvun ja luotonoton lisääntymisen vuoksi velkasuhteet sen sijaan kasvavat.

- Romaniassa ja Unkarissa haavoittuvuudet liittyvät julkisen velan ja ulkoisen rahoituksen väliseen vuorovaikutukseen. Romaniassa vaihtotaseen alijäämä on kasvanut vuosia jatkuneen erittäin voimakkaan yksikkötyökustannusten kasvun ja kotimaisen kysynnän voimakkaan kasvun seurauksena. Julkisen talouden velka on kasvanut nopeasti, ja sen odotetaan kasvavan edelleen, mikä lisää ulkoisen rahoituksen tarvetta. Unkarissa julkinen velka aiheuttaa lyhyiden maturiteettien vuoksi suuria rahoitustarpeita, ja tällaisen rahoituksen lähteet ovat osittain ulkoisia. Molemmissa maissa huomattava osuus velasta on ulkomaan valuutan määräistä.

- Joissakin jäsenvaltioissa haavoittuvuudet johtuvat pääasiassa *suuresta julkisesta velasta, joka kriisin vuoksi kasvaa edelleen*, ja niihin yhdistyy ongelmia, jotka liittyvät *potentiaaliseen tuotannon kasvuun* ja *kilpailukykyyn*. Tämä koskee erityisesti Italiaa, jossa haavoittuvuudet liittyvät myös pankkisektoriin ja järjestämättömien lainojen edelleen suureen mutta ainakin kriisin puhkeamiseen asti nopeasti vähentyneeseen määrään sekä jatkuvasti heikkoon työmarkkinatilanteeseen. Belgiassa ja Ranskassa ongelmat liittyvät pääasiassa suureen julkiseen velkaan ja potentiaalisen kasvun ongelmiin tilanteessa, jossa myös kilpailukyky heikkenee. Ranskassa suhteellisen suuri yksityisen velan määrä kasvoi jo ennen tätä viimeisintä kriisiä, ja tänä vuonna se on selvästi kasvanut entisestään. Belgiassa kotitalouksien suhteellisen suuri ja kasvava velka yhdistyy mahdollisesti yliarvostettuihin asuntojen hintoihin. Ulkoinen rahoitusasema on edelleen vakaa, mutta se on viime aikoina heikentynyt jonkin verran. Näiden maiden julkisen velan odotetaan kasvavan, kun otetaan huomioon meneillään oleva taantuma, joka syö tulopohjaa, ja kriisin vaikutusten lieventämiseksi toteutetut toimenpiteet. Belgian tapauksessa sekä yksityisen että julkisen velan odotetaan kasvavan tasolta, joka jo ennestään ylittää makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun kynnysarvot.

- Joillekin jäsenvaltioille on ominaista *suuri mutta tasaisesti supistuva vaihtotaseen ylijäämä*, joka ylittää talouden perustekijöillä perusteltavissa olevan tason. Tämä koskee erityisesti Saksaa ja Alankomaita. Alankomaissa suuri ylijäämä yhdistyy kotitalouksien suureen velkamäärään ja asuntojen hintojen voimakkaaseen nousuun. Asuntojen hintapaineita on viime aikoina havaittu myös Saksassa, mutta siellä velkataso on suhteellisen alhainen. Suuret, joskin supistuvat, ylijäämät saattavat kuvastaa sitä, että kasvua jää toteutumatta ja kotimaisia investointimahdollisuuksia käyttämättä, mikä vaikuttaa muuhun euroalueeseen tilanteessa, jossa inflaatio on sitkeästi tavoitetta hitaampaa ja ulkomainen kysyntä heikkenee.

- Joissakin jäsenvaltioissa *asuntomarkkinoiden kehitys on johtanut asuntojen arvostuksiin liittyviin riskeihin tilanteessa, jossa kotitalouksien velka on suuri*. Näin on erityisesti Ruotsissa ja pienemmässä määrin Itävallassa, Luxemburgissa ja Tanskassa, joissa asuntojen hintojen nousu on jatkunut viime vuodet tilanteessa, jossa mahdollisesti esiintyy positiivisia arvostuseroja ja jossa kotitalouksilla on runsaasti velkaa. Muutaman viime vuoden perusteella näyttää siltä, että hinnat ovat Ruotsissa lyhytkestoisesti mukautuneet jonkin verran alaspäin ja yliarvostus vähentynyt ja että muissa tapauksissa (Luxemburgia lukuun ottamatta) asuntojen hintojen nousu on ollut maltillista. Suomessa asuntojen hintojen nousu tai mahdollinen yliarvostus ei näytä olevan huomattavaa, mutta sen sijaan kotitalouksilla on runsaasti velkaa, jonka määrä kasvaa. Covid-19-pandemian puhkeamisen jälkeiselle kehitykselle on todennäköisesti luonteenomaista asuntojen hintojen nousun hidastuminen tai korjautuminen alaspäin. Seurannalla olisi varmistettava, tapahtuuko hintojen mukautuminen hallitusti.

Käynnissä olevan varantojen epätasapainon pahenemisen ei pitäisi automaattisesti merkitä uusien perusteellisten tarkastelujen tarvetta. Riskien kärjistyminen erityisesti yksityisen ja julkisen velan osalta koskee erityisesti maita, joissa on jo havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Toiseksi ennusteisiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta erityisesti pandemian kehittymiseen liittyen.

Tämä epävarmuus on todennäköisesti edelleen laajaa silloinkin, kun perusteellisia tarkasteluja laaditaan. Kolmanneksi velkasuhteiden suuri kasvu vuonna 2020 johtuu osittain nimellisen BKT:n huomattavasta tilapäisestä supistumisesta ja tietoisista politiikkavalinnoista kriisin vaikutusten lieventämiseksi.

Tämän varoitusmekanismia koskevan kertomuksen päätelmä on, että perusteellinen tarkastelu on aiheellista tehdä seuraavista 12 jäsenvaltiosta: Alankomaat, Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Kroatia, Kypros, Portugali, Ranska, Romania, Ruotsi ja Saksa. Kyseiset jäsenvaltiot olivat perusteellisen tarkastelun kohteena makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella, ja niillä katsottiin olevan epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja. Uusien perusteellisten tarkastelujen avulla voidaan analysoida tarkemmin mainittuja haasteita ja arvioida politiikkatarpeita. Nykyisten arvioiden päivittämiseksi seuraavissa perusteellisissa tarkasteluissa arvioidaan erityisesti, ovatko kyseiset epätasapainot pahenemassa vai korjautumassa.

Tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa nousee esiin tarve seurata tiiviisti mahdollisesti riskialttiita kehityskulkuja eräissä jäsenvaltioissa, joista ei tehdä perusteellisia tarkasteluja. Pian covid-19-pandemian puhjettua useissa euroalueen ulkopuolisissa jäsenvaltioissa on ilmennyt ulkoiseen rahoitukseen liittyviä huolenaiheita. Sittemmin markkinapaineet ovat helpottuneet, mutta niitä saattaa ilmetä uudelleen, jos riskien uudelleenarviointia edellyttävät olosuhteet konkretisoituvat jälleen, erityisesti niissä maissa, joissa hallitus hankkii osan rahoituksestaan ulkomaan valuutassa ja joissa julkista taloutta pidetään riskialttiimpana. Unkarin tapauksessa näyttää siltä, että valtion lainanoton ja ulkoisen rahoituksen välistä vuorovaikutusta on seurattava.[51] Myös velkasuhteen kasvun vaikutuksia on seurattava joissakin jäsenvaltioissa, joita ei tällä hetkellä valvota makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn puitteissa. Belgiassa sekä yksityisen että julkisen velan odotetaan kasvavan yli makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvojen. Luxemburgissa, Suomessa ja Tanskassa yksityisen velan ennustetaan kasvavan edelleen yli kynnysarvon. Itävallassa ja Sloveniassa julkisen velan odotetaan kasvavan edelleen, yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen. On hyvin epävarmaa, missä määrin kyseinen kehitys aiheuttaa lisäriskejä makrotalouden vakaudelle, sillä velkanäkymät riippuvat ratkaisevasti keskipitkän ja pitkän aikavälin kasvunäkymistä, joita on tällä hetkellä vaikea arvioida. Tästä syystä tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa todetaan, että näiden maiden osalta ei tässä vaiheessa tarvita perusteellisia tarkasteluja.

[51] Julkisen talouden ja ulkoisen sektorin välistä vuorovaikutusta on syytä analysoida myös Romaniaa koskevassa perusteellisessa tarkastelussa.

5. KOMMENTIT JÄSENVALTIOITTAIN

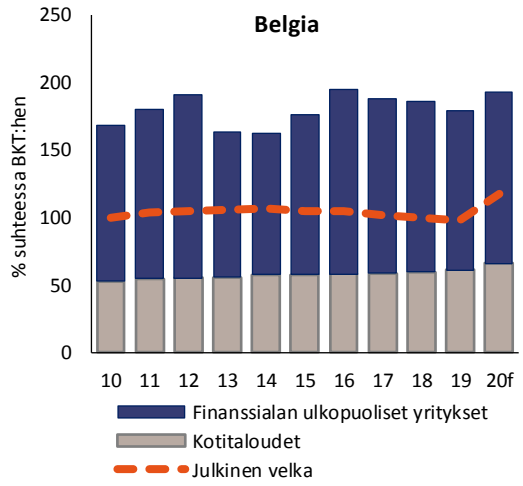
BELGIA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Belgialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksityisen sektorin velkaa ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,7 prosenttia vuonna 2019 ja –8,4 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4,1 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,4 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistetysti seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät ovat pysyneet hallinnassa.** Vaihtotase oli vuonna 2019 marginaalisesti ylijäämäinen, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema on selvästi positiivinen, mikä rajoittaa ulkoiseen kestävyyteen liittyviä huolenaiheita. Yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet maltillista vauhtia.
- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** pysyi selvästi kynnysarvon yläpuolella vuonna 2019. Sen odotetaan kasvavan edelleen vuonna 2020 noin 200 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Belgian **finanssialan ulkopuolisten yritysten** velka on suuri, mutta tämä johtuu suurelta osin rajat ylittävästä konsernin sisäisestä luotonannosta, mikä vähentää riskejä. **Kotitalouksien velkaantuneisuus**, joka johtuu pääasiassa asuntovelasta, jatkoi kasvuaan vuonna 2019 positiivisen nettoluottovirran vuoksi. Asuntoinvestointien odotetaan elpyvän vuoden 2020 jälkipuoliskolla vuoden alkupuoliskon sulku- ja eristystoimenpiteistä aiheutuneen vähenemisen jälkeen. Asuntojen hinnat nousivat vuonna 2019, ja markkinoilla on merkkejä mahdollisesta yliarvostuksesta.

*Kuvio A1: **Velka talouden eri aloilla***



Lähde: Eurostat

- **Pankkien taseet** ovat vahvistuneet viime vuosina, ja vakavaraisuus- ja likviditeettisuhdeluvut ovat edelleen riittävät. Jo ennestään suuren **julkisen velan** ennustetaan kasvavan covid-19-kriisin myötä huomattavasti, 20 prosenttiyksikköä, ja olevan lähes 118 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020.
- Suotuisat makrotalouden olosuhteet ovat tukeneet **työpaikkojen luomista, ja työttömyysaste** laski edelleen vuonna 2019 vuoden 2015 huippulukemista. Tämän laskevan suuntauksen odotetaan kääntyvän vuonna 2020, ja erityisesti työttömyyden ennustetaan lisääntyvän merkittävästi vuonna 2021. Työmarkkinoiden ulkopuolella olevien osuus on yhä suuri.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Belgian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka velkaantuneisuuteen liittyviä mahdollisia haavoittuvuustekijöitä oli muodostumassa. Covid-19-kriisin myötä julkisen ja yksityisen sektorin velkaantuneisuus on lisääntynyt ja edellyttää seurantaa. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

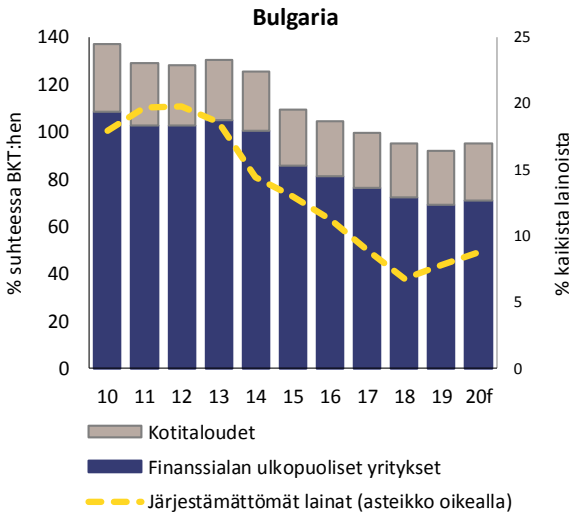
BULGARIA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Bulgarialla ei enää ollut makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, nimellisten yksikkötyökustannusten kasvun indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 3,7 prosenttia vuonna 2019 ja –5,1 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 2,6 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,4 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen** ylijäämä kasvoi vuonna 2019, mutta sen odotetaan supistuvan jonkin verran vuonna 2020, kun matkailutulot vähenevät jyrkästi. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka muodostuu suurelta osin suorista ulkomaisista sijoituksista, parani edelleen. Se oli ohjeellisen kynnysarvon mukainen vuonna 2019, ja sen ennustetaan paranevan edelleen. Maltillinen palkkakehitys covid-19-kriisin yhteydessä todennäköisesti vähentää kustannuskilpailukykyyn kohdistuvia paineita tulevaisuudessa, vaikka työvoiman hamstraus johti yksikkötyökustannusten väliaikaiseen kasvuun vuonna 2020.

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



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Yrityssektorilla jatkettiin velkavivun purkamista** vuonna 2019 nimellisen BKT:n vakaan kasvun ansiosta. Yritysten velka alittaa varovaisuusvertailuarvon, mutta ylittää perustekijöihin perustuvan kynnysarvon. Luotonanto lisääntyi vuonna 2019, mutta sen odotetaan vähenevän vuonna 2020, kun velkasuhde kasvaa BKT:n supistuessa. **Asuntojen reaalihintojen** nousu tasaantui jonkin verran vuonna 2019 samalla kun asuntolainat lisääntyivät ja hidastunee vuonna 2020 covid-19-kriisin vuoksi.
- **Julkisen velan** odotetaan vuonna 2020 olevan edelleen selvästi alle 30 prosenttia suhteessa BKT:hen huolimatta covid-19-kriisin vaikutuksista julkiseen talouteen. **Rahoitusala** on kannattava ja hyvin pääomitettu. Rahoitusjärjestelmän vakautta on tuettu parantamalla hallintoa ja valvontaa. Bulgaria liittyi heinäkuussa 2020 ERM II -valuuttakurssimekanismiin ja pankkiunioniin. Järjestämättömien lainojen osuus on ollut laskusuunnassa ja oli 6,5 prosenttia vuonna 2019. Tästä eteenpäin haasteena on välttää järjestämättömien lainojen osuuden merkittävä kasvu sen jälkeen, kun covid-19-kriisin johdosta toteutetut valtion tukitoimenpiteet on lopetettu asteittain.
- **Työmarkkinoiden myönteinen kehitys** jatkui edelleen vuonna 2019, ja työttömyys laski 4,2 prosenttiin. Laskusuuntaus on kääntymässä covid-19-kriisin myötä, mutta työpaikkojen menetykset eivät ole johtaneet työttömyyden jyrkkään kasvuun työmarkkinoiden ulkopuolelle jääneiden osuuden kasvaessa.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Bulgarian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka järjestämättömien lainojen osuus ja yritysten velkaantuneisuus olivatkin varsin suuret, joskin vähenemässä. Covid-19-kriisin myötä yritysten velkasuhteen odotetaan kasvavan ja järjestämättömät lainat saattavat lisääntyä. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

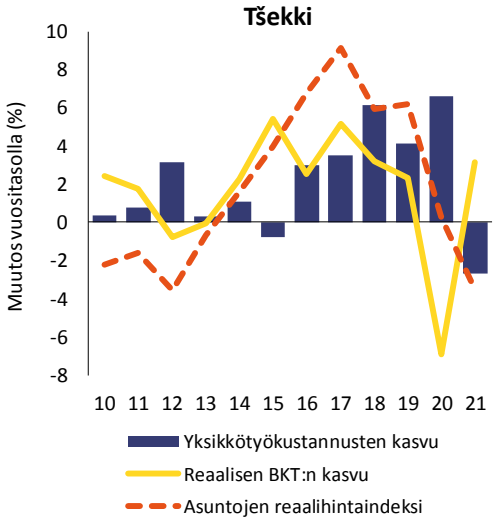
TŠEKKI: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Tšekillä ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksikkötyökustannusten kasvun ja asuntojen hintojen nousun indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,3 prosenttia vuonna 2019 ja –6,9 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,1 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,8 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** on suhteellisen vakaa ja vaihtotaseen alijäämä vähäinen vuonna 2019. Vienti keskittyy edelleen voimakkaasti ja integroituminen globaaleihin arvoketjuihin on vahvaa. Ulkomainen nettovarallisuusasema jatkoi vuonna 2019 kohenemista, mutta oli edelleen negatiivinen, noin –20 % suhteessa BKT:hen. Myös ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja on parantunut, ja nettovarallisuusasema on selvästi positiivinen.
- **Yksikkötyökustannusten** kasvu tasaantui vuonna 2019, mutta pysyi suurena. Covid-19-kriisin vuoksi on todennäköistä, että palkkakehitys on jatkossa jokseenkin maltillista, vaikka työvoiman hamstrauksen ennustetaan johtavan yksikkötyökustannusten väliaikaiseen kasvuun vuonna 2020.

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



Lähde: Eurostat

- **Asuntojen hinnat** ja asuntolainojen kehitys edellyttävät jatkossakin seurantaa. Asuntojen reaalihintojen nousu kiihtyi vuonna 2019 ja merkkejä yliarvostuksesta oli yhä enemmän. Asuntojen hintojen nousu kuitenkin todennäköisesti hidastuu vuosina 2020–2021. Kotitalouksien nettoluotonotto pysyi positiivisena ja asuntolainojen kasvu jatkui vakaana vuonna 2019. Velka on kaiken kaikkiaan kasvanut viime vuosina maltillisesti ja kasvu on hidastunut jonkin verran vuonna 2019. **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** on edelleen vähäistä.
- **Julkisen talouden velkasuhde** supistui edelleen vuonna 2019, mutta sen ennustetaan kasvavan covid-19-kriisin vuoksi kohti 40:tä prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2020 ja pysyvän suunnilleen samalla tasolla vuonna 2021. Suurelta osin ulkomaisessa omistuksessa oleva **pankkiala** on hyvin pääomitettu, ja oman pääoman määrä on EU:n suurimpia.
- **Työmarkkinoiden** tilanne kohentui vuonna 2019 edelleen parempien makrotaloudellisten olosuhteiden ansiosta, ja työttömyysaste aleni 2 prosenttiin. Työttömyysasteen ennustetaan kasvavan covid-19-kriisin seurauksena hieman vuosina 2020 ja 2021, mutta pysyvän EU:n keskiarvoon verrattuna hyvin alhaisella tasolla.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Tšekin makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kilpailukykyyn ja asuntomarkkinoiden paineisiin liittyi joitakin vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä kustannuspaineet ovat vähentyneet. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

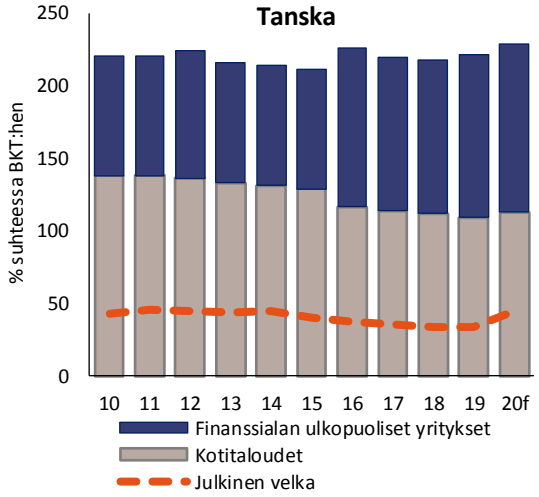
TANSKA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Tanskalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, vaihtotaseen ylijäämää ja yksityisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,8 prosenttia vuonna 2019 ja –3,9 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,5 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,5 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen** ylijäämä on edelleen erittäin suuri. Se oli 8,9 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, ja sen ennustetaan supistuvan noin 7 prosenttiin vuonna 2020. Peräkkäisistä ylijäämistä on ollut seurauksena voimakkaasti positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema, joka on tuottanut positiivisia nettoensituloja. Tämä on puolestaan lisännyt vaihtotaseen ylijäämää entisestään.
- **Yksityisen sektorin velka** pysyi jokseenkin vakaana vuonna 2019, ja luotonanto lisääntyi. Passiivinen velkavivun purkaminen on jatkunut vuodesta 2009, mutta **kotitalouksien velka** on edelleen EU:n suurin – noin 110 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019 – mikä ylittää selvästi perustekijöihin perustuvat ja varovaisuuskynnysarvot, ja sen odotetaan kasvavan vuonna 2020. Kotitalouksien velkaantuneisuuteen liittyvät riskit kuitenkin kompensoituvat osittain huomattavilla omistuserillä. Kotitalouksien nettoluotonotto pysyi positiivisena vuonna 2019. Velan kasvun tukena ovat edelleen alhaiset rahoituskustannukset ja edullinen verokohtelu. **Asuntojen reaalihinnat** nousivat edelleen maltillisesti, ja markkinoilla oli viitteitä jonkinasteisesta yliarvostuksesta. Viimeaikaisesta lisääntymisestä huolimatta yritysten velkaantuneisuus on edelleen yleisesti ottaen maltillista.
- **Työttömyysaste** koheni edelleen 5 prosenttiin vuonna 2019, ja sen ennustetaan valtion tukijärjestelyjen ansiosta kasvavan vain maltillisesti. Vain muutamilla aloilla on edelleen työvoimapulaa, mikä hillitsee palkkojen nousupaineita.
- **Pankkialaan ja julkiseen velkaan** liittyvät riskit ovat edelleen maltillisia. Pankeilla on yleisesti hyvät mahdollisuudet pitää yllä luotonantoa talouden tarpeisiin. Kriisin ja hallituksen mittavien hätä- ja elpymispakettien vuoksi julkisen velan ennustetaan kasvavan noin 10 prosenttiyksikköä vuonna 2020, jolloin se on 45 prosenttia suhteessa BKT:hen eli selvästi alle 60 prosentin kynnysarvon.

Kuvio A4: ***Velka talouden eri aloilla***



Lähde: Eurostat

Kun covid-19-kriisi alkoi, Tanskan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kotitalouksien suureen velkaan ja asuntomarkkinoihin liittyi joitakin vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä kotitalouksien velkasuhteen odotetaan kasvavan. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

SAKSA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Saksalla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti sen suureen vaihtotaseen ylijäämään. Tämä ylijäämä johtui vaimeista investoinneista suhteessa säästämiseen sekä yksityisellä että julkisella sektorilla. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, vaihtotaseen ylijäämää kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

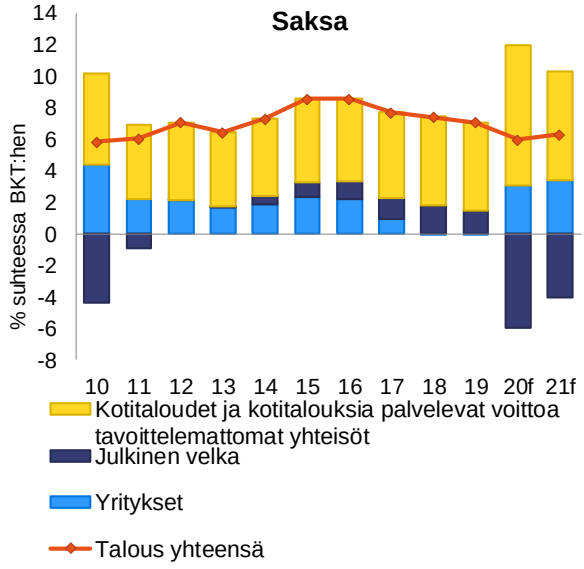
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti investointeihin, joilla tuetaan ansiotuloja, liiketoimintaympäristöä ja eläkkeitä. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainojen korjaamiseksi suuntautuvat julkisten investointien lisäämiseen, yksityisten investointien tukemiseen ja sitoumukseen välttää työn verotuksen korotukset.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 0,6 prosenttia vuonna 2019 ja –5,6 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,5 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,7 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** on viime vuosina supistunut vähitellen ja oli 7,1 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Julkisen talouden nettoluotonannon jyrkkä lasku vuonna 2020 vaikuttaa osaltaan ylijäämän merkittävään vähenemiseen, vaikka yksityinen sektori onkin kasvattanut nettoluotonantoasemaansa. Myös kauppataseen ylijäämä pienenee vuonna 2020, kun vienti supistuu tuontia enemmän. Elpymisen myötä vaihtotaseen ylijäämän odotetaan jälleen kasvavan hieman.
- Viime vuosina **yksityiset ja julkiset investoinnit** ovat lisääntyneet, vaikkakin pysyneet hieman euroalueen keskiarvon alapuolella. Vaikka julkisten investointien kasvusuuntaus nopeutui merkittävästi vuonna 2020, yksityiset investoinnit kärsivät huomattavasti covid-19-kriisin yhteydessä.

Kuvio A5: ***Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain***



Lähde: Ameco

- **Julkinen velka** jäi alle tulostaulun ohjeellisen kynnysarvon, joka oli 60 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, mutta vuonna 2020 sen ennustetaan olevan noin 71 prosenttia suhteessa BKT:hen. Saksan **pankkijärjestelmällä** on edelleen riittävästi pääomaa, ja järjestämättömien lainojen osuus on hyvin pieni. Kannattavuus on kuitenkin edelleen heikko, ja järjestämättömien lainojen osuus todennäköisesti kasvaa.
- **Työmarkkinat** olivat historiallisen kireät ennen covid-19-kriisiä; työttömyysaste oli alhainen ja työllisyysaste korkea. Vuonna 2020 työttömyysasteen ennustetaan nousevan maltillisesti ja palkkojen nousun hidastuvan. Työajan lyhentämisjärjestelyt ovat osaltaan rajoittaneet työttömyyden kasvua ja tarjonneet osittain helpotusta tulonhankintaan.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Saksassa oli suuri kotimainen säästöylijäämä, jonka taustalla olivat pääasiassa kotitalouksien ja julkisen talouden nettosäästöt. Covid-19-kriisin myötä vaihtotaseen

ylijäämä on supistunut merkittävästi ja julkiset investoinnit ovat lisääntyneet samalla kun yksityiset investoinnit ovat kärsineet. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

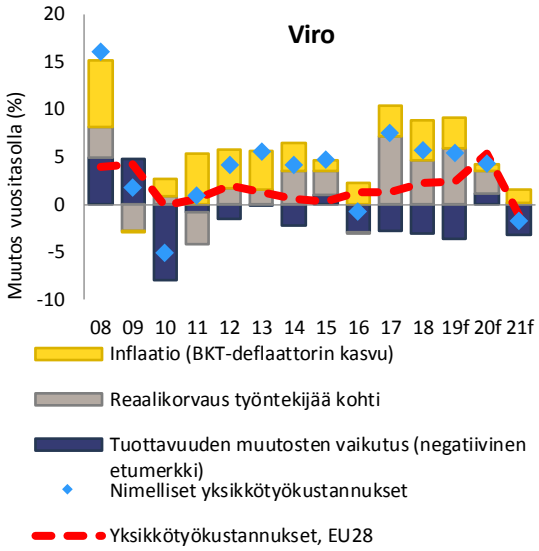
VIRO: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Virolla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, reaalisen efektiivisen valuuttakurssin ja nimellisten yksikkötyökustannusten kasvun indikaattorit ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 5 prosenttia vuonna 2019 ja –4,6 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,4 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,7 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat pysyneet hallinnassa, sillä vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema onkin negatiivinen, se on kohentunut vähitellen ja sen ennustetaan paranevan vuonna 2020 edelleen yli –20 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Vaihtotaseen ylijäämä oli 2 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, ja vuonna 2020 sen ennustetaan olevan lähes 3 prosenttia.
- **Nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu** pysyi yli 5 prosentissa vuonna 2019, mikä johtui työvoiman vähäiseen tarjontaan liittyvistä tekijöistä. Covid-19-kriisistä johtuvan maltillisen palkkakehityksen ennustetaan hillitsevän yksikkötyökustannusten kasvua vuosina 2020 ja 2021. Yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui vuonna 2019, joskin aiempaa hitaammin.

Kuvio A6: ***Yksikkötyökustannusten erittely***



Lähde: komission yksiköt.

- **Yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus** on edelleen suhteellisen vähäistä. Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen supistui 98 prosenttiin vuonna 2019. Se todennäköisesti kasvaa jonkin verran vuonna 2020 BKT:n supistumisen vuoksi, mutta pysyy suhteellisen pienenä.
- **Pankkialalla** järjestämättömien lainojen osuus pysyi vähäisenä vuonna 2019, mutta saattaa jatkossa kasvaa covid-19-kriisin seurauksena. **Julkisen velan** ennustetaan kasvavan covid-19-kriisin vuoksi ja jatkavan kasvua vuonna 2021, vaikka se onkin edelleen EU:n pienin, noin 20 prosenttia suhteessa BKT:hen.
- **Työmarkkinakehitys** on ollut hyvin vahvaa, mutta covid-19-kriisin vuoksi työttömyysaste nousee 7,5 prosenttiin vuonna 2020, kun se oli vuonna 2019 vain 4,4 prosenttia.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Viron makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kustannuskilpailukykyä kuvaaviin indikaattoreihin liittyi joitakin vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä ulkoinen rahoitusasema on pysynyt vakaana ja palkkakehitys maltillisena. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

IRLANTI: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Irlannilla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen yksityiseen ja julkiseen velkaan ja ulkomaiseen nettovelkaan. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa ja yksityisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

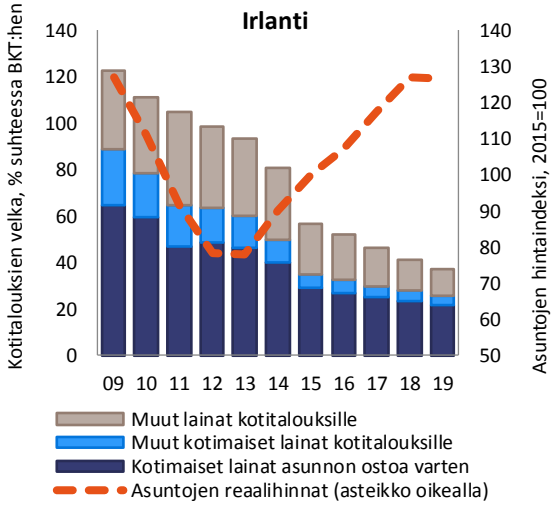
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen ja asuntomarkkinoihin. Vuonna 2020 toteutetuilla aiheellisilla politiikkatoimilla puututtiin pääasiassa pandemiaan.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 5,6 prosenttia vuonna 2019 ja –2,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 2,9 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 2,7 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen ongelma. Sekä vaihtotasetta että ulkomaista nettovarallisuusasemaa koskevien lukujen vaihtelua on vaikea arvioida monikansallisten yritysten toiminnan vaikutusten vuoksi. Vaihtotase on erittäin epävakaa. Se oli voimakkaasti negatiivinen vuonna 2019, kun taas vuodelle 2020 ennustetaan huomattavaa ylijäämää ja vuodelle 2021 suurin piirtein tasapainoista vaihtotasetta. Ulkomainen nettovarallisuusasema pysyi pitkälti vakaana vuonna 2019. **Yksityisen sektorin velka** on edelleen suuri, vaikka se supistui lähelle 200:aa prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019. **Kotitalouksien velka** suhteessa BKT:hen on pieni, mutta suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin edelleen suuri. **Yritysten velkaantumiseen** liittyviä riskejä on vaikea arvioida monikansallisten yritysten vahvan läsnäolon vuoksi. Jatkossa yritysten, joiden voitot saattavat pienentyä, vaikka rahoitustarve pysyy ennallaan, on ehkä otettava lisää velkaa covid-19-kriisin vuoksi. **Asuntojen hintojen** nousu hidastui huomattavasti vuonna 2019 kohti nollakasvua, mutta kohtuuhintaisten asuntojen puute on edelleen ongelma.

Kuvio A7: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen** laski alle 60 prosentin viitearvon vuonna 2019, mutta sen ennustetaan kasvavan jälleen noin 63 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtuu taantuman syvyydestä ja covid-19-kriisin johdosta toteutetuista valtion tukitoimenpiteistä. Julkinen velka vaikuttaa suuremmalta, kun sitä verrataan kansantuloa koskeviin toimenpiteisiin, eli velan suhde bruttokansantuloon oli 95 prosenttia vuonna 2019.
- **Pankkialan** häiriönsietokyky on parantunut viimeksi kuluneen vuosikymmenen aikana. Järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt tasaisesti, mutta saattaa jälleen kasvaa, kun covid-19-kriisin vuoksi toteutetut valtiontukitoimenpiteet lopetetaan vähitellen.
- **Työmarkkinatulokset** paranivat edelleen vuonna 2019. Työttömyysasteen ennustetaan nousevan vuonna 2020 vain hieman, 5,3 prosenttiin, mutta kasvavan sen jälkeen vuonna 2021 voimakkaammin, 8,9 prosenttiin.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Irlannilla oli ulkomaanvelkaan, julkiseen velkaan ja yksityisen sektorin velkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet kasvavat ja työttömyys lisääntyy. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

KREIKKA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Kreikalla oli liiallisia makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti julkisen talouden suureen velkaantuneisuuteen, järjestämättömien lainojen suureen osuuteen ja keskeneräiseen ulkoiseen tasapainottamiseen tilanteessa, jossa työttömyysaste on korkea, vaikkakin alenemassa, ja potentiaalinen kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, asuntojen hintojen nousua, julkista velkaa ja työttömyysastetta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

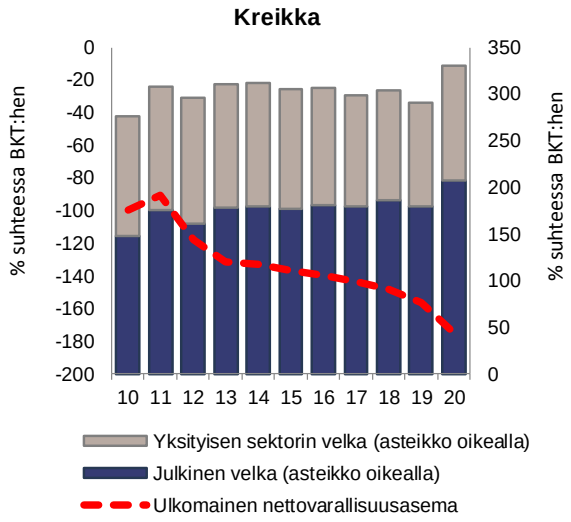
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, työmarkkinoihin, liiketoimintaympäristöön, järjestämättömiin lainoihin ja rahoitusalaan. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät maksukyvyttömyyteen, energiamarkkinoihin, työmarkkinalainsäädäntöön, järjestämättömiin lainoihin, julkisiin investointeihin, yksityistämiseen, digitaaliseen hallintoon, koulutukseen ja liiketoimintaympäristöön.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,9 prosenttia vuonna 2019 ja –9 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 5,3 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiseen kestävyyteen** liittyy edelleen ongelmia, sillä ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan heikkenevän entisestään covid-19-kriisin seurauksena. Suuri osa ulkomaisesta nettovarallisuusasemasta muodostuu julkisen talouden velasta, joka on myönnetty edullisin ehdoin ja pitkillä maturiteeteilla. Vaihtotaseen alijäämä supistui vuonna 2019, mutta sen ennustetaan kasvavan merkittävästi vuosina 2020 ja 2021, mihin vaikuttaa myös matkailualan heikompi tilanne.

Kuvio A8: ***Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka***



Lähde: Eurostat

- **Yksityisen sektorin velkasuhteet** jatkoivat heikentymistään vuonna 2019 ja pysyivät makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon alapuolella. **Asuntojen reaalihinnat** alkoivat nousta vuonna 2019 vuosikymmenen kestäneen hintojen laskun jälkeen. Tulevaisuudessa hinnat saattavat mukautua alaspäin covid-19-kriisin vuoksi.
- **Julkinen velka** supistui 180 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019, mutta sen odotetaan kasvavan yli 200 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020 BKT:n supistumisen ja pandemiaan liittyvien toimenpiteiden myötä. **Pankkialan** rasitteena on edelleen jo ennestään suuri järjestämättömien lainojen osuus.
- **Työttömyys** on edelleen hyvin suurta, ja kriisi keskeyttää työttömyyden hitaan laskusuunnan.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kreikalla oli julkiseen velkaan, jo aiemmin syntyneisiin järjestämättömiin lainoihin, ulkoiseen tasapainottamiseen, työttömyyteen ja vähäiseen potentiaaliseen kasvuun liittyviä

haavoittuvuustekijöitä. Kriisin myötä velkasuhteet, työttömyysaste ja järjestämättömien lainojen osuus kasvavat. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja myöskin ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

ESPANJA: Komissio päätteli huhtikuussa 2020, että Espanjalla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen ulkomaiseen ja kotimaiseen velkaan yksityisellä ja julkisella sektorilla korkean työttömyyden vallitessa. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, julkista velkaa, työttömyysastetta ja työvoimaosuutta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

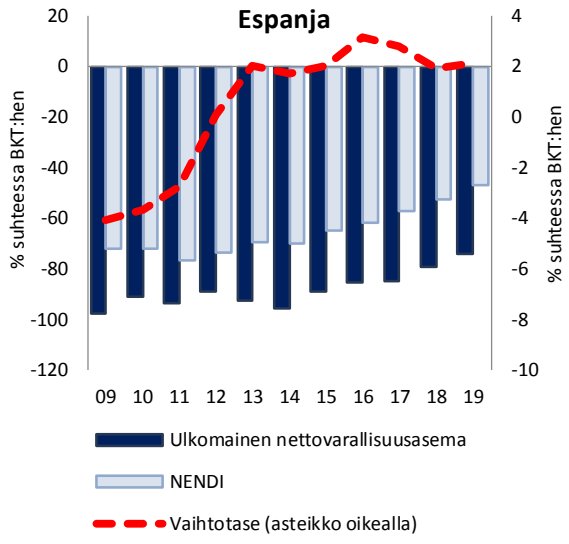
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, työmarkkinoihin, koulutukseen ja liiketoimintaympäristöön. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät koulutukseen ja innovointiin.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2 prosenttia vuonna 2019 ja –12,4 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,4 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 6,1 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** parani vuonna 2019, kun negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema supistui ja vaihtotaseen ylijäämä jatkui. Ulkomainen nettovarallisuusasema ilman maksukyvyttömyysriskittömiä instrumentteja on kuitenkin edelleen merkittävän negatiivinen. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan kuitenkin kasvavan vuonna 2020, kun taas vaihtotaseen ylijäämän ennustetaan pysyvän suhteellisen suurena matkailualan heikosta tilanteesta huolimatta.

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



Lähde: komission yksiköt.

- **Yritysten ja kotitalouksien velka** on supistunut vuoteen 2020 asti, ja yksityisen sektorin velkasuhde alitti makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kynnysarvon vuonna 2019. Luotonanto yksityiselle sektorille pysyi heikkona vuonna 2019. Kotitalouksien velka ylittää perustekijöihin perustuvan ja varovaisuuskynnysarvon. Työttömyyden kasvu voisi heikentää takaisinmaksukykyä tulevaisuudessa. Sekä yritysten että kotitalouksien velan ennustetaan kasvavan suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä johtuu suurelta osin covid-19-kriisin aiheuttamasta BKT:n supistumisesta.
- Jo ennestään suuren **julkisen velan** ennustetaan kasvavan suhteessa BKT:hen vuonna 2020 noin 25 prosenttiyksikköä 120 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja pysyvän suunnilleen tällä tasolla vuonna 2021.
- **Pankkialan** häiriönsietokyky on parantunut viimeksi kuluneen vuosikymmenen aikana. Sillä on vahva likviditeetti ja se on yleisesti ottaen riittävästi pääomitettu, mutta kannattavuus on vaatimatonta. Järjestämättömien lainojen osuus on vähentynyt kohti 3:a prosenttia vuonna 2019, mutta kasvaa todennäköisesti covid-19-kriisin myötä.
- **Työmarkkinatulokset** paranivat edelleen vuonna 2019, vaikka työttömyys ja työmarkkinoiden segmentoituminen aiheuttivat edelleen huolta. Työttömyysasteen ennustetaan nousevan lähes

17 prosenttiin vuonna 2020 ja vielä hieman korkeammaksi vuonna 2021. Työvoimaosuus laski hieman vuosina 2016–2019, osittain siksi, että koulutukseen osallistuvia oli aiempaa enemmän.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Espanjalla oli ulkomaanvelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä korkeaan työttömyyteen liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet ja työttömyys on lisääntynyt. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan, myös ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

RANSKA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Ranskalla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen julkiseen velkaan ja heikkoon kilpailukyvyn kehitykseen tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli heikkoa. Tällä on merkitystä yli rajojen. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksityisen sektorin velkaa ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

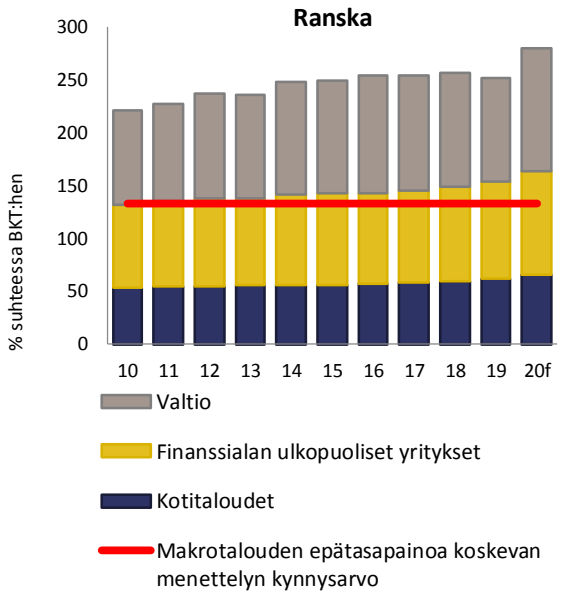
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, työn tuottavuuteen ja liiketoimintaympäristöön. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät liiketoimintaympäristön parantamiseen ja tutkimus- ja kehitystyöhön.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,5 prosenttia vuonna 2019 ja –9,4 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,8 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,9 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** on vakaa. Vaihtotaseen alijäämä on pysynyt hallinnassa ja ulkomainen nettovarallisuusasema on hieman negatiivisempi kuin vuonna 2019.
- **Yksityisen sektorin velkasuhde** jatkoi kasvuaan vuonna 2019 ja oli 153 prosenttia suhteessa BKT:hen. Sen ennustetaan kasvavan edelleen vuonna 2020. **Yritysluottoja** oli vuonna 2019 paljon, ja niiden odotetaan vielä lisääntyvän, sillä yritykset ovat edelleen kasvattaneet kassavarantojaan. Taustalla ovat kasvavat yritysten voitot, pienemmät osingot, vähentyneet investoinnit ja kaiken kaikkiaan pieni ja edelleen pienenevä järjestämättömien lainojen osuus. **Kotitalouksien velka** on suuri, ja sen odotetaan kasvavan. Asuntojen hinnat osoittavat joitakin vähäisiä merkkejä yliarvostuksesta, ja asuntojen hintojen nousu on ollut kaiken kaikkiaan maltillista vuonna 2019.

Kuvio A10: ***Velka talouden eri aloilla***



Lähde: Eurostat

- **Kilpailukyky** heikkeni viime vuosikymmenellä eikä ole kohentunut entiselleen. Yksikkötyökustannusten kasvu pysyi kurissa, vaikka työn tuottavuus heikkeni merkittävästi. Vientimarkkinaosuudet ovat kasvaneet jonkin verran viime vuosina, mutta pienenivät vuonna 2019.
- **Julkinen velka** pysyi vakaana 98 prosentissa suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Velan ennustetaan kasvavan suhteessa BKT:hen noin 116 prosenttiin vuonna 2020, kun BKT supistuu ja maassa toteutetaan laaja finanssipoliittinen paketti kriisin vaikutusten lieventämiseksi. **Pankkialalla** oman pääoman taso on ollut hyvä ja kasvaa yhä, ja järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt ja on yleisesti ottaen vähäinen, vaikka kannattavuus on vaatimatonta muun Euroopan malliin. Konkurssien määrä saattaa kuitenkin kasvaa covid-19-kriisin vuoksi.
- **Työmarkkinatulokset** paranivat vuonna 2019, mutta työttömyyden ennustetaan kasvavan hieman tulevaisuudessa.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Ranskalla oli velkaan ja kilpailukykyyn liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin ja talouden tukemiseksi toteutettujen toimenpiteiden myötä julkinen velka on kasvanut, kun taas kilpailukyvyn kehitys on pysynyt suhteellisen vakaana. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

KROATIA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Kroatialla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti julkisen, yksityisen ja ulkomaisen velan suureen määrään tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, asuntojen hintojen nousua ja julkisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

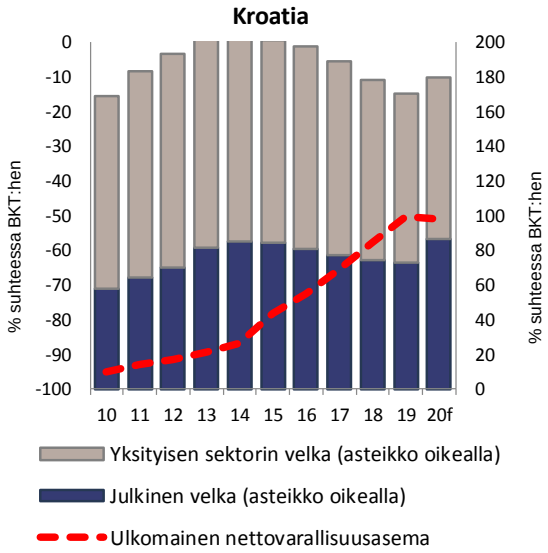
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, työmarkkinoihin ja liiketoimintaympäristöön. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät julkisen sektorin hallinnon tehostamiseen ja yrityksiä haittaavien hallinnollisten ja taloudellisten rasitteiden vähentämiseen.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,9 prosenttia vuonna 2019 ja –9,6 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,7 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 2,5 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiseen kestävyyteen** liittyy edelleen ongelmia, mutta erittäin negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema koheni edelleen vuonna 2019 ja vaihtotaseen ylijäämä kasvoi kohti 3:a prosenttia suhteessa BKT:hen. Ulkoisen kestävyyden riskejä lieventää suorien ulkomaisten sijoitusten suhteellisen suuri osuus kaikista ulkomaisista veloista. Vaihtotaseen odotetaan kääntyvän negatiiviseksi vuonna 2020, mikä johtuu suurelta osin matkailualan heikosta tilanteesta.
- **Yksityisen sektorin velkasuhde** supistui edelleen vuonna 2019. Suuri osa velasta on edelleen ulkomaan valuutan määräistä, mikä aiheuttaa valuuttakurssiriskejä.
- **Asuntojen reaalihintojen nousu** kiihtyi vuonna 2019 yli 8 prosenttiin asuntolainojen kasvun nopeutuessa, ja arvostusten ero kaventui. Asuntojen hintojen nousun ennustetaan hidastuvan covid-19-kriisin vuoksi.

Kuvio A11: ***Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka***



Lähde: Eurostat

- **Julkinen velka** väheni edelleen, mutta oli vuonna 2019 edelleen suhteellisen suuri eli 73 prosenttia suhteessa BKT:hen. Vuonna 2020 sen ennustetaan kasvavan yli 15 prosenttiyksikköä talouden jyrkän laskusuhdanteen ja covid-19-pandemiasta johtuvien talouden tukitoimenpiteiden vuoksi.
- **Pankkialalle** on luonteenomaista vaatimaton kannattavuus ja suhteellisen vahva pääomitus, mutta myös suhteellisen suuri, vaikkakin pienenevä, järjestämättömien lainojen osuus. Järjestämättömien lainojen osuus todennäköisesti kasvaa sen jälkeen, kun covid-19-kriisin johdosta toteutetut valtion tukitoimenpiteet on lopetettu asteittain.
- **Työttömyysaste** oli vuonna 2019 pienempi kuin koskaan, 6,6 prosenttia, ja sekä pitkäaikais- että nuorisotyöttömyys vähenivät voimakkaasti. Työttömyyden ennustetaan kuitenkin lisääntyvän meneillään olevan kriisin myötä.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kroatialla oli julkiseen ja yksityiseen velkaan sekä ulkomaanvelkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu oli heikkoa. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteiden odotetaan kasvavan ja työttömyyden lisääntyvän. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja myös ottaen huomioon viime helmikuussa havaittu epätasapaino, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

ITALIA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Italialla oli liiallisia makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen julkiseen velkaan ja tuottavuuden pitkään jatkuneeseen heikkoon kasvuun tilanteessa, jossa järjestämättömien lainojen osuus on edelleen suuri ja työttömyys korkea. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, julkista velkaa ja työttömyysastetta kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeellisen kynnysarvon.

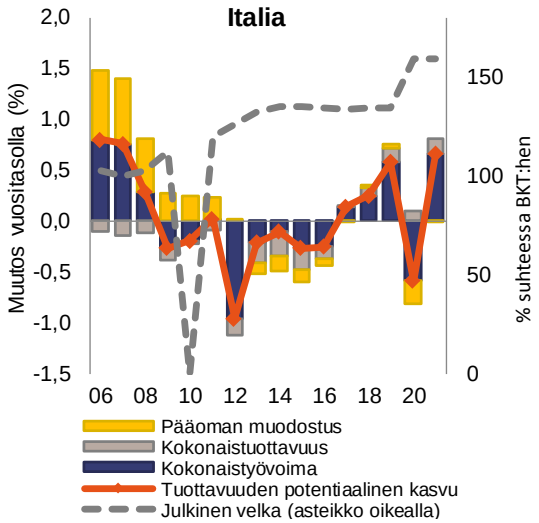
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, työmarkkinoihin, liiketoimintaympäristöön ja rahoitusalaan. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät julkishallinnon tehokkuuteen sekä digitaalisen muutoksen ja vihreän siirtymän tukemiseen.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 0,3 prosenttia vuonna 2019 ja –9,9 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4,1 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 4,1 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** on vakaa. Ulkomainen nettovarallisuusasema on lähellä tasapainoa ja vaihtotaseen ylijäämä on suuri ja vakaa myös vuonna 2020 matkailualan heikosta tilanteesta huolimatta.
- **Kokonaistuottavuuden kasvu** on edelleen verkkaista, ja sen odotetaan paranevan keskipitkällä aikavälillä vain marginaalisesti. **Yksikkötyökustannusten kasvu** pysyi vähäisenä vuonna 2019, ja palkkojen kasvun ennustetaan hidastuvan vuonna 2020.
- **Julkinen velka** pysyi vuonna 2019 vakaana eli noin 135 prosentissa suhteessa BKT:hen, mutta sen odotetaan kasvavan vuonna 2020 huomattavasti, noin 25 prosenttiyksikköä, mikä johtuu pandemiatoimista ja taloudellisen toimeliaisuuden vähenemisestä. Perusjäämän odotetaan kääntyvän vuonna 2020 negatiiviseksi ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2009.

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



Lähde: komission yksiköt.

- **Pankkialalla** järjestämättömien lainojen osuuden merkittävä pieneneminen on jatkunut, mutta osuus on edelleen suhteellisen suuri, hieman alle 7 prosenttia. Pandemian johdosta toteutetut likviditeettitoimenpiteet paransivat vuonna 2019 havaittua suhteellisen vähäistä luotonantoa. Järjestämättömien lainojen osuus todennäköisesti kasvaa, jos osa covid-19-kriisin johdosta toteutetuista toimenpiteistä lopetetaan liian aikaisin.
- **Työmarkkinoilla** hiljattain aikaan saadut parannukset ovat alkaneet kääntyä pandemian aiheuttaman häiriön vuoksi päinvastaisiksi, ja tämä tilanne voi pahentua entisestään, kun hätätoimenpiteistä luovutaan asteittain. Työttömyysasteen ennustetaan pysyvän noin 10 prosentissa vuonna 2020.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Italialla oli suureen julkiseen velkaan ja tuottavuuden heikkoon kasvuun liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa järjestämättömien lainojen osuus oli edelleen suuri, vaikkakin pienenemässä, ja työttömyys korkealla. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet,

ja vaikutukset työmarkkinoihin ja pankkialaan saattavat tulla esiin vasta viiveellä kriisin pituudesta ja tukitoimenpiteiden päättymisajankohdasta riippuen. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja myöskin ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

KYPROS: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Kyproksella oli liiallisia makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti rahoitussektoria rasittavaan järjestämättömien lainojen hyvin suureen osuuteen sekä suureen yksityiseen, julkiseen ja ulkomaiseen velkaan tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu on vaatimatonta. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, vaihtotaseen ylijäämää, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, yksityisen sektorin velkaa ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

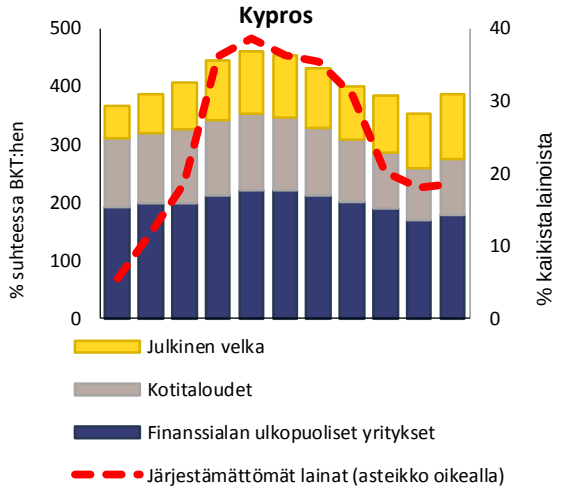
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, yksityisen sektorin velkaan, järjestämättömiin lainoihin ja liiketoimintaympäristöön. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät oikeusjärjestelmään, julkishallintoon, paikallishallintoon ja rahoituksen saatavuuteen.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 3,1 prosenttia vuonna 2019 ja –6,2 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,7 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,7 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen ongelma, sillä ulkomainen nettovarallisuusasema on huomattavan negatiivinen, vaikka se paranikin vuonna 2019. Suuri osa näistä tekijöistä liittyy erillisyhtiöiden toimintaan. Vaihtotaseen alijäämä oli vuonna 2019 suuri, 6,3 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja sen odotetaan heikkenevän merkittävästi vuonna 2020, kun matkailu vähenee voimakkaasti.
- **Yritysten velkasuhde** supistui edelleen vuonna 2019, mutta oli edelleen erittäin suuri. Finanssialan ulkopuoliset yritykset purkivat velkavipua nopeammin kuin kotitaloudet. **Kotitalouksien velka** oli noin 90 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, mikä ylittää varovaisuuskynnysarvon. Yksityisen sektorin velkasuhteen odotetaan kasvavan vuonna 2020 nimellisen BKT:n supistumisen ja lainojen takaisinmaksun lykkäyksen vuoksi. Laskusuuntauksen odotetaan jatkuvan taas vuonna 2021.
- Vaikka **julkinen velka** suhteessa BKT:hen supistui vuonna 2019, sen ennustetaan kasvavan noin 20 prosenttiyksikköä vuonna 2020 miltei 113 prosenttiin suhteessa BKT:hen, kun otetaan huomioon finanssipoliittiset tukitoimenpiteet, uusien joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku ja BKT:n supistuminen. **Pankkialan** vakaus on parantunut viime vuosina ja järjestämättömien lainojen osuus pienentynyt merkittävästi vuosina 2018–2019. Järjestämättömien lainojen osuuden kasvu on ollut vähäistä vuonna 2020 omaisuuserien myynnin ja kuoletusten vuoksi, mutta kasvu saattaa vauhdittua vuonna 2021, kun velkojen takaisinmaksun lykkäys päättyy.

Kuvio A13: ***Velka ja järjestämättömt lainat***



Lähde: Eurostat ja EKP

Kun covid-19-kriisi alkoi, Kyproksella oli ulkomaanvelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan ja järjestämättömien lainojen edelleen suureen osuuteen liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa potentiaalinen kasvu oli maltillista. Covid-19-kriisin myötä vaihtotaseen alijäämä on heikentynyt,

velkasuhteet ovat kasvaneet ja pankkien järjestämättömien lainojen vähentäminen on hidastunut. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja myöskin ottaen huomioon helmikuussa havaitut liialliset epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, missä määrin makrotaloudessa on edelleen riskejä, sekä seurata, edistytäänkö liiallisten epätasapainojen purkamisessa.

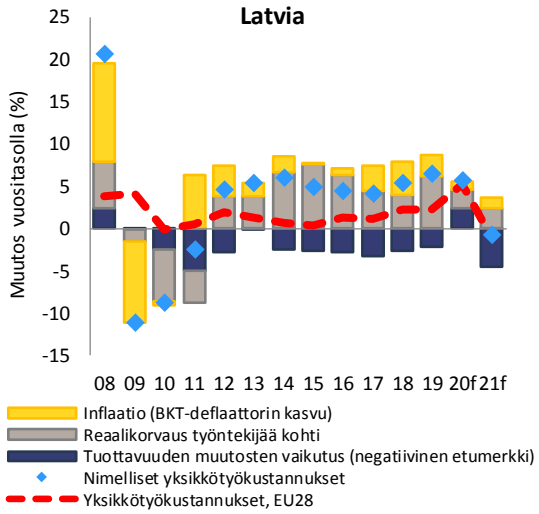
LATVIA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Latvialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa ja yksikkötyökustannusten kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,1 prosenttia vuonna 2019 ja –5,6 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4,9 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,3 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisia haavoittuvuustekijöitä** on edelleen, mutta tilanne on parantunut. Vaihtotase oli lievästi negatiivinen vuonna 2019, mutta ulkomainen nettovarallisuusasema jatkoi nopeaa kohenemista pääasiassa suorien ulkomaisten sijoitusten ja julkisen velan ansiosta. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan paranevan edelleen ja vaihtotaseen olevan ylijäämäinen.
- **Yksikkötyökustannukset** kasvoivat edelleen suhteellisen voimakkaasti vuonna 2019 palkkojen selvän nousun ansiosta. Palkkojen nousun ennustetaan kuitenkin rauhoittuvan vuonna 2020 covid-19-kriisin vaikutuksesta. Samaan aikaan reaalinen efektiivinen valuuttakurssi pysyi suurin piirtein muuttumattomana edellisen vuoden voimakkaan vahvistumisen jälkeen. Vientimarkkinaosuudet pienenivät ensimmäisen kerran neljään vuoteen.

Kuvio A14: ***Yksikkötyökustannusten erittely***



Lähde: komission yksiköt.

- **Yritysten ja kotitalouksien velat** olivat edelleen maltillisia, vaikka niiden ennustetaan lisääntyvän BKT:n supistuessa covid-19-kriisin myötä. Lainananto rahoitusalan ulkopuolisille yrityksille lisääntyi vuonna 2019, mutta sen ennustetaan heikkenevän huomattavasti vuonna 2020. **Asuntojen hintojen** nousu pysyi vuonna 2019 nopeana, juuri kynnysarvon alapuolella, mutta sen odotetaan hidastuvan covid-19-kriisin seurauksena.
- **Pankkiala** oli kriisin alkaessa taloudellisesti vakaa, ja sekä vakavaraisuus- että likviditeettisuhdeluvut ylittivät EU:n keskiarvon. Järjestämättömien lainojen osuus on edelleen pieni, mutta todennäköisesti kasvaa sen jälkeen, kun covid-19-kriisin johdosta toteutetut valtion tukitoimenpiteet lopetetaan asteittain. **Julkinen velka** väheni edelleen vuonna 2019 noin 37 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mutta sen ennustetaan kasvavan vuonna 2020 pandemiaan ja BKT:n supistumiseen liittyvien toimenpiteiden myötä.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Latvian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka työvoiman tarjontaan ja kustannuskilpailukykyyn liittyi joitakin vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä työmarkkinoihin ja palkkoihin liittyvät paineet vähenevät tilapäisesti. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

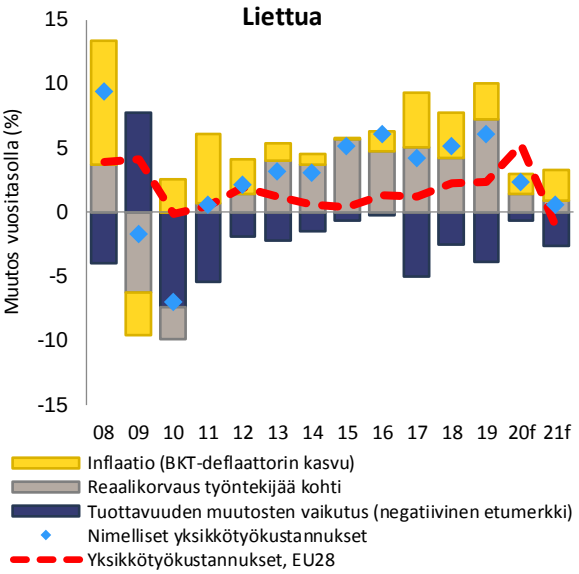
LIETTUA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Liettualla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksikkötyökustannusten kasvun indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 4,3 prosenttia vuonna 2019 ja –2,2 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 4,8 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen hallinnassa, sillä vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema olikin negatiivinen, se parani vähitellen vuoteen 2019 asti. Se muodostuu pääasiassa kertyneistä suorista ulkomaisista sijoituksista, ja sen ennustetaan paranevan edelleen vuosina 2020 ja 2021. Kuljetuspalvelujen viennin kasvu on parantanut kauppatasetta huomattavasti, minkä vuoksi vaihtotaseen ylijäämä kasvoi yli 3 prosenttiin vuonna 2019. Ylijäämän odotetaan pysyvän suurena vuosina 2020 ja 2021. Vientimarkkinaosuuksien kasvu on jatkunut vakaana.

Kuvio A15: ***Yksikkötyökustannusten erittely***



Lähde: komission yksiköt.

- **Nimelliset yksikkötyökustannukset** ovat kasvaneet nopeasti vuodesta 2016, mikä johtuu tiukoista työmarkkinoista ja joistakin sääntelyn muutoksista, kuten vähimmäispalkkojen ja julkisen sektorin palkkojen suhteellisen nopeasta noususta. Covid-19-pandemian odotetaan vaikuttavan kielteisesti yksityisen sektorin palkkoihin vuonna 2020 ja hidastavan nimellisten yksikkötyökustannusten kasvua.
- **Pankkiala** on erittäin kannattava, ja vakavaraisuussuhde on hieman euroalueen keskiarvoa parempi. Järjestämättömien lainojen osuus on ollut laskusuunnassa ja yleisestikin pieni. **Julkinen velka** väheni edelleen vuonna 2019, mutta sen ennustetaan kasvavan vuonna 2020 covid-19-kriisin vuoksi noin 47 prosenttiin suhteessa BKT:hen ja jatkavan kasvua vuonna 2021.
- Ennen covid-19-pandemiaa **työmarkkinakehitys** oli vahvaa ja työttömyysaste 6,3 prosenttia. Työttömyysasteen ennustetaan kuitenkin nousevan 8,9 prosenttiin vuonna 2020 ja laskevan taas vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Liettuan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka kustannuskilpailukyvyn kehitykseen liittyi joitakin vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä ulkoinen rahoitusasema on pysynyt vakaana, ja palkkapaineet ovat vähentyneet. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

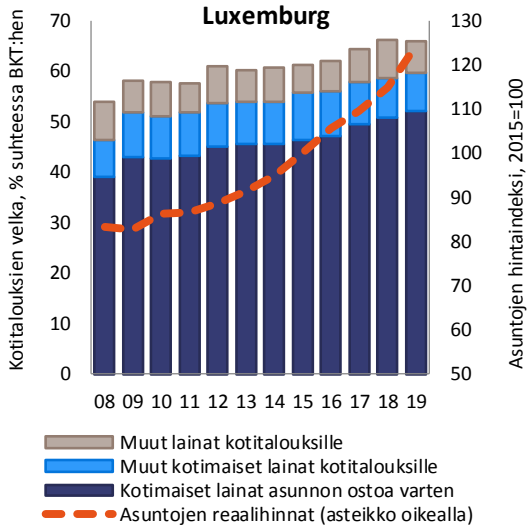
LUXEMBURG: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Luxemburgilla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksikkötyökustannusten kasvun, asuntojen hintojen nousun ja yksityisen sektorin velan indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,3 prosenttia vuonna 2019 ja –4,5 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,9 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,3 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiseen kestävyyteen liittyvät ongelmat ovat vähäisiä**. Vaihtotaseen ylijäämä on vakaa ja ulkomainen nettovarallisuusasema selvästi positiivinen. **Yksikkötyökustannukset** kasvoivat edelleen melko nopeasti vuonna 2019, ja työmarkkinat olivat kireät. Vuonna 2020 yksikkötyökustannusten kasvun odotetaan olevan hillittyä ja palkkakehityksen maltillista covid-19-kriisin vuoksi.
- **Yksityisen sektorin velka suhteessa BKT:hen** on erittäin suuri, 319 prosenttia. Se johtuu pääasiassa **yritysten suuresta velasta**, joka oli yli 250 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Suuri luku kuvastaa pääasiassa Luxemburgin roolia maailmanlaajuisena rahoituskeskuksena ja on osoitus rajat ylittävästä konsernin sisäisestä luotonannosta. **Kotitalouksien velka** vakiintui 66 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019, ja se alittaa selvästi sekä perustekijöihin perustuvat että varovaisuuskynnysarvot. Se on kuitenkin korkeampi, jos sitä verrataan käytettävissä oleviin tuloihin. Asuntolainat lisääntyivät 8 prosenttia vuonna 2019. Puolet asuntolainoista oli vaihtuvakorkoisia, vaikka tämä osuus pienentyykin nopeasti. Kotitalouksien velan suhteessa BKT:hen odotetaan kasvavan vuonna 2020 varsinkin BKT:n supistumisen vuoksi.

Kuvio A16: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Asuntojen hinnat** nousivat edelleen selvästi vuonna 2019, ja markkinoilla on merkkejä yliarvostuksesta. Asuntojen hintojen nousun ei ennusteta hidastuvan voimakkaasti vuosina 2020 ja 2021. Tarjontapuolella asuntorakentaminen väheni vuonna 2019. Tämä pahensi kysynnän ja tarjonnan välistä epäsuhtaa, joka nostaa asuntojen hintoja.
- **Pankkiala** on hyvin pääomitettu ja likvidi, ja se on pysynyt kannattavana, joskin kannattavuus on alle euroalueen keskiarvon. Järjestämättömien lainojen osuus on hyvin pieni. Asuntojen hintojen kehitys, joka on kytköksissä pankkien asuntoluottoriskeihin ja kotitalouksien suureen velkaantuneisuuteen, edellyttää kuitenkin jatkuvaa seurantaa. **Julkinen velka** on pieni. Sen odotetaan kasvavan noin 25 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Luxemburgin makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka asuntojen nouseviin hintoihin ja kotitalouksien velkaan liittyi joitakin riskejä. Covid-19-kriisin myötä hinta- ja kustannuspaineet vähenevät tilapäisesti. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

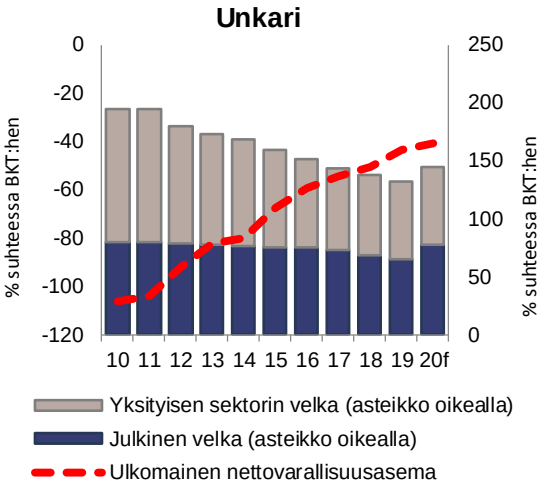
UNKARI: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Unkarilla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, asuntojen hintojen nousua, julkista velkaa ja rahoitusvelan kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 4,6 prosenttia vuonna 2019 ja –6,4 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 6,2 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisia haavoittuvuustekijöitä** on edelleen, vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema on parantunut jatkuvasti: se oli –44 prosenttia vuonna 2019, mikä ylittää perustekijöihin perustuvan vertailuarvon. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan paranevan edelleen vuosina 2020 ja 2021. Viralliset varannot olivat vuoden 2020 alussa lähellä varovaisuuskynnysarvon vähimmäistasoa. Vaihtotase kääntyi lievästi alijäämäiseksi vuonna 2019, ja sen odotetaan pysyvän lievästi negatiivisena vuoteen 2022 asti. Vientimarkkinaosuuksien kasvu nopeutui heikentyvästä kustannuskilpailukyvystä huolimatta. Forintin arvo heikkeni vuonna 2020 huomattavasti, mikä vaikuttaa kilpailukykyyn myönteisesti, mutta osoittaa myös haavoittuvuutta suhteessa maailmanlaajuisten rahoitusmarkkinoiden mielialaan.

Kuvio A17: ***Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka***



Lähde: Eurostat

- **Asuntojen hinnat** nousivat ja luotonanto kasvoi voimakkaasti vuonna 2019, ja esiin nousi yliarvostukseen liittyviä kysymyksiä. Covid-19-kriisin odotetaan korjaavan hintoja jossain määrin.
- **Julkinen velka** oli laskusuunnassa vuonna 2019 ja supistui noin 65 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Sen odotetaan kasvavan vuonna 2020 lähes 13 prosenttiyksikköä, mikä kuvastaa taantuman syvyyttä ja covid-19-kriisin johdosta toteutettuja hallituksen tukitoimenpiteitä. Bruttomääräiset rahoitustarpeet ovat erityisen merkittävät suuren velan ja suhteellisen lyhyen keston vuoksi. Lisäksi sekä julkiseen että yritysten velkaan liittyy valuuttariski. Samaan aikaan talouden avoimuus tekee kotimaantulosta ja julkisen talouden rahoitusasemasta herkkiä valuuttamuutoksille. Tietty ulkomaan valuutan määräisen velan taso voi auttaa suojautumaan tältä riskiltä.
- **Pankkiala** on erittäin kannattava, mutta ydinpääoman (T1) osuus on pienempi kuin useimmissa muissa EU-maissa. Lainanottajille myönnetty kattava maksulykkäys suojaa pankkeja väliaikaisesti mahdollisilta maksuhäiriöiltä. Järjestämättömien lainojen osuus on kuitenkin edelleen suhteellisen suuri, 4,3 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, ja se voi kasvaa edelleen lykkäyksen päätyttyä. Liikepankeilla on huomattava osuus julkisesta velasta, noin 20 prosenttia suhteessa BKT:hen.

Talouden analyysissä esiin tulevat yleisesti kustannuspaineet, vientirakenne, julkinen velka ja asuntomarkkinat. Covid-19-kriisin myötä kustannuspaineisiin liittyvät ongelmat helpottanevat jatkossa, mutta riskit, jotka liittyvät valtion rahoitustarpeiden ja ulkoisen rahoituksen väliseen vuorovaikutukseen, vaikuttavat lisääntyneen. Varantoepätasapainojen koko ei kuitenkaan vaikuta

erityisen suurelta. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

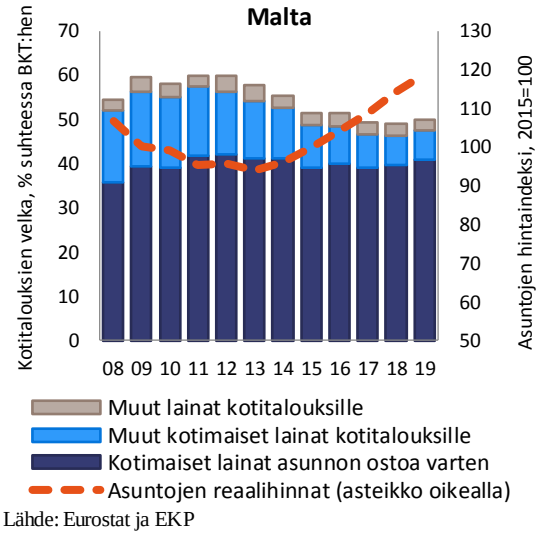
MALTA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Maltalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksikään indikaattori ei ylitä ohjeellista kynnysarvoa.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 4,9 prosenttia vuonna 2019 ja –7,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 2,6 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen** ylijäämä on suurehko, mutta sen odotetaan supistuvan lähelle tasapainoa viimeistään vuonna 2021 osittain matkailualan heikon tilanteen vuoksi. Vahva positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema on osoitus Maltan asemasta kansainvälisenä rahoituskeskuksena. Yksikkötyökustannukset ovat viime vuosina kasvaneet suhteellisen nopeasti.
- **Yksityisen sektorin velka** kasvoi hieman ja lähestyi tulostaulun kynnysarvoa vuonna 2019. Tämä johtui luotonannon voimakkaasta kasvusta, joka piti investoinnit asuntorakentamiseen suurina. Rakennusalan suuntausten odotetaan jatkuvan, sillä niitä tukee kiinteistöjen varainsiirtoverojen väliaikainen alentaminen vuosina 2020 ja 2021. Suotuisat työmarkkinaolosuhteet ja alhainen korkotaso lisäsivät kotitalouksien velkaantumista, mikä edellyttää seurantaa. **Asuntojen hintojen** nousu jatkui yhä vuonna 2019, ja joitakin merkkejä yliarvostuksesta oli havaittavissa. Asuntojen hintojen nousun ennustetaan tasaantuvan väliaikaisesti vuonna 2020 covid-19-kriisin vuoksi.

Kuvio A18: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Julkinen velka** supistui vuoteen 2019 asti, ja sen odotetaan kasvavan covid-19-pandemian seurauksena 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Pankkialalla velat vähenivät vuonna 2019 ja järjestämättömien lainojen osuus pysyi vakaana. Maksukyvyttömyyskehyksen meneillään olevan uudelleentarkastelun odotetaan vahvistavan alan häiriönsietokykyä. Pankkien sijoitussalkkujen lisääntyvä keskittyminen kiinteistöalalle edellyttää kuitenkin tiivistä seurantaa.
- **Työttömyysaste** laski vuonna 2019, ja työvoimaosuus jatkoi kasvua. Työttömyysasteen ennustetaan kuitenkin nousevan covid-19-kriisin myötä.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Maltan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka ylijäämäiseen vaihtotaseeseen ja suhteellisen dynaamiseen asuntojen hintojen nousuun liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä kotimaiset paineet ovat jonkin verran helpottaneet ja ulkoinen rahoitusasema on pysynyt vakaana. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

ALANKOMAAT: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Alankomailla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti yksityisen sektorin velan suureen määrään ja suureen vaihtotaseen ylijäämään. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa vaihtotaseen ylijäämää ja yksityisen sektorin velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

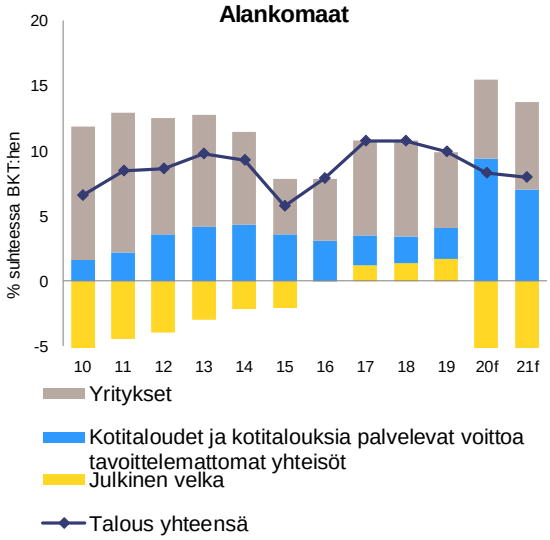
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti investointeihin, kotitalouksien tuloihin, eläkkeisiin, yksityisen sektorin velkaantuneisuuteen ja asuntomarkkinoihin. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät eläkejärjestelmään, asuntoinvestointeihin, kotitalouksien velanoton suosimisen vähentämiseen ja Invest-NL-laitoksen perustamiseen.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,7 prosenttia vuonna 2019 ja –5,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 2,2 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,1 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** oli 10,8 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2018 ja supistui 9,9 prosenttiin vuonna 2019. Sen odotetaan supistuvan edelleen maltillisesti vuonna 2020. Covid-19-kriisin myötä julkinen sektori on siirtynyt voimakkaasti negatiiviseen nettosäästöasemaan, mutta tämä kompensoituu todennäköisesti suurelta osin kotitalouksien ja yritysten säästöylijäämän kasvulla. Kaiken kaikkiaan vaihtotaseen ylijäämän odotetaan pysyvän korkeana, selvästi yli perusviitearvon.

Kuvio A19: ***Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain***



Lähde: Ameco

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus**, joka oli vuonna 2019 noin 230 prosenttia suhteessa BKT:hen, oli laskusuunnassa ennen covid-19-kriisiä. **Yritysten velka** johtuu pääasiassa monikansallisten yritysten konsernin sisäisistä lainoista. **Kotitalouksien velka**, joka oli 100 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019, liittyy pääasiassa asuntolainojen suotuisaan verokohteluun ja siihen, etteivät vuokramarkkinat toimi tyydyttävästi. Kotitalouksien velkasuhteen odotetaan kasvavan jälleen vuodesta 2020. Lisääntyvä työttömyys voi heikentää kotitalouksien takaisinmaksukykyä tulevaisuudessa. **Asuntojen hinnat** nousivat 4,8 prosenttia vuonna 2019, ja markkinoilla on merkkejä yliarvostuksesta.
- **Pankkijärjestelmä** on hyvin pääomitettu, järjestämättömien lainojen osuus on pieni, ja järjestelmä on kannattava. **Julkisen velan** ennustetaan kasvavan noin 64 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020. Se saattaa kasvaa edelleen seuraavina vuosina.
- **Työmarkkinat** olivat historiallisen tiukat ennen kriisiä. Työmarkkinatilanteen kuitenkin odotetaan heikkenevän huomattavasti kriisin seurauksena, mikä vaikuttaa erityisesti heikossa työmarkkina-asemassa oleviin ihmisiin.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Alankomailla oli pitkään jatkunut kotimainen suuri säästöylijäämä ja korkea yksityisen sektorin velkaantumisaste. Kriisin seurauksena säästöylijäämän odotetaan supistuvan jonkin

verran, mutta pysyvän korkeana, kun taas yksityisen sektorin velkasuhteen odotetaan kasvavan. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

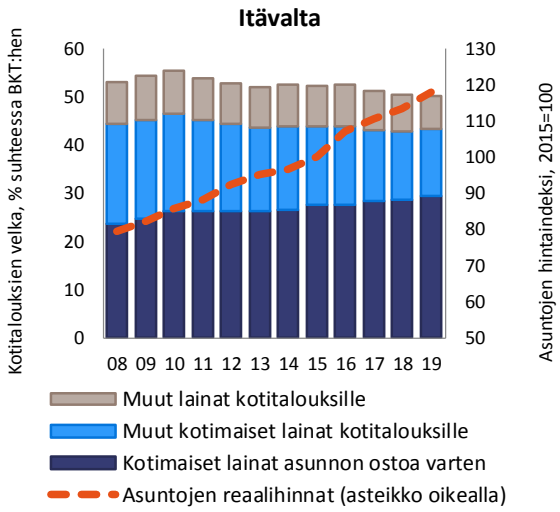
ITÄVALTA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Itävallalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, julkista velkaa kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,4 prosenttia vuonna 2019 ja –7,1 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4,1 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,6 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen hallinnassa. Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi kohti 3:a prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019, mutta sen ennustetaan supistuvan jonkin verran vuonna 2020. Yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui maltillisesti vuonna 2019, mutta pysyi suhteellisen hyvin hallinnassa. Palkkamaltin ennustetaan olevan rajallista vuonna 2020 myös siksi, että tärkeitä talouden aloja koskevat palkkaneuvottelut käytiin ennen kriisin alkamista.
- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** jatkoi vähenemistään, sillä kotitalouksien velkasuhde pysyi vakaana ja finanssialan ulkopuoliset yritykset purkivat velkavipua maltillisesti vuonna 2019. Molempien odotetaan kuitenkin kasvavan vuonna 2020, mikä johtuu pääasiassa covid-19-kriisin aiheuttamasta BKT:n laskusta. Tämän suuntauksen ennustetaan kääntyvän osittain vuonna 2021 talouden oletetun elpymisen ansiosta.

Kuvio A20: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Asuntojen reaalihinnat** jatkoivat nousuaan. Nousu nopeutui jälleen jonkin verran vuonna 2019, ja yliarvostuksesta oli havaittavissa yhä enemmän merkkejä. Hintojen odotetaan kuitenkin korjautuvan jonkin verran vuonna 2021. Vaikka tämä edellyttää seurantaa, hintojen nousu ei näytä perustuvan luotonantoon.
- **Pankkialalla** on kaiken kaikkiaan hyvät mahdollisuudet helpottaa osaltaan kriisin vaikutusta. Järjestämättömien lainojen osuus väheni vuonna 2019 edelleen hieman yli 2 prosenttiin. Myös **julkisen velan** supistuminen jatkui vahvan talouskasvun ja kansallistettujen rahoituslaitosten omaisuuserien käynnissä olevan purkamisen seurauksena. Kriisin vuoksi sen odotetaan kuitenkin kasvavan noin 84 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, mikä on lähes 14 prosenttiyksikköä enemmän kuin vuonna 2019.
- Parantuneet makrotalouden olosuhteet ovat osaltaan parantaneet **työmarkkinoita** edelleen, vaikka työttömyyden ennustetaan lisääntyvän vuonna 2020 kriisin seurauksena.

Kun covid-19 kriisi alkoi, Itävallan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka asuntomarkkinoihin liittyi joitakin haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä asuntojen hintojen nousu hidastuu ja julkinen velka kasvaa. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

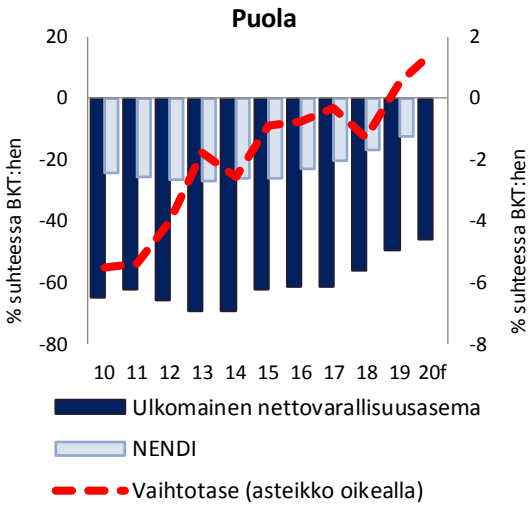
PUOLA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Puolalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa ja asuntojen hintojen nousua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 4,5 prosenttia vuonna 2019 ja –3,6 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 5 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** ovat edelleen hallinnassa, sillä vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema onkin negatiivinen, se parani vähitellen vuoteen 2019 asti. Lisäksi se koostuu pääasiassa kertyneistä suorista ulkomaisista sijoituksista, joista huomattava osa on peräisin uudelleensijoitetuista voitoista. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan paranevan hieman, 49 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020, ja jatkavan paranemista vuonna 2021, joskin hitaammin. Vaihtotase kääntyi positiiviseksi vuonna 2019, ja ylijäämiä odotetaan myös vuosina 2020 ja 2021.

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



Lähde: komission yksiköt.

- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** väheni vuonna 2019 ja on edelleen alle varovaisuuskynnysarvojen. Sen odotetaan pysyvän vakaana vuonna 2020.
- **Asuntojen hintojen** nousu nopeutui vuonna 2019, samoin asuntolainojen kasvu. Asuntojen hinnat nousivat vuonna 2019 lähes 7 prosenttia, mutta nousun odotetaan hidastuvan vuosina 2020 ja 2021. Riskit ovat edelleen hallinnassa, eikä yliarvostuksesta ole juurikaan merkkejä.
- **Pankkialalla** on yleisesti hyvät mahdollisuudet helpottaa osaltaan kriisin vaikutusta. Lisäksi järjestämättömien lainojen osuus väheni vuonna 2019 edelleen suhteellisen korkealle tasolle, noin 6 prosenttiin. Osuus saattaa jatkossa kasvaa covid-19-kriisin seurauksena. **Julkinen velka** väheni edelleen vuonna 2019, mutta vuonna 2020 sen ennustetaan kasvavan 11 prosenttiyksikköä lähes 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen pandemian johdosta toteutettujen toimenpiteiden ja BKT:n supistumisen vuoksi.
- Suotuisa makrotalouden kehitys koko vuoden 2019 ajan edisti **työmarkkinoiden** kohenemista, ja työttömyys oli ennätyksellisen alhaisella tasolla. Covid-19-kriisi johtaa kuitenkin todennäköisesti työttömyyden kasvuun vuosina 2020 ja 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Puolan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka negatiiviseen ulkomaiseen nettovarallisuusasemaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä ulkoinen rahoitusasema on pysynyt vakaana. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

PORTUGALI: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Portugalilla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti suureen ulkomaiseen nettovelkaan, yksityiseen ja julkiseen velkaan sekä järjestämättömien lainojen suureen osuuteen tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu on vähäistä. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, asuntojen hintojen nousua, yksityisen sektorin velkaa ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

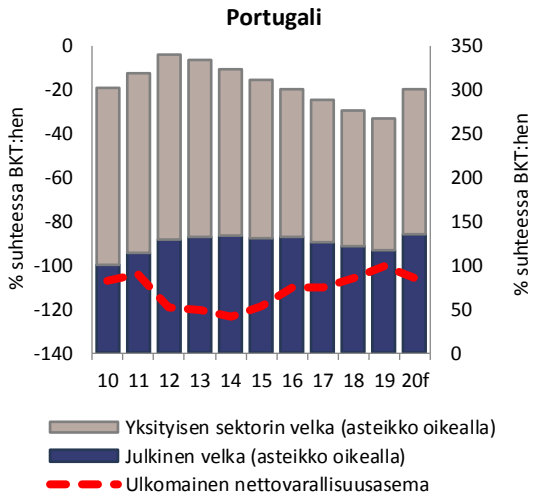
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti julkisen talouden rakenteeseen, liiketoimintaympäristöön ja järjestämättömiin lainoihin. Pandemiasta johtuvien aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät koulutukseen ja osaamiseen, digitalisaatioon ja hallinto-oikeuteen.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,2 prosenttia vuonna 2019 ja –9,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,4 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,1 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** on edelleen haavoittuvaa, koska maanulkomainen nettovelka on suuri ja covid-19-pandemialla on kielteinen vaikutus matkailuun muista maista. Vaihtotase oli pitkälti tasapainossa vuonna 2019, mutta heikkenee hieman vuonna 2020. Negatiivisen ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan kasvavan vuonna 2020, joskin suhteellisen hitaasti.
- **Yksityisen sektorin velan** laskusuuntaus jatkui. Velka suhteessa BKT:hen oli miltei 150 prosenttia vuonna 2019, mutta sen odotetaan kasvavan jälleen covid-19-kriisin myötä. **Yrityssektorilla** on suuria likviditeettipaineita ja käyttöön on otettu luottotakuujärjestelmiä. Vaikka järjestämättömät lainat ovat vähentyneet jatkuvasti, niiden osuus covid-19-kriisin alkaessa oli suhteellisen suuri, ja konkurssiriski todennäköisesti kasvaa, kun lainojen takaisinmaksun lykkäys päättyy. **Kotitalouksien velka** suhteessa BKT:hen oli jo ennestään suuri, ja sen odotetaan kasvavan vuonna 2020 BKT:n supistuessa. Samalla kotitalouksien säästämisaste kasvaa merkittävästi.

Kuvio A22: ***Ulkomainen nettovarallisuusasema, yksityinen velka ja julkinen velka***



Lähde: Eurostat

- **Asuntojen reaalihintojen nousu** on ylittänyt ohjeellisen kynnysarvon neljänä vuonna peräkkäin vuoteen 2019 asti, mikä osoittaa yhä selvempiä merkkejä yliarvostuksesta. Kasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan merkittävästi vuosina 2020 ja 2021 kysynnän vähentyessä markkinoilla ja asuntorakentamisen volyymien kasvaessa.
- **Julkinen velka** on suuri. Se oli tasaisesta supistumisesta huolimatta 117 prosenttia suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Vuodeksi 2020 ennustetaan kuitenkin 18 prosenttiyksikön kasvua, kun otetaan huomioon pandemian johdosta toteutetut toimenpiteet ja BKT:n supistuminen.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Portugalilla oli suuriin velan määriin liittyviä haavoittuvuustekijöitä tilanteessa, jossa tuottavuuden kasvu oli vähäistä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet

kaikilla sektoreilla. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

ROMANIA: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Romanian makrotaloudessa oli epätasapainoja erityisesti kustannuskilpailukyvyn ja ulkoisen rahoitusaseman heikkenemisen sekä vaihtotaseen alijäämän kasvun vuoksi tilanteessa, jossa finanssipolitiikka on elvyttävää ja liiketoimintaympäristö ennakoimaton. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, vaihtotaseen alijäämää, ulkomaista nettovarallisuusasemaa ja yksikkötyökustannusten kasvua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

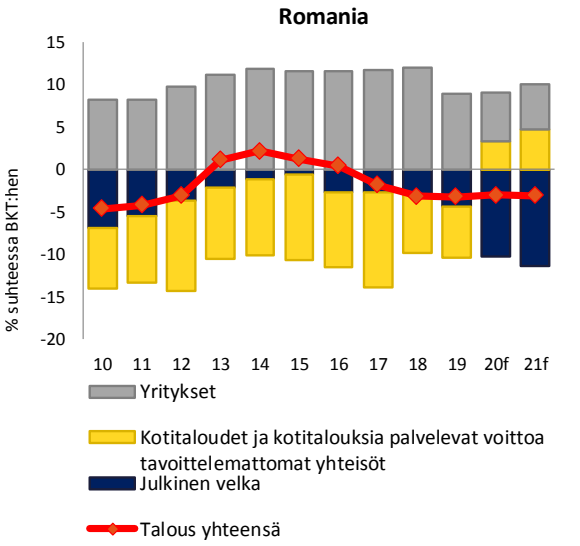
Vuosina 2019 ja 2020 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti finanssipolitiikkaan, rahoitusvakauteen, kustannuskilpailukykyyn ja liiketoimintaympäristöön. Pandemian torjumiseen tähtäävien aiheellisten toimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät pääasiassa pankkialaan ja vähemmässä määrin vähimmäispalkan muodostusmekanismiin.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 4,2 prosenttia vuonna 2019 ja –5,2 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 3,6 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen kestävyys** on edelleen haavoittuvuustekijä. Negatiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema ei kohentunut enää vuonna 2019, vaan vakiintui noin –44 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan pysyvän suurin piirtein tällä tasolla vuonna 2020. Vaihtotaseen alijäämä heikkeni miltei 5 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019, ja sen ennustetaan pysyvän suurena vuosina 2020 ja 2021.

Kuvio A23: ***Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain***



Lähde: Ameco

- Nimellisten **yksikkötyökustannusten** kasvu pysyi suurena vuonna 2019 kireillä työmarkkinoilla. Covid-19-kriisistä johtuva maltillinen palkkakehitys todennäköisesti vähentää kustannuskilpailukykyyn kohdistuvia paineita, vaikka työvoiman hamstraus johti yksikkötyökustannusten kasvuun entisestään vuonna 2020.
- **Julkisen velan** ennustetaan kasvavan suhteessa BKT:hen yli 11 prosenttiyksikköä vuonna 2020, noin 47 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä johtuu kriisin vaikutuksista mutta myös aiemmin vahvistetuista juoksevien menojen pysyvistä lisäyksistä. Julkisen velan odotetaan kasvavan edelleen selvästi vuonna 2021. Lisäksi suhteellisen suuri osa velasta on ulkomaan valuutan määräistä ja sen vuoksi alttiina valuuttakurssiriskeille. Politiikan ennakoimattomuus oli edelleen ongelmallista vuosina 2019 ja 2020. Se liittyi erityisesti julkisen talouden kestävyyteen vaikuttavaan lainsäädäntöön.
- Vaikka **pankkialan** kannattavuus on huomattavasti EU:n keskiarvon yläpuolella, se on heikentynyt vuodesta 2019. Järjestämättömien lainojen osuus laski vuoden 2020 alussa alle 4 prosenttiin, ja sen odotetaan pysyvän maltillisena vuonna 2020, mutta se saattaa kasvaa covid-19-kriisin vuoksi. Yksityisen sektorin velka pysyi vähäisenä, mutta sen ennustetaan kasvavan maltillisesti vuonna 2020.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Romanialla oli ulkomaanvelkaan ja julkiseen velkaan, kustannuskilpailukykyyn ja ennakoimattomaan liiketoimintaympäristöön liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteet ovat kasvaneet selvästi ja julkisen talouden rahoitusasema on heikentynyt. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

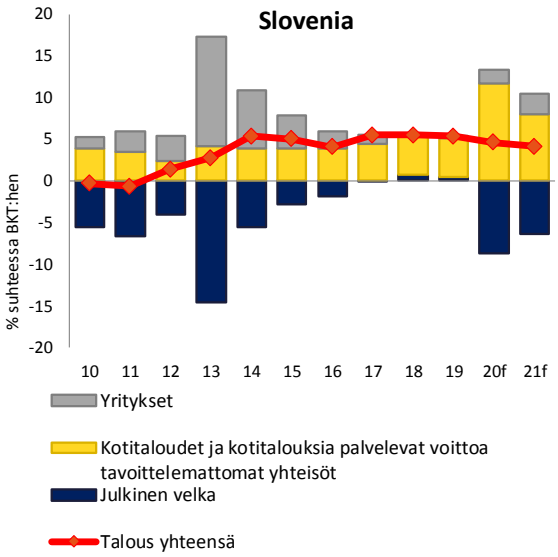
SLOVENIA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovenialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, julkista velkaa kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 3,2 prosenttia vuonna 2019 ja –7,1 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 5,1 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,3 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Vaihtotaseen ylijäämä** oli vuonna 2019 edelleen suuri, lähes 6 prosenttia suhteessa BKT:hen. Ylijäämä on osoitus kotitalouksien suurista säästöistä. Sen odotetaan supistuvan asteittain vuosina 2020 ja 2021. Vuonna 2019 investoinnit pysyivät suurin piirtein edeltävän vuoden tasolla ja ovat edelleen vähäiset verrattuna historiallisiin keskiarvoihin. Ulkomainen nettovarallisuusasema on kohtalaisen negatiivinen. Yksikkötyökustannusten kasvu nopeutui vuonna 2019.
- **Julkinen velka** väheni edelleen vuonna 2019 noin 66 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mutta sen odotetaan kasvavan noin 82 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020 kriisitoimenpiteiden ja talouden laskusuhdanteen seurauksena. Lisäksi ennustetut ikääntymisestä johtuvat kustannukset aiheuttavat edelleen paineita julkisen talouden kestävyydelle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Kuvio A24: ***Nettoluotonanto/nettoluotonotto sektoreittain***



Lähde: Ameco

- **Yksityisen sektorin velka** väheni edelleen vuonna 2019, kun taas luotonanto yksityiselle sektorille pysyi positiivisena. **Asuntojen hintojen nousu** hidastui vuonna 2019 kynnysarvon alapuolelle, ja sen odotetaan hidastuvan vuosina 2020 ja 2021 entisestään covid-19-kriisin vuoksi. **Pankkialan** tilanne oli kriisin alkaessa suhteellisen vahva, sillä järjestämättömiä lainoja oli vähän ja velkaantuneisuus vähäistä, minkä odotetaan rajoittavan kriisin vaikutusta alaan.
- **Työmarkkinat** kohentuivat edelleen vuonna 2019. Työvoimaosuus oli ennätyksellisen korkea ja työttömyysaste hyvin alhainen. Tilanteen odotetaan heikkenevän vuonna 2020.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Slovenian rahoitusasema oli vahva eikä sillä ollut makrotalouden epätasapainoja, vaikka julkisen talouden kestävyyteen ja asuntojen hintojen kehitykseen näytti liittyvän vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä julkisen velan odotetaan kasvavan, mutta vaihtotaseen vahvan ylijäämän ennakoidaan pysyvän ennallaan. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

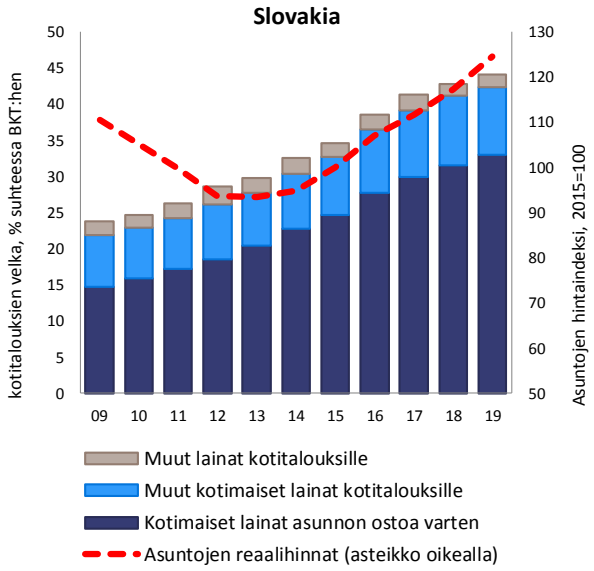
SLOVAKIA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Slovakialla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, ulkomaista nettovarallisuusasemaa, yksikkötyökustannuksia ja asuntojen hintojen nousua kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 2,3 prosenttia vuonna 2019 ja –7,5 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 4,7 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 0,6 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisiin haavoittuvuustekijöihin** liittyy edelleen ongelmia parannuksista huolimatta. Vienti keskittyy edelleen voimakkaasti ja integroituminen globaaleihin arvoketjuihin on vahvaa. Vaikka ulkomainen nettovarallisuusasema oli vuonna 2019 erittäin negatiivinen, –66 prosenttia, se parani vuoden aikana. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan heikkenevän vuosina 2020 ja 2021. Riskit ovat vähäisiä, koska suuri osa ulkomaisista veloista liittyy suoriin ulkomaisiin sijoituksiin. Vaihtotaseen alijäämä kasvoi vuonna 2019, ja sen kasvun ennustetaan jatkuvan edelleen vuonna 2020.

Kuvio A25: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- **Kustannuskilpailukyvyn** kehitykseen on syytä kiinnittää huomiota, sillä yksikkötyökustannukset ovat kasvaneet jatkuvasti vuodesta 2017, mikä johtuu palkkojen voimakkaasta noususta työmarkkinoiden kiristyessä ja laajemmasta lähentymiskehityksestä kohti EU:n keskiarvoa. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat vahvistuneet hieman vuosien mittaan. Kustannuskilpailukykyyn kohdistuvat paineet voivat helpottaa vuosina 2020 ja 2021 covid-19-kriisin ja palkkojen kasvun hiipumisen myötä.
- **Yksityisen sektorin velkaantuneisuus** ja erityisesti kotitalouksien velkaantuneisuus on lisääntynyt useiden vuosien ajan, mutta kasvuvauhti on hidastumassa. Kotitalouksien velka on edelleen alle varovaisuuskynnysarvon, mutta ylittää perusviitearvon ja on suuri verrattuna alueen muihin EU-maihin.
- **Asuntojen hinnat** ovat nousseet nopeasti, yli 6 prosenttia vuonna 2019. Asuntomarkkinoilla on jonkin verran merkkejä yliarvostuksesta, mikä lisää osaltaan kotitalouksien velkaantuneisuutta. Asuntojen hintojen kasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan vuosina 2020 ja 2021. Tätä tukevat myös keskuspankin toteuttamat makrotason vakauden valvontatoimenpiteet ja reaalitulojen lasku vuonna 2020.
- **Pankkiala** on hyvin pääomitettu, ja sen kannattavuus on lähellä euroalueen keskiarvoa. Järjestämättömien lainojen osuus on pienentynyt huomattavasti viime vuosina ja on alle EU:n keskiarvon, mutta vaikeudet lainanhoidossa voivat lisääntyä kriisin vuoksi. Kriisin vaikutuksesta julkisen talouden velkasuhde kasvaa huomattavasti vuonna 2020, yli 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Slovakian makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka ulkoiseen kestävyyteen, kotimaisiin hintapaineisiin ja riippuvuuteen autoteollisuudesta liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä kotimaiset hintapaineet ovat helpottaneet, kun taas ulkoinen rahoitusasema on hieman heikentynyt. Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

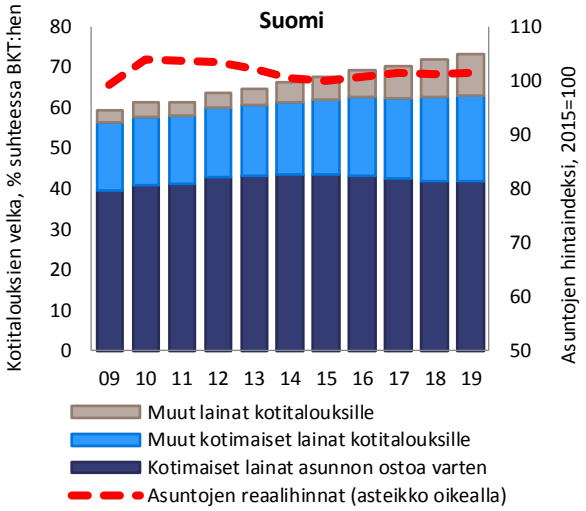
SUOMI: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Suomella ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksityisen sektorin velkaa kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,1 prosenttia vuonna 2019 ja –4,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 2,9 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 1,7 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoisella puolella** vaihtotaseen alijäämä supistui, kun taas ulkomainen nettovarallisuusasema kääntyi positiiviseksi. Vaihtotaseen alijäämän odotetaan kuitenkin kasvavan vuonna 2020 ulkoisen kysynnän supistuessa. Vientimarkkinaosuudet elpyivät jo neljättä vuotta peräkkäin, mikä kompensoi edelleen aikaisempia tappioita. Yksikkötyökustannukset kasvoivat, mutta reaalinen efektiivinen valuuttakurssi heikkeni, mikä lievensi kustannuskilpailukykyyn liittyviä riskejä.

Kuvio A26: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- Sekä **finanssialan ulkopuolisten yritysten** että **kotitalouksien** velka suhteessa BKT:hen pysyi suurena ja velkasuhde kasvoi hieman, finanssialan ulkopuolisten yritysten kohdalla 82 prosenttiin ja kotitalouksien kohdalla 66 prosenttiin. Suotuisat luottoehdot ja alhainen korkotaso vauhdittivat luotonannon kasvua vuonna 2019. Vaikka kotitalouksien velka ylittää perustekijöihin perustuvat ja varovaisuuskynnysarvot, velanhoitokulut ovat hyvin vähäiset. Miltei kaikki uudet asuntolainat ovat kuitenkin vaihtuvakorkoisia. Velkaantumisasteen odotetaan kasvavan edelleen vuonna 2020, kun otetaan huomioon covid-19-pandemiaan liittyvät toimenpiteet ja BKT:n supistuminen.
- **Rahoitusala** on edelleen hyvin pääomitettu ja rahoitusvakauteen kohdistuvat riskit vähäisiä huolimatta merkittävästä rajat ylittävästä toiminnasta erityisesti muiden Pohjoismaiden kanssa. Tämä johtuu suhteellisen laajasta turvautumisesta tukkurahoitukseen ja siitä, että suuren alueellisen pankin pääkonttori siirrettiin Suomeen. Kriisi saattaa johtaa järjestämättömien lainojen osuuden kasvuun, mutta osuuden odotetaan pysyvän hyvin pienenä.
- **Julkinen** velka laski vuonna 2019 kauemmas kynnysarvosta, koska BKT:n kasvu oli edelleen nopeampaa kuin velan kasvu. Julkisen velan ennustetaan kuitenkin kasvavan yli 10 prosenttiyksikköä vuonna 2020 noin 70 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä on osoitus taantuman syvyydestä ja hallituksen finanssipoliittisista toimista kriisin ratkaisemiseksi. Julkisen velan ennustetaan kasvavan maltillisesti vuonna 2021.
- **Työmarkkinatulokset** paranivat edelleen vuonna 2019, ja sekä työttömyys että pitkäaikaistyöttömyys vähenivät. Työttömyysasteen ennustetaan nykytilanteessa kasvavan 7,9 prosenttiin vuonna 2020 ja pienenevän hieman vuonna 2021.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Suomella oli yksityisen sektorin velkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä yksityisen sektorin velkasuhde kasvaa, mutta riskit ovat edelleen vähäisiä.

Yleisesti ottaen komissio ei tässä vaiheessa katso tarpeelliseksi ryhtyä perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

RUOTSI: Komissio päätteli helmikuussa 2020, että Ruotsilla oli makrotalouden epätasapainoja, jotka liittyivät erityisesti asuntojen hintojen yliarvostukseen yhdistettynä kotitalouksien velan jatkuvaan lisääntymiseen. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksityisen sektorin velkaa kuvaava indikaattori ylittää ohjeellisen kynnysarvon.

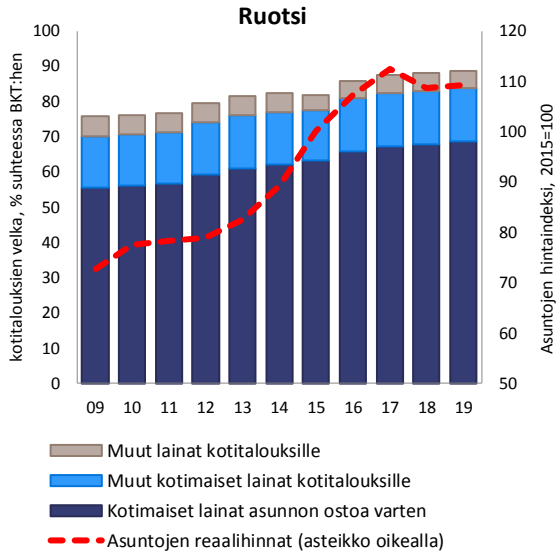
Vuonna 2019 annetut, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn kannalta merkitykselliset maakohtaiset suositukset liittyvät pitkälti asuntomarkkinoiden toimintaan ja yksityisen sektorin velkaantuneisuuteen. Pandemian johdosta toteutettujen aiheellisten politiikkatoimien lisäksi vuonna 2020 toteutetut toimenpiteet epätasapainon korjaamiseksi liittyvät vuokra-asuntomarkkinoihin.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,3 prosenttia vuonna 2019 ja –3,4 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 2,8 prosenttia suurempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoinen rahoitusasema** on edelleen vakaa. Vaihtotaseen ylijäämä kasvoi vuonna 2019 yli 4 prosenttiin suhteessa BKT:hen, kun taas jo ennestään positiivinen ulkomainen nettovarallisuusasema kasvoi huomattavasti. Vaihtotaseen ylijäämän odotetaan pysyvän vastaavalla tasolla vuonna 2020.
- Vuonna 2019 **yksityisen sektorin** konsolidoitu **velka** kasvoi ennätyksellisen suureksi, 204 prosenttiin suhteessa BKT:hen, ja sekä rahoitusalan ulkopuolisten yritysten että kotitalouksien velka ylitti varovaisuuskynnysarvot. **Kotitalouksien velka** oli korkeimmillaan 89 prosenttia suhteessa BKT:hen. Asuntolainat kotitalouksille lisääntyivät edelleen vuoden 2020 alkupuoliskolla huolimatta talouden toimeliaisuuden voimakkaasta supistumisesta. Lisääntyvä työttömyys voi heikentää kotitalouksien takaisinmaksukykyä tulevaisuudessa.

Kuvio A27: ***Kotitalouksien velka ja asuntojen hintaindeksi***



Lähde: Eurostat ja EKP

- Vuoden 2017 lopussa koetun laskun jälkeen **asuntojen hinnat** alkoivat jälleen nousta vuodesta 2018 alkaen, eikä edes covid-19-kriisi juurikaan muuttanut tätä suuntausta. Asuntojen hinnat ovat edelleen yleisesti ottaen korkeat, ja yliarvostus aiheuttaa riskejä. Omistusasumisen suotuisa verokohtelu, asuntolainojen hyvin alhaiset korot ja asuntolainamarkkinoiden erityispiirteet sekä tarjontapuolen rajoitukset nostavat asuntojen hintoja ja kasvattavat kotitalouksien velkaantuneisuutta.
- **Julkisen talouden velkasuhteen** odotetaan siis vuonna 2020 kasvavan huomattavasti ennen kuin se vakiintuu vuonna 2021 edelleen selvästi alle kynnysarvon, joka on 60 prosenttia suhteessa BKT:hen. **Rahoitusala** oli kriisin alkaessa terveellä pohjalla ja hyötyi erityisesti rahaviranomaisten etupainotteisista tukitoimenpiteistä. Makrotason vakavaraisuussääntelyä on kriisin vuoksi kevennetty väliaikaisesti.
- Toimintapoliittiset tukitoimet, kuten tilapäiset työttömyysjärjestelyt, auttoivat lieventämään vaikutuksia **työmarkkinoihin**. Työttömyyden odotetaan kuitenkin kasvavan 8,8 prosenttiin vuonna 2020.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Ruotsilla oli asuntomarkkinoihin ja yksityisen sektorin velkaan liittyviä haavoittuvuustekijöitä. Covid-19-kriisin myötä kotitalouksien velkaan, asuntolainoihin ja asuntojen hintatasoon liittyvät haavoittuvuustekijät ovat edelleen olemassa. Komissio katsoo kaiken kaikkiaan ja myös ottaen huomioon viime helmikuussa havaitut epätasapainot, että on asianmukaista selvittää tarkemmin, jatkuvatko vai purkautuvatko epätasapainot.

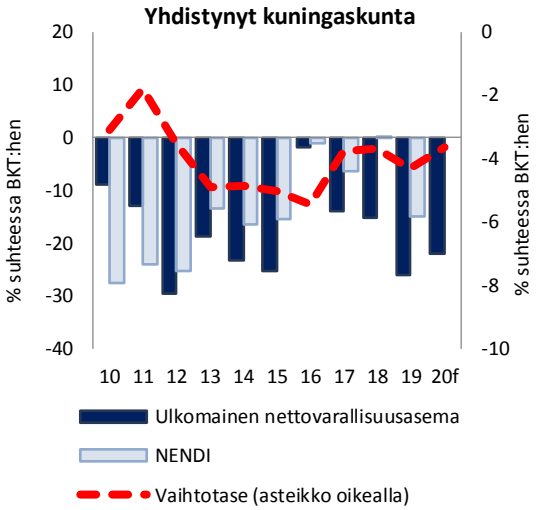
YHDISTYNYT KUNINGASKUNTA: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn edellisellä kierroksella Yhdistyneellä kuningaskunnalla ei havaittu makrotalouden epätasapainoja. Ajan tasalle saatetussa tulostaulussa, joka sisältää luvut vuoteen 2019 asti, yksityisen sektorin velkaa ja julkista velkaa kuvaavat indikaattorit ylittävät ohjeelliset kynnysarvot.

Reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hidastuvan huomattavasti covid-19-kriisin seurauksena: kasvu oli 1,3 prosenttia vuonna 2019 ja –10,3 prosenttia vuonna 2020. Reaalikasvun ennustetaan olevan 3,3 prosenttia vuonna 2021, jolloin nimellinen BKT on 3,9 prosenttia pienempi kuin vuonna 2019.

Eräitä merkittäviä kehityssuuntia voidaan esittää tiivistettynä seuraavasti:

- **Ulkoiset haavoittuvuustekijät** lisääntyivät, sillä vaihtotase oli huomattavan alijäämäinen ja ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni. Vaihtotaseen alijäämä kasvoi yli 4 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019, mikä aiheutti Yhdistyneelle kuningaskunnalle ulkoisia rahoitustarpeita. Sen ennustetaan supistuvan jonkin verran tulevina vuosina. Ulkomainen nettovarallisuusasema heikkeni edelleen –26 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2019. Se on nyt huomattavasti taustalla olevien perustekijöiden perusteella odotettua tasoa alhaisempi, mutta silti varovaisuuskynnysarvon yläpuolella. Ulkomaisen nettovarallisuusaseman ennustetaan jatkossa vakiintuvan suunnilleen tälle tasolle.

Kuvio A28: ***Ulkomainen nettovarallisuusasema ja vaihtotase***



Lähde: komission yksiköt.

- **Yksityisen sektorin velka** väheni hieman vuonna 2019. Erityisesti kotitalouksien velka on suuri ja ylittää edelleen varovaisuuskynnysarvon, mikä edellyttää valvontaa, erityisesti kun otetaan huomioon odotettavissa oleva pandemian kielteinen vaikutus kotitalouksien tuloihin. **Asuntojen reaalihinnat** laskivat 0,3 prosenttia vuonna 2019. Vaikka hallituksen politiikkatoimilla on tuettu asuntojen hintoja vuonna 2020, lisämukautuksia on odotettavissa.
- **Julkinen velka** ylittää edelleen kynnysarvon, ja sen ennustetaan kasvavan yli 100 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020 pandemian vaikutusten lieventämiseksi toteutettujen hallituksen toimenpiteiden ja BKT:n supistumisen seurauksena.
- **Pankkiala** on edelleen kannattava ja hyvin pääomitettu, ja järjestämättömien lainojen määrä on hyvin pieni. Rahoitusalan altistuminen liikekiinteistöihin liittyville riskeille ja Yhdistyneen kuningaskunnan poistuminen EU:n sisämarkkinoilta ja tulliliitosta vuoden 2020 lopussa aiheuttavat kuitenkin riskejä.
- **Työmarkkinat** pysyivät vahvoina vuonna 2019: työllisyysaste oli korkea ja työttömyysaste ennätyksellisen alhainen. Pandemian odotetaan kuitenkin vaikuttavan työmarkkinoihin erittäin kielteisesti vuodesta 2020 alkaen.

Kun covid-19-kriisi alkoi, Yhdistyneen kuningaskunnan makrotaloudessa ei ollut havaittu epätasapainoja, vaikka ulkoisen puolen ongelmiin ja yksityisen sektorin velkaan liittyi vähäisiä riskejä. Covid-19-kriisin myötä velkasuhteiden odotetaan kasvavan ja ulkoisten haavoittuvuustekijöiden säilyvän. Komissio ei ryhdy perusteellisiin jatkotutkimuksiin makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn yhteydessä.

Taulukko 1: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulu 2019

Vuosi 2019	Ulkoiset epätasapainot ja kilpailukyky					Sisäiset epätasapainot						Työllisyysindikaattorit'		
	Vaihtotase - % suhteessa BKT:hen (3 vuoden keskiarvo)	**Ulkomainen nettovarallisuus-asema** (% suhteessa BKT:hen)	**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi – 42 kauppa-kumppania, YKHI-deflaattori** (3 vuoden %-muutos)	**Vientimarkkina-osuus – % maailman viennistä** (5 vuoden %-muutos)	**Nimellisten yksikkötyö-kustannusten indeksi (2010=100)** (3 vuoden %-muutos)	**Asuntojen reaalihinta-indeksi (2015=100)** (1 vuoden %-muutos)	**Luotot yksityiselle sektorille, sulautettu** (% suhteessa BKT:hen)	**Yksityisen sektorin velka, sulautettu** (% suhteessa BKT:hen)	**Julkisen talouden bruttovelka** (% suhteessa BKT:hen)	**Työttömyysaste** (3 vuoden keskiarvo)	**Rahoitus-sektorin velat yhteensä, sulauttamaton** (1 vuoden %-muutos)	**Työvoimaosuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	**Pitkäaikais-työttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)	**Nuorisotyöttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä** (3 vuoden muutos, %-yksikköä)
Kynnysarvot	-4%/+6%	-35%	±5% (euroalue) ±11% (ei-euroalue)	-6%	9% (euroalue) 12% (ei-euroalue)	6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2 %-yks	0.5 %-yks	2 %-yks
BE	0.1	50.6	2.6	-3.1	5.3	2.5	3.8	179.1	98.1	6.2b	4.6	1.4	-1.7	-5.9
BG	2.5	-31.2	4.5	15.4	19.5p	4.0p	5.6	91.8	20.2	5.2	5.8	4.5	-2.1	-8.3
CZ	0.6	-20.3	8.7	5.1	14.4	6.2	3.1	80.8	30.2	2.4	5.6	1.7	-1.1	-4.9
DK	8.0	76.9	-0.2	2.6	1.4	1.5	11.4	221.2	33.3	5.3b	13.1	1.6b	-0.4	-2.1
DE	7.4	71.7	2.1	-1.1	7.9	4.3	5.4	105.4	59.6	3.4	7.3	1.3	-0.5	-1.3
EE	1.7	-21.4	6.2	2.0	19.9	4.4	3.8	97.8	8.4	5.2	12.5	1.4	-1.2	-2.3
IE	-1.6	-174.0	-1.4	71.0	-4.4	0.0	-9.1	202.4	57.4	5.8	15.5	0.6	-2.6	-4.3
EL	-2.1	-155.9	0.3	3.7	1.7p	6.5e	0.8p	109.9p	180.5	19.4	11.5	0.2	-4.8	-12.1
ES	2.3	-73.9	1.7	2.6	4.0p	4.1	1.3p	129.4p	95.5	15.5	0.9	-0.4	-4.2	-11.9
FR	-0.7	-22.9	1.6	-0.5	1.3p	2.3	8.0p	153.3p	98.1	9.0	7.5	0.3	-1.2	-4.9
HR	2.6	-50.3	1.5	22.5	4.7p	8.1	1.7p	91.2p	72.8	8.8	6.8	0.9	-4.2	-14.7
IT	2.7	-1.5	0.2	-2.6	3.2	-0.6	0.2	106.6	134.7	10.6	3.8	0.8	-1.1	-8.6
CY	-5.2	-122.3	-0.1	13.7	5.2p	2.6	2.7p	259.1p	94.0	8.9	3.9	2.6	-3.7	-12.5
LV	0.1	-41.7	3.7	3.6	17.0	5.8	1.5	67.1	36.9	7.5	4.6	1.0	-1.6	-4.9
LT	1.4	-24.1	3.7	16.8	16.4	4.9	3.0	55.1	35.9	6.5	4.1	2.5	-1.1	-2.6
LU	4.7	56.2	2.0	10.3	11.9	8.0	3.8	318.7	22.0	5.6	3.3	2.0	-0.9	-1.9
HU	0.7	-43.7	0.3	5.9	10.0p	12.8p	3.2p	66.6p	65.4	3.8	17.8	2.5	-1.3	-1.5
MT	5.1	54.6	1.3	18.1	8.5	4.0p	8.5	123.7	42.6	3.8	4.4	5.3	-1.5	-1.4
NL	10.5	90.0	2.4	0.7	5.9p	4.8	0.0p	234.0p	48.7	4.0	6.1p	1.2	-1.5	-4.1
AT	1.8	12.1	2.1	1.4	5.5	3.9	4.5	120.1	70.5	5.0	4.3	0.9	-0.8	-2.7
PL	-0.4	-49.4	2.8	25.1	9.2p	6.7	3.3	74.0	45.7	4.0	4.2	1.8	-1.5	-7.8
PT	0.5	-100.3	-0.4	8.5	7.6p	8.7	2.2p	149.2p	117.2	7.5	0.0	1.8	-3.4	-9.7
RO	-4.0	-43.5	0.2	17.9	24.5p	-1.7	2.0p	46.7p	35.3	4.3	10.4	3.0	-1.3	-3.8
SI	5.9	-15.4	1.0	16.0	8.4	4.8	0.8	68.7	65.6	5.4	9.9	3.6	-2.4	-7.1
SK	-2.3	-66.3	2.6	1.9	14.5	6.2	5.0	91.6	48.5	6.8	4.9e	0.8	-2.4	-6.1
FI	-0.9	3.6	0.2	4.6	0.8	0.0	7.6	147.5	59.3	7.6	7.6	2.4	-1.1	-2.9
SE	3.3	18.2	-8.3	-5.1	8.2	0.5	9.8	203.9	35.1	6.6b	10.6	0.8	-0.4	1.2
P.M.: UK	-3.9	-26.2	-2.9	-1.4	8.8	-0.3	2.8	154.7	85.4	4.0	3.3	0.8	-0.4	-1.8

Korostetut luvut ovat kynnysarvon kohdalla tai niiden yli. Merkinnät: b: Katkos aikasarjassa. e: Arvioitu. p: Alustava.

1) Yhdistynyt kuningaskunta erosi Euroopan unionista 31. tammikuuta 2020 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneen kuningaskunnan eroamisesta Euroopan unionista ja Euroopan atomienergiayhteisöstä tehdyn sopimuksen (EUVL C 384 I, 12.11.2019, s. 1) perusteella. Unionin lainsäädäntöä sovelletaan edelleen Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa 31. joulukuuta 2020 päättyvän siirtymäkauden ajan. 2) Työllisyysindikaattoreiden osalta ks. varoitusmekanismia koskeva kertomus 2016, sivu 2. 3) Asuntojen hintaindeksi EL:n osalta e = Kreikan keskuspankin tekemä arvio. 4) Yksityisen sektorin velka, Luotot yksityiselle sektorille, Rahoitussektorin velat yhteensä: LU teki kansantalouden tilinpidon vertailuarvon tarkistuksen. 5) Rahoitussektorin velat yhteensä: SK:n osalta "Johdannaiset ja työsuhdeoptiot" (F.7) ei sisällä työsuhdeoptioita. 6) Työttömyysaste, b = BE:n osalta tutkimusmenetelmän muutos; b = parannus tietojen keruussa, DK:n osalta tietokoneavusteisen verkkohaastattelun (CAWI) käyttöönotto.
Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta), sekä IMF WEO -raportti (tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuisen viennin volyymin osalta).

Taulukko 2: Lisäindikaattorit, 2019

Vuosi 2019	Reaalinen BKT (1 vuoden %-muutos)	Kiinteän pääoman bruttomuodostus (% suhteessa BKT:hen)	T&K:n kansalliset bruttomenot (% suhteessa BKT:hen)	Vaihto- ja pääomatase (nettoluotonanto/otto) (% suhteessa BKT:hen)	NENDI (% suhteessa BKT:hen)	Ulkomaiset suorat sijoitukset tilastoivaan talouteen - virtatiedot (% suhteessa BKT:hen)	Ulkomaiset suorat sijoitukset tilastoivaan talouteen - kantatiedot (% suhteessa BKT:hen)	Energiatuotekaupan nettotase (% suhteessa BKT:hen)	Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi - euroalueen kauppakumppanit (3 vuoden %-muutos)	Vientitulos verrattuna kehittyneisiin talouksiin (5 vuoden %-muutos)	Vaihtosuhde (5 vuoden %-muutos)	Viennin markkinaosuus volyyminä (1 vuoden %-muutos)	Työn tuottavuus (1 vuoden %-muutos)	Koti- ja ulkomaisten yksiköiden bruttomääräiset järjestämättömät lainat (% bruttomääräisistä lainoista)	Yksikkötyökustannukset suhteessa euroalueeseen (10 vuoden %-muutos)	Asuntojen hintaindeksi (2015=100) - nimellinen (3 vuoden %-muutos)	Asuinrakentaminen (suhteessa BKT:hen)	Kotitalouksien velka, konsolidoitu (ml. KPVTY, % suhteessa BKT:hen)	Konsolidoitu pankkisektorin velkaantumisaste, koti- ja ulkomaiset yksiköt (kokonaisvarat/kokonaispääoma)
BE	1.7	24.2	na	0.5	40.2	-5.3	168.1	-2.6	1.1	-4.8	1.2	-0.1	0.2	2.1p	0.3	10.9	6.2	61.2	13.4p
BG	3.7	18.7	0.8p	4.5	39.9	2.4	81.7	-2.9	1.7	13.4	8.9	2.8	3.3	6.5p	42.5	22.8p	2.8	23.3	8.2p
CZ	2.3	26.2	1.9p	0.2	29.7	3.7	78.1	-2.4	7.5	3.2	0.9	0.2	2.1	1.7p	9.0	32.4	4.5	31.8	12.1p
DK	2.8	22.0	3.0p	8.9	27.2	-2.0	54.3	-0.4	-2.5	0.8	-1.3	3.9	1.6	1.9p	-6.6	11.7	4.9	109.5	16.7p
DE	0.6	21.7	3.2e	7.1	51.3	1.9	46.6	-1.8	0.3	-2.9	3.3	-0.1	-0.3	1.2p	10.4	19.7	6.6	54.4	13.7p
EE	5.0	26.2	1.6p	3.2	31.2	9.3	96.7	-1.2	4.4	0.2	0.6	5.1	3.7	1.6p	22.2	19.6	4.9	37.6	7.5p
IE	5.6	45.6	0.8	-21.2	-285.4	-11.4	436.7	-1.2	-2.9	68.0	4.3	9.4	2.6	3.4p	-35.4	25.1	2.3	37.2	7.4p
EL	1.9p	10.1p	1.2p	-1.1	-135.3	2.4	23.8	-2.4p	-2.0	1.8	1.9p	3.7p	0.6p	35.5p	-17.8	8.0e	0.7p	54.3	10.9p
ES	2.0p	19.9p	1.1p	2.5	-46.8	1.0	67.7	-1.9p	0.0	0.8	-1.0p	1.2p	-0.3p	3.1p	-11.8	19.2	5.7p	56.9	13.5p
FR	1.5p	23.6p	na	-0.6	-35.6	1.9	48.0	-1.8p	-0.1	-2.2	2.5p	0.8p	0.4p	2.5p	-1.4	9,7	6.4p	61.7	15.1p
HR	2.9p	21.0p	na	4.7	-5.5	2.4	49.4	-2.9p	0.5	20.4	3.7p	5.7p	-0.2p	5.2p	-17.6	20.0	na	34.6	7.5p
IT	0.3	18.1	1.5p	2.9	0.0	1.6	29.0	-2.0	-1.7	-4.3	4.2	-0.1	-0.2	6.7p	-2.4	-1.8	4.2	41.2	12.9p
CY	3.1p	19.4p	na	-6.2	-159.5	103.5	1827.5	-4.0p	-2.5	11.7	0.7p	-1.5p	-0.1p	18.1p	-11.5	7.9	7.9p	89.5	12.8p
LV	2.1	22.2	0.6p	0.8	4.5	3.1	56.0	-2.7	2.8	1.8	6.7	1.0	2.1	3.9p	17.3	29.9	2.4	20.3	9.8p
LT	4.3	21.4	1.0p	5.2	4.8	2.9	44.0	-3.6	3.4	14.7	4.5	8.4	3.9	1.7p	16.8	24.9	2.9	23.0	14.5p
LU	2.3	16.9	na	4.5	-3893.6	-446.6	6742.5	-3.2	1.0	8.3	-0.7	-0.3	-1.3	0.6p	8.5	24.5	3.4	65.9	15.0p
HU	4.6p	27.2p	1.5	1.6	-2.5	19.7	169.6	-3.8p	-0.6	4.0	0.0p	4.7p	3.3p	4.1p	15.3	50.0p	3.2p	18.4	9.6p
MT	4.9	21.6p	0.6p	5.6	246.3	27.5	1497.1	-6.4	-0.1	16.0	3.3	5.0	-0.8	3.2p	4.5	18.2p	4.9p	49.7	11.2p
NL	1.7p	21.0p	na	9.9	-0.5	3.9	581.2	-0.8p	0.9	-1.1	1.9p	1.6p	-0.2p	1.8p	-1.7	26.3	5.0p	100.3p	16.1p
AT	1.4	24.7	3.2p	2.8	-1.1	-1.9	59.7	-2.2	1.1	-0.4	0.7	1.8	0.3	2.2p	5.5	16.6	4.7	49.5	11.2p
PL	4.5	18.5	1.3p	2.5	-12.5	2.4	46.4	-2.4	1.6	22.9	3.7	4.0	4.8p	6.1p	4.1	20.3	2.0	34.4	9.7p
PT	2.2p	18.2p	1.4p	0.9	-47.1	3.5	80.6	-2.5p	-1.6	6.6	4.1p	2.4p	1.4p	6.1p	-7.1	32.1	3.2p	63.6	10.8p
RO	4.2p	23.6p	na	-3.4	-4.1	2.9	44.2	-1.7p	-1.2	15.8	4.7p	2.9p	4.2p	4.3p	30.7	15.8	2.4p	15.4	9.1p
SI	3.2	19.6	na	5.2	1.6	3.1	39.7	-3.5	0.4	13.9	2.0	3.0	0.7	3.4p	-1.4	25.6	2.2	26.9	8.2p
SK	2.3	21.4	0.8	-2.0	-14.1	2.2	69.6	-3.1	1.9	0.1	-2.0	-0.3	1.3	2.9p	6.3	24.1	3.4	43.7	9.6p
FI	1.1	23.9	2.8p	-0.1	6.3	5.9	50.9	-1.7	-1.7	2.7	2.5	6.6	-0.5	1.4p	-3.1	3.7	7.2	66.0	16.6p
SE	1.3	24.5	3.4pe	4.2	-5.0	4.6	86.1	-1.1	-9.7	-6.7	-0.5	2.2	0.7	1.1p	5.8	8.3	4.6	88.6	17.9p
P.M.: UK	1.3	18.0	na	-4.3	-15.1	0.8	80.5	-0.5	-4.4	-3.1	2.3	1.7	0.2	1.2p	9.2	9.1	4.0	84.1	16.0p

Merkinnät: e: Arvioitu. p: Alustava.

1) Yhdistynyt kuningaskunta erosi Euroopan unionista 31. tammikuuta 2020 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneen kuningaskunnan eroamisesta Euroopan unionista ja Euroopan atomienergiayhteisöstä tehdyn sopimuksen (EUVL C 384 I, 12.11.2019, s. 1) perusteella. Unionin lainsäädäntöä sovelletaan edelleen Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa 31. joulukuuta 2020 päättyvän siirtymäkauden ajan. 2) T&K:n kansallisia bruttomenoja vuodelta 2019 koskevien tietojen virallinen toimittamispäivä on 31. lokakuuta 2020, mutta tiedot poimittiin 23. lokakuuta 2020. 3) Asuntojen hintaindeksi EL:n osalta e = Kreikan keskuspankin tekemä arvio. 4) Kotitalouksien velka: LU teki kansantalouden tilinpidon vertailuarvon tarkistuksen.

Lähde: Euroopan komissio, Eurostat ja talouden ja rahoituksen pääosasto (reaalisen efektiivisen valuuttakurssin osalta), Euroopan keskuspankki (indikaattorien bruttomääräiset järjestämättömät lainat ja konsolidoitu pankkisektorin velkaantumisaste, koti- ja ulkomaiset yksiköt, osalta) ja IMF WEO -raportti (tavaroiden ja palvelujen maailmanlaajuisen viennin volyymin osalta).

Taulukko 2 (jatkoa): Lisäindikaattorit, 2019

Vuosi 2019	Työllisyys (1 vuoden %-muutos)	Työvoimaosuus – % koko 15–64-vuotiaasta väestöstä (%)	Pitkäaikais-työttömyys – % koko 15–74-vuotiaasta väestöstä (%)	Nuoriso-työttömyys – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä (%)	Työelämän ja koulutuksen ulkopuolella olevat nuoret – % koko 15-24-vuotiaasta väestöstä		Köyhyys- ja syrjäytymisriskiaste – % koko väestöstä		Köyhyysriskin alaisena sosiaalisten tulonsiirtojen jälkeen olevat henkilöt – % kokonaisväestöstä		Ihmiset, joilla on vakava aineellinen puute – % kokonaisväestöstä		Hyvin alhaisen työssäkäyntiasteen kotitalouksissa asuvat – % 0-59-vuotiaista	
					%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.	%	3 vuoden muutos %-yks.
BE	1.6	69.0	2.3	14.2	9.3	-0.6	19.5b	-1.4b	14.8b	-0.7b	4.4b	-1.1b	12.4b	-2.5b
BG	0.3	73.2	2.4	8.9	13.7	-4.5	32.5	-7.9b	22.6	-0.3b	19.9	-12.0b	9.3	-2.6b
CZ	0.2	76.7	0.6	5.6	5.7	-1.3	12.5	-0.8	10.1	0.4	2.7	-2.1	4.2	-2.5
DK	1.2	79.1	0.8	10.1	7.7	1.0b	16.3	-0.5	12.5	0.6	2.6	0.0	9.3	-1.4
DE	0.9	79.2	1.2	5.8	5.7	-1.0	17.4	-2.3	14.8	-1.7	2.6	-1.1	7.6	-2.0
EE	1.3	78.9	0.9	11.1	6.9	-2.2	24.3	-0.1	21.7	0.0	3.3	-1.4	5.4	-0.4
IE	2.9	73.3	1.6	12.5	10.1	-2.5	na	na	na	na	na	na	na	na
EL	1.2p	68.4	12.2	35.2	12.5	-3.3	30.0	-5.6	17.9	-3.3	16.2	-6.2	13.8	-3.4
ES	2.2p	73.8	5.3	32.5	12.1	-2.5	25.3	-2.6	20.7	-1.6	4.7	-1.1	10.8	-4.1
FR	1.1p	71.7	3.4	19.6	10.6	-1.3	17.9	-0.3	13.6	0.0	4.7	0.3	7.9	-0.5
HR	3.1p	66.5	2.4	16.6	11.8	-5.1	23.3	-4.6	18.3	-1.2	7.2	-5.3	9.2	-3.8
IT	0.5	65.7	5.6	29.2	18.1	-1.8	na	na	na	na	na	na	na	na
CY	3.1p	76.0	2.1	16.6	13.7	-2.3	22.3	-5.4	14.7	-1.4	9.1	-4.5	6.8	-3.8
LV	-0.1	77.3	2.4	12.4	7.9	-3.3	27.3	-1.2	22.9	1.1	7.8	-5.0	7.6	0.4
LT	0.5	78.0	1.9	11.9	8.6	-0.8	26.3	-3.8	20.6	-1.3	9.4	-4.1	7.5	-2.7
LU	3.6	72.0	1.3	17.0	5.6	0.2	20.6	1.5b	17.5	1.7b	1.3	-0.3b	7.5	0.9b
HU	1.3	72.6	1.1	11.4	11.0	0.0	18.9	-7.4	12.3	-2.2	8.7	-7.5	5.0	-3.2
MT	5.8	75.9	0.9	9.3	8.6	-0.2	20.1	-0.2	17.1	0.6	3.6	-0.8	4.9	-2.4
NL	1.9p	80.9	1.0	6.7	4.3	-0.3	16.5	-0.2b	13.2	0.5b	2.5	-0.1b	9.2	-0.5b
AT	1.1	77.1	1.1	8.5	7.1	-0.6	16.9	-1.1	13.3	-0.8	2.6	-0.4	7.8	-0.3
PL	-0.2p	70.6	0.7	9.9	8.1	-2.4	18.2	-3.7	15.4	-1.9	3.6	-3.1	4.7	-1.7
PT	0.8p	75.5	2.8	18.3	8.0	-2.6	21.6	-3.5	17.2	-1.8	5.6	-2.8	6.2	-2.9
RO	0.0p	68.6	1.7	16.8	14.7	-2.7	31.2	-7.6	23.8	-1.5	14.5	-9.3	6.0	-2.2
SI	2.5	75.2	1.9	8.1	7.0	-1.0	14.4	-4.0	12.0	-1.9	2.6	-2.8	5.2	-2.2
SK	1.0	72.7	3.4	16.1	10.3	-2.0	16.4	-1.7	11.9	-0.8	7.9	-0.3	6.2	-0.3
FI	1.7	78.3	1.2	17.2	8.2	-1.7	15.6	-1.0	11.6	0.0	2.4	0.2	9.7	-1.7
SE	0.6	82.9	0.9	20.1	5.5	-1.0	18.8	0.5	17.1	0.9	1.8	1.0	8.6	0.1
P.M.: UK	1.1	78.1	0.9	11.2	10.5	-0.4	na	na	na	na	na	na	na	na

Merkinnät: e: Arvioitu. p: Alustava.

1) Yhdistynyt kuningaskunta erosi Euroopan unionista 31. tammikuuta 2020 Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneen kuningaskunnan eroamisesta Euroopan unionista ja Euroopan atomienergiayhteisöstä tehdyn sopimuksen (EUVL C 384 I, 12.11.2019, s. 1) perusteella. Unionin lainsäädäntöä sovelletaan edelleen Yhdistyneeseen kuningaskuntaan ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa 31. joulukuuta 2020 päättyvän siirtymäkauden ajan. 2) Tulo- ja elinolotilastojen (EU-SILC) indikaattoreja vuodelta 2019 koskevien tietojen virallinen toimittamispäivä on 30. marraskuuta 2020, mutta tiedot poimittiin 23. lokakuuta 2020. 3) Tulo- ja elinoloindikaattorit. BE:n osalta olisi kiinnitettävä huomiota aikavertailuihin: tutkimukseen tehtiin useita perustavanlaatuisia muutoksia sekä sisällön että menetelmän suhteen. Vuonna 2019 valtaosassa tulomuuttujia siirryttiin käyttämään hallinnollisia tietoja. Tämän vuoksi SILC-tutkimusta muutettiin perusteellisesti. Metodologisella tasolla muutettiin koko vastauskadosta aiheutuvien virheiden korjaamista, paneelin jäsenten poistumaa ja kalibrointia koskevaa mallia.
Lähde: Euroopan komissio, Eurostat