EUROOPAN
KOMISSIO

Strasbourg 17.12.2024
COM(2024) 702 final

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

Kertomus varoitusmekanismista - vuosi 2025

laadittu makrotalouden epätasapainon ennalta ehkäisemisestä ja korjaamisesta annetun asetuksen (EU) N:o 1176/2011 3 artiklan mukaisesti

{SWD(2024) 700 final} - {SWD(2024) 701 final} - {SWD(2024) 702 final}

TIEDONANTO VAROITUSMEKANISMIA KOSKEVASTA KERTOMUKSESTA

Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa määritetään jäsenvaltiot, joissa komissio katsoo makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulusta tekemiensä talouspoliittisten päätelmien perusteella olevan epätasapainoja tai niiden uhka([1]). Tulostaulussa otetaan huomioon vuoden 2023 toteutumatiedot, joita tulkitaan ennakoivasti. Kuluvan vuoden (2024) talouskehityksen ja komission syksyn 2024 talousennusteeseen sisältyvien vuosia 2025 ja 2026 koskevien ennusteiden perusteella otetaan tarvittaessa huomioon mahdollisten riskien kehittyminen. Tulostauluun on tehty muutaman vuoden jälkeen muutoksia, ja tämä kertomus varoitusmekanismista on ensimmäinen tarkistettuun tulostauluun perustuva kertomus. Tärkeimmät muutokset esitetään laatikossa 1, ja lisätietoja on tähän tiedonantoon liittyvässä tulostaulun tarkistuksia käsittelevässä komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa ([2]). Toisessa komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa esitetään kattava taloudellinen analyysi, johon tämä tiedonanto perustuu, ja siinä on liite, joka sisältää tulostaulun luvut ([3]).

Vuonna 2021 alkanut nopean inflaation kausi on päättymässä, ja lähestytään tavoiteinflaatiota. Palveluinflaatio kuitenkin edelleen laukkaa. Vuoden 2024 puoliväliin mennessä vuonna 2021 alkanut vahvasti inflatorinen kehitys oli laantunut. Kuluttajahintojen yleinen inflaatiovauhti lähestyy vähitellen rahaviranomaisten tavoitteita. Yleisestä inflaation hidastumisesta huolimatta inflaatiopaineita on edelleen. Sisäsyntyinen – pääasiassa palveluista johtuva – inflaatio on edelleen yleisesti ottaen voimakasta ja vaihtelevaa, ja joidenkin maiden inflaatioluvut erottuvat muista. Tällä hetkellä sen vaikutusta kokonaisinflaatioon tasapainottaa tuontihintojen, lähinnä energian ja elintarvikkeiden hintojen, sekä kestokulutustavaroiden hintojen lasku. Tämä inflaation hidastumisprosessi johtuu sekä vertailuajankohdan vaikutuksista että energian hintojen laskun välittymisestä valmistusprosessiin. Ellei palveluinflaatiota saada hillittyä, se saattaa nostaa kokonaislukemia, kun näiden prosessien vaikutus heikkenee. Koska reaalipalkat ovat tänä vuonna juuri ja juuri saavuttaneet pandemiaa edeltäneen tasonsa, palkkavaatimukset saattavat edelleen olla voimakkaita, ja se voi osaltaan myötävaikuttaa pohjainflaatioon ja siihen, että BKT:n deflaattori pysyy suurena.

Talous on alkanut uudelleen kasvaa, mutta makrotalouden ympäristö on haastava. Reaalikasvu oli vuonna 2023 heikkoa, sillä sekä kulutus että investoinnit vähenivät, kun korot olivat korkeat ja hintojen ja kustannusten kasvu nopeaa. Reaalikasvu on vuonna 2024 alkamassa uudelleen kotitalouksien ostovoiman lisääntyessä, kun palkat nousevat ja inflaatio hidastuu. Tämä johtanee siihen, että nimellinen kasvu pysyy suhteellisen nopeana inflaation hidastumisesta huolimatta. Korot ovat edelleen huomattavasti korkeampia kuin suurimman osan viime vuosikymmentä, mutta ne ovat alkaneet laskea. Tämän pitäisi keventää kotitalouksien, yritysten ja valtioiden velanhoitopainetta. Vaikka rahoitusolot ovat kevenemässä, finanssipolitiikka on joissakin

([1]) Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1176/2011, annettu 16 päivänä marraskuuta 2011, makrotalouden epätasapainon ennalta ehkäisemisestä ja korjaamisesta.

([2]) Komission yksiköiden valmisteluasiakirja muutoksista makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostauluun, SWD(2024) 702.

([3]) Komission yksiköiden valmisteluasiakirja, varoitusmekanismia koskeva kertomus 2025, SWD(2024) 700; komission yksiköiden valmisteluasiakirja, tilastoliite varoitusmekanismia koskevaan kertomukseen 2025, SWD(2024) 701.

maissa kiristymässä, mikä voi vaikuttaa kasvuun. Nyt kun pandemia ja energian hintashokit ovat jääneet taakse ja on palattu kasvuun, hallitukset ovat alkaneet supistaa velkasuhdettaan, joka on kasvanut osittain niiden toimenpiteiden vuoksi, joilla kysyntää tuettiin pandemian ja energian hintashokkien aikana. Globaali talouden ympäristö on edelleen monimutkainen, ja uudet geopoliittiset jännitteet ja mahdolliset talouden häiriöt aiheuttavat merkittäviä haasteita, jotka voivat vaikuttaa julkisen velan tasoon. Globaali tilanne ylläpitää riskejä, jotka ovat edelleen kallellaan heikkenemisen suuntaan: Lähi-idän konflikti, Venäjän Ukrainassa käymän sodan jatkuminen ja yleisesti muuttuva geopoliittinen tilanne voivat vaikuttaa maailmankauppaan ja vaikeuttaa ulkoisia olosuhteita.

Päättymässä olevan inflatorisen kehityksen seurauksena kasvu-urat ovat toisistaan poikkeavia ja yleinen hintataso nousee eri maissa eri tavoin, mikä johtaa mahdollisiin kustannuskilpailukykyongelmiin. Yleinen kuluttajainflaatiovauhti on hidastunut voimakkaasti kautta linjan, ja joissakin maissa on viime vuoden aikana koettu lyhytkestoisia deflaatiojaksoja. Yleensä näissä maissa energialla ja muilla raaka-aineilla oli merkittävä osuus hintojen laskussa, osittain vertailuajankohdan vaikutuksista johtuen. Joissakin maissa pohjainflaatio pysyttelee kuitenkin sitkeästi nopeampana kuin muissa maissa, mikä lisää viime vuosien kumulatiivista hinnannousua. Tämän vuoksi on mahdollista, että palkkojen nousun ja hintainflaation välinen kehävaikutus jatkuu. Maissa, joissa hintataso on jo noussut erittäin voimakkaasti, tällaisten kehävaikutusten jatkuminen voi olla huolestuttavaa. Myös BKT:n kasvussa on eroja. Vaikka kasvun hidastuminen vuonna 2023 ja kiihtyminen vuosina 2024 ja 2025 pätee lähestulkoon kaikkiin maihin, erot ovat suuria. Nopean pohjainflaation ja kotimaisen kysynnän välillä ei ole johdonmukaista korrelaatiota, mikä viittaa siihen, että kriisin jälkeisessä toimintaympäristössä on huomattavia eroja.- Joissakin tapauksissa nopean pohjainflaation rinnalla kokonaistuotanto kasvaa edelleen voimakkaasti, toisissa taas pohjainflaatio on nopeaa huolimatta siitä, että kasvu oli viime vuonna negatiivista ja siitä, että kokonaistuotanto jatkui heikkona sekä verrattuna muihin maihin että pandemiaa edeltäneeseen kasvuvauhtiin.

Sektorikohtaiset temaattiset päätelmät

- Vuonna 2023 **vaihtotase parani lähes kaikissa jäsenvaltioissa**, kun energian hinnat laskivat ja kysyntä pysyi heikkona, mikä osittain kompensoi kauppataseiden voimakkaan heikkenemisen vuonna 2022. Paranemisesta huolimatta vaihtotase pysyttelee monissa tapauksissa – ja erityisesti joidenkin suurten nettoluotonottajien kohdalla – pandemiaa edeltänyttä tasoa heikompana ja alle tason, joka mahdollistaa vaihtotaseen nopean korjaamisen. Joissakin huomionarvioisissa tapauksissa kotimainen kysyntä on pysynyt vahvana ja suuret vaihtotaseen alijäämät näyttävät olevan pitkäkestoisia. Toisissa taas vaihtotaseen voimakas paraneminen – tai vakiintuminen vaatimattomalle tasolle – johtuu suhdanteesta johtuvasta – tai ainakin tilapäisestä – kysynnän vähenemisestä. Näissä tapauksissa olosuhteiden muuttuminen jälleen suotuisammiksi saattaa tuoda esiin negatiivisemman taustatilanteen. Suuret ylijäämät ovat jatkuneet, ja joissakin tapauksissa tulotaseilla ja maakohtaisilla erityispiirteillä on tässä merkittävä rooli. Kaiken kaikkiaan vuonna 2024 kotimaisen kysynnän asteittainen kasvu tasoittaa vaihtosuhteen paranemisen jatkumista, mikä johtaa tänä ja ensi vuonna jokseenkin vakaisiin vaihtotaseisiin, vaikkakin vuositasolla viime vuosineljänneksillä koettu paraneminen välittyy edelleen dataan. Pandemiaa edeltäneeseen tilanteeseen verrattuna talouden eri sektoreiden luotonannossa ja luotonotossa on tapahtunut muutos, kun hallitukset ovat lisänneet nettoluotonottoaan ja yksityisen sektorin asema nettoluotonantajana on vahvistunut. Vuonna 2024 vaikutus ei ole yhtä merkittävä kuin vuonna 2023, koska valtioiden lainanotto ja yksityisen sektorin säästäminen ovat vähentyneet.

- Suuret **negatiiviset ulkoiset nettovarantoasemat** kaventuivat voimakkaasti vuonna 2023, missä nimittäjävaikutuksilla oli merkittävä rooli, ja se enemmän kuin kompensoi joitakin huomattavia alijäämiä. Joissakin tapauksissa voimakkaat arvostusvaikutukset johtivat

lisäheikentymiseen valuuttakurssimuutosten seurauksena. Suuret **positiiviset ulkoiset nettovarantoasemat** ovat pysyneet jokseenkin ennallaan, kun osoittaja- ja nimittäjävaikutus tasoittavat toisiaan vaihtotaseiden pysyessä edelleen vahvasti ylijäämäisinä.

- **Euroalueen vaihtotase** alkoi nousta aallonpohjastaan alkuvuodesta 2023 ja on sen jälkeen kasvanut joka vuosineljänneksellä. Nimellisen vaihtotaseen voimakasta paranemista on vauhdittanut ulkomaankaupan vaihtosuhteen koheneminen, kun taas kysyntä on kaiken kaikkiaan ollut vaimeaa, mikä myös on vahvistanut vaihtotasetta. Euroalueen vaihtotase on edelleen pandemiaa edeltänyttä tasoa heikompi, mikä johtuu pitkäkestoisesta energian hintojen noususta, joka on vaikuttanut kauppataseeseen, ja ensitulojen taseiden asteittaisesta heikkenemisestä. Tämä ensitulojen taseiden heikkeneminen on keskittynyt muutamiin maihin. Joissakin tapauksissa heikkeneminen johtuu erityistä tarkoitusta varten perustetuista yksiköistä, joilla on vahvoja valtioiden rajat ylittäviä rahoituksellisia yhteyksiä, mutta niiden yhteydet maiden talouksiin ovat rajalliset. Samaan aikaan palveluiden (vähäinen) ylijäämä on supistunut, vaikkakin matkailun kohdalla vaikutus pitkälti vastaa pitkän aikavälin keskiarvoa. Euroalueen vaihtotaseen ennustetaan tänä vuonna kohenevan edelleen ja pysyvän ensi vuonna jokseenkin ennallaan, missä näkyy kotimaisten investointien pitkäaikainen vaje suhteessa säästämiseen. Kaiken kaikkiaan nettoluotonottajien ulkomaisen nettovarallisuusaseman voimakas paraneminen on johtanut **euroalueella ulkoisten rahoitusasemien** yksipuoliseen tasapainottumiseen huolimatta siitä, että suuret nettoluotonantajamaat eivät ole tehneet korjausliikkeitä.

- **Yksikkötyökustannusten** kasvu nopeutui huomattavasti vuonna 2023, mutta maiden välillä oli huomattavia eroja. Useimmissa tapauksissa kasvuun vaikutti palkkasumman kasvun nopeutuminen ja hidas tai jopa negatiivinen tuottavuuden kasvu. Yksikkötyökustannusten erittäin voimakas kasvu on useimmissa jäsenvaltioissa ollut viime vuosien suurinta. Palkankorotukset ovat olleet huomattavia, mutta joissakin jäsenvaltioissa reaalipalkat eivät ole vielä saavuttaneet vuoden 2019 tasoa. Palkkojen nousu on hidastumassa vuonna 2024, mutta niiden ennustetaan nousevan monissa maissa edelleen ennätyksellisen voimakkaasti. Työmarkkinat pysyvät edelleen yleisesti ottaen kireinä, mikä lisää työntekijöiden neuvotteluvoimaa. Joissakin maissa työttömyys on kasvussa, mutta se on edelleen alhaisella tasolla ja pysyy vähäisenä. Joissakin tapauksissa työttömyys on lisääntynyt, mutta samalla työllisyys on lisääntynyt huomattavasti enemmän, kun muuttoliike ja/tai työmarkkinoille osallistuminen on lisääntynyt. Euroalueen suurissa nettoluotonottajamaissa yksikkötyökustannusten kasvu on ollut euroalueen keskiarvoa hitaampaa, ja monissa nettoluotonantajamaissa kasvu on ollut voimakkaampaa. Tämän pitäisi tukea ulkoisten rahoitusasemien symmetristä tasapainottumista euroalueella.

- Euro vahvistui vuonna 2023 muihin tärkeimpiin valuuttoihin nähden, kun EKP jatkoi rahapolitiikan kiristämistä. Euroalueen ulkopuolella myös muut Euroopan valuutat vahvistuivat Ruotsin kruunua lukuun ottamatta. Tämän seurauksena **reaaliset efektiiviset valuuttakurssit** yleisesti vahvistuivat. Ainoat poikkeukset olivat Ruotsi ja jotkin huomattavasti hitaamman inflaation euroalueen maat, joissa ne pysyivät suurin piirtein ennallaan. Maissa, joissa inflaatio oli erittäin nopeaa, YKHIin perustuva reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui yli 5 prosenttia vuodessa, ja euroalueen ulkopuolisissa maissa, joissa kansallinen valuutta vahvistui voimakkaasti ja inflaatio oli nopeaa, se vahvistui enemmänkin. Vuonna 2024 euron vahvistuminen on hidastunut huomattavasti, minkä seurauksena reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat pysyneet koko euroalueella pitkälti ennallaan, ja nyttemmin paljon pienemmät inflaatioerot aiheuttavat suhteellisen vähäisiä reaalisten efektiivisten valuuttakurssien muutoksia.

- **Yritysten velka suhteessa BKT:hen** supistui voimakkaasti vuonna 2023 kaikkialla EU:ssa kolmatta vuotta peräkkäin, ja kokonaisvelkasuhde oli alimmillaan yli kymmeneen vuoteen.

Merkittävin syy tähän oli inflaation vaikutus nimittäjään, mutta myös vähäinen tai joissakin tapauksissa negatiivinen nettoluottovirta vähensi yritysten velkaantuneisuutta kokonaisuudessaan. Kaiken kaikkiaan luottovirrat olivat alemmalla tasolla kuin kertaakaan yli kymmeneen vuoteen. Yritysten velkavivun väheneminen liittyi pääasiassa lainakannan pienenemiseen, kun taas velkapaperit pysyivät jokseenkin ennallaan. Tiukat rahoitusolot ja korkeat korot ovat kasvattaneet yritysten korkokuluja ja heikentäneet yrityssektorin velanmaksukykyä. Vaikka yritysten taloudelliset haavoittuvuudet ovat hieman lisääntyneet, tällä hetkellä ei ole juurikaan merkkejä siitä, että laiminlyönnit lainojen takaisinmaksussa olisivat lisääntyneet. Voittoasteet pienenivät vuonna 2023 ja alkuvuodesta 2024 pandemiaa edeltäneelle tasolle oltuaan suurimmillaan vuoden 2022 puolivälissä. Syynä niiden pienenemiseen saattaa olla se, että yritykset ovat mukautuneet korkeampiin palkkoihin, vaikkakin joissakin maissa ja joillakin toimialoilla voittoja ovat todennäköisesti pienentäneet ja pienentävät edelleen vaimea talouden toimeliaisuus ja heikko tuottavuuden kasvu. Vuonna 2024 velkavivun purkaminen jatkuu, mutta hitaammin. Tämä johtuu inflaation hidastumisesta ja luottovirtojen hienoisesta kasvusta, mistä pitäisi seurata myös yritysten investointien asteittainen – mutta hidas – elpyminen. Elpymisen odotetaan voimistuvan, kun kysyntä vahvistuu ja rahoitusolot paranevat ja yritysten luottamus kohenee.

- **Asuntojen hintojen** nousu maltillistui vuonna 2023 vuosien 2020–22 vahvan kasvun jälkeen. Maiden välillä oli kuitenkin huomattavia eroja, sillä joissakin maissa hinnat laskivat mutta toisissa taas nousivat. Hintojen laskussa – tai hitaammassa nousussa – näkyy mukautuminen korkeampiin lainakustannuksiin, sillä lainakanta, jonka kotitaloudet pystyvät hoitamaan, on pienempi. Jo tapahtunut korkojen vähäinen lasku sekä markkinoiden mukautuminen alempaan hintatasoon johtavat kysynnän elpymiseen vuonna 2024, vaikkakin hintojen nousu on joissakin maissa edelleen vaimeaa. Maltillistumisesta huolimatta asuntojen hintojen arvioidaan pysyvän yliarvostettuina kolmessa neljäsosassa EU-maista, ja yli puolessa on merkkejä yli 10 prosentin yliarvostuksesta. Näin on siitä huolimatta, että asuntojen hinnat ovat laskeneet voimakkaimmin markkinoilla, joiden on arvioitu olevan eniten yliarvostettuja. Samaan aikaan asuntojen hintojen nousu on joissakin maissa edelleen hyvin voimakasta. Kaiken kaikkiaan asuntorakentaminen ja rakennuslupien hankkiminen ovat vähentyneet, erityisesti maissa, joissa hinnat ovat korjautuneet merkittävämmin. Tämä rajoittanee tarjontaa lähitulevaisuudessa, mistä seuraa, että palataan markkinakehitykseen, joka on viime vuosina johtanut asuntojen hintojen voimakkaaseen nousuun.

- Viime vuosina koettu **kotitalouksien velkasuhteen** supistuminen jatkui vuonna 2023, ja useimmissa EU-maissa velkasuhde oli ennätysalhainen. Vaikka vuonna 2023 supistumisen voimakkaana taustatekijänä oli nopean inflaation vaikutus nimittäjään, myös luottovirtojen heikkeneminen vähensi uuden lainanoton vaikutusta velkaan. Lainakustannukset ovat kasvaneet jyrkästi, ja se on heti välittynyt uusiin lainoihin, mikä on vähentänyt asuntolainojen kysyntää. Vanhojen lainojen korkoihin kohdistui nopeammin vaikutuksia maissa, joissa asuntolainat ovat todennäköisemmin vaihtuvakorkoisia tai joissa korko on sidottu hyvin lyhyeksi aikaa ja joissa lainasopimukset ovat pitkiä. Kotitalouksien säästäminen elpyi vuonna 2023 jonkin verran sen jälkeen, kun se oli pandemian aiheuttaman säästämispiikin jälkeen kahden vuoden ajan vähentynyt. Kotitalouksien korkotulot ovat olleet keskimäärin hieman suuremmat kuin niiden korkomenot. Koska kotitaloudet, joilla on varallisuutta, ja kotitaloudet, joilla on lainoja, eivät kuitenkaan ole samoja, monissa maissa voi joihinkin kotitalouksiin kohdistua huomattavia paineita korkeiden korkojen vuoksi. Viimeaikainen korkojen lasku ja odotettavissa oleva palkkojen nousu jonkin verran lieventänevät paineita jatkossa. Vuonna 2024 kotitalouksien taseet vahvistuivat edelleen, joskin hitaammin kuin vuonna 2023.

- Korkeasta inflaatiosta johtuva vahva nimellisen BKT:n kasvu tuki edelleen **julkisen velan** supistumista vuonna 2023, mutta julkisen talouden alijäämä on edelleen huomattava. Vuosina 2024 ja 2025 julkisen talouden perusalijäämien ei odoteta merkittävästi supistuvan eräissä korkean velkatason maissa. Koska nimellisen BKT:n kasvu ja korkokehitys poikkeavat toisistaan

vähemmän suotuisasti, ennustetaan, että vuodesta 2021 nähty julkisen velan supistuminen suhteessa BKT:hen joko maltillistuu tai pysähtyy. Joissakin maissa – erityisesti sellaisissa, joissa velka on erityisen suuri – velan ennustetaan kuitenkin edelleen merkittävästi vähenevän vuonna 2024. Nämä ovat ylijäämäisiä tai vähäisen alijäämän maita, joissa kokonaistuotannon kasvu jatkuu vahvana, minkä pitäisi auttaa velan vähentämisessä. Joissakin euroalueen ulkopuolisissa maissa valtion lainanottoon voi liittyä lisäriskejä, jos suhteellisen suuri osa niiden julkisesta velasta on ulkomaanvaluutan määräistä ja valuuttakurssien vaihtelut voivat näin vaikuttaa niihin. Tulevina vuosina EU:n uuden finanssipoliittisen kehyksen toteuttaminen tukee julkisen sektorin velkavivun vähentämistä.

- EU:n **rahoitussektori** pysyi vuonna 2023 kaiken kaikkiaan häiriönsietokykyisenä, sillä pankit ovat hyötyneet korkotulojen kasvusta ja järjestämättömien lainojen osuus on pysynyt vakaana. Korkojen nousu kasvatti korkomarginaaleja, kun pankit nostivat lainojen korkoja nopeammin kuin talletusten. Kannattavuus on näin parantunut erityisesti pankeissa, jotka tukeutuvat varainhankinnassaan voimakkaammin talletuksiin. Ydinpääomasuhde (CET1) on kasvanut hieman. Kaiken kaikkiaan järjestämättömien lainojen osuus pysyy vakaana, vaikkakin vuonna 2024 on havaittu jonkin verran kasvua, mikä näyttää liittyvän pääasiassa liikekiinteistöjen hintojen korjausliikkeeseen, joka on käynnissä useissa maissa, mutta myös yleisesti heikompaan suhdannetilanteeseen. Luotonantokriteerejä on tiukennettu vuonna 2023, ja sekä kotitalous- että yrityslainojen kysyntä ja tarjonta ovat vähentyneet. Pankkisektori on vuonna 2024 edelleen häiriönsietokykyinen. Omaisuuserien laadun heikkenemisestä on kuitenkin joitakin merkkejä, sillä korkojen nousu ja likviditeettivaje vaikuttavat joihinkin lainanottajiin, kuten kiinteistöliiketoimintaa harjoittaviin yrityksiin. Pankkisektorin ulkopuoliseen rahoitussektoriin kohdistuu todennäköisesti lisäriskejä, mihin liittyy rahoitusolojen kiristymistä, luottolaadun heikkenemistä ja omaisuuserien hintojen hallitsematonta korjautumista. Tällaisia riskejä ovat muun muassa likviditeettiriskit ja sidoksiin liittyvät riskit, koska pankkisektori ja muut sektorit ovat EU:ssa erityisen vahvasti sidoksissa toisiinsa. Sijoitusrahasto- tai vakuutussektorin häiriöillä voi olla heijastusvaikutuksia pankkisektoriin ja päinvastoin. Liikekiinteistösektorin laskusuhdanne on riski joillekin rahoitussektorin osille, ja sillä voi olla negatiivisia heijastusvaikutuksia koko rahoitussektoriin ja reaalitalouteen.

Talouden epätasapainonäkymät

Epätasapainonäkymiin on vaikuttanut epätavallisen voimakkaasti inflatorinen toimintaympäristö, joka on supistanut voimakkaasti velkasuhdetta. Vuonna 2023 inflaatiovauhti hidastui voimakkaasti, ja se lähestyy keskuspankkien tavoitteita vuoden loppuun mennessä. Epätasapainonäkymien kannalta hintojen ja kustannusten nousu oli kuitenkin läpi vuoden ratkaiseva tekijä. Suurilla BKT-deflaattoreilla oli voimakas nimittäjävaikutus tärkeimpiin velkasuhteisiin. Tällä tavoin aiemmat epätasapainot – pääasiassa suuret velkakannat – ovat edelleen korjautuneet, ja monet luvut, erityisesti yritysten ja kotitalouksien velka, ovat nyt aggregaattitasolla alimmillaan moneen vuoteen. Poikkeuksena tästä on joidenkin maiden julkinen velka. Velkasuhde ei ole niissä vielä palannut vuotta 2020 edeltäneelle tasolle huolimatta siitä, että velkasuhteet vuonna 2023 edelleen pienenivät.

Viime vuosien inflaatiopaineet ovat johtaneet talouden toimintaympäristön muuttumiseen. Inflaation hidastuminen merkitsee sitä, että sen vaikutus velan vähentämiseen on nyt rajallisempi, mutta nopeamman inflaation vaikutukset jatkuvat ja ne ovat edelleen osatekijä epätasapainojen muodostumisessa. Monissa maissa yksikkötyökustannusten ennustetaan nousevan edelleen huomattavasti, sillä palkoilla hyvitetään käytettävissä olevien reaalitulojen pienentymistä. Vaikka keskuspankit, Euroopan keskuspankki mukaan lukien, ovat alkaneet keventää rahapolitiikkaa, korkojen odotetaan pysyvän korkeampina kuin viime vuosikymmenellä. Tämä vaikuttaa velkaantumiseen liittyvään korkorasitukseen ja omaisuuserien arvoon talouden kaikilla sektoreilla. Korkojen noustua investoinnit sekä asumiseen että liiketoimintaan ovat jo vähentyneet.

Nimelliskasvu tukee passiivista velkavivun purkamista tulevina vuosina vähemmän. Nimellisen kasvun ennustetaan pysyvän jonkin verran nopeampana kuin ennen pandemiaa, mikä johtuu suurelta osin BKT-deflaattorin pysymisestä hieman korkeana. Tulevina vuosina velkataakkaa ei kuitenkaan voida vähentää enää enempää ilman lainanoton rajoittamista. Suurivelkaisten kotitalouksien kykyyn maksaa suurempia korkoja saattaa kohdistua paineita, jos asuntolainat ovat vaihtuvakorkoisia tai jos kiinteitä korkoja on tarkistettu tai tarkistusajankohta on lähestymässä. Yritysten luottovirtojen heikkeneminen on ilmeistä, ja samaan aikaan yksikkökohtaiset katteet pienenevät – voimakkaan kasvun jälkeen – mahdollisesti yksikkötyökustannusten nousua kompensoiden, kun palkat nousevat elinkustannusten perässä.

Joissakin maissa huomattava vaihtotaseen vaje on ilmeinen, ja ulkomainen nettovelka voi alkaa jälleen kasvaa. Joissakin tapauksissa ulkoinen velkaantuneisuus on käännekohdassa, sillä nimelliskasvu ei enää kompensoi suuria vaihtotaseen alijäämiä, minkä vuoksi ulkoisen nettorahoitusaseman odotetaan heikkenevän tulevina vuosina. Tämä ei koske maita, joiden ulkoinen velkaantuneisuus on suurinta, mutta se koskee joitakin maita, joissa tehoavien politiikkatoimien jättäminen toteuttamatta voisi johtaa ulkoisen velkaantumisen huolestuttavaan kasvuun. Toimien toteuttaminen edellyttää tyypillisesti julkisen talouden alijäämien pienentämistä suuren kysynnän jarruttamiseksi, mikä auttaisi samalla hillitsemään jäljellä olevia inflaatiopaineita, mutta myös kotitalous- tai yrityssektoria koskeva mukautus saattaa olla tarpeen.

Kustannuskilpailukykyyn liittyvät haasteet ovat kasvaneet viime vuosina, ja joissakin maissa hinnat ja kustannukset ovat nyt kumulatiivisen nousun vuoksi huomattavasti korkeammat. Joissakin tapauksissa tilanne pahenee edelleen. Vaikka inflaatioerot ovat erittäin voimakkaasti pienentyneet – ja monissa tapauksissa kadonneet – joissakin jäsenvaltioissa suhteelliset hinnat ja kustannukset ovat nyt paljon korkeammat. Tämä koskee pääasiassa maita, joissa on vielä jonkin verran kiinnikuromismahdollisuuksia, mutta kasvu vaikuttaa paljon suuremmalta kuin mitä Balassa–Samuelson-vaikutusten kaltaisten tekijöiden voidaan uskottavasti katsoa aiheuttavan, eikä se johdu tuottavuuden kasvusta. Tämän seurauksena hintataso on näissä maissa paljon korkeampi kuin aiemmin, mikä saattaa aiheuttaa kilpailukykypaineita, erityisesti silloin, kun kilpailukykyasema on heikentynyt jo ennen pandemiaa. Näiden vaikutusten korjaaminen vie aikaa: ne edellyttävät joko hintojen ja kustannusten jyrkkää alentamista, joka voi johtaa talouden häiriöihin, tai hintojen ja kustannusten pitkäkestoista maltillistamista suhteessa kauppakumppaneihin pidemmän aikaa ja selvemmin kuin muutoin tapahtuisi.

Hintojen ja kustannusten nousu voi aiheuttaa lisäpaineita ulkoisella puolella, ja joissakin tapauksissa voi olla vaikeuksia hillitä hintojen ja kustannusten nousun jatkumista. Joissakin maissa, joissa hinta- ja kustannustaso on noussut voimakkaasti, on myös muita vahingollisia tekijöitä, jotka aiheuttavat erityisiä riskejä. Vientimarkkinoiden menetystä – joka voi johtua geopoliittisista syistä – voi olla vaikeampi torjua uusia vientimahdollisuuksia etsimällä, kun kotimaan hinnat ja kustannukset nousevat. Jos ulkoiseen tasapainoon kohdistuu jo paineita, esim. kun taseet ovat pysyvästi supistuneet energian hintojen vaikutuksesta, kohonnut kustannustaso voi aiheuttaa ulkoisella puolella lisäpaineita, kunnes on sopeuduttu alhaisempaan kysyntätasoon. Jos myös kasvu on ollut vaimeaa, inflaatiopaineita voi olla vaikeaa lievittää kysynnän elpyessä. Talouden tilanteen normalisoituessa taustalla oleva talouden heikkous, kuten rakenteellisesti heikompi ulkoinen rahoitusasema, voi tulla esiin.

Asuntojen korkeat hinnat ovat edelleen merkittävä huolenaihe useissa maissa huolimatta siitä, että hinnat ovat viime aikoina jonkin verran maltillistuneet. Asuntojen hinnat ovat maltillistuneet vuosien voimakkaan nousun jälkeen. Useimmissa tapauksissa nousu kiihtyi pandemian aikana. Nämä korjausliikkeet eivät itsessään vähennä merkittävästi asuntojen hintakehitykseen liittyvää riskiä. Sen sijaan ne ilmentävät haavoittuvuuksia: maissa, joissa asuntojen hinnat laskevat voimakkaasti, tämä johtuu taustadynamiikasta, joka on nostanut hinnat kestämättömälle tasolle. Tämä taustadynamiikka kokonaisuudessaan ei ole muuttunut. Kun

asuntojen kysyntä on täysin mukautunut korkeisiin korkoihin, voidaan odottaa, että asuntojen hinnat alkavat jälleen voimakkaasti nousta, koska asuntojen runsaan kysynnän ja rajallisen tarjonnan välillä on ollut pitkään kuilu.- Tätä saattaa pahentaa asuntoinvestointien väheneminen, jota on viime aikoina tapahtunut tilanteessa, jossa joihinkin jäsenvaltioihin suuntautuva nettomuutto on ollut historiallisen suurta. Kohtuuhintaisen asunnon löytämisestä on monissa maissa tullut yhä vaikeampaa, ja todennäköisesti tilanne heikkenee entisestään. Asuntojen hinnat ovat joidenkin jäsenvaltioiden suurkaupunkialueilla saavuttaneet tason, joka saattaa jarruttaa talouden kykyä houkutella työntekijöitä, mistä voi tulla yhä merkittävämpi rajoite kasvulle. Joissakin maissa asuntojen hintojen nousu on edelleen hyvin voimakasta ja edelleen kiihtymässä. Joissakin tapauksissa voimakas kasvu jatkuu vahvan inflaatiokehityksen rinnalla, jolloin inflaatiota voi olla vaikea hillitä ilman voimakkaita vaikutuksia talouteen.

Maakohtaiset päätelmät ja seuranta

Vuonna 2025 laaditaan perusteellinen tarkastelu niistä yhdeksästä jäsenvaltiosta, joissa on vuonna 2024 havaittu epätasapainoja tai liiallisia epätasapainoja ([4]). Varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa esitetään yleiskatsaus näiden epätasapainojen taustalla olevan keskeisen data kehityksestä. Vuoden 2025 alkupuoliskolla julkaistavissa vuoden 2025 perusteellisissa tarkasteluissa tehdään taloudellinen arvio siitä, ovatko epätasapainot pahenemassa, ollaanko niitä korjaamassa tai onko ne korjattu. Tarkoituksena on päivittää olemassa olevia arvioita ja arvioida mahdollisia jäljellä olevia politiikkatarpeita. Perusteellinen tarkastelu tehdään **Alankomaista, Italiasta, Kreikasta, Kyproksesta, Romaniasta, Ruotsista, Saksasta, Slovakiasta** ja **Unkarista**.

Lisäksi tulostaulusta tehdyt talouspoliittiset päätelmät johtavat siihen, että Virosta olisi tehtävä perusteellinen tarkastelu, koska sillä on erityisiä riskejä, että syntyy uusia epätasapainoja. Tämä vastaa viime vuosina noudatettua ennakoivaa näkökulmaa. Perusteellisia tarkasteluja olisi tehtävä, kun kehitys alkaa huolestuttaa, odottamatta niin kauan, että epätasapainoja on varmasti syntynyt. Virossa on viime vuosina ollut voimakkaita kustannuspaineita. Asuntojen hinnat ovat nousseet huomattavasti, ja myös kotitalouksien lainanotto on lisääntynyt. Viro nousee esiin, koska tällainen kehitys on jatkunut pitkään ja on muita huolestuttavia tekijöitä, jotka aiheuttavat lisäriskejä.

Viron kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen kumuloituu edelleen ja vaihtotase on heikentynyt. Samaan aikaan asuntojen hintojen nousu on edelleen huomattavaa. Virosta tehtiin perusteellinen tarkastelu keväällä 2023, mutta tuolloin ei havaittu epätasapainoja: kilpailukykyyn, ulkoisiin tasapainoihin ja asuntojen hintoihin liittyviä haavoittuvuuksia oli jo nähtävissä, mutta niiden todettiin olevan vähäisiä ja niiden odotettiin korjautuvan nopeasti. Tulostaulu osoittaa Viron osalta, että vuonna 2023 kaksi indikaattoria – reaalinen efektiivinen valuuttakurssi ja yksikkötyökustannukset – ylittivät ohjeelliset kynnysarvot. Taloutta koskevat tulostaulun luvut eivät ole viimeaikaisen kehityksen ja tulevaisuuden näkymien perusteella tarpeeksi vakuuttavia. Kustannuspaineet ovat maltillistuneet, mutta ne ovat euroalueen suurimpia. Inflaatio on edelleen maassa ennätyksellisen nopeaa, ja se selvästi ylittää euroalueen keskiarvon. Myös pohjainflaatio on viime aikoina kiihtynyt. Viron hintojen ja kustannusten nousu on ollut voimakasta talouden heikosta kasvusta huolimatta. Talous ei ole toipunut Venäjän Ukrainassa käymän sodan aiheuttamasta kriisistä, ja taantuma on ollut tuntuva vuosina 2023 ja 2024; reaalinen BKT on nipin napin pandemiaa edeltäneellä tasolla, ja tulos on EU:n heikoin. Vienti on vähentynyt huomattavasti viime aikoina, ja vientimarkkinaosuudet ovat pienentyneet. Vaihtotaseen alijäämä on supistunut vuoden 2022 tasosta, mutta tilanteen kohenemisen ei odoteta jatkuvan. Lisäksi maan vaihtotase on alijäämäinen talouden vaimean toimeliaisuuden aikana, mikä viittaa siihen, että taustalla oleva ulkoinen rahoitusasema on heikompi ja kysyntää kasvattava talouden toimeliaisuuden paraneminen pienentäisi vaihtotasetta. Samaan aikaan asuntojen hinnat ovat viime vuosina nousseet merkittävästi, ja vuoden 2024 alkupuoliskolla nimellishinnat nousivat yli 7 prosenttia. Tämä on lisännyt asuntojen hintojen yliarvostuksen riskiä. Kotitalouksien lainanotto maltillistui vuonna 2023 mutta pysyi merkittävänä, vaikka lainakustannukset olivat euroalueen korkeimmat.

Muista jäsenvaltioista ei tässä vaiheessa ole tarpeen tehdä perusteellista tarkastelua.

([4]) Komission tiedonanto ”Vuoden 2024 talouspolitiikan EU-ohjausjakso – kevätpaketti”, COM(2024) 600 final.

Laatikko: Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun vuoden 2024 uudelleentarkastelun tulos

Makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä annettua asetusta noudattaen komissio arvioi säännöllisesti makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostaulun tarkoituksenmukaisuutta ja päivittää sitä tarvittaessa (asetuksen (EU) N:o 1176/2011 4 artiklan 7 kohta). Tässä varoitusmekanismia koskevassa kertomuksessa tehdään useita muutoksia tulostauluun sekä pää- että lisäindikaattoreihin. Kuten tulostaulun aiempien uudelleentarkastelujen yhteydessä, aiotuista tarkistuksista on ilmoitettu Euroopan parlamentille, neuvostolle (myös sen asiantuntijakomiteoille) ja EJRK:lle ennen niiden lopullista hyväksymistä.

Hyväksytyissä tarkistuksissa otetaan huomioon tilastoindikaattoreiden viimeaikainen kehitys, ja niillä pyritään tekemään tulostaulusta tiiviimpi, tasapainoisempi eri aihepiirien välillä ja ennakoivampi. Niissä noudatetaan seuraavia periaatteita: i) vakaus (liian usein tehtävien tarkistusten välttäminen); ii) ei lisää muuttujia (muuttujien määrä ei yleensä saisi kasvaa, jotta noudatetaan asetuksen vaatimusta pitää tulostaulun muuttujien määrä pienenä); iii) merkityksellisyys ja merkittävyys makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn valvonnan kannalta; ja iv) tarve ottaa huomioon tilastojen laadun jatkuva paraneminen. Pääindikaattoreiden tärkeimmät muutokset esitetään jäljempänä. Lisätietoja esitetään kertomuksen ohessa annettavassa komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa ([5]).

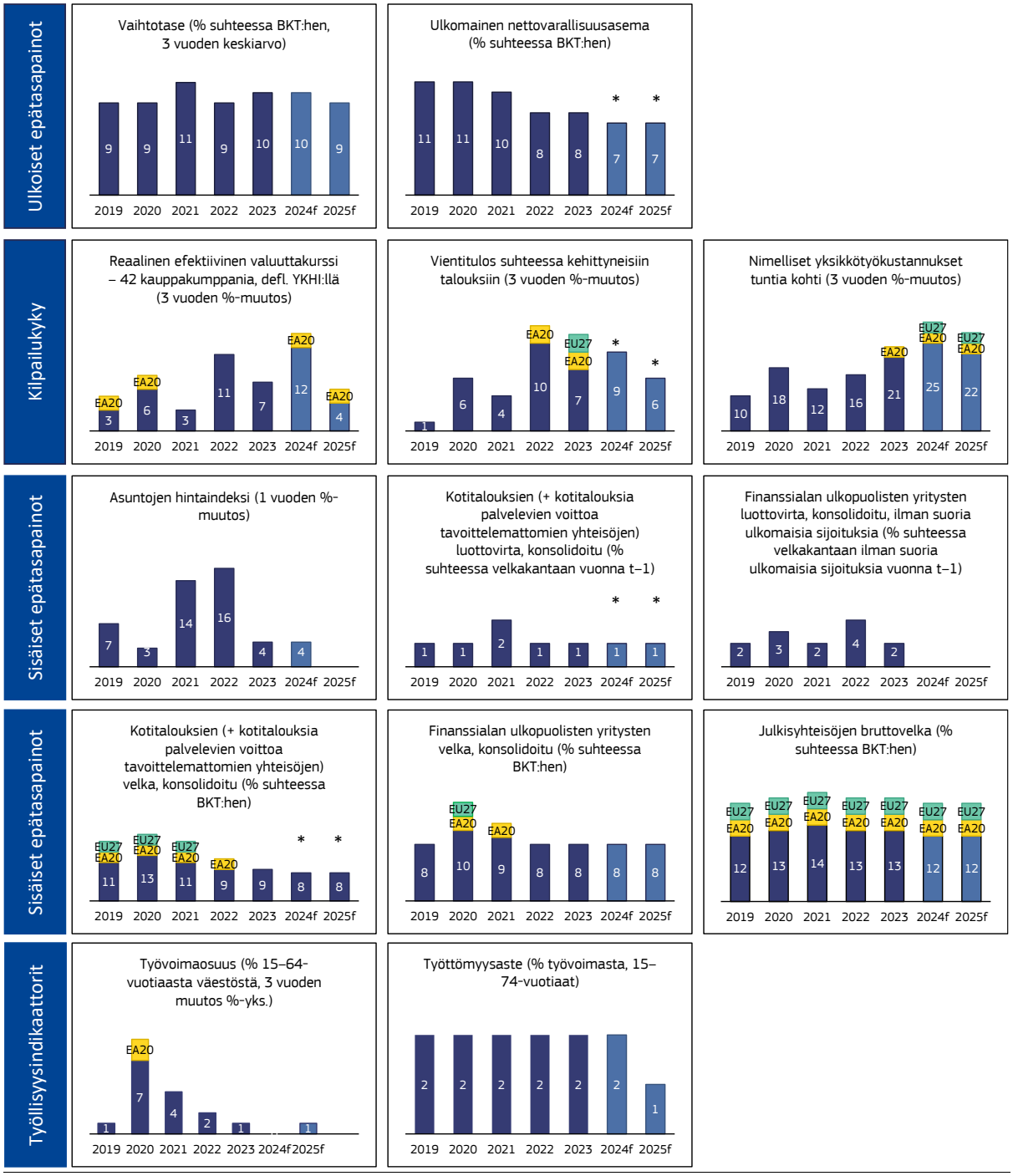
- ”Vienti verrattuna kehittyneisiin talouksiin” -indikaattori on nostettu lisäindikaattorin asemasta pääindikaattoriksi, jota mitataan muutoksena kolmen vuoden aikana. Indikaattorille on hiljattain vahvistettu –3 prosentin kynnysarvo. ”Vientimarkkinaosuus” -indikaattori puolestaan alennetaan lisäindikaattoriksi.
- Yksityisen sektorin velkakannan ja luottovirtojen indikaattorit on jaettu erillisiin kotitalouksien indikaattoreihin ja yritysten indikaattoreihin. Luottovirrat mitataan prosenttiosuutena edellisen vuoden luottokannasta, ja yrityksille suuntautuvasta luottovirrasta jätetään pois suorat ulkomaiset sijoitukset sekä osoittajasta että nimittäjästä. Kotitalouksien velkakannan uusi kynnysarvo on 55 prosenttia ja yritysten 85 prosenttia suhteessa BKT:hen, ja kotitalouksien luottovirtojen kynnysarvo on 14 prosenttia ja yritysten 13 prosenttia suhteessa edellisen vuoden velkakantaan.
- Rahoitussektorin velkojen pääindikaattorista luovutaan, koska ei ole olemassa kattavaa rahoitussektorin indikaattoria, jolle voitaisiin järkevästi määrittää kynnysarvo, ja koska Euroopan tasolla on olemassa useita muita riippumattomia rahoitussektorin valvontamekanismeja, joita on otettu käyttöön makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn perustamisen jälkeen. Pankkisektoria seurataan tarkemmin seuraavien kolmen lisäindikaattorin avulla: järjestämättömien lainojen bruttomäärä (% bruttomääräisistä lainoista), pankkisektorin ydinvakavaraisuussuhde (CET1) (% riskipainotetuista omaisuuseristä) ja pankkisektorin oman pääoman tuotto (%). Vaikka näistä indikaattoreista saadaan tärkeää tietoa, merkityksellisiä makrotaloudellisia kynnysarvoja on vaikea määrittää. Pääindikaattorin puuttuminen tulostaulusta ei suinkaan merkitse sitä, että rahoitussektorin merkitys komission makrotalouden valvonnassa olisi vähentynyt.
- Pitkäaikaistyöttömyys- ja nuorisotyöttömyysasteesta tulee lisäindikaattoreita.
- Reaalista efektiivistä valuuttakurssia koskevan indikaattorin kynnysarvoa alennetaan euroalueen osalta ±5 prosentista ±3 prosenttiin ja euroalueen ulkopuolisten maiden osalta ±11 prosentista ±10 prosenttiin, jotta voidaan ottaa huomioon tuoreemman datan jakautuminen.
- Joidenkin pääindikaattoreiden määritelmiin ja muutoksiin tehdään mukautuksia, mm. seuraavat:
  - Nimellisten yksikkötyökustannusten indeksi mitataan tuntia kohti eikä työntekijää kohti.
  - Asuntojen hintaindeksiä mitataan nimellisin luvuin eikä reaalisin luvuin, mikä johtaa myös siihen, että kynnysarvoksi tulee +9 prosenttia.

([5]) Komission yksiköiden valmisteluasiakirja muutoksista makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tulostauluun, SWD(2024) 702.

– Työttömyysaste esitetään vuosittaisena datana kolmen vuoden keskiarvon sijaan.

Myös lisäindikaattoreihin tehdään useita muutoksia. Muun muassa niiden määrää vähennetään merkittävästi, kuten tähän kertomukseen liittyvässä komission yksiköiden valmisteluasiakirjassa esitetään. Tarkistetussa tulostaulussa on yksi pääindikaattori ja 5(+5) lisäindikaattoria vähemmän kuin tähän asti käytössä olleessa versiossa.

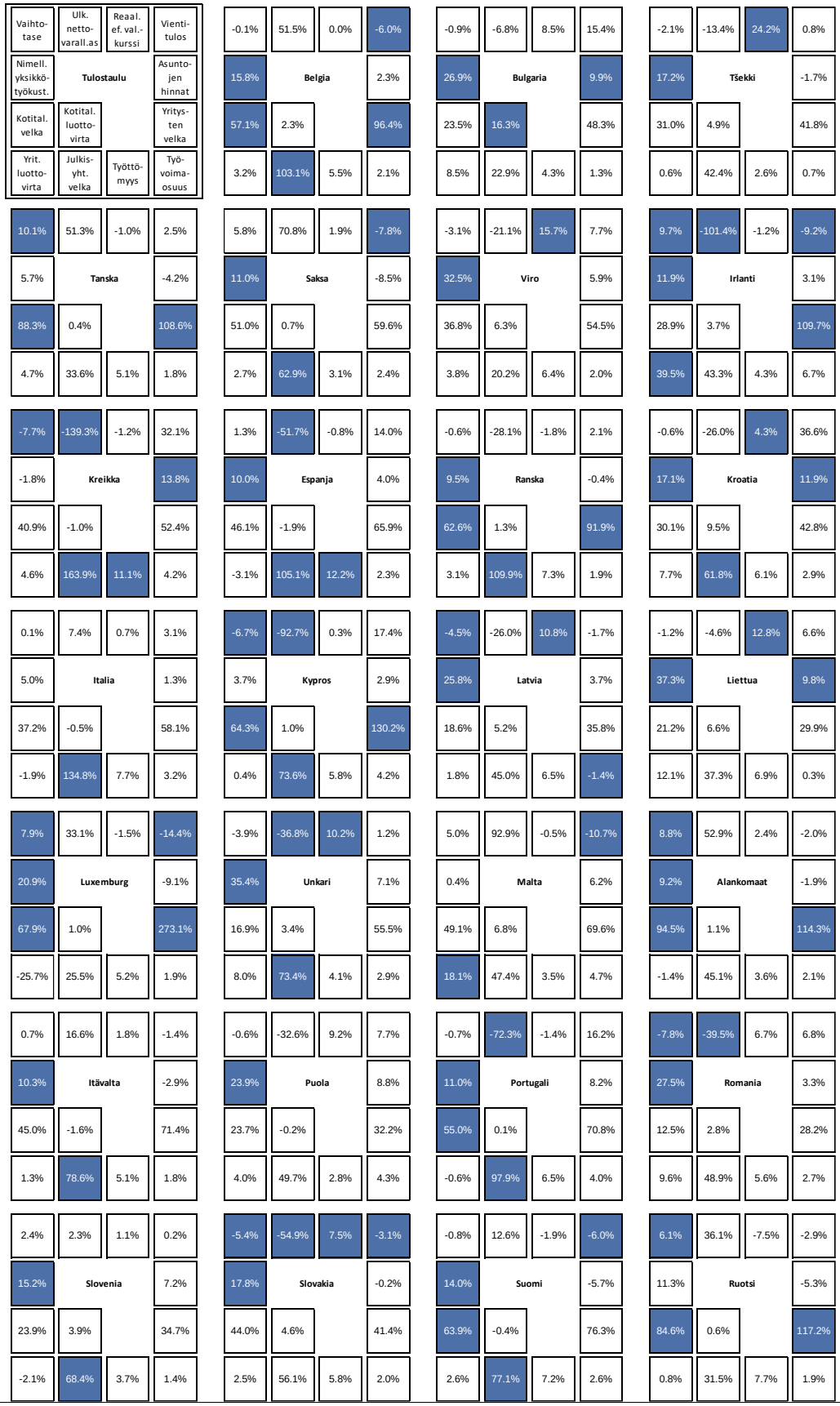
Kaavio 1: **Niiden jäsenvaltioiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon**



Niiden jäsenvaltioiden määrä, joilla tulostaulun indikaattorin arvo ylittää kynnysarvon tiettynä vuonna, vastaa vuoden 2025 varoitusmekanismia koskevan kertomuksen koontipäivän dataa (31. lokakuuta 2024). Dataan tämän jälkeen tehdyt mahdolliset tarkistukset voivat aiheuttaa sen, että määrä poikkeaa tulostaulun muuttujien aiempien arvojen perusteella lasketusta kynnysarvon ylittävien arvojen määrästä, joka on julkaistu kertomuksen aiemmissa versioissa. * Ennustejaksolta ei ole saatavilla aggregaattitason dataa.

Lähde: Eurostatin ja Euroopan komission ennusteet.

Kaavio 2: **Varoitusmekanismia koskevan kertomuksen tulostaulun indikaattorit vuonna 2023 maittain**



Lähde: Eurostat