

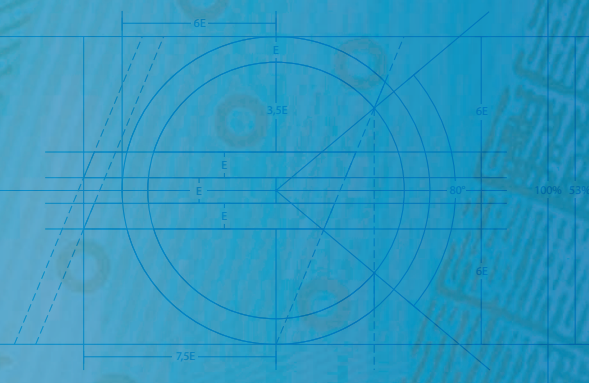


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

8/2017



# Sisällys

<b>Raha- ja reaali-talouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	5
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	12
3 Talouskehitys euroalueella	17
4 Hinnat ja kustannukset	22
5 Rahan määrä ja luotonanto	27
6 Julkisen talouden kehitys	35
<b>Kehikot</b>	<b>37</b>
1 Mitkä tekijät vaikuttavat metallien hintakehitykseen?	37
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 26.7.–31.10.2017	41
3 Kyselypohjaisten indikaattoreiden viimeaikainen vahvuus: mitä se kertoo BKT:n kasvun syvyydestä ja laajuudesta?	45
4 Mitä EKP:n Survey of Professional Forecasters kyselytutkimus kertoo euroalueen työmarkkinoita koskevista arvioista?	50
5 Huomioita alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnista vuoden 2018 arvioinnin perusteella	54
<b>Artikkelit</b>	<b>57</b>
(Saataavissa englanninkielisinä EKP:n verkkopalvelusta <a href="http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/html/index.en.html">http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/html/index.en.html</a> )	
1 The oil market in the age of shale oil	57
2 The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area	75
<b>Tilastot</b> (vain englanniksi)	<b>S1</b>

# Raha- ja reaalityalouden kehitys

## Yhteenveto

**EKP:n neuvosto totesi 14.12.2017 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa, että inflaatiovauhdin palautumista hieman alle kahteen prosenttiin on vieläkin edistettävä kasvua vahvasti tukevan rahapolitiikan keinoin.** Tuoreimpien eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden ja muiden lokakuun lopussa pidetyn rahapolitiikkakokouksen jälkeen saatujen tietojen perusteella talouskasvu on vahvaa ja kasvunäkymät ovat kohentuneet merkittävästi. EKP:n neuvoston arvion mukaan vahva suhdannekehitys ja talouden käyttämättömän kapasiteetin merkittävä väheneminen lisäävät luottamusta siihen, että inflaatiovauhti lähenee tavoitetta. Kotimaiset inflaatiopaineet ovat kuitenkin pysyneet kaiken kaikkiaan vaimeina, eikä vielä ole luotettavia merkkejä pysyvämmästä nopeutumistrendistä. EKP:n neuvosto totesikin, että runsas rahapoliittinen elvytys on edelleen tarpeen, jotta pohjainflaation nopeutumispaineiden kasvu voi jatkua ja tukea kokonaisuinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Kasvua tukevaa vaikutusta ylläpidetään lokakuun rahapolitiikkakokouksessa päätetyllä omaisuuseräostojen jatkamisella, jo ennestään mittavilla arvopaperiomistuksilla ja takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksilla sekä tulevaa korkokehitystä koskevalla ennakoivalla viestinnällä.

## EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

**EKP:n neuvosto totesi taloudellisissa analyysissään, että euroalueen talouskasvu jatkuu edelleen vahvana ja ulottuu tasaisesti eri toimialoille ja eri maihin.** BKT:n kasvua tukevat yksityisen kulutuksen ja investointien kasvu sekä vienti, joka hyötyy maailmantalouden laaja-alaisesta elpymisestä. Tuoreimmat kysely- ja tilastotiedot vahvistavat käsitystä voimakkaasta kasvuvireestä. Myös maailmantalous jatkaa vakaata kasvuaan, ja elpyminen näyttäisi yhtenäistyvän eri puolilla maailmaa.

**Euroalueen rahoitusolot ovat pysyneet erittäin suotuisina.** Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot ovat 7.9.2017 jälkeen hieman supistuneet. Myös yritysten joukkolainojen riskilisät ovat supistuneet euroalueella ja yritysosakkeiden hinnat ovat nousseet, kun vahvat talousnäkymät ovat edelleen tukeneet yritysten joukkolainojen ja osakkeiden arvon kehitystä. Euron efektiivinen valuuttakurssi on pysynyt viime kuukausina jokseenkin ennallaan.

**Euroalueen talouskehitystä koskevissa euroalueen asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 2,4 % vuonna 2017 ja 2,3 % vuonna 2018 sekä 1,9 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020.** BKT:n kasvunäkymät on arvioitu huomattavasti vahvemmiksi kuin vielä EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2017 arvioissa. EKP:n rahapoliittisten toimien odotetaan edelleen tukevan euroalueen talouskasvua. Lisäksi velkataakan

purkamistarpeiden väheneminen ja parantunut työmarkkinatilanne vauhdittavat yksityisten investointien ja kulutuksen kasvua. Yritysten kannattavuuden paraneminen ja erittäin suotuisat rahoitusolot edistävät edelleen yritysten investointien kasvua. Lisäksi euroalueen vienti hyötyy maailmantalouden kasvun jatkumisesta.

**Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti oli marraskuussa 1,5 % (lokakuussa 1,4 %).** Pohjainflaatio on indikaattorien perusteella kuitenkin hieman hidastunut viime aikoina – osin erityistekijöiden vuoksi. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella vuotuisen inflaatiövauhdin odotetaan hidastuvan lähikuukausina mutta nopeutuvan sitten jälleen. Hidastuminen johtuu pääasiassa energian hintakehitykseen liittyvästä vertailuajankohdan vaikutuksesta. Keskipitkällä aikavälillä pohjainflaation odotetaan nopeutuvan maltillisesti EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun, käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella.

**Samankaltainen kuva välittyi myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti on 1,5 % vuonna 2017 ja 1,4 % vuonna 2018 sekä 1,5 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020.** Kokonaisinflaatiövauhti on arvioitu hieman nopeammaksi kuin syyskuuisissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa, mikä johtuu pääasiassa öljyn ja elintarvikkeiden hintojen noususta.

**Tuoreimpien asiantuntija-arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhde pienenee arviointijakson aikana lisää lähinnä suhdannetilanteen paranemisen ja korkomenojen vähenemisen ansiosta.** Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan kutakuinkin neutraalia. Julkista velkaa on BKT:hen suhteutettuna edelleen paljon, mutta velkasuhteen odotetaan jatkavan supistumistaan.

**Taloudellista analyysia täydentävässä rahatalouden analyysissä todettiin, että rahan määrän kasvu jatkui vakaana lokakuussa ja vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä.** Lavean rahan määrä kasvoi lokakuussa vuositasolla 5 % eli samaa tasaista tahtia, joka on jatkunut vuoden 2015 puolivälistä lähtien. Yksityisen sektorin lainakannan kasvu on sekin jatkunut. Yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuisen kokonaiskehityksen arvioidaan vahvistuneen vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä, kun sekä velkapaperien liikkeeseenlaskut että pankkien antolainaus kehittyivät suotuisasti.

## Rahapoliittiset päätökset

**EKP:n neuvosto totesi taloudellisen ja rahatalouden analyysin pohjalta, että inflaatiövauhdin kestävää palautumista hieman alle kahteen prosenttiin on edelleen edistettävä vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan keinoin.** EKP:n ohjaukset päätettiin pitää ennallaan. Ohjauksorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin. EKP:n neuvosto vahvisti, että epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvassa omaisuuserien osto-ohjelmassa on tammikuusta 2018 alkaen tarkoitus jatkaa ostoja 30 miljardin

euron arvosta kuukaudessa. Näin on tarkoitus toimia syyskuun 2018 loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi. EKP:n neuvosto vahvisti myös, että jos kehitysnäkymät muuttuvat epäsuotuisammiksi tai jos rahoitusmarkkinatilanne ei enää edistä inflaatiiovauhdin kestävää elpymistä, se on valmis pidentämään omaisuuserien osto-ohjelman kestoja ja/tai kasvattamaan ostojen määrää. Eurojärjestelmä jatkaa ohjelmassa ostettujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman sijoittamista uudelleen vielä pidemmän aikaa ostojen päättymisen jälkeen ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen.

## Ulkoinen ympäristö

*Maailmantalous laajenee edelleen vakaaseen ja yhä enenevässä määrin samaan tahtiin eri puolilla maailmaa. Kehittyneiden talouksien näkymät pitävät sisällään vankkaa kasvua, joka hidastuu arviointijaksolla, kun noususuhdanne saavuttaa lakipisteensä. Nousevien markkinatalousmaiden näkymiä vahvistaa taloudellisen toimeliaisuuden voimistuminen raaka-aineiden viejämaissa. Indikaattorien mukaan maailmankauppa on elpymässä kolmannella vuosineljänneksellä. Maailmanlaajuisen inflaation odotetaan nopeutuvan verkkaisesti maailmantalouden käyttämättömän kapasiteetin pienenemisen myötä.*

### Maailman taloudellisen toimeliaisuuden ja maailmankaupan kehitys

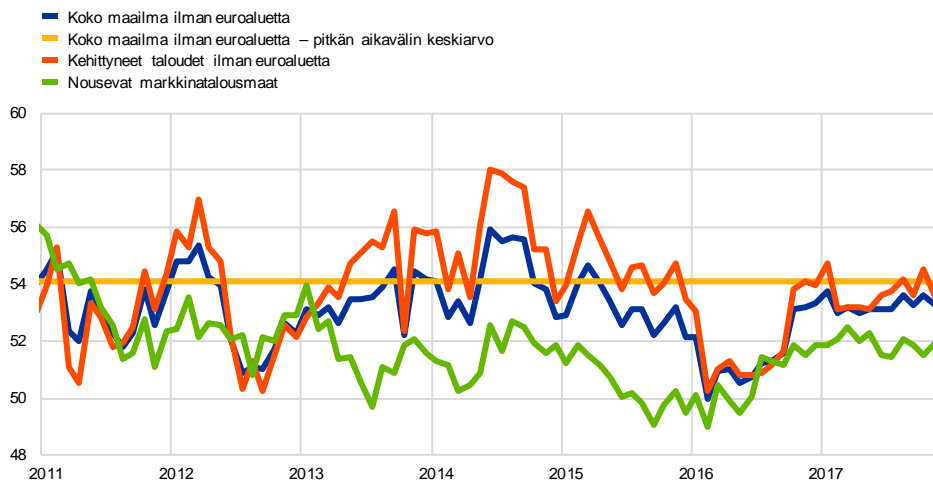
**Maailmantalous jatkaa kasvuun aiempaa laaja-alaisemmin ja kasvaa edelleen vuoden jälkipuoliskolla.** Elpyminen vaikuttaa etenevän maailmalla samaan tahtiin, sillä niiden maiden osuus, joissa taloudellinen toimeliaisuus lisääntyi viime vuosien keskiarvoa enemmän, on ollut kasvussa vuoden 2016 jälkipuoliskolta lähtien. Kehittyneistä talouksista Yhdysvaltain taloudellinen toimeliaisuus lisääntyi vakaaseen tahtiin kolmannella vuosineljänneksellä äskettäisten hurrikaanien vaikutuksesta huolimatta. Myös Japanissa BKT kasvoi voimakkaasti, kun taas Isossa-Britanniassa taloudellinen toimeliaisuus oli verraten vaimeaa osittain siksi, että punnan kurssin heikkeneminen vaikutti epäedullisesti kotitalouksien reaalitytuloihin ja kulutukseen. Tämä vaikutus oli voimakkaampi kuin kilpailukyvyyn koheneminen ja euroalueen yhä vankemman talouskasvun luoma positiivinen vire. Nousevien markkinatalousmaiden taloudellinen toimeliaisuus on saanut tukea Intiasta ja Kiinasta sekä Brasilian ja Venäjän elpymisestä syvän laman jälkeen. Venäjällä elpymisen arvioidaan tosin jonkin verran hidastuvan lyhyellä aikavälillä.

**Kyselypohjaiset indikaattorit ja mielipidekyselyt osoittavat maailman kokonaistuotannon kasvun jatkuvan lähitulevaisuudessa.** Ilman euroaluetta laskettu, maailman kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (Purchasing Managers' Index, PMI) pysytteli vuoden kolmannella neljänneksellä samalla tasolla kuin kahdella edellisellä vuosineljänneksellä eli lähellä pitkän ajan keskiarvojaan. Indeksien mukaan maailman taloudellinen toimeliaisuus lisääntyy tasaiseen tahtiin (ks. kuvio 1). Myös kuluttajien luottamusta mittaavat indikaattorit ovat nousseet viime kuukausien aikana.

## Kuvio 1

### Kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksi)



Lähteet: Haver Analytics, Markit ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2017. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 marraskuuhun 2017.

### Eri maiden rahapolitiikassa ilmeni jonkin verran eroja, mutta

#### maailmantalouden rahoitusolot pysyvät yleisesti kasvua edistävinä.

Markkinat odottavat edelleen, että Yhdysvallat kiristää vähä vähältä rahapolitiikkaansa.

Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea jätti syyskuun kokouksessaan ohjaukset ennalleen mutta päätti alkaa supistaa keskuspankin tasetta. Koronosto tapahtui joulukuussa markkinoiden odotusten mukaisesti. Odotukset Ison-Britannian rahapolitiikan kiristymisestä vahvistuivat, kun virallista ohjaukorkoa nostettiin, ja vankistuivat entisestään, kun inflaatio nopeutui äkillisesti tavoitetasojen yläpuolelle ja hinnoissa ilmeni pitkäaikaisia nousupaineita punnan kurssin hiljattaisen heikkenemisen myötä. Japanin keskuspankki piti rahapolitiikkansa mitoituksen elvyttävänä. Kiinan keskuspankki on antanut rahoitusolojen kiristyä vuoden alusta alkaen vähentääkseen velkavivun käyttöä rahoitusjärjestelmässä. Keskuspankki nosti avomarkkinoilla soveltamia korkoja ja ohjasi nostamaan pankkien välisiä korkoja. Muut nousevat markkinatalousmaat, kuten Intia ja jotkin raaka-aineiden viejät, laskivat ohjaukorkoja inflaatiopaineiden laantuessa ja valuuttakurssien vahvistuessa. Rahoitusmarkkinoiden tunnelma on pysynyt korkealla kehittyneissä talouksissa, kun osakemarkkinoilla syntyy tuottoja ja volatiliiteetti on edelleen vähentynyt. Korot ovat laskeneet useissa keskeisissä nousevissa markkinatalousmaissa, mikä on jonkin verran keventänyt rahoitusoloja, ja pääomavirta maihin on vahvistunut voimakkaasti.

### Maailman taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan pysyvän suurin piirtein ennallaan, mutta eri maiden ja alueiden kehityksessä on huomattavia eroja.

Kehittyneiden talouksien näkymät enteilevät vankkaa kasvua, joka hidastuu arviointijaksolla, kun elpymiskehitys – etenkin Yhdysvalloissa ja Japanissa – saavuttaa lakipisteensä ja tuotantokuilut vähitellen sulkeutuvat. Sen sijaan Isossa-Britanniassa kasvun enteillään pysyvän vaimeana. Nousevissa markkinatalousmaissa tätä näkymää vahvistavat elpymisen raaka-aineiden

viejämaissa ja erityisesti Brasiliassa ja Venäjällä. Kasvu jatkuu vankkana Intiassa ja Kiinassa, mutta Kiinan odotetaan siirtyvän vaimeammalle kasvu-uralle potentiaalisen kasvun hidastumisen vuoksi. Nämä suuntaukset tasoittavat suurin piirtein toisensa ja johtavat maailmantalouden BKT:n vakaisiin kasvunäkymiin.

**Kasvupotentiaali on viime vuosina pienentynyt useimmissa kehittyneissä talouksissa ja nousevissa markkinatalousmaissa, ja sen odotetaan tasaantuvan kriisinjälkeisen tason alapuolelle.** Kehittyneissä talouksissa investoinnit ovat vähentyneet finanssikriisin jälkeisten heikompien investointiasteiden vuoksi. Tähän kehitykseen ovat vaikuttaneet myös kriisiä seuranneet heikommat kysyntäodotukset sekä kiristyneet rahoitusolot ja kasvanut epävarmuus. Investoinnit ovat vähentyneet myös nousevissa markkinatalousmaissa ja varsinkin raaka-aineiden viejämaissa. Väestönkasvun hiipuminen on sekin pienentänyt kasvupotentiaalia useissa maissa.

**Yhdysvalloissa taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan pysyvän vankkana ja saavan tukea vakaasta kotimaisesta kysynnästä.** Elpymisen jatkumista tukee investointien ja kulutuksen vakaa kasvu, kun tiukka työmarkkinatilanne ruokkii vähitellen palkkojen suurempaa kasvua ja suotuisat rahoitusolot kasvattavat varallisuutta. Ulkomaisen kysynnän vahvistuminen ja dollarin kurssin hiljattainen heikkeneminen tukevat nekin osaltaan Yhdysvaltain näkymiä. Verouudistus ja siihen liittyvä finanssipoliittinen paketti antavat todennäköisesti talouteen pontta ensi vuodesta eteenpäin. BKT:n kasvun arvioidaan kuitenkin hidastuvan vähitellen keskipitkällä aikavälillä ja palaavan potentiaaliselle tasolle.

**Isossa-Britanniassa suuri epävarmuus pitänee BKT:n kasvun lyhyellä aikavälillä verraten vaimeana.** Taloudellisen toimeliaisuuden hiljattainen hidastuminen on johtunut lähinnä yksityisestä kulutuksesta, kun nopeutuvan inflaation ja reaali-palkkojen kasvun pienenemisen vaikutus on alkanut tuntua kotitalouksissa. Toimeliaisuuden odotetaan hidastuvan myös seuraavilla vuosineljänneksillä. Melko vaimeissa kasvuodotuksissa kuvastuvat jatkuva suuri epävarmuus ja punnan kurssin voimakas heikkeneminen Ison-Britannian EU-jäsenyydestä käydyn kansanäänestyksen jälkimainingeissa.

**Japanissa talouskasvun odotetaan pysyvän vankkana koti- ja ulkomaisten tekijöiden tuella.** Vaikka finanssipoliittisen tuen väheneminen todennäköisesti hidastaa talouskasvua, taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan saavan tukea vankentuvasta vientikysynnästä ja yksityisten investointien tuotoista, jotka liittyvät suuriin voittoihin, suureneviin työvoima- ja kapasiteettivajeisiin sekä suotuisiin rahoitusoloihin. Lokakuulle 2019 suunnitellun arvonnäköavun korotuksen odotetaan kuitenkin heikentävän toteutuksensa jälkeen taloudellista toimeliaisuutta.

**Kiinassa taloudellinen toimeliaisuus jatkaa vankkaa kasvuun ja saa tukea kovasta kulutuskysynnästä sekä yhä vahvoista asuntomarkkinoista.** Lähiajan näkymiä hallitsee viranomaisten keskittyminen vakaaseen kasvuun meneillään olevan poliittisen siirtymävaiheen vuoksi. Keskipitkän aikavälin oletuksena on, että maassa toteutetaan asteittain jatkuvia rakenneuudistuksia, jotka hidastavat kasvua hallitusti.



**Keski- ja Itä-Euroopan maissa taloudellisen toimeliaisuuden odotetaan vilkastuvan lyhyellä aikavälillä investointien elpymisen ja vahvan yksityisen kulutuksen ansiosta.** Talouskasvun veturina on edelleen kotimainen kysyntä, ja kehitystä tukevat työmarkkinoiden koheneminen sekä EU-rahoituksen parempi käyttöaste.

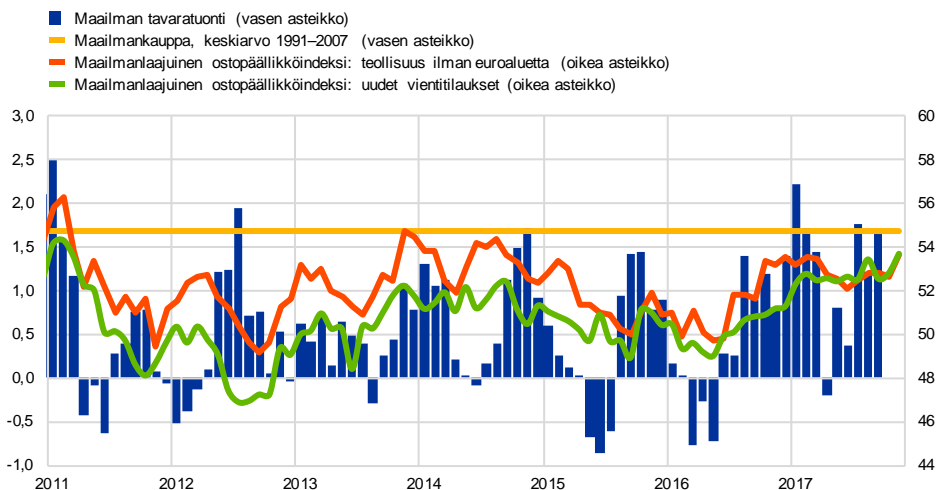
**Raaka-aineiden suurten viejäm maiden taloudet jatkavat elpymistään syvien taantumien jälkeen.** Venäjällä ennakoivat indikaattorit osoittavat elpymisen heikkenevän lyhyellä aikavälillä, mutta sen jälkeen kasvun odotetaan alkavan uudelleen ja saavan tukea öljyn hinnannoususta, ruplan vahvistumisesta ja inflaation hidastumisesta. Keskipitkällä aikavälillä kasvun odotetaan pysyvän vaimeana, kun finanssipoliittiset haasteet rasittavat liiketoimintaympäristöä ja kiinteiden investointien ja rakenneuudistusten puute heikentää Venäjän tuotantokapasiteettia. Brasiliassa taloutta tukevat keskipitkällä aikavälillä paitsi lisääntyvä rahapoliittinen elvytys ja ulkomaankaupan vaihtosuhteen paraneminen myös keventyvät rahoitusolot, vaikka toistuvat poliittiset epävarmuusjaksot vaikeuttavatkin jatkuvasti yritysten investointeja ja yksityistä kulutusta.

**Maailmankauppa jatkoi vankkaa kasvua toisella vuosineljänneksellä, ja lähiajan näkymät ovat edelleen positiiviset.** Maailman tavaratuonnin kasvuvauhti osoittaa maailmankaupan kasvaneen edelleen vakaasti vuoden kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio 2). Tavaratuonnin volyyymi suureni 1,6 % syyskuussa (kolmen kuukauden jaksoissa mitattuna) lähinnä siksi, että tuonnin kasvu alkoi äkillisesti elpyä nousevissa markkinatalousmaissa ja etenkin Aasiassa ja Latinalaisessa Amerikassa. Kehittyneistä talouksista tuonnin kasvu oli sen sijaan syyskuun tietojen mukaan hidastumassa Yhdysvalloissa ja Japanissa, mikä vahvistaa saatavilla olevat kansantalouden tilinpitotiedotteiden tiedot (tavaroiden ja palvelujen) tuonnin supistumisesta. Ennakoivien indikaattorien perusteella maailmankaupan kasvu pysynee vankkana, sillä maailmanlaajuinen ostopääliköindeksiin sisältyvät vientitilaukset olivat edelleen korkeissa lukemissa neljännen vuosineljänneksen alussa.

## Kuvio 2

### Maailman tavarakauppa

(vasen asteikko: muutokset prosenttisyksikkönä kolmen kuukauden jaksoilta; oikea asteikko: diffuusioindeksi)



Lähteet: Markit, CPB ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2017 (maailmanlaajuinen ostopääällikköindeksi: teollisuus), lokakuulta 2017 (maailmanlaajuinen ostopääällikköindeksi: uudet vientitilaukset) ja syyskuulta 2017 (ulkomaankauppa).

**Maailmankaupan odotetaan jatkossa laajenevan edelleen.** Ulkomaankaupan indikaattorien ja kyselyjen vahvat tulokset yhdistettyinä toistuviin myönteisiin yllätyksiin voivat viitata siihen, että suhdannekehitys määrää maailmankaupan kehitystä enemmän kuin aiemmin oletettiin noususuhdanteen ja investointien elpymisen ansiosta.

### **Kaiken kaikkiaan maailman kokonaistuotannon kasvun arvioidaan pysyvän suurin piirtein ennallaan arviointijaksolla.**

Euroalueen talousnäkymistä joulukuussa 2017 laadittujen eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden mukaan maailmanlaajuisen BKT:n kasvun arvioidaan nopeutuvan (euroalueen ulkopuolella) vuoden 2017 tasosta eli 3,7 prosentista 3,9 prosenttiin vuonna 2018 ja palaavan sitten asteittain 3,7 prosenttiin vuonna 2020. Tämä kehitys johtuu siitä, että kasvu hidastuu asteittain arviointijaksolla kehittyneissä talouksissa, joissa suhdanne on lähempänä lakipistettä. Sen vastapainoksi kasvu voimistuu nousevissa markkinatalousmaissa ja varsinkin Latinalaisessa Amerikassa. Euroalueen vientikysynnän kasvun ennustetaan laajenevan 5,5 % vuonna 2017, 4,4 % vuonna 2018, 3,8 % vuonna 2019 ja 3,5 % vuonna 2020. Syyskuun 2017 arvioihin verrattuna maailmanlaajuisesta BKT:tä tarkistetaan vain hieman ylöspäin vuosina 2017–2018. Euroalueen vientikysynnän kasvua on tarkistettu ylöspäin koko arviointijaksolla tietoihin tehtyjen muutosten ja keskipitkän aikavälin myönteisempien kehitysnäkymien vuoksi.

### **Maailman taloudellisen toimeliaisuuden näkyihin liittyvät ennakoitua suotuisamman kehityksen riskit ovat kasvussa lyhyellä aikavälillä mutta laskussa keskipitkällä aikavälillä.**

Kasvuskenaariossa on mahdollista, että kohentunut ilmapiiri johtaa odotettua nopeampaan toimeliaisuuden piristymiseen. Odotettua suurempi finanssipoliittinen tuki, jollaisesta Yhdysvaltain kongressissa parhaillaan keskustellaan, ilmentää sekin maltillisia suotuisamman kehityksen

riskejä, jotka koskevat Yhdysvaltain ja maailman taloudellisen toimeliaisuuden kasvua. Keskipitkällä aikavälillä vallitsee kuitenkin myös kasvunäkymiä heikentäviä riskejä. Niitä ovat muun muassa kaupan protektionismin lisääntyminen, maailman rahoitusolojen äkillinen kiristyminen (mikä voi olla vahingollista varsinkin haavoittuvassa asemassa oleville nouseville markkinatalousmaille), Kiinan uudistusprosessiin ja kaupan vapauttamisprosessiin liittyvät häiriöt sekä poliittinen ja geopoliittinen epävarmuus, joka liittyy muun muassa Ison-Britannian ja Euroopan unionin tulevia suhteita koskeviin neuvotteluihin.

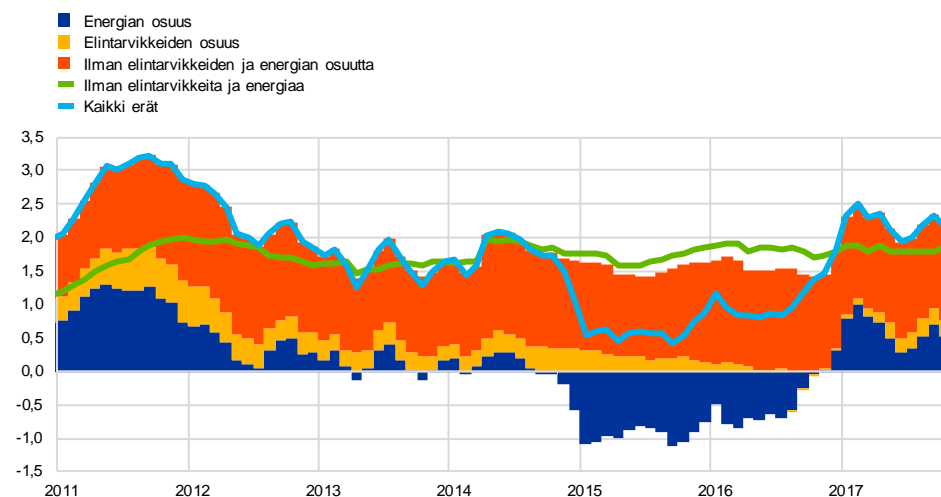
## Maailmanlaajuinen hintakehitys

**Maailmanlaajuinen kuluttajahintainflaatio hidastui hieman lokakuussa energian hinnanlaskun myötä.** OECD-maiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio, joka on nopeutunut parin edellisen kuukauden aikana energian hinnan osuuden suurenemisen vuoksi, hidastui lokakuussa 2,2 prosenttiin (ks. kuvio 3). Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu OECD:n vuotuinen inflaatio, joka on pysynyt vakaana 1,8 prosentissa viiden viime kuukauden aikana, nopeutui kuitenkin 1,9 prosenttiin.

### Kuvio 3

#### OECD:n kuluttajahintainflaatio

(vuositason muutosten osuudet prosenttiyksikkönä)



Lähde: OECD.

Huom. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

**Öljyn hinta on viime viikkoina noussut edelleen.** Brent-raakaöljyn hinta nousi elokuun puolivälin tasosta eli 50 Yhdysvaltain dollarista barrelilta hiljattain yli 64 dollariin barrelilta. Hinnannousun taustalla olivat Lähi-idän geopoliittiset jännitteet ja Venezuelan viimeaikainen kehitys. Ne lujittivat odotuksia öljyn vahvasta kysynnästä sekä OPEC-maiden ja muiden öljyntuottajamaiden välisen sopimuksen mukaisten öljyn tarjonnan supistusten jatkumisesta maaliskuun 2018 jälkeen, minkä vahvistaa 30.11.2017 tehty sopimus supistusten voimassaolon jatkamisesta vuoden 2018 loppuun. Öljyn futuurihinnat viittaavat siihen, että öljyn hinta laskee nykytason

alapuolelle eli noin 61 Yhdysvaltain dollariin barreilta vuonna 2018 ja 58 dollariin barreilta vuonna 2019. Muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat ovat sen sijaan hieman laskeneet viime viikkojen aikana, vaikka rautamalmin hinta onkin noussut. Kehikossa 1 tarkastellaan yksityiskohtaisemmin metallien hintakehitykseen vaikuttaneita tekijöitä jaoteltuina kysyntä- ja tarjontavaikutuksiin.

**Maailmanlaajuisen inflaation odotetaan jatkossa nopeutuvan verkkaisesti.**

Öljyfutuuriin tämänhetkinen hintakäyrä enteilee öljyn hinnan hieman laskevan arviointijaksolla, mikä vuoksi energian hinnan vaikutus inflaatioon jäänee hyvin vähäiseksi. Pohjainflaation odotetaan saavan tukea hitaasti pienenevästä maailmanlaajuisesta käyttämättömästä kapasiteetista.

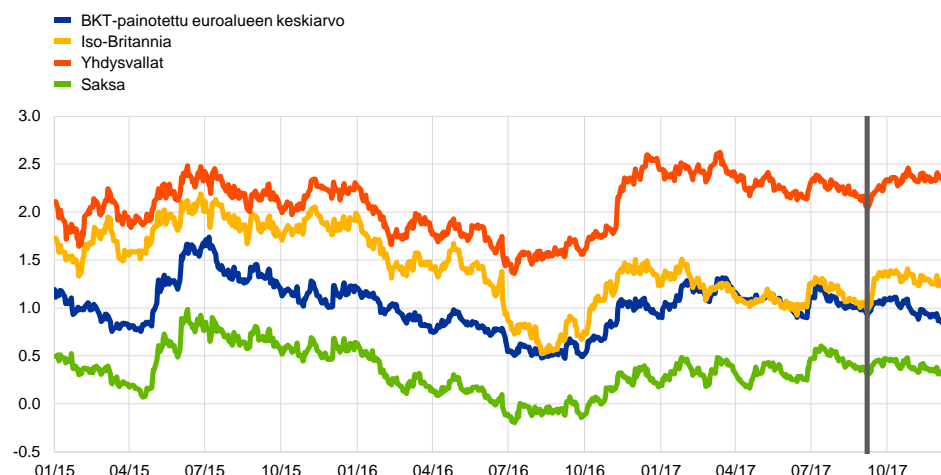
## Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot ovat hieman supistuneet 7.9.2017 pidetystä EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokouksesta lähtien. Myös yritysten joukkolainojen tuottoerot ovat supistuneet, ja euroalueen yritysten osakehinnat ovat puolestaan nousseet, kun geopoliittiset riskit ovat markkinaosapuolten näkemyksen mukaan vähentyneet. Yritysten joukkolainojen ja osakkeiden arvostuksia tukevat edelleen vakaat talousnäköymät. Euron kurssi valuuttamarkkinoilla on pysynyt pääosin ennallaan. **Valtion pitkien joukkolainojen tuotot ovat supistuneet euroalueella syyskuun alusta lähtien.** Tarkastelujaksolla (7.9.2017–13.12.2017) valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot kasvoivat Saksassa 0,02 prosenttiyksikköä 0,32 prosenttiin (ks. kuvio 4). Euroalueella valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo kuitenkin pieneni 0,05 prosenttiyksikköä ja oli 0,88 %, kun joidenkin euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot laskivat satunnaisten tekijöiden vaikutuksesta. Yhdysvalloissa valtion pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat 0,30 prosenttiyksikköä 2,34 prosenttiin ja Isossa-Britanniassa 0,24 prosenttiyksikköä 1,21 prosenttiin. Euroalueen pitkien korkojen kehitys on ollut syyskuun alusta lähtien kaiken kaikkiaan vaimeaa, eikä niissä ole näkynyt muissa maissa tapahtuneen korkojen nousun vaikutusta, mikä johtuu euroalueen rahapolitiikkaa koskevista markkinaodotuksista. Yhdysvalloissa korkojen nousua vauhdittivat osaltaan verolainsäädännön muutosnäköymät, ja Isossa-Britanniassa yhtenä vauhdittavana tekijänä oli rahapolitiikan tulevan suunnan uudelleenarviointi.

### Kuvio 4

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot euroalueella, Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Bloomberg ja EKP.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.9.2017. Tuoreimmat tiedot 13.12.2017.

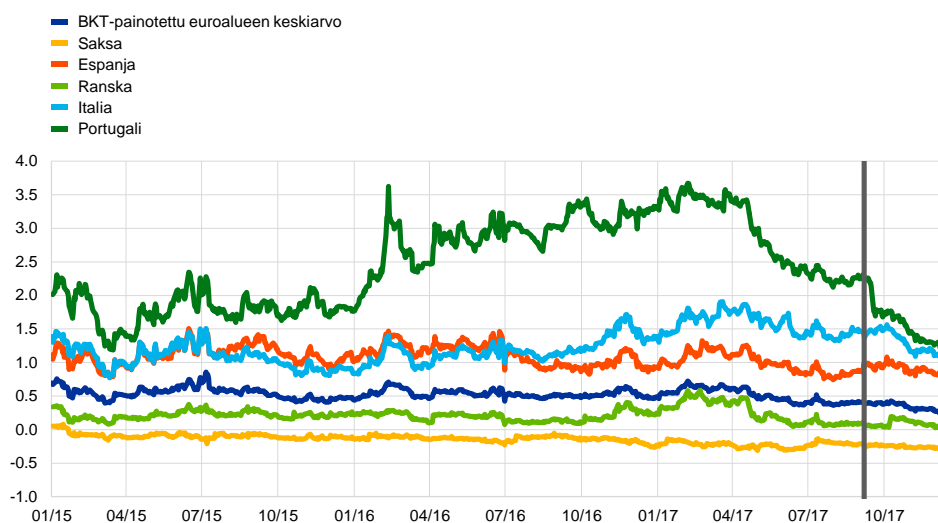
**Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin (overnight indexed swap, OIS) nähden pienenevät useissa euroalueen maissa.** Tuottoerojen pieneneminen vaihteli esimerkiksi

Saksan 0,03 prosenttiyksiköstä Italian 0,20 prosenttiyksikköön ja Portugalin noin 1,00 prosenttiyksikköön (ks. kuvio 5). Italiassa ja Portugalissa tähän kehitykseen vaikutti joidenkin keskeisten luottoluokituslaitosten valtion joukkolainoille antama entistä parempi luottoluokitus sekä euroalueen makrotaloudellisen ympäristön yleinen koheneminen. Lisäksi satunnaisten tekijöiden aiheuttama tuottoerojen pieneneminen Italiassa ja Portugalissa oli pääsyyinä siihen, että euroalueen BKT-painotettu valtion 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

### Kuvio 5

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(vuotuinen tuottoero prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.9.2017. Tuoreimmat tiedot 13.12.2017.

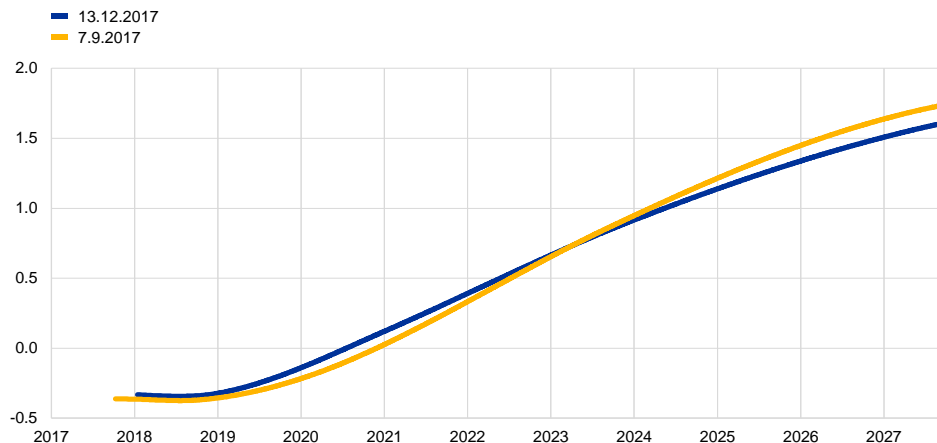
### Eoniakoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutuneen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä pysyi pääosin muuttumattomana.

Käyrä nousi lyhyissä maturiteeteissa hiukan ja laski pitkissä maturiteeteissa hieman (ks. kuvio 6). Käyrän pysyminen nollan alapuolella vuoden 2020 keskivaiheille saakka viittaa siihen, että markkinaosapuolet odottavat talletusmahdollisuuden koron pysyvän negatiivisena pitemmän aikaa.

## Kuvio 6

### Eonitermiinikorot

(vuotuinen korko prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

#### **Eoniakorko pysytteli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,35 prosentissa.**

Satunnaisten tekijöiden vuoksi eoniakorko nousi korkeimmillaan -0,24 prosenttiyksikköön marraskuun lopussa. Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi suunnilleen 121 miljardia euroa ja oli noin 1 898 miljardia euroa, kun eurojärjestelmä jatkoi laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman mukaisia ostoja. Likviditeettitilannetta käsitellään tarkemmin kehikossa 2.

#### **Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerot pienentyivät edelleen tarkastelujakson aikana.**

Joulukuun 7. päivänä euroalueen yritysten investointikelpoisiksi luokiteltujen joukkolainojen tuottoerot AAA-luokituksen saaneiden yritysten käyrään nähden olivat keskimäärin 0,16 prosenttiyksikköä pienemmät kuin syyskuun 2017 alussa ja noin 0,80 prosenttiyksikköä pienemmät kuin maaliskuussa 2016, jolloin EKP:n neuvosto ilmoitti aloittavansa yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman. Niin ikään yritysten liikkeeseen laskemien muiden kuin investointikelpoisiksi luokiteltujen joukkolainojen tuottoerot pienenevät 0,11 prosenttiyksikköä ja rahoitussektorin yritysten velkapapereiden tuottoerot 0,16 prosenttiyksikköä (ks. kuvio 7). Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen jo ennestään vähäisten tuottoerojen supistuminen kertoo osaltaan siitä, että talouden elpyminen on lujittumassa.

## Kuvio 7

### Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

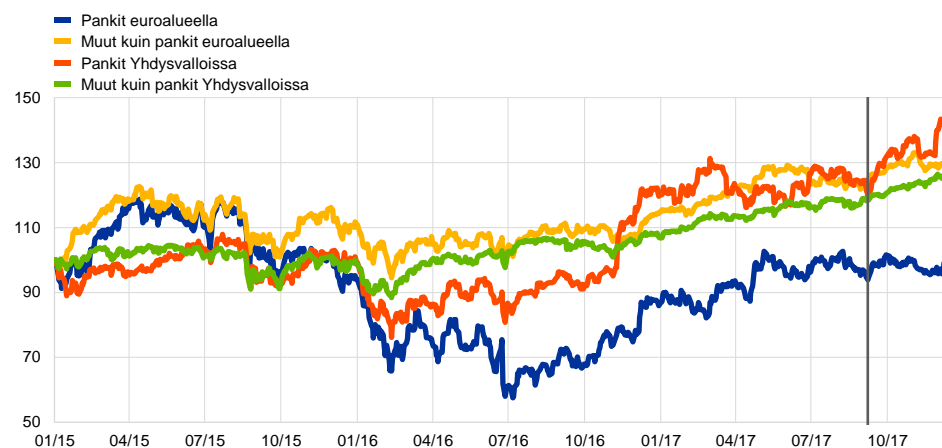
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.9.2017. Tuoreimmat tiedot 13.12.2017.

**Euroalueen osakehinnat nousivat tarkastelujaksolla.** Euroalueen yritysten ja rahoitussektorin osakehinnat olivat tarkastelujakson päätteeksi nousseet noin 4 %. Nousu kuvastaa osaksi markkinaosapuolten näkemystä geopoliittisen riskin pienenemisestä (ks. kuvio 8). Euroalueen osakehintoja vahvistavat edelleen myös vakaat talousnäkömät ja niiden seurauksena yritysten tuotto-odotusten kasvaminen. Yhdysvalloissa yritysten osakehinnat olivat tarkastelujakson päätteeksi nousseet 7 % ja rahoitussektorin yritysten osakehinnat 19 %. Yhtenä nousuun vaikuttavana tekijänä on se, että markkinaosapuolet suhtautuvat myönteisesti Yhdysvaltain yhteisöverouudistukseen. Euroalueella osakehintojen volatiliiteettia koskevat markkinoiden odotukset laskivat hieman ja ovat pysyneet alhaisina vuonna 2017. Yhdysvalloissa odotukset ovat myös yleisesti laskeneet.

## Kuvio 8

### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 7.9.2017. Tuoreimmat tiedot 13.12.2017.



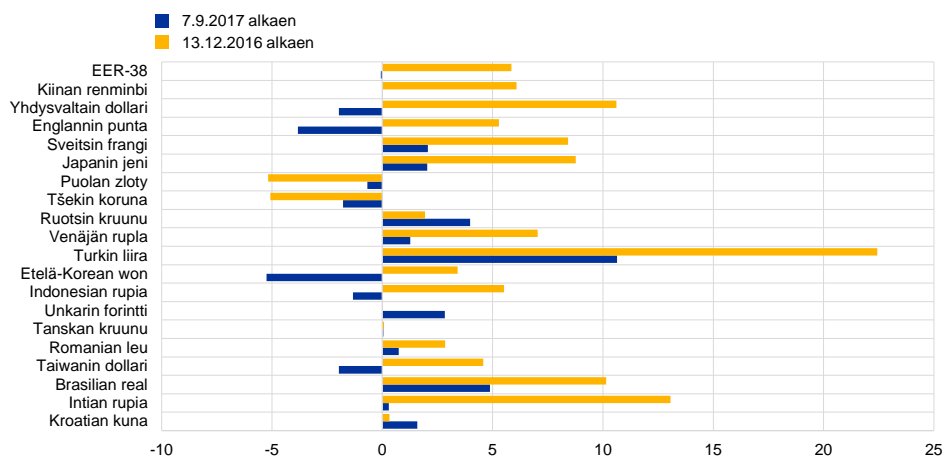
### Euron kurssi valuuttamarkkinoilla on pysynyt suurin piirtein ennallaan.

Kahdenväliset kurssit ovat kuitenkin kehittyneet vaihtelevasti. Euron kurssi dollariin nähden oli korkeimmillaan tarkastelujakson alussa ja on sen jälkeen laskenut 2,0 % (ks. kuvio 9), mikä heijastelee sekä rahapolitiikkaa koskevia odotuksia että siihen liittyvää makrotalouden kehitystä. Euron kurssi heikentyi myös Englannin puntaan nähden (3,8 %) sekä useiden Aasian nousevien markkinatalousmaiden valuuttoihin nähden. Euro vahvistui joidenkin nousevien ja kehittyneiden talouksien valuuttoihin nähden. Se vahvistui Sveitsin frangiin nähden (2,1 %), Japanin jeniin nähden (2,0 %) sekä Kiinan renminbiin nähden. Niin ikään euron kurssi vahvistui useimpien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden valuuttoihin nähden. Poikkeuksina olivat Puolan zloty ja Tšekin koruna, joihin nähden euro heikkeni 0,7 % ja 1,8 %.

### Kuvio 9

#### Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosentteja)



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Muutokset on laskettu 13.12.2017 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

### 3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen talouskasvu on pysynyt sekä vahvana että maittain ja toimialoittain laaja-alaisena. BKT:n kasvu saa tukea yksityisen kulutuksen ja investointien kasvusta sekä maailmantalouden laajan elpymisen viennille tarjoamasta vetoavusta. Tuoreimmat kyselytulokset ja tilastot vahvistavat käsityksen lyhyen aikavälin voimakkaasta kasvuvireestä. Verrattuna EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2017 arvioihin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioissa BKT:n kasvu on arvioitu merkittävästi nopeammaksi. Euroalueen BKT:n arvioidaan kasvavan 2,4 % vuonna 2017, 2,3 % vuonna 2018, 1,9 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020.

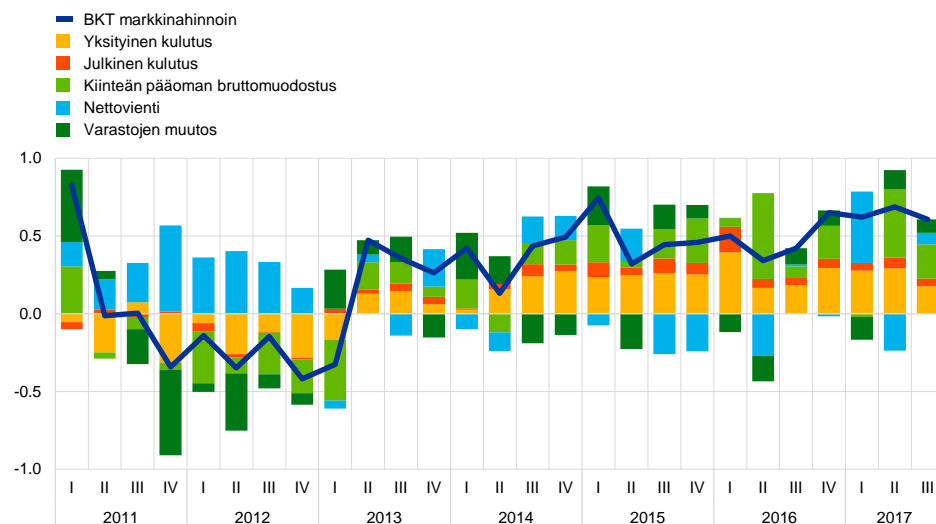
#### Euroalueen talouden kasvu jatkuu vilkkaana sekä maittain ja toimialoittain laaja-alaisena.

BKT kasvoi vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä, kun se oli edellisellä neljänneksellä kasvanut 0,7 % (ks. kuvio 10). Kasvun tärkein veturi oli edelleen kotimainen kysyntä ja erityisesti kiinteät investoinnit, mutta kasvu sai tukea myös nettoviennistä ja varastojen muutoksesta. Tuotantopuolella talouskasvu oli laaja-alaista; arvonlisäyksen kasvu oli voimakkaan positiivista teollisuudessa (pl. rakentaminen) ja hieman vähäisemmässä määrin positiivista myös rakennus- sekä palvelualoilla.

#### Kuvio 10

##### Euroalueen BKT ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

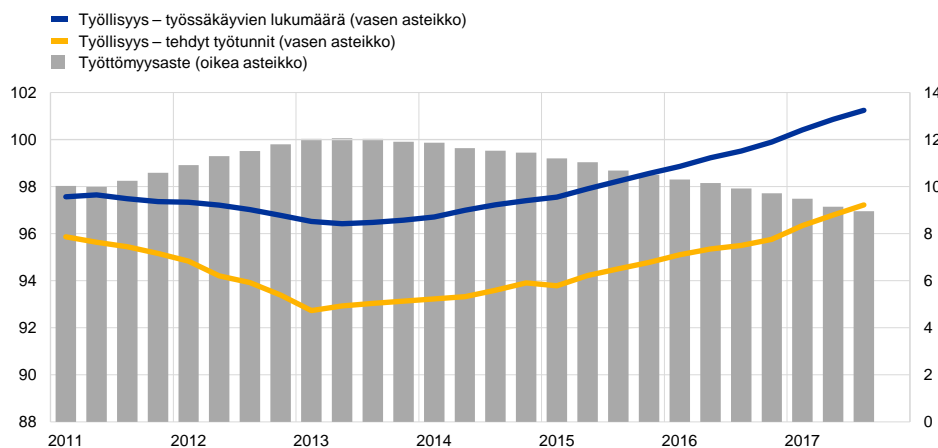
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä.

**Euroalueen työmarkkinoiden vahva kehitys jatkuu.** Työllisyys kasvoi vuoden 2017 kolmannelta vuosineljänneksellä 0,4 % edellisestä neljänneksestä ja 1,7 % vuodentakaisesta. Työllisyys on nyt 1,2 % korkeampi kuin parhaimmillaan ennen kriisiä vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Myös tehtyjen työtuntien määrä elpyi, joskin työntekijää kohden laskettuna keskimääräiset työtunnit ovat pysyneet jokseenkin ennallaan. Näin on siitä huolimatta, että sekä kokoaikaiset että osa-

aikaiset työntekijät tekivät keskimäärin enemmän töitä, sillä osa-aikaisten työntekijöiden osuuden kasvu työvoiman koostumuksessa tasoitti työtuntien määrän kasvun vaikutusta.<sup>1</sup> Lokakuussa 2017 euroalueen työttömyysaste oli 8,8 %, joka on alin lukema sitten tammikuun 2009 (ks. kuvio 11). Työttömyys on vähentynyt laaja-alaisesti eri ikä- ja sukupuoliryhmissä. Pitkäaikaistyöttömyys (eli vähintään 12 kuukautta työttömänä olleiden prosentiosuus työvoimasta) jatkoi vähenemistä mutta pysyi selvästi kriisiä edeltäneen tason yläpuolella. Kyselytutkimuksista saadut tiedot viittaavat työmarkkinatilanteen paranemiseen jatkossakin. Samaan aikaan eräissä maissa ja eräillä toimialoilla on alkanut esiintyä entistä enemmän merkkejä työvoimapulasta.

**Kuvio 11**  
Euroalueen työmarkkinoiden kehitys

(vasen asteikko: indeksi: I/2008 = 100; oikea asteikko: prosenttia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä ja työttömyysasteesta lokakuulta 2017.

**Työmarkkinoiden paraneminen tukee edelleen tulojen kasvua ja yksityistä kulutusta.** Yksityisen kulutuksen neljännesvuotuinen kasvu hidastui vuoden 2017 kolmannelta neljänneksellä 0,3 prosenttiin edellisen neljänneksen 0,5 prosentista. Erityisesti kestokulutustavaroiden kulutuksen kasvu on saanut pontta työmarkkinatilanteen elpymisestä ja työntekijää kohden laskettujen reaali-palkkojen kasvusta. Myös rahoitusoloja helpottaneet EKP:n rahapoliittiset toimenpiteet jatkuvat kotitalouksien kulutuksen kannalta suotuisina. Säästämisaste on laskenut viime vuosineljänneksen aikana heijastellen sekä kotitalouksien talous- ja rahoitustilanteen paranemista että matalaa korkotasoa, joka alentaa niiden säästämisalttiutta. Kuluttajien luottamus koheni edelleen marraskuussa 2017 sitä mukaa, kun kotitalouksien optimismi tulevaa taloustilannettaan kohtaan sekä euroalueen yleinen tilanne paranivat. Näin ollen kuluttajien luottamus on nyt lähellä historian vahvinta tasoaan, mikä viittaa vahvoihin kulutusnäköymiin lyhyellä aikavälillä.

#### **Asuntomarkkinoiden elpymisen odotetaan tukevan talouskasvua.**

Kotitalouksien investoinnit kasvoivat 1,3 % vuoden 2017 toisella neljänneksellä, kun elpyminen jatkui euroalueella kokonaisuutena ja monissa euroalueen maissa.

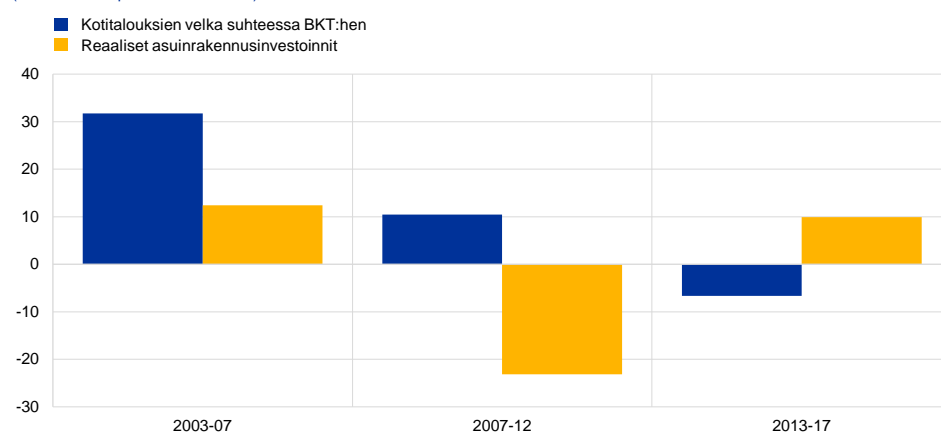
<sup>1</sup> Ks. Talouskatsauksen 6/2016 kehikko "Factors behind developments in average hours worked per person employed since 2008".

Euroalueen talouskriisin alusta lähtien asuinrakennusinvestoinnit ja kotitalouksien velkaantuneisuus ovat kehittyneet eri suuntiin. Vuonna 2008 kotitalouksien velkaantuneisuus kääntyi nousuun, kun taas asuinrakennusinvestoinnit alkoivat supistua. Tämä trendi kääntyi päinvastaiseksi vuonna 2013, jolloin investointien elpymisen ohella kotitalouksien velkaantuneisuus alkoi vähentyä. Tämä kehitys poikkeaa selvästi kriisiä edeltäneestä ajasta, jolloin sekä velkaantuneisuus että investoinnit kasvoivat (ks. kuvio 12).

### Kuvio 12

#### Velkaantuneisuus ja asuinrakennusinvestoinnit

(kumulatiiviset prosenttimuutokset)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2017 toiselta neljännekseltä.

Asuinrakennusinvestoinnit ja asuntojen hinnat saavat edelleen tukea erittäin suotuisista rahoitusoloista, sijoitusvarallisuuden kohdistumisesta asuntosijoituksiin muiden pitkäaikaisten sijoituskohteiden matalien tuottojen vuoksi sekä tulojen kasvusta uusien työpaikkojen luonnin myötä. Viimeaikaiset indikaattorit viittaavat siihen, että asuinrakennusinvestointien positiivinen kehitys jatkuu. Rakennusalan talonrakennussegmentin luottamus parani edelleen lokakuussa, ja se on korkeimmalla tasollaan sitten vuoden 2008. Myös rakennustuotanto kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä yhdenmukaisesti asuntoinvestointien kasvun kanssa, joskin hitaammin kuin aiemmin kuluvana vuonna. Euroopan komission rakentamisan talonrakennussegmentin luottamusindikaattori parani edelleen loka- ja marraskuussa kolmannesta vuosineljänneksestä, mikä viittaa positiivisen kasvun jatkumiseen viimeisellä neljänneksellä.

#### **Yritysten investoinnit kasvoivat vakaasti vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä, ja lyhyen aikavälin näkymät pysyivät vahvoina.**

Muut investoinnit kuin rakennusinvestoinnit kasvoivat 1,9 % kolmannella vuosineljänneksellä, kun ne olivat edellisellä neljänneksellä kasvaneet 3,9 %. Euroopan komission kyselytutkimuksesta viimeisellä vuosineljänneksellä saatu näyttö viittaa siihen, että tarjontakapeikkojen koetaan kasvaneen edelleen, joten pääomakantaa on kasvatettava tai virtaviivaistettava. Lisäksi pääomahyödykkeiden tuotantoalan tunnelmat ovat vahvat hyvin suotuisien tuotanto-odotusten ja tilauskantojen myötä. Velkarahoituksen maltillinen kasvu sekä osakkeiden hintojen voimakas elpyminen viime vuosina ovat painaneet yrityssektorin velkaantumistasoita (velka suhteessa

kokonaisvarallisuuteen) historiallisen matalalle, mikä luultavasti parantaa yritysten valmiuksia investointeihin.

### Yritysten investointien odotetaan elpävän edelleen keskipitkällä aikavälillä.

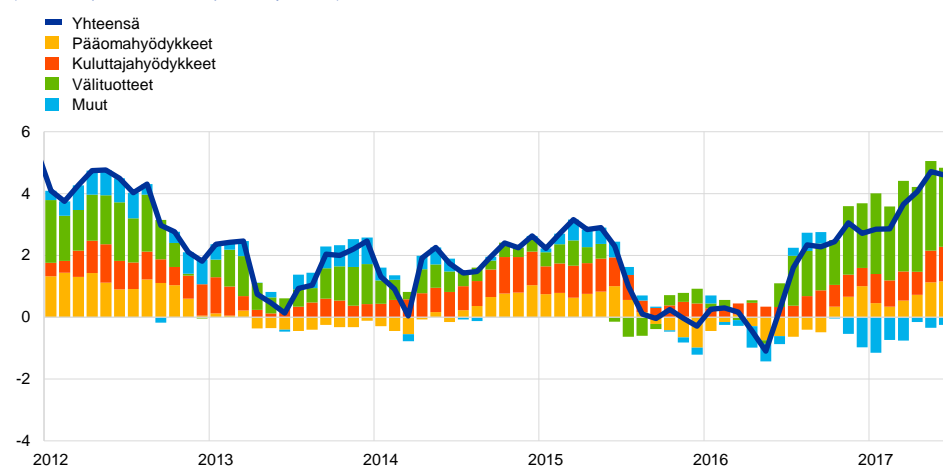
Vahvat investointinäkymät saavat tukea useista eri tekijöistä. Kapasiteetin käyttöaste nousee ja pysyy korkeammalla kuin ennen kriisiä keskimäärin, rahoitusolojen odotetaan pysyvän hyvin suotuisina ja katteiden arvioidaan kasvavan jo entuudestaan hyvin likvidillä yrityssektorilla. Lisäksi velkaantuneisuuden purkamispaineiden odotetaan vähenevän edelleen talouden elpymisen edetessä ja korkojen pysyessä matalana, mikä puolestaan tukee yritysten investointien kasvua. Samalla kuitenkin odotukset vaimeasta potentiaalisen tuotannon kasvusta sekä pankkien rajoittunut rahoituksenvälityskyky eräissä maissa sekä jäljellä olevat rakenteelliset esteet ja tiettyä erikoisosaamista tarjoavan työvoiman puute saattavat painaa yritysten investointinäkymiä.

**Euroalueen viennin vahva kasvu jatkuu.** Kuukausittaiset tiedot viittaavat euroalueen viennin vahvan kasvun jatkumiseen kolmannella vuosineljänneksellä, jolloin vuotuinen kasvuvauhti oli 4,1 % eli korkein kuuteen vuoteen (heinä- ja elokuun perusteella) ja selvästi korkeampi kuin ennen kriisiä keskimäärin. Tämä tarkoittaa vuonna 2016 alkaneen elpymisen jatkumista. Ulkomaisen kysynnän suotuisa kehityksen vaikutus oli euron viimeaikaisen vahvistumisen negatiivista vaikutusta voimakkaampi. Vienti EU:n ulkopuolisiin maihin, erityisesti Kiinaan ja muualle Aasiaan, oli positiivisen kehityksen keskeinen veturi. Keskimääräistä suuremmat uudet tehdasteollisuuden tilaukset ja vientimarkkinaolosuhteet viittaavat siihen, että viennin vahva kasvu jatkuu lähikuukausina ja että välituotteiden ja pääomahyödykkeiden positiivinen kehitys (ks. kuvio 13) saattaa liittyä globaalien investointien elpymiseen. Tämä voisi tukea vientiä keskipitkällä aikavälillä.

### Kuvio 13

#### Tavaravienti euroalueen ulkopuolelle

(vuotuinen prosenttimuutos, prosenttiyksikköä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tavaraviennin määrä. Tuorein havainto elokuulta 2017.

**Kaiken kaikkiaan tuoreet tiedot viittaavat positiivisen kasvun jatkumiseen vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä ja vuodenvaihteessa, ja vahvan kasvun**

**odotetaan jatkuvan myös vuonna 2018.** Talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission indikaattori (Economic Sentiment Indicator, ESI) sekä koko tuotantoa kuvaava ostopääallikköiden yhdistelmäindeksi (composite output Purchasing Managers' Index, PMI) nousivat edelleen marraskuussa ja pysyivät keskiarvotasonsa yläpuolella. Tämä viittaa siihen, että vuoden 2017 viimeinen neljännes oli vähintään yhtä vahva kuin edellinen neljännes (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 3 "Kyselypohjaisten indikaattoreiden viimeaikainen vahvuus: mitä se kertoo BKT:n kasvun syvyydestä ja laajuudesta?").

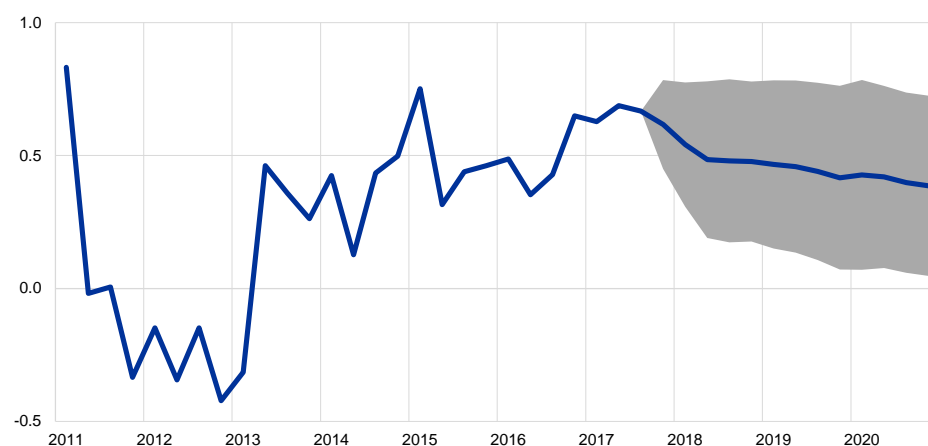
**Euroalueen talouskasvun odotetaan jatkuvan, kun kasvu saa tukea EKP:n rahapoliittisista toimenpiteistä, jotka välittyvät reaalityönteeseen.** Aiempaa vähäisempi tarve velkaantuneisuuden purkamiseen tukee edelleen yksityisen kulutuksen kasvua, samoin kuin työmarkkinatilanteen paraneminen, matalat korot ja erittäin suotuisat rahoitusolot. Yritysten kannattavuuden paraneminen ja erittäin suotuisat rahoitusolot edistävät edelleen yritysten investointien elpymistä. Samaan aikaan euroalueen vientiyritykset hyötyvät edelleen maailmantalouden kasvusta.

**Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioissa euroalueen BKT:n vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 2,4 % vuonna 2017, 2,3 % vuonna 2018, 1,9 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020 (ks. kuvio 14).** BKT:n kasvu on siten arvioitu selvästi nopeammaksi kuin syyskuussa 2017 julkaistuissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvat riskit ovat jokseenkin tasapainossa.

#### Kuvio 14

##### Euroalueen BKT (arviot mukaan lukien)

(neljännesvuositason prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyymiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2017)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 14.12.2017.

Huom. Vaihteluvälit arvioiden ympärillä perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään EKP:n verkkosivuilla julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" (EKP, joulukuun 2009).

## Hinnat ja kustannukset

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti kiihtyi marraskuussa 1,5 prosenttiin, kun se oli lokakuussa ollut 1,4 %.

Pohjaininflaatiomittarien kehitys on maltillistunut viime aikoina osin erityistekijöiden vuoksi. Öljyn nykyisten futuurihintojen perusteella vuotuisen kokonaisinflaatiovauhdin odotetaan todennäköisesti hidastuvan lähikuukausina ja nopeutuvan sitten jälleen. Hidastuminen johtuu pääasiassa energian hintakehitykseen liittyvästä vertailuajankohdan vaikutuksesta. Pohjaininflaation odotetaan nopeutuvan maltillisesti keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapolitiittisten toimien, jatkuvan talouskasvun, käyttämättömän kapasiteetin asteittaisen vähenemisen ja palkkojen nousun tuella.

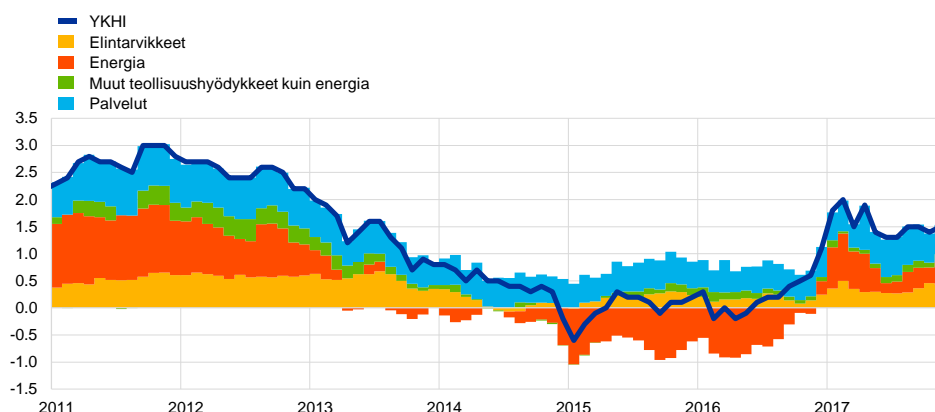
Samankaltainen kuva välittyy eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,5 % vuonna 2017, 1,4 % vuonna 2018, 1,5 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020. YKHI-inflaatiovauhti on pääasiassa öljyn ja elintarvikkeiden hinnan nousun vuoksi arvioitu nopeammaksi kuin syyskuuisissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa.

**Kokonaisinflaatio kiihtyi hieman marraskuussa.** Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli 1,5 % marraskuussa eli sama kuin syyskuussa, kun se lokakuussa oli ollut 1,4 % (ks. kuvio 15). Inflaation kiihtyminen marraskuussa johtui pääasiassa energian hinnan noususta, jonka vaikutusta elintarvikkeiden hintojen nousun lievä hidastuminen tasoitti vähäisesti. Energian hinnan nousu oli odotettua voimakkaampi ja se perustui öljyn hinnan viimeaikaiseen merkittävään nousuun.

### Kuvio 15

#### Euroalueen YKHI-inflaation erien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

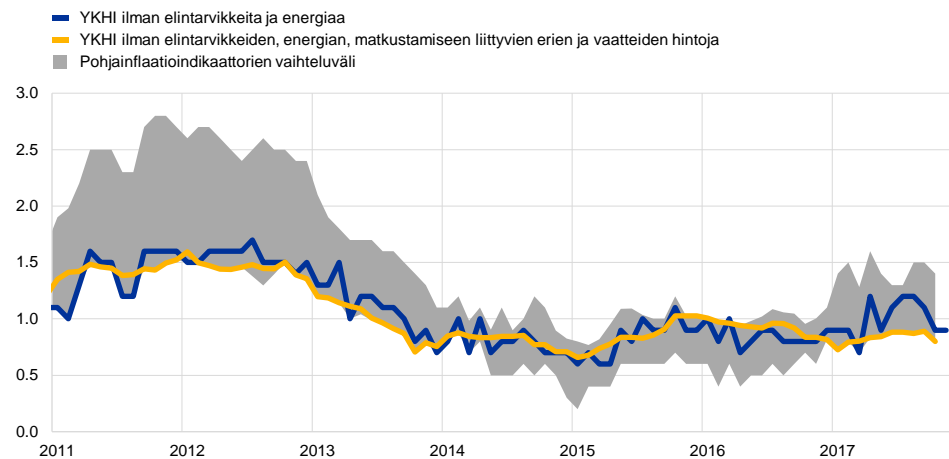
Huom. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2017 (alustavat arviot).

**Pohjaininflaatiomittarien kehitys on maltillistunut viime aikoina osin erityistekijöiden vuoksi.** Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatiovauhti oli 0,9 % marraskuussa 2017 eli sama kuin lokakuussa mutta hitaampi kuin syyskuun 1,1 % (ks. kuvio 16). Inflaation yleinen hidastuminen syyskuun jälkeen

perustui voimakkaaseen hintojen laskuun muutamissa palveluerissä, kuten Italian koulumaksuissa ja Saksan liikennevakuutuksissa. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatiövauhti oli marraskuussa lähellä samaa tasoa kuin viime vuodenvaihteessa. Useimmat pohjainflaation mittarit eivät ole vielä osoittaneet vakuuttavia merkkejä kestävästä nopeutumisesta.

**Kuvio 16**  
Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintaa; YKHI ilman elintarvikkeiden ja energian hintaa; YKHI ilman elintarvikkeiden, energian, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintaa, keskitetty keskiarvo (10 %); keskitetty keskiarvo (30 %); YKHI:n mediaani; sekä dynaamiseen faktorimalliin perustuva mittari. Viimeisimmät havainnot ilman elintarvikkeiden ja energian hintaa lasketusta YKHI:stä ovat marraskuulta 2017 (alustava arvio) ja muiden mittarien osalta lokakuulta 2017.

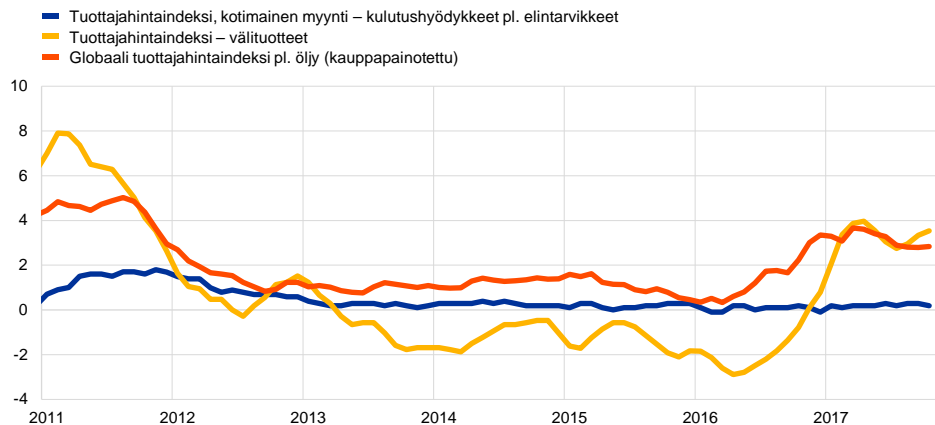
**Globaalit hintapaineet pysyvät voimakkaina mutta ne eivät ole vielä välittyneet hinnoitteluketjun jälkimmäisiin vaiheisiin.** Euroissa laskettu öljyn hinnan vuotuinen nousuvauhti on kiihtynyt nopeasti viime kuukausina ja muihin tekijöihin kuin energiaan liittyvät globaalit hintapaineet ovat pysyneet voimakkaina (ks. kuvio 17). Vaikka euron vahvistuminen kesän aikana on vaimentanut näitä globaaleja tuontihintapaineita euroalueella, ne näkyvät edelleen välituotteiden tuonti- ja tuottajahintojen voimakkaana nousuna. Molemmat kasvoivat lokakuussa 3,5 % vuotta aiemmasta. Välittyminen hinnoitteluketjun jälkimmäisiin vaiheisiin näyttää kuitenkin edelleen heikolta, sillä muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden vuotuinen tuottajahintainfaatio on pysynyt vakaana ja kiihtyi lokakuussa vain 0,2 %. Eräs mahdollinen selitys muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainfaation vaimedelle tuotanto- ja hinnoitteluketjun alkupään voimakkaista hintapaineista huolimatta on katteiden kaventuminen.



## Kuvio 17

### Globaalit, välituotteiden ja kotimaiset tuottajahinnat

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2017.

#### **Palkkojen kasvu on kiihtynyt jonkin verran viime vuosineljänneksillä.**

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti on kiihtynyt vuoden 2016 toisen neljänneksen 1,1 prosentin pohjalukemista 1,7 prosenttiin vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä. Kiihtyminen perustui pääasiassa voimakkaampaan palkkaliukumaan, joka reagoi yleensä suhdannekehitykseen lyhyemmällä viiveellä kuin sopimuspalkat. Työntekijää kohden laskettujen sopimuspalkkojen vuotuinen muutosvauhti oli vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä 1,4 % eli sama kuin edellisellä neljänneksellä ja vuonna 2016 keskimäärin. Palkkojen kasvua mahdollisesti hillitseviä tekijöitä ovat edelleen merkittävä käyttämätön kapasiteetti työmarkkinoilla, hidas aiempi inflaatiovauhti, heikko tuottavuuden kasvu sekä joissakin maissa kriisin aikana toteutettujen uudistusten jatkuvat vaikutukset.<sup>2</sup>

#### **Sekä markkina- että kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat pysyneet vakaina.**

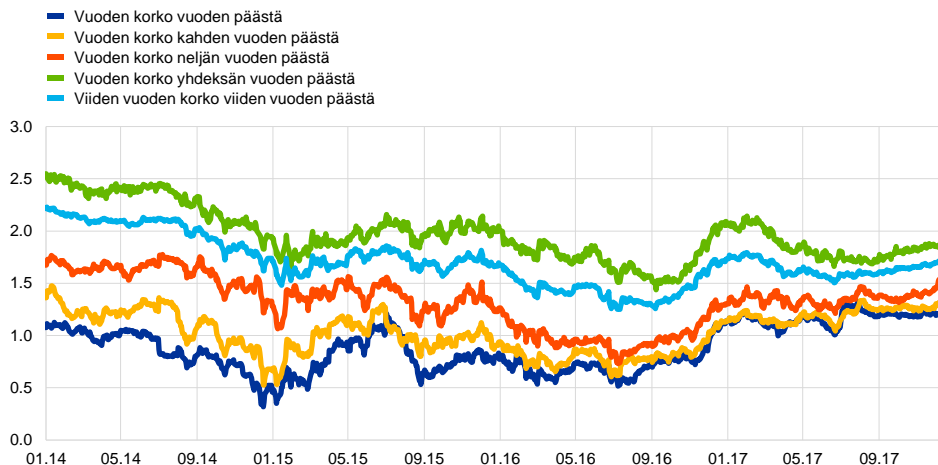
Johdannaissopimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua oli 1,71 prosenttia 13.12.2017 eli hieman nopeampi kuin syyskuun alussa (ks. kuvio 18). Markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa ja palaa vasta hyvin asteittain lähellä 2 prosenttia mutta sen alle. Inflaatio-optiomarkkinoilta johdettu deflaation todennäköisyys näyttää edelleen hyvin pieneltä ja viittaa siihen, että deflaatoriski on edelleen hallinnassa. Vuoden 2017 viimeisen neljänneksen EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli 1,9 prosenttia.

<sup>2</sup> Ks. myös tämän Talouskatsauksen kehikko "Mitä EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus kertoo euroalueen työmarkkinoita koskevista arvioista?"

## Kuvio 18

### Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



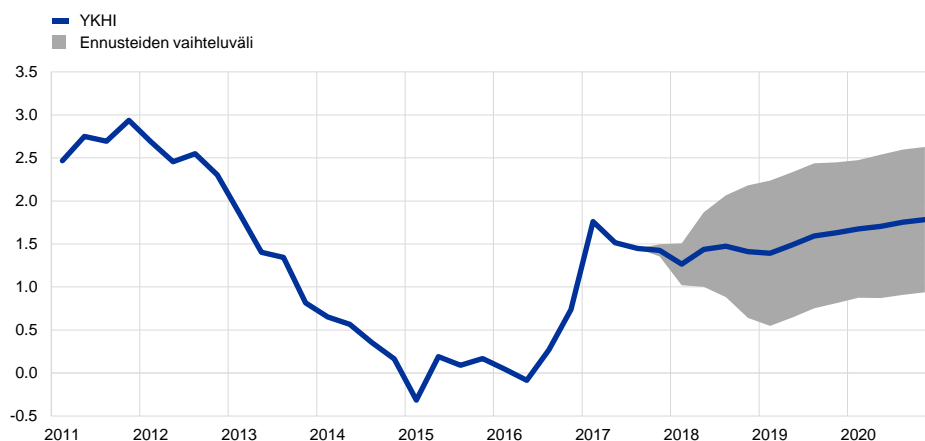
Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat havainnot 13.12.2017.

**YKHI-inflaation odotetaan ensin hieman hidastuvan energian hintakehitykseen liittyvän vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi mutta sitten nopeutuvan ja olevan 1,7 % vuonna 2020.** Marraskuun lopussa saatavissa olleiden tietojen perusteella eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuussa 2017 esittämien euroaluetta koskevien arvioiden mukaan YKHI-inflaatio on 1,5 % vuonna 2017, 1,4 % vuonna 2018, 1,5 % vuonna 2019 ja 1,5 % vuonna 2020 (ks. kuvio 19).<sup>3</sup> YKHI-inflaatiovauhti on pääasiassa öljyn ja elintarvikkeiden hinnan nousun vuoksi arvioitu nopeammaksi kuin syyskuisissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa.

## Kuvio 19

### Euroalueen YKHI-inflaatio (arviot mukaan lukien)

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2017)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 14.12.2017.

<sup>3</sup> Ks. EKP:n verkkosivuilla 14.12.2017 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuun 2017)".

**Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan vähitellen keskipitkällä aikavälillä.** Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,0 % vuonna 2017, 1,1 % vuonna 2018, 1,9 % vuonna 2019 ja 1,8 % vuonna 2020. Kotimarkkinoilla pohjainflaation asteittaisen kiihtymisen keskeisenä taustatekijänä on euroalueen työmarkkinatilanteen paraneminen ja yhä suuremmat työvoiman saatavuusongelmat joissakin euroalueen osissa, joiden odotetaan johtavan nousevaan palkkakehitykseen. Palkkojen yleistä nousua arviointijaksolla vauhdittanevat osaltaan myös kokonaisinflaation merkittävä nopeutuminen vuonna 2017 – verrattuna kolmeen edelliseen vuoteen – sellaisissa euroalueen maissa, joissa palkkojen asetantaprosessi käsittää taannehtivaa indeksointia tai inflaatio-odotuksia.

## 5 Rahan määrä ja luotonanto

Vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja lokakuussa lavean rahan kasvu jatkui yhtä vahvana kuin vuoden 2015 puolivälistä alkaen. Yksityisen sektorin lainakannan kasvu jatkoi myös elpymistään. Yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuisen kokonaismäärän arvioidaan vahvistuneen vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä, mikä heijastaa sekä pankkien luotonannon että velkapapereiden liikkeeseenlaskun kohenemista.

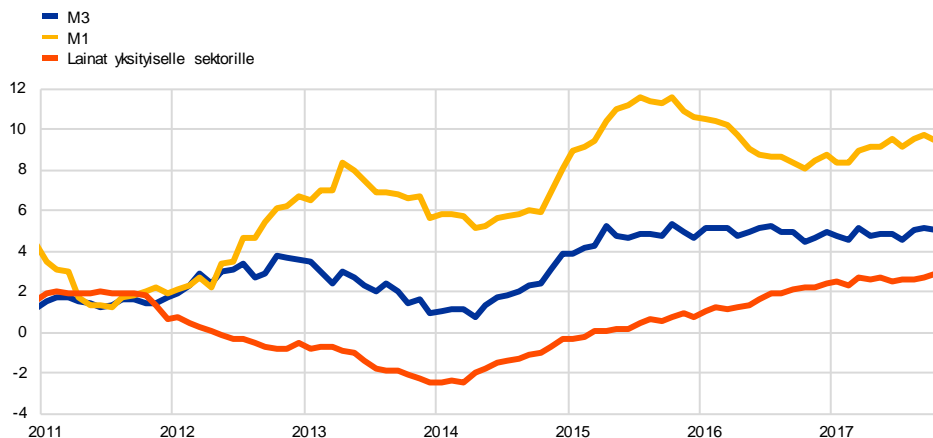
**Lavean rahan kasvu oli edelleen vahvaa eli keskimäärin 4,9 % vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja 5,0 % lokakuussa noudatellen rahan määrän trendikasvun vakaata tahtia, joka alkoi vuoden 2015 puolivälissä (ks. kuvio 20).**

Likvideimpien instrumenttien hallussapidon alhainen vaihtoehtokustannus hyvin matalan korkotason vallitessa sekä EKP:n rahapoliittisten toimien vaikutus tukivat rahan määrän kasvua. Likvideimmät instrumentit vastasivat edelleen suurimmaksi osaksi lavean rahan kasvusta. M1:n vuotuinen kasvuvauhti oli vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja lokakuussa 9,4 % (vuoden 2017 toisella neljänneksellä 9,2 % ja syyskuussa 9,8 %).

### Kuvio 20

#### M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

**M3:n kasvun pääasiallisena veturina olivat yön yli -talletukset.** Erityisesti kotitalouksien ja yritysten hallussa olevien yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti pysyi vahvana vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja lokakuussa. Sitä vastoin muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten hallussaan pitämien yön yli -talletusten kasvuvauhti, jolla on taipumus vaihdella, hidastui lokakuussa, mikä sai myös M1:n kasvun hidastumaan lokakuun aikana. Liikkeessä olevan rahan kasvuvauhti pysyi pitkälti ennallaan vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja lokakuussa. Ei toisin sanoen ole merkkejä siitä, että rahaa hallussa pitävällä sektorilla korvattaisiin vahvasti talletuksia käteisellä hyvin alhaisten tai negatiivisten korkojen vuoksi. Muut

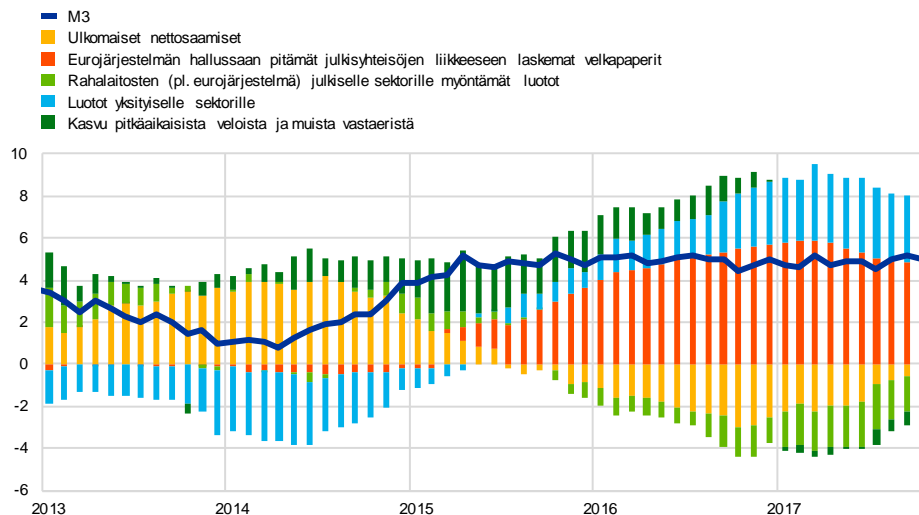
lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 - M1) hidastivat edelleen M3:n kasvua. M3:n pienen erän eli jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien (M3 - M2) vuotuinen muutosvauhti kääntyi tällä ajanjaksolla negatiiviseksi. Tämän kehityksen taustalla olivat rahamarkkinarahasto-osuuksien kasvuvaiikutuksen pieneneminen, joka viittasi näiden instrumenttien houkuttelevuuden vähenemiseen, ja rahalaitosten lyhytaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskun väheneminen edelleen.

**Rahan luomisessa kotimaiset lähteet olivat jälleen tärkein lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä (ks. kuvio 21).** Vastaerien kannalta katsottuna eurojärjestelmän toteuttamat julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat (ks. kuvion 21 palkkien punainen osa), jotka toteutettiin pääasiassa EKP:n julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman (public sector purchase programme, PSPP) osana, myötävaikuttivat M3:n kasvuun. Yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvun elpymineen (ks. kuvion 21 palkkien sininen osa) tuki niin ikään edelleen M3:n kasvua. Siihen sisältyvät sekä rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat että rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahallaitossektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat ei-rahallaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen (pl. oma pääoma ja varaukset) trendinomaisen supistuminen myötävaikuttivat M3:n kasvuun (sisältyy muiden vastaerien ohella kuvion 21 palkkien tummanvihreään osaan). Näiden velkojen vuotuinen muutosvauhti on ollut negatiivinen vuoden 2012 toisesta neljänneksestä alkaen, mihin vaikutti osittain EKP:n toinen kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja, joka saattaa toimia pitkäaikaisen markkinaehtoisien pankkirahoituksen korvikkeena. Euroalueen rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) toteuttamat valtionlainojen myynnit puolestaan myötävaikuttivat siihen, että rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) julkiselle sektorille myöntämien luottojen vuotuinen kasvu oli negatiivinen, ja siten ne myös hidastivat M3:n kasvua (ks. kuvion 21 palkkien vaaleanvihreä osa).

## Kuvio 21

### M3 ja sen vastaerät

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutukset prosenttiyksikköinä, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahallatossektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Näin ollen se sisältää eurojärjestelmän hallussaan pitämät, osana yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmaa hankitut velkapaperit. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

### Rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset hidastivat edelleen M3:n vuosikasvua (ks. kuvion 21 palkkien keltainen osa).

Vaikka ulkomaisten nettosaamisten vuosikasvu pysyikin negatiivisena vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä, pääomavienti euroalueelta, joka selittyy osittain julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmaan liittyvillä euroalueen ulkopuolisten toimijoiden toteuttamilla euroalueen valtioiden joukkolainojen myynneillä, on viime kuukausina hidastunut. Tämä on jossakin määrin vaimentanut sen hidastavaa vaikutusta M3:n kasvuun. Ulkomaisten nettosaamisten negatiivisen kasvuvaihtelun pienentyminen pysähtyi lokakuussa. Euroalueen ulkopuoliset toimijat kuuluivat edelleen omaisuuserien osto-ohjelmaan hyväksyttävien arvopapereiden tärkeimpiin myyjiin, mutta ne saattoivat hillitä sijoitussalkkujensa uudelleenjärjestelyä ja varojen siirtämistä muihin euroalueen omaisuuseriin.

### Yksityisen sektorin lainakanta on jatkanut vuoden 2014 alussa alkanutta elpymistä.

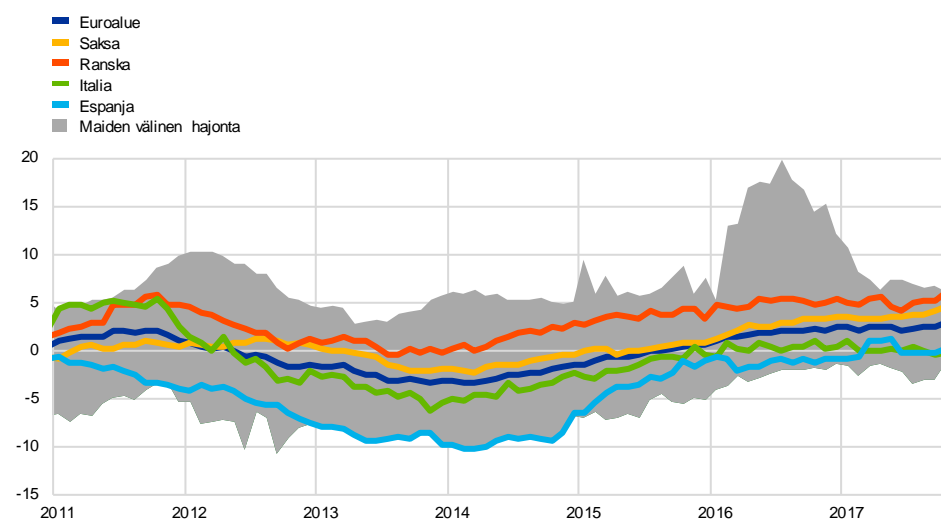
Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) pysyi jokseenkin vakaana vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja kiihtyi lokakuussa (ks. kuvio 20). Eri toimialojen yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvu kiihtyi lokakuussa 2,9 prosenttiin, kun se kolmannella vuosineljänneksellä oli ollut 2,3 % (ks. kuvio 22). Yrityksille myönnettyjen lainojen kasvu on elpynyt merkittävästi vuoden 2014 ensimmäisen neljänneksen aallonpohjasta, ja yrityslainojen kehityksessä havaittu maiden välinen hajonta on kaiken kaikkiaan vähentynyt. Samaan aikaan euroalueen neljän suurimman maan väliset erot lainojen kasvussa suurenevät jonkin verran lokakuussa 2017. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi jokseenkin vakaana ja oli lokakuussa 2,7 % (ks. kuvio 23). Näitä trendejä ovat tukeneet pankkien antolainauskorkojen huomattava

aleneminen euroalueen eri osissa kesän 2014 jälkeen (etenkin EKP:n epätavanomaisten rahapolitiittisten toimien vuoksi) sekä pankkilainojen tarjonnan ja kysynnän yleinen koheneminen. Lisäksi pankit ovat edistyneet taseidensa vakauttamisessa ja järjestämättömien saamisten vähentämisessä, joskin joissakin maissa järjestämättömien saamisten osuus on edelleen korkea ja saattaa rajoittaa rahoituksen välitystä.<sup>4</sup>

## Kuvio 22

### Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

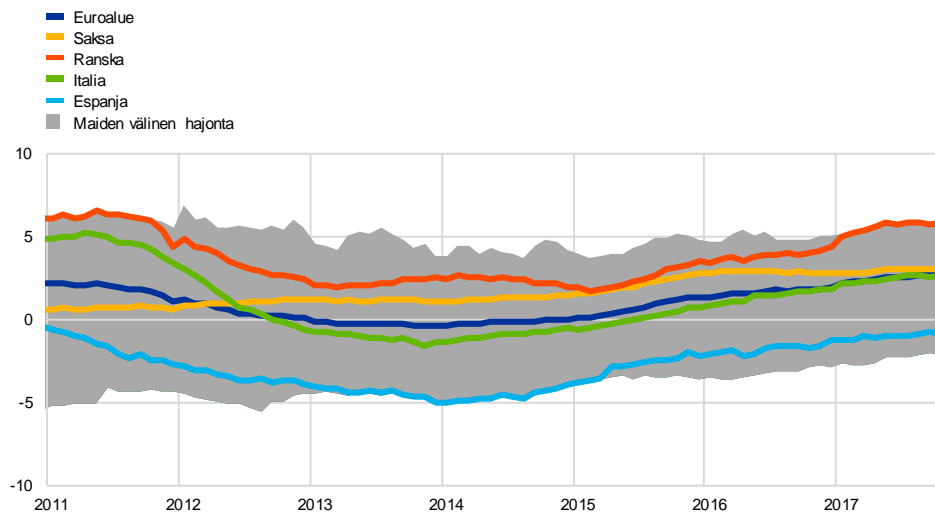
Huom. Lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla korjattuna. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

<sup>4</sup> Ks. myös Financial Stability Review, EKP, marraskuu 2017, 3. luku.

## Kuvio 23

### Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. Lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla korjattuna. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

### Pankkien rahoituskustannukset supistuivat edelleen ja laskivat

#### ennennäkemättömän alhaiselle tasolle. Pankkien velkarahoituksen

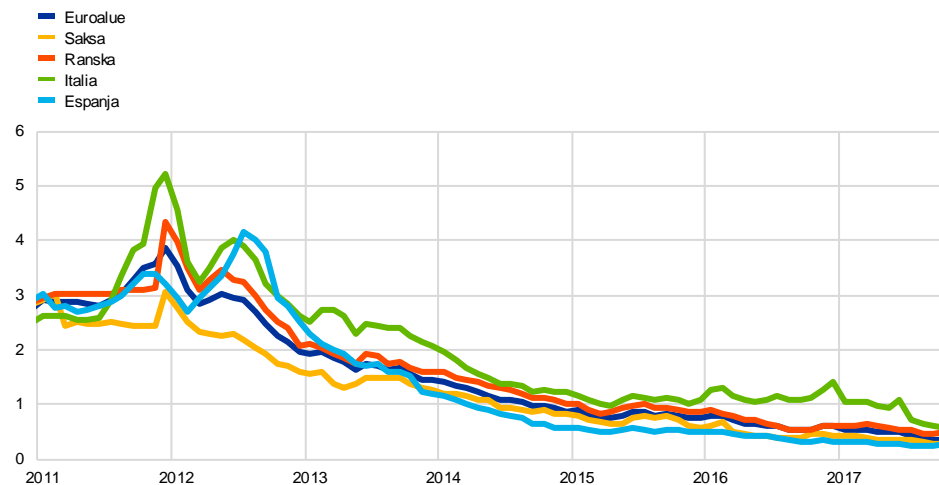
yhdistelmäkustannus pieneni edelleen vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja pysytteli lokakuussa ennätysmäisen alhaisella tasolla (ks. kuvio 24). Kolmannen vuosineljänneksen supistumiseen vaikutti pankkien joukkolainojen tuottojen kehitys, kun taas talletusten kustannus pysyi samaan aikaan ennallaan. Lokakuussa sekä pankkien joukkolainojen tuotot että talletusten kustannus laskivat ennätyskellisen alhaisille tasoille. Kasvuja tukeva EKP:n rahapolitiikka, rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen nettolunastukset, pankkitaseiden vahvistuminen ja rahoitusmarkkinoiden eri osissa havaitun epäyhtenäisyyden väheneminen ovat kaikki osaltaan vaikuttaneet suotuisiin pankkien rahoitusoloihin.



## Kuvio 24

### Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusrahoituksen ja vakuudettoman markkinaehtoisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannus; vuotuisina prosentteina)



Tiedot: EKP, Markit Iboxx ja EKP:n laskelmat.

Huom. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuina vastaavilla kannan määrittä. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

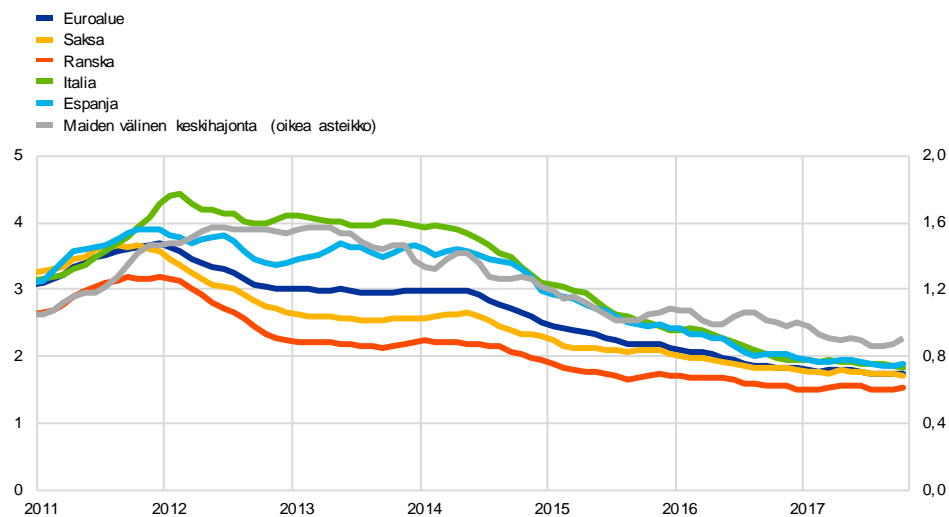
### Pankkien myöntämien yrityslainojen korot pysyttelivät historiallisen alhaisilla tasoilla (ks. kuvio 25).

Pankkien myöntämien yrityslainojen korot laskivat edelleen ennätyskellisen alhaiselle tasolle vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä ja pysyttelivät samalla tasolla lokakuussa. Kotitalouksien asuntolainojen yhdistelmäkorko puolestaan nousi maltillisesti elokuuhun 2017 asti oltuaan joulukuussa 2016 ennätyskellisen alhaisella 1,78 prosentin tasolla, mutta syys- ja lokakuussa 2017 nousu hidastui (ks. kuvio 26). Kaiken kaikkiaan pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen yhdistelmäkorkot ovat laskeneet huomattavasti markkinaviitekorkoja enemmän sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä. Tämä viittaa siihen, että rahapoliittiset toimenpiteet ovat välittyneet paremmin pankkien antolainauskorkoihin. Edellä mainittu pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannusten pieneneminen on vahvistanut yhdistelmäkorkojen laskua. Toukokuun 2014 ja lokakuun 2017 välisenä aikana yrityslainojen yhdistelmäkorkot laskivat noin 1,2 prosenttiyksikköä ja kotitalouslainojen yhdistelmäkorkot noin 1,03 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yrityslainojen korkojen lasku oli erityisen voimakasta heikkouksista kärsivissä euroalueen maissa, joten se tuki rahapolitiikan tasapuolisempaa välittymistä näihin korkoihin eri maissa. Samalla ajanjaksolla hyvin pienten (enintään 0,25 miljoonan euron) lainojen korkojen ero suurten (yli 1 miljoonan euron) lainojen korkoihin supistui euroalueella huomattavasti ja oli lokakuussa 2017 lähes ennätyskellisen pieni. Tämä viittaa siihen, että pienet ja keskiuuret yritykset ovat yleisesti hyötyneet pankkien antolainauskorkojen alenemisesta suuremmin.

## Kuvio 25

### Yritysluottojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



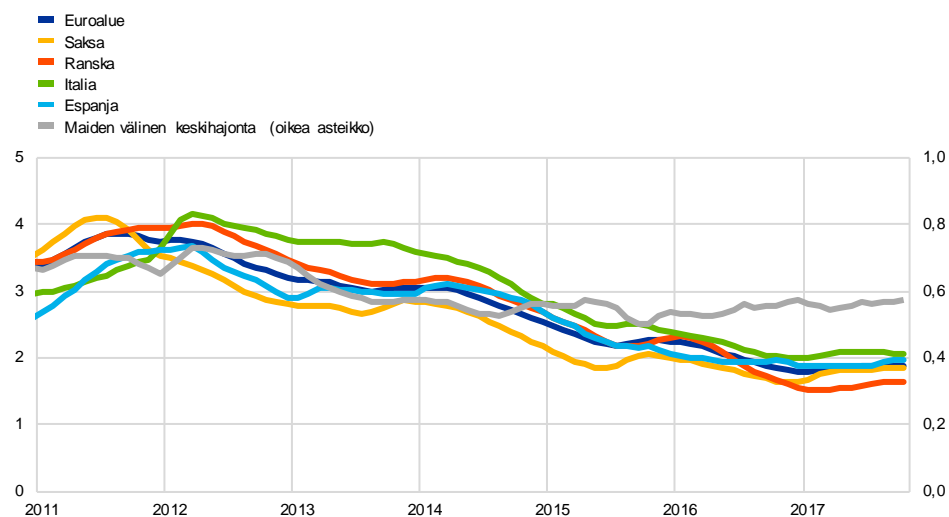
Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

## Kuvio 26

### Asuntolainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on lokakuulta 2017.

**Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan vahvistunut vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä.** Tämä heijastaa sekä pankkien luotonannon että velkapapereiden liikkeeseenlaskun kohenemista sen jälkeen, kun erityiset tekijät olivat hidastaneet niitä toisella vuosineljänneksellä. Kaiken kaikkiaan vuoden 2014 alun jälkeen havaittua yritysten ulkoisen rahoituksen elpymistä ovat vahvistaneet talouden toimeliaisuuden

voimistuminen, yhä pienenevät velkarahoituksen kustannukset, pankkien luotonantotilanteen helpottuminen sekä fuusioiden ja yritysostojen määrän kasvaminen. Myös yritysten ennätyskellisen suuret – ja kasvavat – sekkitilitalletukset ovat vähentäneet ulkoisen rahoituksen tarvetta.

**Yritysten velkapaperien nettoemissiot lisääntyivät vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä.** Nettomääräisen liikkeeseenlaskun lisäys keskittyi heinäkuulle, kun taas elo- ja syyskuussa liikkeeseenlasku oli vaimeaa. Markkinatiedot viittaavat vahvaan bruttomääräiseen velkapaperien liikkeeseenlaskuun loka- ja marraskuussa. Yritysten osakkeiden nettoemissioita vaimensivat edelleen merkittävät omien osakkeiden takaisinostot joissakin maissa.

**Yritysten rahoituskustannukset ovat pysyneet suotuisina.** Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, pieneni arvioiden mukaan edelleen hieman ja oli 4,3 % marraskuussa 2017, kun se oli kesä- ja heinäkuussa suurentunut maltillisesti. Suurin osa heinäkuussa 2017 alkaneesta pienenemisestä johtuu osakerahoituksen kustannuksen supistumisesta. Lisäksi markkinaehtoisen velkarahoituksen kustannuksen arvioidaan pienentyneen ennätyskellisen alhaiselle tasolle (ks. osa 2). Ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus on nyt 0,3 prosenttiyksikköä heinäkuun 2016 ennätyskellisen alhaisen tason yläpuolella, mutta edelleen huomattavasti alempana kuin se oli kesällä 2014 juuri ennen kuin markkinoiden odotukset tulevasta omaisuuserien osto-ohjelmasta alkoivat siirtyä hintoihin.

*Joulukuussa 2017 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudellisissa arvioissa euroalueen julkisen talouden alijäämän ennakoidaan edelleen pienenevän arviointijaksolla (2017–2020) lähinnä suhdanteiden paranemisen ja korkomenojen vähenemisen ansiosta. Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan kutakuinkin neutraalia. Euroalueen julkisen velan suhteen BKT:hen odotetaan edelleen pienenevän, joskin yhä korkealta tasolta. Vakauttamistoimia onkin jatkossa lisättävä varsinkin suuresti velkaantuneissa maissa, jotta niiden julkisen talouden velkasuhteet saadaan vakaasti pienenevään ja puskurit saadaan palautetuksi.*

**Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan vähitellen pienenevän arviointijaksolla.** Talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2017<sup>5</sup> osoittavat, että euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen supistunee 0,5 prosenttiin vuonna 2020. Vuonna 2016 alijäämäsuhte oli 1,5 % (ks. taulukko 1). Julkisen talouden näkymien ennakoitu parannus, joka on kutakuinkin ennallaan syyskuun 2017 arvioihin nähden, johtuu pääasiassa suotuisasta suhdannetilanteesta ja korkomenojen pienenevästä. Vuoden 2018 alustavissa talousarviosuunnitelmissa, jotka euroalueen maat toimittivat lokakuun puolivälissä 2017, on joidenkin maiden osalta uusia vakauttamistoimia. Tämä ei kuitenkaan välttämättä täysin välity asiantuntija-arvioista, sillä niissä otetaan huomioon vain toimenpiteet, jotka asianomaisen maan parlamentti on jo hyväksynyt tai on pian hyväksymässä. Lisätietoja alustavista talousarviosuunnitelmista on tämän Talouskatsauksen kehikossa ”Alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi tarkastelussa vuoden 2018 arvioinnin perusteella”. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen arvioidaan olevan kutakuinkin neutraalia arviointijakson aikana.<sup>6</sup>

**Euroalueen julkisen talouden velan odotetaan edelleen pienenevän suurelta tasoltaan.** Euroalueen velkasuhteen, joka oli suurimmillaan vuonna 2014, arvioidaan pienenevän vuoden 2016 tasosta eli 88,9 prosentista 80,7 prosenttiin vuoden 2020 loppuun mennessä. Pieneneminen johtuu pääasiassa positiivisesta ja nousevasta perusylijäämästä sekä velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin suotuisasta erosta, joka heijastaa makrotalouden yleisesti ottaen vakaita näkymiä. Velkasuhde on hieman pientynyt syyskuun 2017 arvioista, mikä ilmentää pääasiassa velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin suotuisampaa eroa. Useimpien euroalueen maiden velkasuhteiden arvioidaan kohenevan, mutta muutamassa maassa julkisen talouden velkasuhteen odotetaan arviointijaksolla kasvavan. Vakauttamistoimia on tärkeää lisätä varsinkin suuresti velkaantuneissa maissa vakaus- ja kasvusopimusta täysimääräisesti noudattaen, jotta niiden velkasuhteet saataisiin vakaasti pienenevään. Julkisen

<sup>5</sup> Ks. [euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2017](#).

<sup>6</sup> Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot talousuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on rakenteellisen perusjäämän muutos eli suhdannekorjattu BKT:hen suhteutettu perusjäämä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta ja muista lyhytaikaisista toimenpiteistä. Euroalueen finanssipolitiikkaa tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa ["The euro area fiscal stance"](#).

talouden puskurien palauttaminen vähentäisi maiden haavoittuvuutta rahoitusmarkkinoiden mahdollisille uusille epävakausjaksoille tai koron ponnahduksille.

## Taulukko 1

### Julkisen talouden kehitys euroalueella

(% suhteessa BKT:hen)

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>a. Kokonaistulot</b>	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
<b>b. Kokonaismenot</b>	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
josta					
<b>c. Korkomenot</b>	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
<b>d. Perusmenot (b – c)</b>	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
<b>Rahoitusasema (a – b)</b>	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
<b>Perusjäämä (a – d)</b>	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
<b>Suhdannekorjattu rahoitusjäämä</b>	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
<b>Rakenteellinen perusjäämä</b>	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
<b>Bruttovelka</b>	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
<b>Lisätieto: BKT:n määrä (prosenttimuutos)</b>	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Lähteet: Eurostat, EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2017.  
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää. Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

# Kehikot

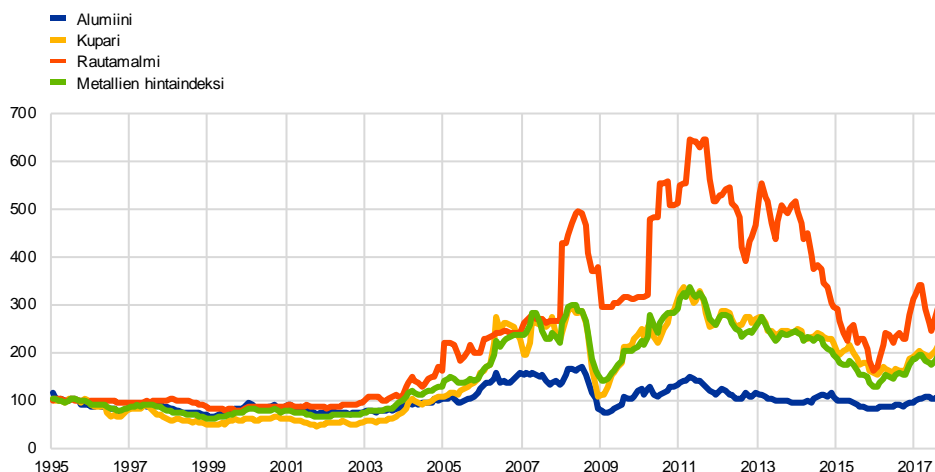
## 1 Mitkä tekijät vaikuttavat metallien hintakehitykseen?

Metallien hintatekijöiden ymmärtäminen on tärkeää, jotta voidaan arvioida niiden vaikutuksia euroalueen hintoihin. Tässä kehikossa tarkastellaan, mitkä tekijät ovat vaikuttaneet metallien hintakehitykseen vuodesta 1998. Tarkastelussa keskitytään erityisesti kesä- ja syyskuun 2017 väliseen hintapyrähdykseen, jonka aikana alumiinin, kuparin ja rautamalmin hinnat nousivat samanaikaisesti noin 10 %.

**Metallien hinnat saavat yleensä vähemmän huomiota kuin öljyn hinta, mutta myös ne ovat vaihdelleet voimakkaasti vuoden 2003 lopun jälkeen.** Metallien hinnat pysyivät jokseenkin vakaina vuodesta 1995 vuoden 2003 lopulle. Sen jälkeen ne nousivat voimakkaasti vuoden 2011 puoliväliin saakka (maailmanlaajuisen laman aikaista hinnanlaskua lukuun ottamatta), laskivat vuoden 2016 alkuun asti ja alkoivat sitten taas nousta (ks. kuvio A). Syyskuussa 2017 hinnat olivat noin 75 % korkeammat kuin vuonna 1995 lähinnä rautamalmin ja kuparin hintojen nousun vuoksi. Sen sijaan alumiinin hinta pysyi kyseisellä ajanjaksolla vakaampana.

**Kuvio A**  
Metallien hinnat

(indeksi: 1995 = 100)



Lähteet: Bloomberg, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) ja EKP:n laskelmat.

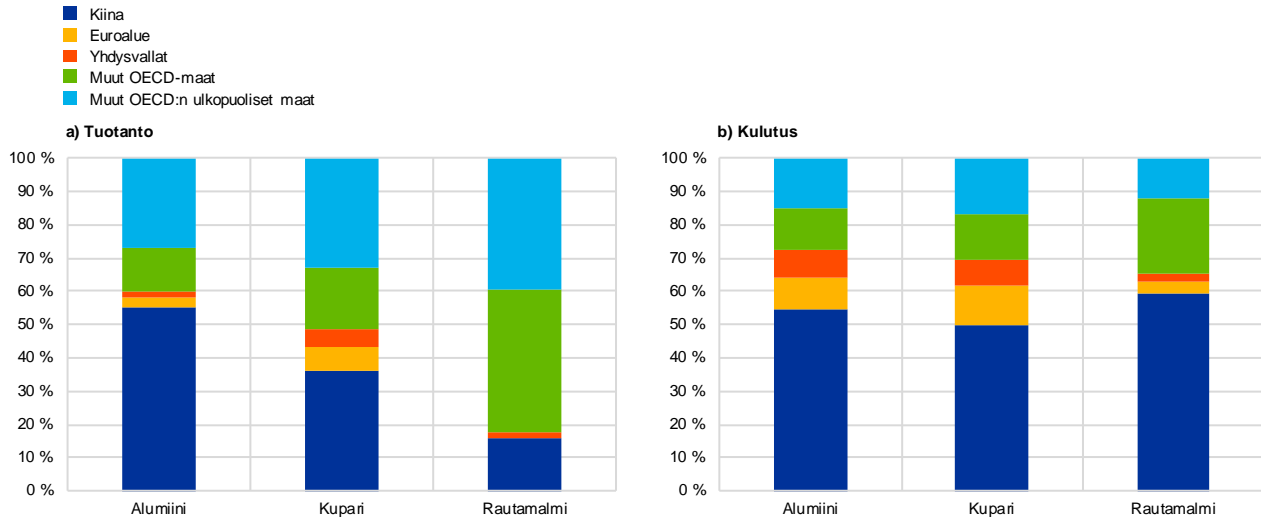
Huom. Metallien hintaindeksi sisältää alumiinin, kuparin, lyijyn, nikkelin, teräsromun, tinan, sinkin ja rautamalmin. Painoja koskevat tiedot perustuvat euroalueen maihin suuntautuvaan tuontiin (ks. kuvio B).

**Kiinan talous on kasvanut ripeästi viime vuosikymmenen aikana, ja maalla onkin merkittävä osuus metallien kulutuksessa ja myös joidenkin metallien tuotannossa (ks. kuvio B).** Kiinassa kulutetaan noin 50–60 % maailman metalleista. Sen osuus maailman metallituotannosta on noin 50 % ja maailman kuparintuotannosta noin 35 %. Kiinan osuus rautamalmin kulutuksesta pieni kuitenkin 70 prosentista 60 prosenttiin vuosina 2014–2015, sillä maan talouden painopiste on asteittain siirtymässä raaka-ainekeskeisistä liiketoiminnoista palvelujen suuntaan. Lisäksi ympäristöhuolet ovat osaltaan supistaneet Kiinan terästuotantoa, mikä on vähentänyt rautamalmin kysyntää.

## Kuvio B

### Metallien tuotannon ja kulutuksen maantieteellinen jakautuminen

(prosentiosuudet vuoden 2016 maailman tuotannosta)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

Huom. Alumiinin ja kuparin tiedot taulukon a) osassa ovat peräisin World Bureau of Metal Statisticsilta (WBMS) ja koskevat raaka-ainetuotantoa ja jalostustuotantoa. Rautamalmia koskevat tiedot perustuvat United States Geological Survey (USGS) -kyselyyn, joka koskee käytettävissä olevan rautamalmin kaivostuotantoa. Kulutusta koskevat tiedot taulukon b) osassa on saatu samoista lähteistä. Tietoja rautamalmin kulutuksesta vuonna 2016 ei ole saatavilla, joten ne on korvattu vuoden 2015 tiedoilla.

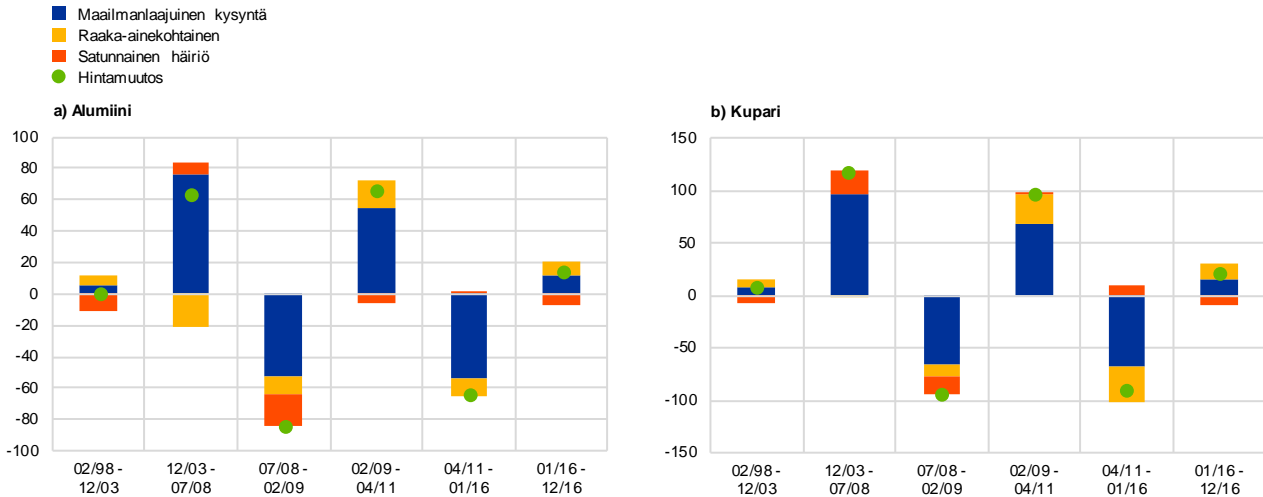
**Kahden viime vuosikymmenen aikana havaittu metallien hintavaihtelu johtuu pääasiallisesti kysyntätekijöistä. Mallipohjaiset arviot viittaavat kuitenkin siihen, että hintojen äskettäiseen nousupyrähdykseen ovat vaikuttaneet myös tarjontatekijät.** Nousupyrähdyksen pääasiallisia syitä on selvitetty dynaamisen faktorimallin avulla. Delle Chiaien, Ferraran ja Giannonen (2017) kehittämällä mallilla tutkittava aineisto sisältää laajasti energiahintoja ja muita hintoja.<sup>7</sup> Menetelmässä oletetaan, että tarjontahäiriöt yksittäisten raaka-aineiden markkinoilla ja muut raaka-ainekohtaiset häiriöt ovat yleensä satunnaisia ja mahtuvat siten raaka-ainehintojen laajassa poikittaistarkastelussa keskiarvojen puitteisiin. Pitkäaikaiset muutokset yhteisessä osatekijässä (maailmanlaajuinen tekijä) viittaavat sen sijaan yleensä maailmanlaajuisen suhdannevaihtelun mukanaan tuomiin kysynnän muutoksiin. Maailmanlaajuinen (kysyntä)tekijä on syynä suureen osaan metallien hintavaihtelusta, ja sen merkitys on ollut suuri 2000-luvun alusta lähtien pääasiassa Kiinan merkityksen kasvun vuoksi (ks. kuvio C). Viimeaikaisen kehityksen tarkastelu kuitenkin osoittaa, että kaikkien kolmen metallin hintojen samanaikainen nousu noin 10 prosentilla kesä- ja syyskuun 2017 välisenä aikana johtui lähinnä raaka-ainekohtaisista osatekijöistä, joiden on määrä kuvastaa satunnaisten ja pylväskohtaisten osuuksien ilmaisemia tarjontatekijöitä (ks. kuvio D). Myös maailmanlaajuisen kysynnän kasvu vaikutti asiaan, joskin vähäisemmässä määrin kuin tarjonta.

<sup>7</sup> S. Delle Chiaie, L. Ferrara ja D. Giannone, "Common factors of commodity prices", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2112, EKP, marraskuu 2017.

## Kuvio C

### Metallien tärkeimmät hintatekijät vuosina 1998–2016

(prosenttimuutokset ja osuudet hintamuutoksista prosenttiyksikkönä)



Lähde: Delle Chiaie, Ferrara ja Giannone (2017).

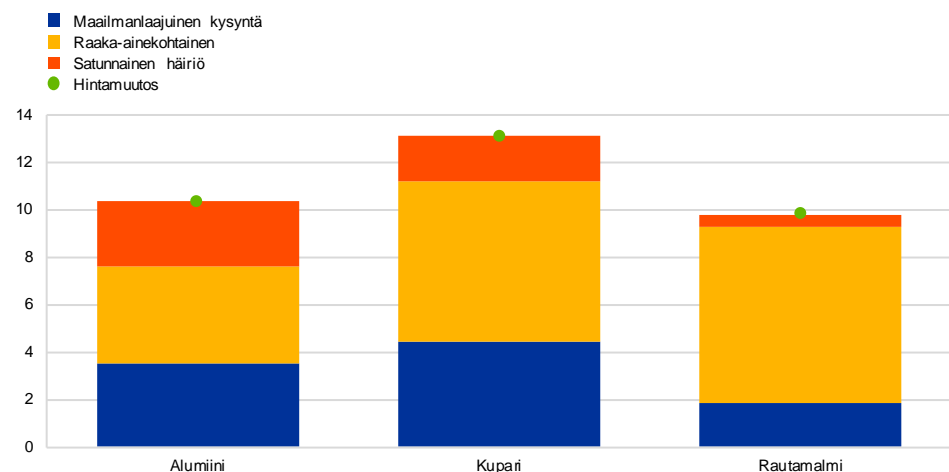
### Tarkastelun tulokset vastaavat metallimarkkinoiden kehitystä kyseisellä

**ajanjaksolla.** Kuparintuotanto supistui Chilessä ja Perussa sääolosuhteiden ja joissakin kaivoksissa olleiden lakkojen vuoksi. Australiassa ja Brasiliassa ilmennyt tarjontavaje puolestaan korotti rautamalmin hintaa. Myös alumiinin hinta nousi voimakkaan maailmanlaajuisen kysynnän takia ja Kiinan ryhdyttyä sulkemaan tehtaita liikatuotannon ja saastumisen vähentämiseksi. Metallien hinnat ovat nousseet hieman (noin 2 %) lokakuun 2017 alusta lähtien etupäässä rautamalmin hintakehityksen vuoksi. Rautamalmin hinta nimittäin nousi korkealaatuisen rautamalmin kysynnän kasvaessa terästeollisuuden rakennemuutoksen jälkeen. Tähän kehitykseen vaikutti myös ympäristöuudistusten toteuttaminen Kiinassa.

## Kuvio D

### Metallien hintapyrähdykseen kesä-syyskuussa 2017 vaikuttaneet tärkeimmät tekijät

(vuotuinen prosenttimuutos, osuudet prosenttiyksikkönä)



Lähde: Delle Chiaie, Ferrara ja Giannone (2017) (päivitetyt tiedot).

Huom. Aikasarjan dekomponointiin tulisi suhtautua rautamalmin osalta varovaisesti sarjan laatuongelmien vuoksi. Rautamalmin hintatietoja on ollut saatavilla vasta vuodesta 1995 alkaen, ja vuoteen 2010 saakka suurin osa rautamalmin hinnoista määräytyi vuotuisessa viitehintaneuvottelussa.



**Metallien viimeaikaisesta hinnannoususta huolimatta hintojen arvioidaan tasaantuvan tai laskevan useimmissa kuparia, alumiinia ja rautamalmia koskevissa ennusteissa.** Futuurimarkkinoiden kehitys viittaa metallien

hintakehityksen tasaantumiseen, mutta Consensus Economicsin ennusteiden mukaan hinnat laskevat noin 7 % vuoden 2019 puoliväliin mennessä, koska tarjonnan lisääntymisen odotetaan tasoittavan kysynnän kasvua. Maailmanpankin arviot viittaavat metallien hintojen laskun voimistumiseen vuoden 2019 jälkipuoliskolla, ja rautamalmin hinnan odotetaan laskevan noin 30 %. Myös kuparin ja alumiinin hintojen odotetaan laskevan noin 11 %. Kiinalla on todennäköisesti huomattava rooli metallien hintakehityksessä, koska metallimarkkinoiden tilanteen kiristymisen taustalla vaikuttavat pääasiassa Kiinan ympäristö- ja turvallisuuspoliittiset toimet sekä metallien kysynnän kasvu. Nämä vaikutukset kohdistuvat kuparia ja alumiinia voimakkaammin rautamalmin. Hintoja saattavat nostaa muun muassa odottamattomat toimituskatkokset ja laskea arvioitua hitaampi kysynnän kasvu Kiinassa sekä Kiinan raskaalle teollisuudelle asetettujen rajoitusten lieventäminen.

**Metallien hintakehitys vaikuttaa euroalueen inflaationäkymien arviointiin ja riskeihin, joita hintavakauteen kohdistuu keskipitkällä aikavälillä.** Metallien

hintavaihtelu vaikuttaa inflaatioon pääasiassa tuotannon ja jakeluketjun välityksellä, koska metallin osuus kulutuksesta on melko pieni. Koska metallien hinnat vaikuttavat etupäässä teollisuuteen ja vain hyvin vähän palveluihin, niiden vaikutukset tuntuvat lisäksi palvelutuotantoon painottuneita maita enemmän maissa, joilla on laaja teollisuussektori. Metallien hinnoilla on pienempi vaikutus inflaatioon kuin öljyn hinnalla, sillä niiden vaikutus ei välity inflaatioon suoraan YKHIn energiahintaerän välityksellä. Joidenkin arvioiden mukaan 10 prosentin lasku teollisuuden raaka-ainehinnoissa hidastaa euroalueen YKHI-inflaatiota 0,15 % kolmen vuoden aikajänteellä, kun huomioon ei oteta energian eikä jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Raaka-aineiden hintojen vaikutuksesta ks. B. Landau ja F. Skudeny, "Pass-through of external shocks along the pricing chain – a panel estimation approach for the euro area", Working Paper -sarjan julkaisu nro 1104, EKP, marraskuu 2009.

## Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 26.7.–31.10.2017

**Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 26.7.–12.9.2017 ja 13.9.–31.10.2017.** Perusrahoitusoperaatioiden korko oli koko tämänkin tarkastelujakson ajan 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletusmahdollisuuden korko -0,40 %.

Lisäksi eurojärjestelmä jatkoi julkisen sektorin velkapapereiden, katettujen joukkolainojen, omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja yrityssektorin velkapapereiden ostoja osana laajennettua omaisuuserien osto-ohjelmaansa, jossa ostoja pyritään tekemään keskimäärin 60 miljardilla eurolla kuukaudessa. Joulukuun 2017 jälkeen keskimääräisiä ostoja pienennetään niin, että ne ovat 30 miljardia euroa kuukaudessa syyskuuhun 2018 asti ja tarvittaessa pitempäänkin.

### Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 212,5 miljardia euroa eli 43,7 miljardia euroa suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla (siis vuoden 2017 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla).** Likviditeettitarpeiden kasvu johtui siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 43,9 miljardia euroa ennätyselliseen 1 090,2 miljardiin euroon, kun taas vähimmäisvarantovelvoitteet pienenevät vain hieman (0,2 miljardia euroa) ja olivat 122,2 miljardia euroa.

**Riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvu, joka viittaa likviditeetin vähentymiseen, johtui suurelta osin likviditeettiä lisäävien erien pienentymisestä.** Suurin vaikutus oli valuuttamääräisillä nettosaamisilla, jotka pienenevät 33,0 miljardia euroa ja olivat tarkastelujakson aikana keskimäärin 637,0 miljardia euroa. Myös euromääräiset nettosaamiset pienenevät ja olivat 306,1 miljardia euroa, mikä on 26,3 miljardia euroa vähemmän kuin edellisellä tarkastelujaksolla.

**Myös likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutus pieneni tarkastelujakson aikana, mikä tasoitti jonkin verran likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden kehityksen vaikutusta.** Suurin vaikutus oli muilla riippumattomilla tekijöillä, jotka pienenevät 30,1 miljardia euroa ja olivat 690,3 miljardia euroa. Likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutusta pienensi se, että liikkeessä olevien setelien määrä kasvoi 11,5 miljardia euroa ja valtioiden tekemien talletusten määrä 3,4 miljardia euroa.

**Riippumattomien tekijöiden suuruus vaihteli edelleen voimakkaasti, kuten edelliselläkin tarkastelujaksolla.** Vaihtelun taustalla olivat pääasiassa valtioiden talletusten ja euromääräisten nettosaamisten määrien heilahtelut.

## Taulukko

### Eurojärjestelmän likviditeetti

	26.7.2017–31.10.2017		3.5.2017–25.7.2017		Kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso	
<b>Velat – likviditeettitarpeet (keskiarvoja; mrd. euroa)</b>								
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>2 033,1</b>	<b>(-15,3)</b>	<b>2 048,3</b>	<b>2 046,7</b>	<b>(+27,2)</b>	<b>2 019,5</b>	<b>(-52,2)</b>	
Liikkeessä olevat setelit	1 142,7	(+11,5)	1 131,2	1 142,8	(+0,3)	1 142,5	(+6,2)	
Valtioiden talletukset	200,1	(+3,4)	196,7	218,3	(+36,4)	181,8	(-47,9)	
Muut riippumattomat tekijät	690,3	(-30,1)	720,5	685,6	(-9,5)	695,1	(-10,4)	
<b>Sekkitilitalletukset</b>	<b>1 248,0</b>	<b>(+74,0)</b>	<b>1 174,0</b>	<b>1 253,3</b>	<b>(+10,5)</b>	<b>1 242,7</b>	<b>(+73,5)</b>	
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>752,0</b>	<b>(+35,0)</b>	<b>717,0</b>	<b>770,4</b>	<b>(+36,7)</b>	<b>733,6</b>	<b>(+15,7)</b>	
Vähimmäisarantovelvoitteet	122,2	(-0,2)	122,5	122,3	(+0,1)	122,2	(-0,4)	
Talletusmahdollisuus	629,8	(+35,2)	594,5	648,1	(+36,6)	611,4	(+16,1)	
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Saamiset – likviditeetin tarjonta (keskiarvoja; mrd. euroa)</b>								
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>943,2</b>	<b>(-59,2)</b>	<b>1 002,4</b>	<b>937,0</b>	<b>(-12,3)</b>	<b>949,3</b>	<b>(-34,0)</b>	
Valuuttamääräiset nettosaamiset	637,0	(-33,0)	670,0	635,0	(-4,0)	639,0	(-17,8)	
Euromääräiset nettosaamiset	306,1	(-26,3)	332,4	302,0	(-8,3)	310,3	(-16,2)	
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>2 966,8</b>	<b>(+152,3)</b>	<b>2 814,4</b>	<b>3 010,2</b>	<b>(+85,9)</b>	<b>2 924,3</b>	<b>(+71,4)</b>	
<b>Avomarkkinaoperaatiot</b>	<b>2 966,5</b>	<b>(+152,3)</b>	<b>2 814,2</b>	<b>3 010,0</b>	<b>(+86,0)</b>	<b>2 924,0</b>	<b>(+71,4)</b>	
Huutokauppaoperaatiot	772,7	(-6,0)	778,7	771,6	(-2,2)	773,8	(-2,7)	
Perusrahoitusoperaatiot	6,1	(-5,4)	11,5	6,7	(+1,2)	5,5	(-3,9)	
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	8,4	(+2,3)	6,1	8,3	(-0,2)	8,5	(+1,8)	
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (ensimmäinen sarja)	18,6	(-2,6)	21,1	17,2	(-2,7)	19,9	(-0,6)	
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	739,6	(-0,3)	739,9	739,4	(-0,5)	739,8	(-0,1)	
<b>Suorat arvopaperisijoitukset</b>	<b>2 193,8</b>	<b>(+158,3)</b>	<b>2 035,5</b>	<b>2 238,4</b>	<b>(+88,2)</b>	<b>2 150,2</b>	<b>(+74,1)</b>	
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ostohjelma	7,2	(-0,8)	8,0	6,9	(-0,5)	7,4	(-0,3)	
Toinen katettujen joukkolainojen ostohjelma	4,9	(-0,7)	5,5	4,8	(-0,1)	4,9	(-0,4)	
Kolmas katettujen joukkolainojen ostohjelma	229,7	(+8,4)	221,3	232,7	(+5,8)	226,9	(+3,6)	
Velkapaperiohjelma	91,2	(-7,2)	98,3	90,5	(-1,2)	91,8	(-6,5)	
Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien ostohjelma	24,6	(+0,6)	24,0	24,6	(-0,1)	24,6	(+0,4)	
Julkisen sektorin velkapapereiden ostohjelma	1 725,5	(+139,9)	1 585,6	1 762,6	(+73,4)	1 689,2	(+69,5)	
Yrityssektorin velkapapereiden ostohjelma	110,8	(+18,0)	92,8	116,2	(+10,8)	105,4	(+7,7)	
Maksuvalmiusluotto	0,3	(+0,0)	0,2	0,2	(-0,1)	0,3	(+0,0)	
<b>Muut likviditeettiä koskevat tiedot (keskiarvoja; mrd. euroa)</b>								
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 212,5	(+43,7)	1 168,7	1 232,3	(+39,7)	1 192,6	(-18,7)	
Riippumattomat tekijät <sup>1</sup>	1 090,2	(+43,9)	1 046,3	1 110,0	(+39,6)	1 070,4	(-18,2)	
Ylimääräinen likviditeetti	1 755,3	(+109,5)	1 645,8	1 778,8	(+47,1)	1 731,7	(+90,1)	
<b>Korkokehitys (keskikorko; prosentteina)</b>								
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Talletusmahdollisuus	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eoniakorko	-0,357	(+0,001)	-0,358	-0,359	(-0,003)	-0,356	(+0,003)	

Lähde: EKP.

Huom. Koska kaikki taulukon luvut ovat pyöristettyjä, sulkeissa ilmoitettu muutos edelliseen tarkastelujaksoon nähden ei aina ole tarkasteltavan ja edellisen jakson pyöristettyjen lukujen erotus (poikkeama 0,1 miljardia euroa).

1) Riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kokonaisarvoon on luettu mukaan myös "selvitettävänä olevat erät".

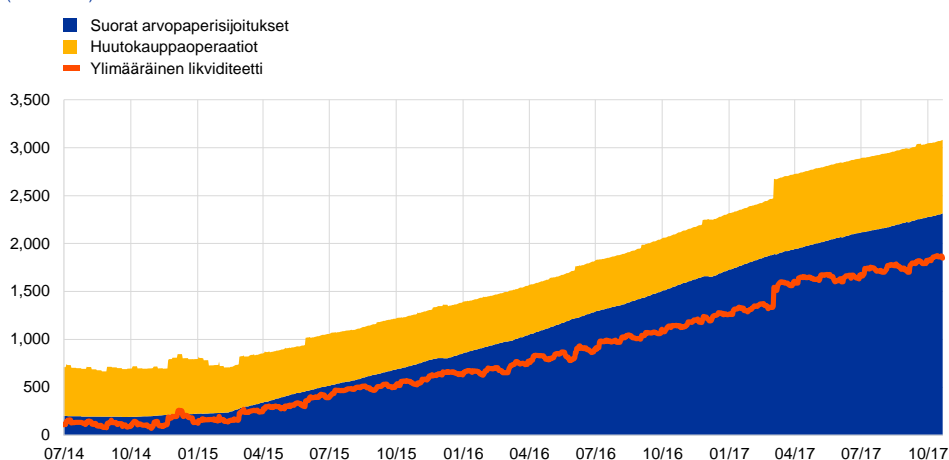
## Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 152,3 miljardia euroa ja oli 2 966,5 miljardia euroa (ks. kuvio A).** Kasvu johtui kokonaisuudessaan laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä ostoista, ja likviditeetin kysyntä huutokauppaoperaatioissa puolestaan väheni hieman.

### Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioiden volyymin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

**Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 6,0 miljardilla eurolla ja oli 772,7 miljardia euroa.** Tämä johtui pääosin perusrahoitusoperaatioiden kautta jaetun likviditeetin keskimääräisen volyymin supistumisesta 5,4 miljardilla eurolla. Kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin keskimääräinen volyyymi pieneni sekin hieman (2,8 miljardia euroa) operaatioissa jaetun likviditeetin vapaaehtoisien takaisinmaksun vaikutuksesta. Kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi puolestaan suureni 2,3 miljardia euroa.

**Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 158,3 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 193,8 miljardia euroa laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen jatkuessa.**

Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 139,9 miljardia euroa. Kolmannen katettujen joukkolainojen osto-ohjelman osuus keskimääräisen volyymin kasvusta oli 8,4 miljardia euroa, omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelman osuus 0,6 miljardia euroa ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman osuus 18,0 miljardia euroa. Likviditeettiä vähensivät velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittujen joukkolainojen takaisinmaksut, joiden määrä oli yhteensä 8,6 miljardia euroa.

## Ylimääräinen likviditeetti

**Edellä kuvatun kehityksen vuoksi ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna 109,5 miljardia euroa ja oli 1 755,3 miljardia euroa (ks. kuvio A).** Kuten edellä mainittiin, ylimääräisen likviditeetin kasvun taustalla ovat pääosin laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa toteutetut 60 miljardin euron kuukausittaiset ostot, joiden vaikutusta jonkin verran vähensi riippumattomista tekijöistä johtuva likviditeettitarpeen suureneminen. Nykyisen tarkastelujakson tarkempi analyysi osoittaa, että ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi viidennellä pitoajanjaksolla 90,1 miljardia euroa laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen ansiosta ja likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutuksen vähenemisen vuoksi. Väheneminen johtui pääasiassa valtioiden talletusten supistumisesta. Kuudennella pitoajanjaksolla ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi sen sijaan hieman vähemmän eli 47,1 miljardia euroa. Tämä johtui siitä, että laajennetun omaisuuserien osto-ohjelmassa jaetun likviditeetin lisäävää vaikutusta lievensi rahoitussektorin kasvanut keskimääräinen likviditeetinkysyntä, joka johtui valtioiden talletusten kasvusta.

Ylimääräisen likviditeetin kasvu näkyi keskimääräisissä sekkitilitalletuksissa, jotka kasvoivat tarkastelujaksolla 74,0 miljardia euroa ja olivat 1 248,0 miljardia euroa. Myös talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö kasvoi 35,2 miljardia euroa ja oli 629,8 miljardia euroa.

## Korkokehitys

**Yön yli -rahamarkkinakorot pysyivät tarkastelujaksolla lähellä talletusmahdollisuuden korkoa ja vakuudellisilla markkinoilla joitakin vakuuskoreja käytettäessä laskivat jopa sitä alemmas.** Vakuudettomilla markkinoilla eonikorko oli keskimäärin -0,357 %, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli ollut keskimäärin -0,358 %. Eonikorko pysytteli jokseenkin kapealla vaihteluvälillä. Korkeimmillaan se oli -0,345 % elokuun 2017 viimeisenä päivänä ja alimmillaan -0,366 % syyskuun puolivälissä.

Vakuudellisilla markkinoilla GC Pooling -markkina-alustalla yön yli -reposopimusten keskiporko laski hieman edellisestä tarkastelujaksosta eli perustason vakuuskoria käytettäessä -0,437 prosenttiin ja laajennettua koria käytettäessä -0,402 prosenttiin.

Vuosineljänneksen lopulla syyskuussa 2017 euroalueen ydinmaiden repokorot laskivat jokseenkin saman verran kuin kesäkuussa 2017, mutta vähemmän kuin vuoden 2016 lopussa ja maaliskuussa 2017 päättyneen neljänneksen lopussa, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ovat ottaneet käyttöön tehokkaampia vakuushallintakäytäntöjä. Taustalla saattaa olla myös positiivinen vaikutus, joka aiheutuu siitä, että julkisen sektorin velkapaperien osto-ohjelman arvopaperien lainausjärjestelyssä ryhdyttiin hyväksymään vakuudeksi myös käteistä.

## Kyselypohjaisten indikaattoreiden viimeaikainen vahvuus: mitä se kertoo BKT:n kasvun syvyydestä ja laajuudesta?

**Viimeaikaiset kyselytutkimukset viittaavat BKT:n voimakkaaseen kasvuun. Tämä herättää kysymyksen, voiko voimakkaan kasvuvireen odottaa jatkuvan.**

Esimerkiksi kaksi euroalueen tunnetuinta kyselytutkimusta – Euroopan komission yritysten ja kuluttajien suhdannekysely sekä IHS Markitin ostopäällikköindeksi (Purchasing Manager's Index, PMI) – ovat viime aikoina osoittaneet huomattavan vahvaa kehitystä, mikä viittaisi siihen, että euroalueen talous on voimakkaassa kasvussa. Analytiikot ja poliittiset päätöksentekijät seuraavat kumpaakin kyselyä tiiviisti, sillä niitä pidetään ajantasaisina ja jopa ainutlaatuisina talouskehityksen kuvaajina. Niiden tulokset nimittäin julkistetaan kuukausittain jo tarkastelukuukauden kolmannelta viikosta eteenpäin, kun taas BKT:n alustava pika-arvio julkistetaan vasta 30 päivää tarkastelukuukauden päätyttyä. Tässä kehikossa tarkastellaan kummankin kyselyn keskeisen indikaattorin eli talouden ilmapiiriä kuvaavan indikaattorin (Economic Sentiment Indicator, ESI) ja kokonaistuotantoa kuvaavan ostopäällikköiden yhdistelmäindeksin (composite output PMI) aikasarjoja, sillä ne ovat tyypillisesti korreloineet parhaiten BKT:n kehityksen kanssa.

**Sekä ESI-indikaattori että PMI-yhdistelmäindeksi ovat hyödyllisiä BKT:n mittareita, mutta niiden menetelmät eroavat toisistaan.** Euroopan komission kyselyjen peitto on laaja maittain (kaikki euroalueen maat paitsi Irlanti) sekä toimialoittain kuten myös kysymysten ja otoskoon kannalta (75 000 yksityisen sektorin yritystä ja 26 000 kuluttajaa). Siten sen avulla saadaan yksityiskohtainen kuva talouden kehityksestä. Näihin kyselyihin perustuva ESI sisältää luottamusindikaattorit viidelle toimialalle, joista kukin käsittää keskimäärin kahdesta neljään alakysymystä. Jotkut kysymyksistä liittyvät tilauksiin, odotettuun tuotantoon, kysyntään tai työllisyyteen ja ovat siten luonteeltaan ennakoivia. ESI-indikaattorin painokertoimet ovat: teollisuus 40 %, palvelut 30 %, kuluttajat (kotitaloudet) 20 % ja sekä vähittäiskauppa että rakentaminen 5 %.<sup>9</sup> Rahoituspalvelut eivät kuitenkaan sisälly ESI-indikaattoriin. Tämä on puute, koska rahoitusala vaikuttaa BKT:n kehitykseen ja toimialan kehitys voi poiketa huomattavasti muusta taloudesta, kuten finanssikriisin aikana havaittiin.

PMI-yhdistelmäindeksi johdetaan vastauksista kysymykseen tuotannon muutoksista edelliseen kuukauteen verrattuna. Vastausvaihtoehtoja on kolme: "kasvaa", "ei muutosta" ja "supistuu". Siinä sovelletaan 65 prosentin painoa palveluihin liittyvään toimintaan (kattaa 2 000 yksityisen sektorin yritystä euroalueen neljästä suurimmasta maasta ja Irlannista), kun taas loput 35 % perustuu tehdasteollisuuden tuotantoon (kattaa 3 000 yritystä eri maista, mukaan lukien Alankomaat, Itävalta ja Kreikka).

<sup>9</sup> Ks. Gelper, S. ja Croux, C., "On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), helmikuu 2010, s. 47–62; Pošta, V. ja Pikhart, Z., "The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies", *Statistika*, 49(1), 2012, s. 41–55; sekä Sorić, P., Lolić, I. and Čizmešija, M., "European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal", *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), syyskuu 2016, s. 2025–54.

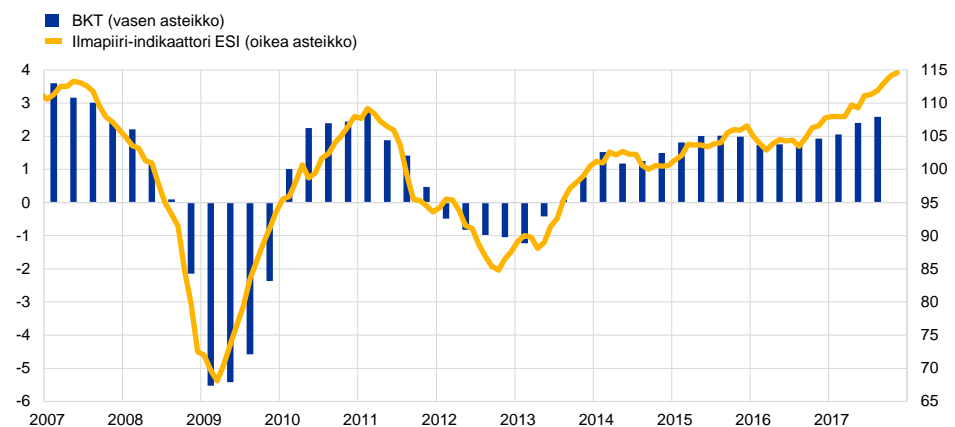
Näin ollen siitä puuttuu tärkeitä toimialoja, kuten julkiset palvelut ja tehdasteollisuuden kuuluminen teollisuus (lähinnä rakentaminen).

**ESI-indikaattorin ja PMI-yhdistelmäindeksin kehitys viittaa euroalueen talouden voimakkaan kasvun jatkumiseen vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä.** Kuten kuvio A osoittaa, ESI-mittari on muodostettu seuraamaan BKT:n muutoksia vuodentakaisesta.<sup>10</sup> ESI:n ja BKT:n vuotuisen muutoksen tiivis korrelaatio viittaa vahvan talouskasvun jatkumiseen viimeisellä vuosineljänneksellä. Osa ESI-indikaattorin ja vuotuisen talouskasvun viimeaikaisesta poikkeamasta selittyy sillä, että ESI:n viimeaikainen nousu selittyy suurelta osin siihen sisältyvistä ennakoivista tekijöistä. Siten ESI:n viimeaikainen paraneminen saattaa kertoa vahvan kehityksen jatkumisesta viimeisen vuosineljänneksen jälkeenkin.

### Kuvio A

#### Euroalueen BKT ja talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI

(prosenttimuutos vuodentakaisesta, diffuusioindeksi)



Lähteet: Eurostat ja Euroopan komissio.

PMI-yhdistelmäindeksi on kehitetty seuraamaan neljännesvuotuisia muutoksia BKT:ssä. Kuvio B kuvaa yksinkertaista BKT-sääntöä, jonka mukaan neljännesvuotuinen muutos BKT:ssä on yhtä kuin 10 % vuosineljänneksen keskimääräisestä PMI-yhdistelmäindeksistä vähennettynä 50:llä. BKT:n ja PMI-yhdistelmäindeksin neljännesvuotuisen muutosten yhteys on heikentynyt aika ajoin, erityisesti finanssikriisin alkuvuosina (2008 ja 2009). Tästä huolimatta vuodesta 2003 alkaen (jolloin euroalueen BKT:n alustavan pika-arvion julkistaminen alkoi), tämä yksinkertainen seurantasääntö on ennustanut kunkin kalenterivuoden lopullista BKT-kasvua tarkemmin kuin ensimmäiset julkistetut BKT-luvut noin puolessa tapauksista. BKT kasvoi vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä edellisestä neljänneksestä

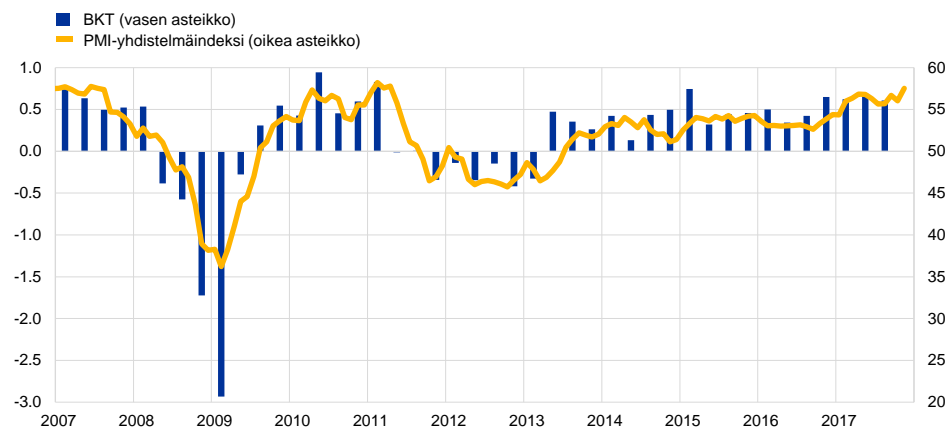
<sup>10</sup> Empiiristä näyttöä, näiden kahden kyselytutkimuksen vertailu sekä suhde vuotuisen ja neljännesvuotuisen BKT:n muutokseen on esitetty Special topic -katsauksessa "ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance", joka on julkaistu artikkelissa "European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017", *European Economy Technical Paper*, No 17, Euroopan komissio, heinäkuu 2017, s. 18–26. Lisätietoja PMI-indikaattoriin perustuvasta BKT-ennusteesta sekä sen vertailu BKT:n pikaennusteisiin on esitetty artikkelissa Bondt, G.J. de., "Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?", *EcoMod2012 Conference Paper*, heinäkuu 2012. Päivitetyt PMI-yhdistelmäindeksin tulokset mukaan lukien erilaiset stabiiliustestit viittaavat siihen, että PMI-yhdistelmäindeksin ja BKT:n välisessä yhteydessä ei ole merkkejä merkittävistä muutoksista.

tämän säännön perusteella jokseenkin saman verran kuin asiantuntijoidemme joulukuun 2017 arvion mukaan.<sup>11</sup>

## Kuvio B

### Euroalueen BKT ja tuotantoa kuvaava PMI-yhdistelmäindeksi

(prosenttimuutos vuodentakaisesta, diffuusioindeksi)



Lähteet: Eurostat ja IHS Markit.

**Talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI viittaa siihen, että BKT kasvaa lyhyellä aikavälillä vakaasti euroalueella kokonaisuutena ja sen useimmissa maissa.** Kattavuutensa ansiosta ilmapiiri-indikaattori sopii paremmin läheisempään maa- ja toimialakohtaiseen tarkasteluun. Sen tuoreimmat tulokset marraskuulta 2017 (punaiset täplät kuviossa C) osoittavat indikaattorin olevan tällä hetkellä pitkän aikavälin keskitasoaan (viiva nollan kohdalla) korkeammalla kaikissa euroalueen maissa Kreikkaa lukuun ottamatta. Lisäksi ESI on tällä hetkellä vähintään yhden keskihajonnan verran keskitasoaan korkeampi kaikissa muissa maissa paitsi Baltiassa, Belgiassa, Slovakiassa ja Kreikassa. Indikaattori nousi marraskuussa Maltalla ja Kyproksella historian korkeimmalle tasolle (tästä osoituksena punaiset täplät ovat sinisten palkkien yläpäässä).

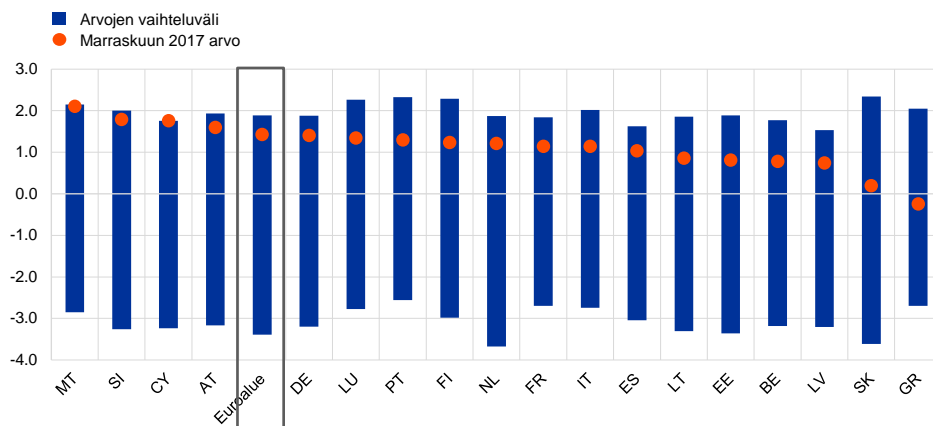
<sup>11</sup> Ks. tässä Talouskatsauksessa esitetyt tuoreimmat "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot".



## Kuvio C

### Talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI

(standardoidut arvot)



Huom. Siniset palkit kuvaavat korkeinta ja alinta tasoa maakohtaisen aikasarjan alusta alkaen; punaiset täplät kuvaavat tuoreimpia tuloksia ja nollan kohdalla oleva linja osoittaa keskimääräistä lukemaa.  
Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

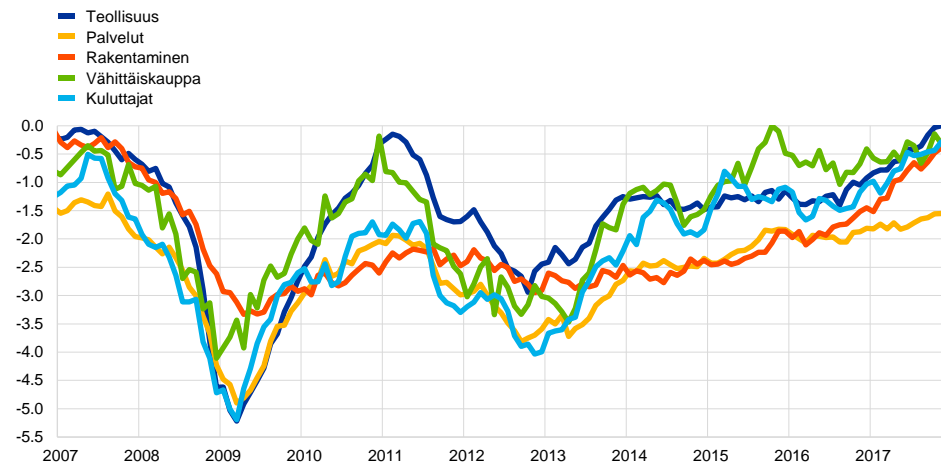
**Myös toimialakohtaisesta tarkastelusta saa kokonaisuutena positiivisen kuvan, sillä luottamus on korkealla tasolla useimmilla toimialoilla kautta euroalueen.** Toimialoittain tarkastellen ilmapiiri-indikaattorin perustana olevat

toimialakohtaiset luottamusmittarit olivat marraskuussa 2017 ennätyskorkeat tehdasteollisuudessa ja lähes ennätyskorkeat kotitaloussektorilla (kuluttajat), vähittäiskaupassa ja rakentamisessa (ks. kuvio D). Erityisesti viimeksi mainittu mittari kertoi voimakkaasta suhdanneluonteisesta kasvusta. Palvelualan tuoreimmat tiedot olivat sitä vastoin suhteellisen heikot, joskin edelleen pitkän aikavälin keskiarvonsa sekä vuoteen 2011 ajoittuneen edellisen huippunsa yläpuolella. Toimialoittaiset erot ovat taloudellisesti tärkeitä. Esimerkiksi Euroopan komission palvelujen ja teollisuuden luottamusindikaattorien yhdisteleminen ostopääliköindeksissä käytetyillä painokertoimilla (palvelut 65 % ja teollisuus 35 %) johtaisi olennaisesti alempaan arvioon BKT:n vuotuisesta kasvusta kuluvan vuoden viimeisellä neljänneksellä kuin ESI (ks. kuvio A). Kaiken kaikkiaan toimialakohtaiset tiedot viittaavat siihen, että kaikki toimialat vaikuttavat tällä hetkellä kasvuun positiivisesti, joskin eri voimakkuuksilla.

## Kuvio D

### Luottamus eri toimialoilla

(standardoitu poikkeama enimmäisarvosta)



Huom. Luottamustietoihin perustuvat laskelmat alkavat tammikuusta 1985 kaikkien muiden toimialojen paitsi palvelujen osalta (ne alkavat huhtikuusta 1995).  
Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

## Mitä EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus kertoo euroalueen työmarkkinoita koskevista arvioista?

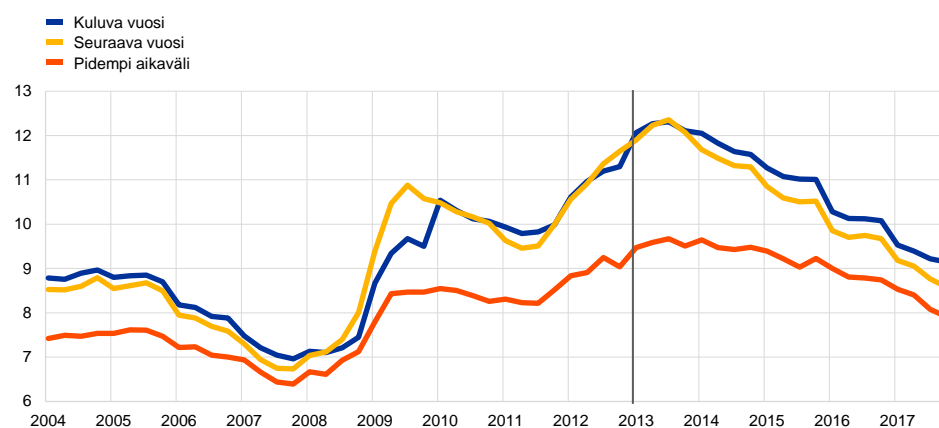
**Kymmenen viime vuoden aikana euroalueen työmarkkinoilla on sattunut useita sokkeja, jotka ovat aiheuttaneet voimakkaita muutoksia työttömyysasteessa ja palkkojen kasvussa.** Näiden muutosten seurauksena ennusteasiantuntijat ovat toistuvasti tarkistaneet odotuksiaan työttömyysasteen ja työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuisesta kasvuvauhdista (jäljempänä palkkojen kasvu") välillä aiempaa voimakkaammaksi ja välillä heikommaksi. Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksessa (SPF) raportoitujen odotusten tarkistuksia ja verrataan odotuksia toteutuneisiin lukuihin.

**Vuosien 2008 ja 2013 välillä finanssikriisiin ja valtionvelkakriisiin liittyvien taloudellisten takaiskujen myötä SPF-kyselyyn osallistuvat asiantuntijat tarkistivat asteittain odotuksiaan työttömyysasteesta aiempaa korkeammiksi ja palkkojen kasvusta alemmiksi (ks. kuvat A ja B).** Tämä oli johdonmukaista sen perinteisen käsityksen kanssa, että työttömyysaste kertoo työmarkkinoilla olevan vapaan kapasiteetin määrän ja sitä kautta vaikuttaa työmarkkinoiden määrä-hintakehitykseen: mitä useampi työtön kilpailee työpaikoista, sitä pienempiä palkkoja yritysten tarvitsee maksaa hankkiakseen tai pitääkseen tarvitsemansa työntekijät. Tämä yhteys näkyi selvästi päinvastaiseen suuntaan vuosien 2010–2011 väliaikaisen elpymisen jaksolla, jolloin lyhyen aikavälin odotuksia palkkojen kasvusta tarkistettiin voimakkaammiksi ja työmarkkinoilla olevan käyttämättömän kapasiteetin odotettiin vähenevän (tätä kuvaa lyhyen ja pitkän aikavälin työttömyysastetta koskevien odotusten lähentyminen toisiinsa nähden). Vuonna 2013 näkymät kuitenkin muuttuivat, ja sekä työttömyysastetta että palkkojen kasvua koskevia odotuksia tarkistettiin useasti aiempaa heikommiksi.

### Kuvio A

Odotettu työttömyysaste

(prosenttia)

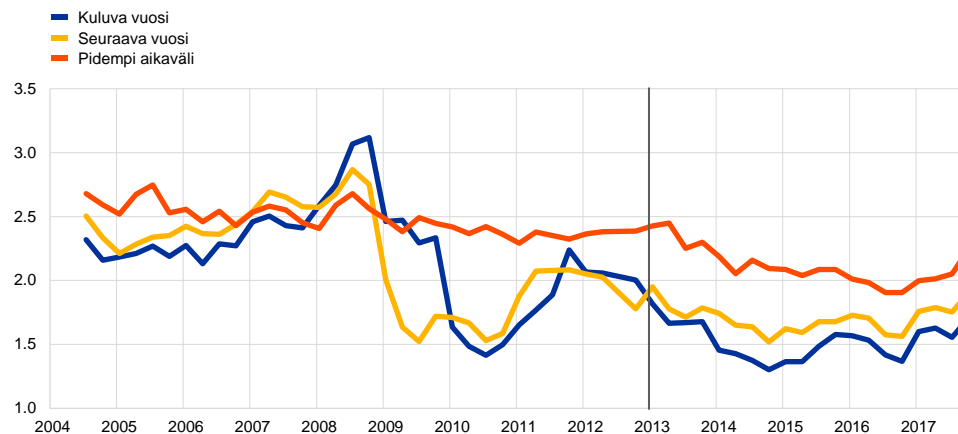


Lähteet: SPF-kysely ja EKP:n laskelmat.

## Kuvio B

### Odotettu palkkojen kasvu

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: SPF-kysely ja EKP:n laskelmat.

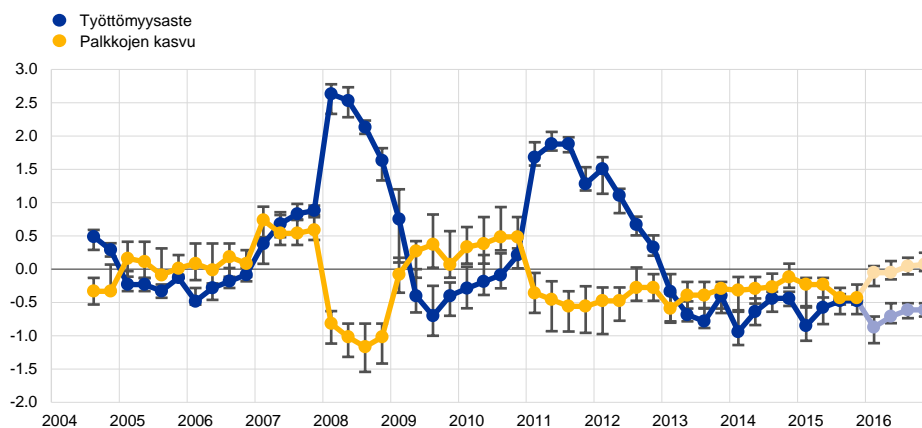
**Aina vuoteen 2013 saakka SPF-kyselyn ennustevirhe tuntui työttömyysasteen peilikuvalla: odotettua heikomman palkkojen kasvun jaksolla työttömyysaste oli odotettua korkeampi ja päinvastoin (ks. kuvio C).**<sup>12</sup> Vuoden 2013 jälkeen kuitenkin sekä työttömyysasteen ja palkkojen kasvun ennusteiden tarkistusten yhteys että ennustevirheiden kehitys muuttuivat. Vuosina 2013–2015 SPF-kysely yliarvioi sekä palkkojen kasvuvauhtia että työttömyysastetta, mikä on kyselyn historiaan nähden poikkeuksellinen virhe. Lisäksi tämä kehitys näkyy paitsi SPF-kyselyssä raportoidussa keskimääräisessä ennusteessa, myös selvästi useimmissa yksittäisissä ennusteissa. Pystyjanat kuviossa C osoittavat yksittäisten ennustevirheiden hajontaa (laskettuna kvartiilivälinä). Vuosina 2013–2015 useimmat näistä pystyjanoista ovat nollan alapuolella, mikä tarkoittaa sitä, että suurin osa vastaajista aliarvioi sekä palkkojen kasvun että työttömyyden.

<sup>12</sup> SPF-kyselyssä on kerätty työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten odotettuja vuotuisia kasvuvauhteja (palkkojen kasvu) vuodesta 2004 alkaen.

## Kuvio C

### SPF-kyselyn työttömyysastetta ja palkkojen kasvua koskeva lyhyen aikavälin ennustevirhe

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: SFP:n ja EKP:n laskelmat.

Huom. Ennustehorisontti on seuraava kalenteri vuosi; ilmoitettu päivämäärä viittaa kyselyn päivämäärään. Kuvio osoittaa kyselyn tiedoista johdetun mediaaniennusteen ja kunkin kvartiiliin yksittäisten vastausten vaihteluvälin. Ennustevirheet on määritetty tuoreimpien tietojen mukaisen toteuman ja odotuksen erotuksena. Työntekijää kohden laskettujen palkkakustannusten tuoreimmat tiedot ovat vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä. Tuoreimmat lopullisesti arvioitavissa olevat SPF-kyselyn odotukset seuraavan kalenterivuoden horisontille ovat vuonna 2015 tehtyjen kyselyjen mukaiset odotukset vuodelle 2016. Tässä kuviossa kuitenkin esitetään myös alustava arviointi vuoden 2016 kyselyihin perustuvista odotuksista vuodelle 2017 olettaen, että viimeisen vuosineljänneksen tiedot vastaavat eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun arvioita. Työttömyyden ja palkkojen kasvun ennustevirheiden kehitys seuraavan kalenterivuoden horisontille (vuoteen 2013 saakka kerätty vain vuoden kolmannelta ja neljännellä neljänneksellä) on vastaava.

### Tämä historiallisesti tarkastellen epätavallinen ennustevirheiden kehitys vuodesta 2013 alkaen saattaa kertoa euroalueen työmarkkinakehityksen rakenteellisesta muutoksesta.

Tämä kehitys viittaa erityisesti siihen, että vaikka työmarkkinoilla oleva käyttämätön kapasiteetti (työttömyydellä mitattuna) on jäänyt odotettua vähäisemmäksi, muut tekijät pitivät palkkakehityksen vaimeana. Tällaisia tekijöitä voisivat olla esimerkiksi palkkojen joustavuuden lisääntyminen kriisin syvyyden ja sitä seuranneiden työmarkkinauudistusten myötä, alhaisemman tuottavuuden työpaikkojen määrän voimakkaampi kasvu sekä alhaisen inflaation vaikutukset.<sup>13</sup> Tämä kehitys saattaa myös kertoa siitä, että nykytilanteessa työttömyysaste aliarvioi työmarkkinoilla olevan käyttämättömän kapasiteetin kokonaismäärän. Esimerkiksi piilotyöttömien tai sellaisten osa-aikaisten työntekijöiden osuuden kasvu, jotka haluavat kasvattaa tekemiensä työtuntien määrää, on saattanut mahdollistaa työllisyyden nousun aiheuttamatta merkittävää palkkainflaatiota. Tämä käsitys on johdonmukainen vuoden 2017 toisen neljänneksen kyselyyn nähden: kun vastaajilta kysyttiin arviota palkkakehitykseen kohdistuvista riskeistä, he korostivat epävarmuutta, joka liittyy siihen, miten palkat reagoivat käyttämättömään kapasiteettiin, sekä riskiä odotettua heikommasta palkkojen kasvusta, mikäli piilotyöttömät palaavat työmarkkinoille talouden elpymisen jatkuessa.

**Työmarkkinoiden viimeaikaisen epätavanomaisen kehityksen taustatekijät saattavat kuitenkin olla jo heikentymässä.** Odotukset palkkojen kasvusta ovat kasvaneet vuonna 2017 kaikissa ennustehorisonteissa. Erityisesti tuorein SPF-

<sup>13</sup> Ks. Talouskatsauksen 3/2016 kehikko "Recent wage trends in the euro area".

kysely (vuoden 2017 viimeiseltä neljännekseltä) kertoo, että odotettu palkkojen kasvu pitkällä aikavälillä on nyt kuronut kiinni yli puolet vuosina 2013–2016 tapahtuneesta laskusta (ks. kuvio B). Tämä puolestaan saattaa viitata siihen, että palkkojen kasvua aiemmin hillinneiden tekijöiden uskotaan olevan heikkenemään päin.

## Huomioita alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnista vuoden 2018 arvioinnin perusteella

**Euroopan komissio julkisti 22.11.2017 lausuntonsa euroalueen hallitusten vuoden 2018 alustavista talousarviosuunnitelmista sekä arvion euroalueen julkisen talouden kokonaistilanteesta.** Kuhunkin lausuntoon sisältyy arvio siitä, onko asianomainen suunnitelma vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukainen. Lausunnoissa arvioidaan myös, onko talousarviosuunnitelmissa noudatettu vuoden 2017 talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson yhteydessä annettuja ohjeita, jotka on kirjattu Ecofin-neuvoston 11.7.2017 antamiin finanssipolitiikkaa koskeviin maakohtaisiin suosituksiin.<sup>14</sup>

**Alustavissa talousarviosuunnitelmissa ennakoidaan yleisesti, että finanssipolitiikan tuki euroalueen taloudelle pysyy kutakuinkin ennallaan, mutta maiden välillä siinä on huomattavia eroja.** Jotkin jäsenmaat ovat saavuttaneet julkisen talouden keskipitkän ajan tavoitteensa, ja useat niistä käyttävät EU:n finanssipoliittisten sääntöjen mukaista liikkumavaraansa. Sitä vastoin rakenteelliset toimenpiteet ovat euroalueen vankasta ja laaja-alaisesta talouskasvusta huolimatta jäämässä huomattavan monessa jäsenmaassa vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisia sitoumuksia vähäisemmiksi. Euroryhmä totesi vuoden 2018 alustavista talousarviosuunnitelmista antamassaan lausunnossa 4.12.2017, että jokseenkin neutraali finanssipolitiikka vaikuttaa edelleen tarkoituksenmukaiselta euroalueella vuonna 2018.<sup>15</sup> Tämä noudattaa myös näkemystä, jonka mukaan finanssipolitiikan tukea kokonaistaloudelle ei ole tarpeen hienosäätää, kun tuotantokuilu on pieni.<sup>16</sup> Euroryhmä totesi myös, että talustilanteen samanaikainen paraneminen nostaa esiin tarpeen palauttaa julkisen talouden puskureita samalla, kun talouksien kasvupotentiaalia lujitetaan.

**Komission syksyn 2017 talousennusteen perusteella vain kuuden maan alustavat talousarviosuunnitelmat (kaikkiaan kahdeksastatoista) ovat täysin vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisia.**<sup>17</sup> Näitä ovat Alankomaiden, Latvian, Liettuan, Luxemburgin, Saksan ja Suomen suunnitelmat (kaikki vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä). Maita, joiden suunnitelmat todettiin täysin vaatimusten mukaisiksi, on nyt yksi enemmän kuin viime vuonna. Komissio katsoo, että kuuden muun maan alustavat talousarviosuunnitelmat ovat

<sup>14</sup> Taustaa ja yksityiskohtaisempia tietoja on EKP:n Talouskatsauksen 4/2017 kehikossa "Vuoden 2017 talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson maakohtaiset finanssipolitiikkasuositukset".

<sup>15</sup> Ks. [Euroryhmän lausunto vuoden 2018 alustavista talousarviosuunnitelmista](#) (englanniksi).

<sup>16</sup> Euroalueen finanssipolitiikan kokonaismitoitus on tärkeä käsite talous- ja rahaliitossa, jossa yhteisen rahapolitiikan lisäksi kukin jäsenvaltio harjoittaa kansallista finanssipolitiikkaa. Käsite ei kuitenkaan ole oikeudellisesti sitova. Euroalueen finanssipolitiikan arvioinnin vaikeuksia tarkastellaan EKP:n Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

<sup>17</sup> Arvio ei koske Kreikkaa.

vain ”pitkälti” vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisia.<sup>18</sup> Näitä ovat sopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä olevien Irlannin, Kyproksen, Maltaan, Slovakian ja Viron suunnitelmat sekä sopimuksen korjaavan osan piirissä olevan Espanjan suunnitelma; Espanja toimitti muuttumattomaan politiikkaan perustuvan alustavan talousarviosuunnitelman. Espanjan julkisen talouden alijäämäsuhteen ennustetaan alittavan BKT:hen suhteutetun 3 prosentin viitearvon liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn vuoden 2018 määräaikaan mennessä, mutta maan rakenteelliset toimet jäävät edelleen vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisia sitoumuksia vähäisemmiksi.<sup>19</sup> Viimeisten kuuden maan alustaviin talousarviosuunnitelmiin katsotaan liittyvän vaara poiketa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksista.<sup>20</sup> Näitä maita ovat sopimuksen korjaavan osan piirissä oleva Ranska – jonka liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn määräaika on vuonna 2017 – sekä sopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä olevat Belgia, Italia, Itävalta, Portugali ja Slovenia (Itävalta esitti muuttumattomaan politiikkaan perustuvan suunnitelman, koska maassa oli vielä virkaa tekevä hallitus).

**Maissa, joissa julkisen talouden velkasuhde on suuri, sen pieneneminen on hidasta.** Niistä kuudesta maasta, joilla on vaara, että niiden alustavat talousarviosuunnitelmat eivät vastaa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia, Belgian, Ranskan, Italian ja Portugalin julkisen talouden velkasuhteet ovat vuonna 2018 korkeat, yli 90 % BKT:hen suhteutettuna (ks. kuvio). Portugalia lukuun ottamatta näiden maiden ei odoteta supistavan julkista velkaansa kohti BKT:hen suhteutettua 60 prosentin viitearvoa vakaus- ja kasvusopimuksen velkasäännön mukaisesti. Euroryhmä totesi 4.12.2017 antamassaan lausunnossa, että suuren velkasuhteen hidaskasvu supistumistahti eräissä jäsenvaltioissa herättää edelleen huolta. Italian osalta komissio totesi 22.11.2017 lähettämässään kirjeessä, että edistys kohti velkakriteerin noudattamista on ollut riittämätöntä ja että Italian julkinen velka on edelleen keskeinen heikkoustehtävä.<sup>21</sup> Samaan aikaan komissio ei vielä ole antanut perussopimuksen artiklan 126 kohdan 3 mukaista kertomusta vuodelta 2016 ilmoitettujen tietojen pohjalta.

<sup>18</sup> Ennaltaehkäisevän osan piirissä olevien maiden alustavat talousarviosuunnitelmat ovat ”pitkälti” vaatimusten mukaisia, jos komission ennusteen mukaan on todennäköistä, että keskipitkän aikavälin tavoitteesta tai siihen tähtäävältä sopeutusuralta poiketaan jonkin verran mutta sopeutusvaatimuksesta poikkeamisen ei katsota olevan merkittävä. Poikkeamista pidetään merkittävänä, jos se on yli 0,5 % suhteessa BKT:hen yksittäisenä vuonna tai keskimäärin yli 0,25 % suhteessa BKT:hen kahtena peräkkäisenä vuonna. Vakaus- ja kasvusopimuksen korjaavan osan piirissä olevien maiden kohdalla komissio katsoo alustavien talousarviosuunnitelmien olevan pitkälti vaatimusten mukaisia, jos komission ennusteen mukaan alijäämätavoite saavutetaan mutta finanssipoliittiset toimet jäävät selvästi suosituksia vähäisemmiksi, jolloin liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä annettujen suositusten noudattaminen vaarantuu.

<sup>19</sup> Euroopan komission syksyn 2017 talousennusteen mukaan vuodelle 2018 ei ennakoita rakenteellisia toimenpiteitä, kun taas liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn mukaisessa suosituksessa, jonka neuvosto antoi Espanjalle perussopimuksen artiklan 126 kohdan 9 nojalla vuonna 2016, rakenteellisten vakauttamistoimien tavoitteeksi asetettiin 0,5 % suhteessa BKT:hen.

<sup>20</sup> Vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä olevien maiden kohdalla komissio arvioi olevan vaarana, että maan alustava talousarviosuunnitelma ei vastaa sopimuksen vaatimuksia, jos komission ennusteen mukaan on todennäköistä, että keskipitkän aikavälin tavoitteesta tai siihen johtavalta sopeutusuralta poiketaan merkittävästi vuonna 2018 ja/tai että velan supistamisen viitearvo ylittyy niissä maissa, joihin sitä sovelletaan. Vakaus- ja kasvusopimuksen korjaavan osan piirissä olevien maiden kohdalla taas komissio arvioi olevan vaarana, että talousarviosuunnitelmat eivät vastaa sopimuksen vaatimuksia, jos komission vuoden 2018 ennusteen pohjalta näyttää todennäköiseltä, että liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä on siirryttävä seuraavaan vaiheeseen sen vuoksi, että sekä finanssipoliittisia toimia että alijäämiä koskevasta tavoitteista jätetään.

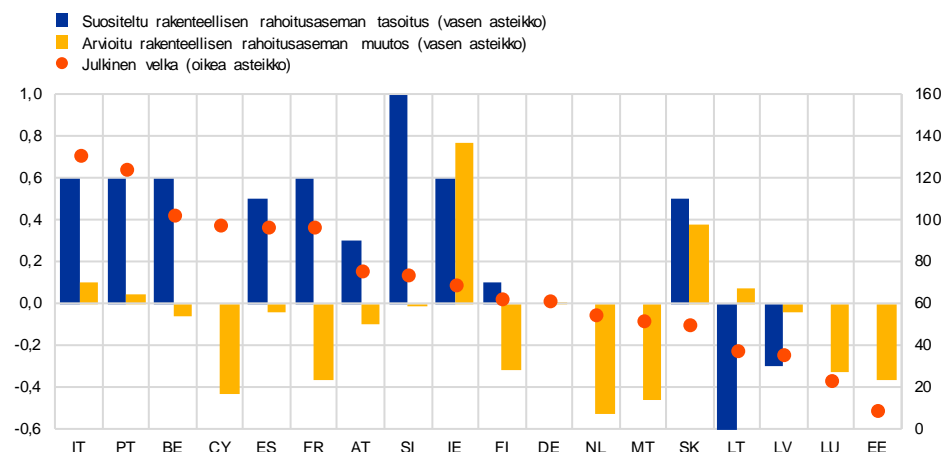
<sup>21</sup> Ks. [kirje Italialle](#).



## Kuvio A

### Suosittelut ja arvioidut rakenteellisen rahoitusaseman tasoitukset vuonna 2018; julkinen velka vuonna 2018

(prosentteina suhteessa BKT:hen)



Lähteet: AMECO ja Ecofin-neuvoston 11.7.2017 antamat finanssipolitiikkaa koskevat maakohtaiset suositukset.

Huom. Alankomaita, Kyprosta, Liettuaa, Luxemburgia, Maltaa, Saksaa ja Viroa kehoitetaan pysyttelemään keskipitkän aikavälin tavoitteissaan. Itävallan ja Suomen rakenteellisia toimenpiteitä koskevat vaatimukset ovat maakohtaisissa suosituksissa asetettuja vaatimuksia lievemmat, kun ne on korjattu vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti myönnettyllä joustolla (etenkin pakolaisiin liittyvien menojen, rakenneuudistusten, lisäinvestointien ja eläkejärjestelmän uudistusten osalta). Italian ja Slovenian rakenteellisia toimenpiteitä koskevia vaatimuksia voidaan harkinnanvaraisesti lieventää.

### Komissio suosittelee harkintavaltansa perusteella, että vuoden 2018 rakenteellista vakauttamista koskevia vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia kevennettäisiin merkittävästi Italian ja Slovenian osalta.<sup>22</sup>

Niiden maiden osalta, joiden rakenteellisia toimenpiteitä koskevat vaatimukset vuonna 2018 ovat BKT:hen suhteutettuina vähintään 0,5 prosenttia, jäsenvaltioiden talous-, työllisyys- ja finanssipolitiikkaa koskevien 11.7.2017 annettujen neuvoston vuoden 2017 suositusten johdanto-osissa mainittiin, että tulevaisuudessa arvioinnissa otettaisiin ”asianmukaisella tavalla huomioon, että tavoitteena on saavuttaa sellainen finanssipolitiikan viritys, joka osaltaan sekä vahvistaa talouden elpymistä että varmistaa – julkisen talouden kestävyys”. Komissio suosittelee tältä pohjalta Italiaan sovellettavien rakenteellisten toimenpidevaatimusten lieventämistä 0,6 prosentista 0,3 prosenttiin BKT:hen suhteutettuna sekä Sloveniaan sovellettavien vaatimusten lieventämistä 1,0 prosentista 0,6 prosenttiin BKT:hen suhteutettuna.<sup>23</sup> Vakaus- ja kasvusopimuksen uskottavuuden kannalta on yleisesti tärkeää, että sopimuksen finanssipoliittisia sääntöjä sovelletaan ennakoitavasti ja avoimesti.<sup>24</sup> Vaatimusten keventämisestä huolimatta komissio ei syksyn 2017 ennusteessaan odota kummankaan maan noudattavan täysin vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevän osan vaatimuksia ensi vuonna.

<sup>22</sup> Lisätietoja on komission tiedonannon [Vuoden 2018 alustavien talousarviosuunnitelmien kokonaisarviointi](#) laatikossa ”Harkintavallan käyttö julkisen talouden valvonnassa syksyllä 2017”.

<sup>23</sup> Neuvosto tekee lopullisen arvioinnin viimeistään keväällä 2019, kun se tarkastelee, onko vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia noudatettu vuonna 2018.

<sup>24</sup> Kansainvälinen valuuttarahasto totesi artiklan IV mukaisista euroaluetta koskevista kuulemismenettelyistä laatimassaan [raportissa](#), että Euroopan komission laajempi harkintavalta sääntöjen noudattamisen arvioinnissa heikentää vakaus- ja kasvusopimuksen uskottavuutta ja että sopimuksen uskottavuuden palauttamiseksi tarvitaan toimia.

### Alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi näyttää ajan mittaan

**menettäneen tehoaan.** Alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi otettiin käyttöön vastauksena finanssikriisiin, ja sen tarkoituksena oli toimia keinona tunnistaa ja ehkäistä mahdollisia poikkeamia terveestä finanssipolitiikasta talousarvioprosessin varhaisessa vaiheessa eli ennen talousarvioiden viimeistelyä. Jos suunnitelmassa havaitaan vaara erityisen vakavasta vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten noudattamatta jättämisestä – eli jos suunnitelman sisältämät rakenteelliset toimenpiteet jäävät itse asiassa selvästi vaatimuksia vähäisemmiksi – komissio voi pyytää asianomaista jäsenvaltiota esittämään päivitetyn talousarviosuunnitelman. Komissio ei ole esittänyt lainkaan tällaisia pyyntöjä sen jälkeen, kun ensimmäinen arviointi syksyllä 2013 alkoi, sillä ”erityisen vakavan noudattamatta jättämisen” edellytys ei sen mukaan ole toteutunut yhdessäkään tapauksessa.<sup>25</sup> Komissio on kuitenkin kirjoittanut maille, joiden suunnitelmat jäävät huomattavasti vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia vähäisemmiksi, ja pyytänyt niitä toteuttamaan lisätoimenpiteitä. Arvioinnin alkuvaiheessa, etenkin vuonna 2014, eräät maat sitoutuivat julkisesti noudattamaan näitä pyyntöjä.<sup>26</sup> Tuoreimman arvion yhteydessä ei kuitenkaan yksikään niistä maista, joiden suunnitelmat jäävät finanssipoliittisista tavoitteista vuonna 2018, ole toteuttanut lisätoimenpiteitä tämän johdosta.<sup>27</sup> Aiempina vuosina lisäksi eräät maat, joiden alustaviin talousarviosuunnitelmiin liittyi komission ennusteen perusteella vaaroja vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten noudattamatta jättämisestä, olivat sitoutuneet ”toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet sen varmistamiseksi, että – – talousarvio noudattaa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia”, sopimuksen mukaisiin sitoumuksiin liittyvistä vakauttamisvajeista tehtyjen laskelmien perusteella.<sup>28</sup> Tämänvuotisessa vuoden 2018 alustavista talousarviosuunnitelmista annetussa lausunnossaan euroryhmä kuitenkin vain kehottaa asianomaisia maita hyvissä ajoin harkitsemaan tarvittavia toimenpiteitä komission nimeämiin riskeihin vastaamiseksi, jotta varmistettaisiin, että niiden vuoden 2018 talousarviot ovat vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten mukaisia. On myös otettava huomioon, että aiemmista vuosista poiketen euroryhmä ei näytä aikovan toteuttaa tämänkertaisesta arviosta jatkoarviointia vuoden 2018 alussa komission talviennusteen perusteella. Sen jälkeen, kun alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi syksyllä 2013 alkoi, niiden maiden osuus, jotka ovat toimittaneet vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaiset alustavat talousarviosuunnitelmat, on taloustilanteen kohenemisesta huolimatta pysynyt jatkuvasti noin kolmanneksessa.<sup>29</sup>

<sup>25</sup> Mukaan lukien tapaukset, joissa rakenteellisen rahoitusaseman kohenemisen kohti maakohtaisia keskipitkän ajan tavoitteita ennustettiin alittavan vaatimukset merkittävästi eli BKT:hen suhteutettuna yli 0,5 prosenttiyksiköllä. Tämä on kynnsarvo merkittävää sopeutusuralta poikkeamista koskevan menettelyn käynnistämiseksi vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevässä osassa.

<sup>26</sup> Komissio lähetti esimerkiksi Italialle, Itävallalle ja Ranskalle kirjeet lokakuussa 2014. Sitä ennen se oli toukokuussa 2014 pyytänyt Itävallaa toteuttamaan lisätoimenpiteitä, kun Itävallan hallitus oli parlamenttivaalien jälkeen toimittanut päivitetyn vuoden 2014 alustavan talousarviosuunnitelman (joka ei noudattanut vaatimuksia).

<sup>27</sup> Lokakuussa 2017 komissio kirjoitti Belgialle, Espanjalle, Italialle, Portugalille ja Ranskalle.

<sup>28</sup> Ks. vertailukohtana [5.12.2016 annettu euroryhmän lausunto](#).

<sup>29</sup> Sen jälkeen, kun arviointi syksyllä 2013 alkoi, vain Saksan ja Alankomaiden vuosittain esittämät suunnitelmat ovat kaikki saaneet myönteisen arvion.

**Jatkossa vaikuttaa olennaisen tärkeältä, että alustavien**

**talousarviosuunnitelmien arvioinnin tehokkuutta jälleen lisätään.** Yleisesti on vaikea arvioida, missä määrin alustavan talousarviosuunnitelman arviointi on kannustanut maita sisällyttämään lopullisiin talousarvioihinsa lisätoimenpiteitä.<sup>30</sup> Hallitukset voivat toteuttaa lisätoimenpiteitä talousarvion viimeistelyn aikana tai sen täytäntöönpanon yhteydessä pitkin vuotta yhdistämättä näitä toimenpiteitä erityisesti arvioinnin tuloksiin. Lisäksi arvio siitä, ovatko maat tietynä vuotena noudattaneet vakaus- ja kasvusopimusta, perustuu toteutuneisiin tietoihin, ja se laaditaan vasta vähintään puolitoista vuotta alustavan talousarviosuunnitelman arvioinnin alkamisen jälkeen. Siinä vaiheessa maiden suhdannetilanteita koskevien arvioiden muutokset sekä sääntöihin tehdyt muutokset saattavat johtaa suotuisampaan arvioon vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamisesta.<sup>31</sup> Yksi keino parantaa vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamista eri maissa on pyytää päivitettyjä suunnitelmia aina, kun suunnitelmiin sisältyy huomattavia poikkeamia vaatimuksista. Alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnin toimivuuden parantaminen on tärkeää erityisesti, jotta julkistalouden epätasapainot tulisivat korjatuiksi taloudellisesti suotuisina aikoina ja tulevaisuudessa laskusuhdanteissa olisi siten enemmän finanssipoliittista liikkumavaraa.

---

<sup>30</sup> Lisätietoa on Talouskatsauksen 2/2015 kehikossa "Vuoden 2015 alustavien talousarviosuunnitelmien jatkoarviointi".

<sup>31</sup> Esimerkiksi rakenteellisia toimenpiteitä koskevia vaatimuksia on vuoden 2015 osalta kevennetty vastineeksi lisärakennemuutoksista ja lisäinvestoinneista.

# Statistics

## Contents

1 External environment	S 2
2 Financial developments	S 3
3 Economic activity	S 8
4 Prices and costs	S 14
5 Money and credit	S 18
6 Fiscal developments	S 23

## Further information

ECB statistics can be accessed from the Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Data from the statistics section of the Economic Bulletin are available from the SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
A comprehensive Statistics Bulletin can be found in the SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Methodological definitions can be found in the General Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Details on calculations can be found in the Technical Notes to the Statistics Bulletin:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Conventions used in the tables

-	data do not exist/data are not applicable
.	data are not yet available
...	nil or negligible
(p)	provisional
s.a.	seasonally adjusted
n.s.a.	non-seasonally adjusted

# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3.5	2.6	3.1	0.4	7.3	1.3	1.7	1.8	1.6	1.5	2.7	2.0	0.4
2015	3.5	2.9	2.3	1.4	6.9	2.1	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.2	1.5	1.8	0.9	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2016 Q4	1.0	0.4	0.6	0.3	1.7	0.6	1.5	1.7	1.8	1.2	0.3	2.2	0.7
2017 Q1	0.8	0.3	0.3	0.4	1.4	0.6	2.4	1.8	2.5	2.1	0.3	1.4	1.8
Q2	1.0	0.8	0.3	0.7	1.8	0.7	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5
Q3	.	0.8	0.4	0.6	1.7	0.6	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4
2017 June	.	.	.	.	.	.	1.9	1.8	1.6	2.6	0.4	1.5	1.3
July	.	.	.	.	.	.	2.0	1.8	1.7	2.6	0.4	1.4	1.3
Aug.	.	.	.	.	.	.	2.2	1.8	1.9	2.9	0.7	1.8	1.5
Sep.	.	.	.	.	.	.	2.3	1.8	2.2	3.0	0.7	1.6	1.5
Oct.	.	.	.	.	.	.	2.2	1.9	2.0	3.0	0.2	1.9	1.4
Nov. <sup>3)</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1.5

Sources: Eurostat (col. 3, 6, 10, 13); BIS (col. 9, 11, 12); OECD (col. 1, 2, 4, 5, 7, 8).

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

2) Data refer to the changing composition of the euro area.

3) The figure for the euro area is an estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

## 1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports <sup>1)</sup>					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54.2	57.3	57.9	50.9	51.1	52.7	53.3	54.1	51.5	2.7	3.8	2.0
2015	53.2	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.3	0.9	3.7	-1.0
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	51.9	50.2	1.0	1.3	0.7
2016 Q4	53.2	54.6	55.5	52.0	53.1	53.8	53.4	53.2	50.5	1.8	-1.3	3.9
2017 Q1	53.3	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.3	51.8	2.1	1.4	2.6
Q2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.3	51.5	-0.3	1.6	-1.6
Q3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.8	.	.	.
2017 June	53.1	53.9	53.8	52.9	51.1	56.3	52.1	53.4	51.7	-0.3	1.6	-1.6
July	53.1	54.6	54.1	51.8	51.9	55.7	52.5	53.3	51.6	1.5	2.3	0.9
Aug.	53.6	55.3	54.0	51.9	52.4	55.7	52.8	53.9	52.4	1.2	1.2	1.2
Sep.	53.2	54.8	54.1	51.7	51.4	56.7	52.8	53.4	51.6	.	.	.
Oct.	53.6	55.2	55.8	53.4	51.0	56.0	52.7	53.9	51.7	.	.	.
Nov.	53.2	54.5	54.9	52.2	51.6	57.5	53.6	53.1	52.2	.	.	.

Sources: Markit (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12).

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages. All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

## 2 Financial developments

### 2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2014	0.09	0.13	0.21	0.31	0.48	0.23	0.13
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017 May	-0.36	-0.37	-0.33	-0.25	-0.13	1.19	-0.01
June	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.26	-0.01
July	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.15	1.31	-0.01
Aug.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.16	1.31	-0.03
Sep.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.17	1.32	-0.03
Oct.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.18	1.36	-0.04
Nov.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.43	-0.03

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

### 2.2 Yield curves

(End of period; rates in percentages per annum; spreads in percentage points)

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0.02	-0.09	-0.12	0.07	0.65	0.74	1.95	1.45	-0.15	-0.11	0.58	1.77
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017 May	-0.73	-0.74	-0.74	-0.39	0.36	1.10	1.05	0.88	-0.76	-0.67	0.43	1.54
June	-0.69	-0.65	-0.59	-0.17	0.54	1.19	1.07	0.93	-0.60	-0.41	0.65	1.63
July	-0.71	-0.71	-0.67	-0.21	0.58	1.29	1.07	0.93	-0.70	-0.51	0.72	1.75
Aug.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	0.89	0.92	-0.75	-0.62	0.48	1.52
Sep.	-0.76	-0.75	-0.70	-0.26	0.52	1.27	1.04	0.98	-0.73	-0.54	0.65	1.68
Oct.	-0.79	-0.79	-0.74	-0.32	0.44	1.23	0.95	0.87	-0.78	-0.60	0.55	1.61
Nov.	-0.78	-0.76	-0.70	-0.28	0.44	1.20	0.79	0.88	-0.73	-0.52	0.56	1.52

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area, see the General Notes.

2) ECB calculations based on underlying data provided by EuroMTS and ratings provided by Fitch Ratings.

### 2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318.7	3,145.3	644.3	216.6	510.6	335.5	180.0	452.9	310.8	279.2	306.7	668.1	1,931.4	15,460.4
2015	356.2	3,444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2,061.1	19,203.8
2016	321.6	3,003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2,094.7	16,920.5
2017 May	387.1	3,601.9	765.9	281.9	707.5	318.8	186.4	616.2	477.1	272.5	363.8	935.1	2,395.3	19,726.8
June	383.6	3,547.8	767.8	283.0	698.8	299.9	182.4	617.2	475.2	283.6	355.4	927.3	2,434.0	20,045.6
July	377.8	3,483.9	745.3	270.9	685.3	289.5	187.7	606.5	465.2	273.5	339.7	891.3	2,454.1	20,044.9
Aug.	375.1	3,451.3	727.5	266.5	681.4	288.8	187.3	596.2	467.4	284.4	340.3	861.1	2,456.2	19,670.2
Sep.	380.7	3,507.1	750.1	261.2	701.2	298.1	185.9	615.8	480.3	288.2	331.8	883.8	2,492.8	19,924.4
Oct.	391.7	3,614.7	791.0	267.8	724.9	306.3	190.2	636.2	501.1	290.1	330.9	895.9	2,557.0	21,267.5
Nov.	391.7	3,601.4	802.3	269.2	727.7	315.4	188.3	640.6	508.6	294.8	317.3	854.9	2,593.6	22,525.1

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) <sup>1), 2)</sup>

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC <sup>3)</sup>	By initial period of rate fixation				APRC <sup>3)</sup>			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2016 Nov.	0.08	0.49	0.43	0.78	6.39	16.73	4.91	5.74	6.12	2.43	1.76	1.91	1.76	1.79	2.24	1.79
Dec.	0.08	0.49	0.43	0.76	6.33	16.69	4.78	5.48	5.87	2.31	1.77	1.90	1.80	1.75	2.24	1.78
2017 Jan.	0.07	0.48	0.41	0.76	6.34	16.64	5.05	5.87	6.24	2.27	1.76	1.88	1.80	1.76	2.28	1.81
Feb.	0.07	0.48	0.40	0.77	6.38	16.69	5.09	5.72	6.17	2.39	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
Mar.	0.06	0.48	0.40	0.74	6.39	16.70	4.99	5.62	6.08	2.39	1.74	1.88	1.85	1.82	2.25	1.85
Apr.	0.06	0.47	0.39	0.72	6.34	16.70	4.83	5.58	5.97	2.36	1.73	1.89	1.91	1.85	2.26	1.87
May	0.06	0.47	0.39	0.81	6.33	16.70	5.08	5.78	6.22	2.43	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
June	0.06	0.47	0.38	0.77	6.31	16.82	4.68	5.74	6.19	2.41	1.69	1.89	1.91	1.89	2.21	1.87
July	0.05	0.46	0.38	0.76	6.27	16.80	4.95	5.84	6.28	2.36	1.75	1.91	1.90	1.90	2.21	1.88
Aug.	0.05	0.45	0.35	0.75	6.24	16.80	5.32	5.89	6.34	2.35	1.75	2.00	1.92	1.94	2.21	1.91
Sep.	0.05	0.45	0.35	0.74	6.28	16.80	5.07	5.71	6.20	2.34	1.70	1.93	1.96	1.96	2.20	1.89
Oct. <sup>(p)</sup>	0.05	0.44	0.35	0.75	6.24	16.80	4.88	5.68	6.15	2.40	1.67	1.92	1.93	1.96	2.18	1.88

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

### 2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) <sup>1), 2)</sup>

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2016 Nov.	0.07	0.12	0.42	2.65	2.60	2.91	2.38	1.82	1.82	1.68	1.29	1.43	1.52	1.82
Dec.	0.07	0.12	0.59	2.64	2.58	2.84	2.30	1.83	1.84	1.68	1.33	1.46	1.62	1.81
2017 Jan.	0.06	0.12	0.51	2.64	2.68	2.80	2.30	1.81	1.86	1.73	1.22	1.37	1.62	1.79
Feb.	0.06	0.10	0.53	2.64	2.58	2.78	2.35	1.77	1.76	1.71	1.18	1.31	1.53	1.76
Mar.	0.06	0.08	0.58	2.58	2.52	2.79	2.35	1.76	1.79	1.72	1.30	1.62	1.57	1.82
Apr.	0.06	0.10	0.40	2.56	2.55	2.69	2.35	1.79	1.78	1.70	1.34	1.50	1.64	1.81
May	0.05	0.10	0.43	2.52	2.49	2.77	2.37	1.76	1.73	1.71	1.20	1.47	1.63	1.76
June	0.05	0.06	0.43	2.51	2.46	2.68	2.34	1.74	1.71	1.67	1.27	1.43	1.56	1.76
July	0.05	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.36	1.75	1.74	1.72	1.23	1.33	1.65	1.74
Aug.	0.05	0.10	0.36	2.44	2.49	2.70	2.41	1.74	1.78	1.78	1.24	1.43	1.59	1.74
Sep.	0.04	0.07	0.44	2.42	2.45	2.73	2.39	1.71	1.68	1.73	1.19	1.45	1.58	1.73
Oct. <sup>(p)</sup>	0.04	0.11	0.42	2.41	2.40	2.69	2.36	1.70	1.66	1.70	1.23	1.34	1.61	1.73

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector.

## 2 Financial developments

### 2.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and initial maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; nominal values)

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment			Other general govern- ment	Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2014	1,320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1,269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1,241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	32	79	33
2017 May	1,302	521	139	.	93	481	68	368	173	52	.	37	84	21
June	1,288	507	144	.	80	484	72	355	149	60	.	33	81	33
July	1,289	514	146	.	86	477	66	383	177	54	.	43	77	32
Aug.	1,293	516	147	.	84	474	71	356	169	54	.	29	80	25
Sep.	1,299	530	145	.	81	478	65	371	162	61	.	38	82	29
Oct.	1,279	529	146	.	84	457	62	371	175	44	.	41	74	36
Long-term														
2014	15,128	4,048	3,160	.	993	6,285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15,246	3,784	3,287	.	1,056	6,481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15,397	3,695	3,233	.	1,186	6,643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 May	15,423	3,626	3,245	.	1,140	6,779	634	281	68	90	.	18	101	4
June	15,406	3,620	3,216	.	1,144	6,788	638	230	62	50	.	24	84	9
July	15,399	3,618	3,232	.	1,154	6,762	633	268	74	93	.	21	76	4
Aug.	15,326	3,592	3,173	.	1,150	6,777	633	127	29	35	.	3	54	5
Sep.	15,367	3,570	3,180	.	1,178	6,805	634	231	56	63	.	17	90	5
Oct.	15,347	3,587	3,147	.	1,184	6,789	640	236	78	42	.	21	85	10

Source: ECB.

1) For the purpose of comparison, annual data refer to the average monthly figure over the year.

### 2.7 Growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government					Other general government
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2014	16,448.6	4,590.6	3,291.0	.	1,051.3	6,822.7	693.0	6,016.4	591.3	850.5	4,574.6
2015	16,514.6	4,301.6	3,433.5	.	1,117.8	6,959.3	702.4	6,813.1	584.3	984.0	5,244.9
2016	16,637.7	4,213.1	3,368.1	.	1,245.0	7,108.2	703.4	7,089.5	537.6	1,097.9	5,454.0
2017 May	16,724.9	4,146.3	3,384.1	.	1,232.3	7,260.3	701.9	7,845.6	631.3	1,151.9	6,062.4
June	16,693.4	4,127.4	3,360.0	.	1,223.7	7,272.4	709.9	7,694.5	640.5	1,151.7	5,902.4
July	16,688.5	4,132.6	3,378.3	.	1,240.4	7,238.8	698.5	7,718.2	663.1	1,197.6	5,857.6
Aug.	16,618.5	4,108.3	3,320.5	.	1,234.3	7,250.5	704.7	7,638.4	630.8	1,174.6	5,833.0
Sep.	16,666.3	4,100.2	3,325.3	.	1,259.1	7,282.2	699.5	7,937.9	657.7	1,237.6	6,042.6
Oct.	16,625.3	4,115.8	3,293.3	.	1,267.5	7,246.3	702.2	8,169.9	649.6	1,299.6	6,220.6
Growth rate											
2014	-0.6	-8.2	1.0	.	5.3	3.2	1.1	1.5	7.2	1.9	0.7
2015	0.2	-7.0	5.7	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.7	.	7.5	2.1	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017 May	1.6	-2.0	2.9	.	8.1	2.2	0.1	0.8	5.9	1.1	0.2
June	1.5	-2.2	3.7	.	8.3	1.7	0.4	0.7	4.8	1.2	0.3
July	1.8	-1.1	3.4	.	9.3	1.8	-0.9	0.8	6.1	1.4	0.1
Aug.	1.5	-1.5	1.9	.	9.1	2.0	-0.4	0.8	6.1	1.4	0.2
Sep.	1.3	-1.5	0.9	.	7.5	2.3	-0.4	0.9	6.1	2.0	0.2
Oct.	0.9	-0.9	-0.9	.	7.2	1.9	-0.4	0.9	6.0	2.8	0.1

Source: ECB.



## 2 Financial developments

### 2.8 Effective exchange rates <sup>1)</sup>

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-38	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM <sup>2)</sup>	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2014	101.4	97.2	96.4	91.0	96.4	98.6	114.3	95.4
2015	91.7	87.6	88.6	82.8	80.6	88.2	105.7	87.0
2016	94.4	89.5	90.8	85.0	79.8	89.3	109.7	89.3
2016 Q4	94.5	89.6	90.5	84.7	79.5	89.1	109.4	88.9
2017 Q1	93.8	89.0	89.6	83.4	78.7	88.3	108.6	88.1
Q2	95.3	90.3	91.0	84.7	78.8	89.2	110.2	89.1
Q3	98.6	93.2	93.7	.	.	.	114.5	92.4
2017 June	96.3	91.3	91.9	-	-	-	111.5	90.1
July	97.6	92.4	93.0	-	-	-	113.4	91.5
Aug.	99.0	93.6	94.3	-	-	-	115.1	92.9
Sep.	99.0	93.6	94.0	-	-	-	115.1	92.8
Oct.	98.6	93.1	93.5	-	-	-	114.9	92.4
Nov.	98.5	93.1	93.3	-	-	-	115.1	92.6
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2017 Nov.	-0.1	0.0	-0.2	-	-	-	0.2	0.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2017 Nov.	4.2	3.9	3.0	-	-	-	5.0	4.0

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

2) ULCM-deflated series are available only for the EER-18 trading partner group.

### 2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	4.4437	9.099	1.215	1.329
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	4.4904	9.469	1.090	1.107
2016 Q4	7.369	7.523	27.029	7.439	309.342	117.918	4.378	0.869	4.5069	9.757	1.080	1.079
2017 Q1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	4.5217	9.506	1.069	1.065
Q2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	4.5532	9.692	1.084	1.102
Q3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	4.5822	9.557	1.131	1.175
2017 June	7.646	7.410	26.264	7.438	308.285	124.585	4.211	0.877	4.5721	9.754	1.087	1.123
July	7.796	7.412	26.079	7.437	306.715	129.482	4.236	0.886	4.5689	9.589	1.106	1.151
Aug.	7.876	7.405	26.101	7.438	304.366	129.703	4.267	0.911	4.5789	9.548	1.140	1.181
Sep.	7.826	7.464	26.075	7.440	308.368	131.924	4.269	0.895	4.5992	9.533	1.147	1.191
Oct.	7.789	7.509	25.766	7.443	309.951	132.763	4.263	0.891	4.5895	9.614	1.155	1.176
Nov.	7.772	7.551	25.538	7.442	311.891	132.392	4.227	0.888	4.6347	9.848	1.164	1.174
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2017 Nov.	-0.2	0.6	-0.9	0.0	0.6	-0.3	-0.8	-0.3	1.0	2.4	0.8	-0.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2017 Nov.	5.2	0.4	-5.5	0.0	1.0	13.2	-3.7	2.2	2.8	0.0	8.2	8.7

Source: ECB.

## 2 Financial developments

### 2.10 Euro area balance of payments, financial account

(EUR billions, unless otherwise indicated; outstanding amounts at end of period; transactions during period)

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2016 Q3	23,519.8	24,521.3	-1,001.5	10,318.1	8,434.1	7,682.4	10,463.6	-62.1	4,854.3	5,623.5	727.0	13,856.0
Q4	23,982.9	24,780.0	-797.1	10,680.0	8,610.8	7,862.2	10,570.0	-57.7	4,790.9	5,599.2	707.6	13,782.1
2017 Q1	25,161.7	25,746.9	-585.2	11,055.3	8,909.6	8,253.0	10,859.1	-62.8	5,189.5	5,978.2	726.6	14,242.7
Q2	24,571.9	25,201.4	-629.5	10,766.7	8,719.8	8,175.2	10,679.9	-48.8	4,996.1	5,801.8	682.7	13,888.6
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2017 Q2	224.3	230.1	-5.7	98.3	79.6	74.6	97.5	-0.4	45.6	53.0	6.2	126.8
<i>Transactions</i>												
2016 Q4	94.9	0.6	94.3	102.5	38.7	23.2	-22.8	15.9	-51.3	-15.4	4.6	-
2017 Q1	629.7	567.3	62.4	187.1	199.8	172.3	65.7	21.8	251.0	301.8	-2.5	-
Q2	209.4	160.8	48.7	51.0	70.6	174.5	110.6	-1.3	-13.2	-20.4	-1.7	-
Q3	57.4	-104.0	161.5	-153.8	-165.0	175.1	19.4	-19.7	55.3	41.5	0.6	-
2017 Apr.	172.0	161.3	10.7	46.0	7.0	40.9	16.8	2.2	87.4	137.5	-4.5	-
May	97.0	89.2	7.9	31.8	33.0	70.2	65.0	4.0	-10.4	-8.8	1.4	-
June	-59.6	-89.7	30.1	-26.8	30.6	63.4	28.7	-7.5	-90.2	-149.0	1.4	-
July	-17.9	-61.0	43.1	-176.3	-186.0	65.8	52.0	-3.9	101.7	72.9	-5.2	-
Aug.	54.9	17.0	37.9	10.9	18.9	68.6	-24.8	-7.9	-16.0	22.9	-0.7	-
Sep.	20.4	-60.1	80.5	11.6	2.0	40.6	-7.8	-7.8	-30.4	-54.3	6.4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2017 Sep.	991.5	624.7	366.9	186.8	144.1	545.1	173.0	16.7	241.9	307.6	1.0	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2017 Sep.	9.0	5.7	3.3	1.7	1.3	4.9	1.6	0.2	2.2	2.8	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 3 Economic activity

### 3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance <sup>1)</sup>		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2014	10,157.6	9,786.6	5,633.9	2,129.1	1,997.1	1,006.5	599.7	385.6	26.5	371.0	4,541.7	4,170.8
2015	10,515.1	10,030.3	5,754.3	2,168.9	2,078.1	1,016.2	637.9	418.4	29.0	484.8	4,847.0	4,362.2
2016	10,788.8	10,310.0	5,891.6	2,218.8	2,189.3	1,051.8	674.3	457.7	10.3	478.8	4,935.9	4,457.1
2016 Q4	2,725.6	2,613.9	1,489.2	558.9	557.9	266.9	171.2	118.5	7.9	111.8	1,264.8	1,153.0
2017 Q1	2,747.6	2,630.1	1,504.9	562.1	559.8	272.7	171.6	114.2	3.2	117.5	1,297.6	1,180.2
Q2	2,778.6	2,660.8	1,515.5	564.9	573.3	277.4	175.8	118.8	7.0	117.8	1,307.8	1,190.0
Q3	2,804.9	2,681.3	1,522.4	567.6	581.2	279.3	180.7	119.9	10.1	123.6	1,320.2	1,196.7
<i>as a percentage of GDP</i>												
2016	100.0	95.6	54.6	20.6	20.3	9.7	6.2	4.2	0.1	4.4	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2016 Q4	0.6	0.7	0.5	0.3	1.0	1.2	1.6	-0.1	-	-	1.6	1.8
2017 Q1	0.6	0.2	0.5	0.2	-0.1	1.8	1.0	-5.9	-	-	1.3	0.4
Q2	0.7	1.0	0.5	0.3	2.2	0.3	1.5	7.8	-	-	1.0	1.7
Q3	0.6	0.6	0.3	0.2	1.1	0.1	2.9	0.6	-	-	1.2	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2014	1.3	1.3	0.8	0.7	1.9	-0.4	4.6	3.8	-	-	4.7	4.9
2015	2.1	2.0	1.8	1.3	3.3	0.5	5.3	7.3	-	-	6.4	6.7
2016	1.8	2.3	2.0	1.8	4.5	2.5	5.5	8.3	-	-	3.3	4.7
2016 Q4	1.9	2.3	1.9	1.6	4.5	2.6	3.4	11.1	-	-	3.8	4.8
2017 Q1	2.1	1.9	1.7	1.0	4.1	3.7	3.9	5.6	-	-	4.8	4.8
Q2	2.4	2.3	1.9	1.1	3.5	4.2	4.3	0.9	-	-	4.5	4.4
Q3	2.6	2.4	1.9	1.1	4.2	3.4	7.2	2.0	-	-	5.2	5.1
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2016 Q4	0.6	0.7	0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	-	-
2017 Q1	0.6	0.2	0.3	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.3	-0.1	0.5	-	-
Q2	0.7	0.9	0.3	0.1	0.4	0.0	0.1	0.3	0.1	-0.2	-	-
Q3	0.6	0.5	0.2	0.0	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2014	1.3	1.3	0.5	0.1	0.4	0.0	0.3	0.1	0.3	0.1	-	-
2015	2.1	2.0	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	-	-
2016	1.8	2.2	1.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.4	-	-
2016 Q4	1.9	2.2	1.0	0.3	0.9	0.3	0.2	0.4	-0.1	-0.3	-	-
2017 Q1	2.1	1.8	0.9	0.2	0.8	0.4	0.2	0.2	-0.1	0.2	-	-
Q2	2.4	2.2	1.1	0.2	0.7	0.4	0.3	0.0	0.2	0.2	-	-
Q3	2.6	2.3	1.1	0.2	0.9	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Exports and imports cover goods and services and include cross-border intra-euro area trade.

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 3 Economic activity

### 3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and commu- nica- tion	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2014	9,123.0	152.0	1,782.5	461.6	1,720.2	418.4	458.0	1,050.1	980.8	1,777.4	322.0	1,034.6
2015	9,443.2	153.8	1,899.9	468.7	1,782.7	433.1	464.2	1,073.0	1,025.7	1,811.4	330.6	1,072.0
2016	9,680.3	151.4	1,936.5	489.3	1,831.2	451.3	454.0	1,100.2	1,070.7	1,857.6	338.1	1,108.5
2016 Q4	2,443.5	38.6	489.6	123.8	463.0	114.5	112.2	277.5	270.7	468.6	85.1	282.1
2017 Q1	2,464.6	40.0	490.8	126.1	469.1	114.8	112.5	279.7	275.1	470.9	85.5	283.0
Q2	2,492.1	39.8	498.0	128.0	475.7	116.4	112.5	282.1	278.9	474.4	86.2	286.6
Q3	2,516.6	40.3	504.6	129.5	479.9	117.2	113.0	284.5	282.5	478.1	87.0	288.2
<i>as a percentage of value added</i>												
2016	100.0	1.6	20.0	5.1	18.9	4.7	4.7	11.4	11.1	19.2	3.5	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2016 Q4	0.6	-1.0	1.2	0.5	0.8	0.8	-0.4	0.3	0.8	0.4	0.2	1.0
2017 Q1	0.7	1.9	0.0	1.5	1.1	1.0	-0.1	0.6	1.5	0.3	0.3	0.4
Q2	0.7	-0.5	1.0	0.7	0.7	1.0	0.5	0.2	0.9	0.5	0.5	0.8
Q3	0.7	-0.2	1.3	0.4	0.6	0.8	0.1	0.5	0.7	0.4	0.6	0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2014	1.3	1.7	2.7	-1.0	1.7	4.3	-1.9	0.4	2.7	0.5	0.1	1.3
2015	1.9	3.1	4.0	0.4	1.7	3.4	-0.1	0.7	2.8	0.9	1.1	3.4
2016	1.7	-1.3	2.0	1.6	1.9	3.0	0.4	0.9	2.9	1.3	0.9	3.0
2016 Q4	1.9	-2.7	2.6	1.7	2.1	3.6	-0.2	1.0	2.7	1.6	0.9	2.5
2017 Q1	2.0	0.4	1.8	2.6	2.7	4.4	-0.6	1.2	3.5	1.3	1.0	2.6
Q2	2.4	0.0	3.0	3.2	3.1	4.7	-0.1	1.2	3.1	1.5	1.2	2.8
Q3	2.6	0.2	3.6	3.1	3.3	3.6	0.0	1.6	3.9	1.5	1.6	2.3
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2016 Q4	0.6	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2017 Q1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	-
Q2	0.7	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2014	1.3	0.0	0.5	-0.1	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.3	0.1	0.0	-
2015	1.9	0.1	0.8	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.7	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2016 Q4	1.9	0.0	0.5	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017 Q1	2.0	0.0	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.3	0.0	-
Q2	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
Q3	2.6	0.0	0.7	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.1	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 3 Economic activity

### 3.3 Employment <sup>1)</sup>

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2014	100.0	85.0	15.0	3.4	15.0	6.1	24.7	2.7	2.7	1.0	13.1	24.3	7.1
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.1
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.6	0.7	0.1	0.1	-0.4	-1.3	0.7	0.7	-0.9	0.2	2.3	1.0	0.7
2015	1.0	1.2	-0.3	-1.2	0.2	0.0	1.3	1.4	-0.2	1.4	2.8	1.0	0.5
2016	1.3	1.6	-0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.7	2.4	0.0	1.9	2.8	1.3	1.1
2016 Q4	1.3	1.6	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.7	2.6	0.0	2.6	2.8	1.3	0.5
2017 Q1	1.6	1.8	0.2	1.0	0.8	1.5	1.7	3.2	-0.5	1.9	3.2	1.2	1.1
Q2	1.6	2.0	-0.3	0.6	1.1	1.5	1.8	3.4	-0.8	2.0	3.3	1.1	1.8
Q3	1.7	2.0	-0.1	-0.2	1.3	2.2	2.0	3.1	-0.9	2.0	3.2	1.1	2.0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	12.8	22.0	6.3
2015	100.0	80.5	19.5	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
2016	100.0	80.8	19.2	4.2	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.2	22.0	6.2
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.6	0.8	-0.4	-0.3	-0.1	-0.9	0.4	0.6	-1.0	0.0	2.4	1.2	0.1
2015	1.1	1.4	-0.2	-0.3	0.6	0.6	0.9	2.4	-0.1	1.8	2.9	1.0	0.8
2016	1.2	1.6	-0.1	-0.4	0.7	-0.1	1.6	1.9	0.6	2.1	2.8	1.0	0.9
2016 Q4	1.0	1.4	-0.3	-1.1	0.8	0.0	1.3	2.0	0.2	2.4	2.5	0.9	0.1
2017 Q1	1.3	1.7	-0.4	-0.6	1.0	1.6	1.3	2.9	-0.2	2.3	2.9	0.9	1.1
Q2	1.5	1.9	-0.2	-0.5	1.4	1.7	1.7	3.1	-1.4	1.8	2.8	1.0	1.7
Q3	1.8	2.2	0.0	-0.2	1.7	2.4	2.0	2.5	-0.8	2.0	3.1	1.0	2.3
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.0	0.1	-0.5	-0.4	0.3	0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	0.3	-0.5
2015	0.1	0.1	0.1	0.9	0.3	0.5	-0.4	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3
2016	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	-0.4	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.1
2016 Q4	-0.3	-0.2	-0.2	-1.1	0.2	-0.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3
2017 Q1	-0.3	-0.1	-0.6	-1.6	0.2	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	-0.3	0.0
Q2	-0.1	-0.1	0.1	-1.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.6	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1
Q3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.2	0.1	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data for employment are based on the ESA 2010.

## 3 Economic activity

### 3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions <sup>1)</sup>	Under-employment, % of labour force <sup>1)</sup>	Unemployment										Job vacancy rate <sup>2)</sup>	
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>1)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions		% of labour force
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11
% of total in 2016			100.0		81.8	18.2		52.2		47.8				
2014	160.334	4.6	18.635	11.6	6.1	15.212	10.4	3.423	23.8	9.932	11.5	8.703	11.8	1.4
2015	160.600	4.6	17.451	10.9	5.6	14.300	9.8	3.152	22.3	9.260	10.7	8.191	11.0	1.5
2016	161.877	4.3	16.230	10.0	5.0	13.280	9.0	2.951	20.9	8.473	9.7	7.757	10.4	1.7
2016 Q4	162.300	4.2	15.753	9.7	4.9	12.882	8.7	2.871	20.4	8.241	9.4	7.512	10.0	1.7
2017 Q1	161.635	4.3	15.385	9.5	4.8	12.636	8.5	2.750	19.6	7.977	9.1	7.409	9.9	1.9
Q2	162.214	4.2	14.845	9.1	4.5	12.147	8.2	2.698	19.1	7.698	8.8	7.147	9.5	1.9
Q3	-	-	14.561	9.0	-	11.891	8.0	2.670	18.8	7.554	8.6	7.006	9.3	1.9
2017 May	-	-	14.869	9.2	-	12.162	8.2	2.708	19.2	7.710	8.8	7.159	9.5	-
June	-	-	14.689	9.0	-	12.011	8.1	2.678	19.0	7.631	8.7	7.057	9.4	-
July	-	-	14.688	9.0	-	12.019	8.1	2.669	18.9	7.615	8.7	7.072	9.4	-
Aug.	-	-	14.562	9.0	-	11.887	8.0	2.676	18.8	7.565	8.6	6.997	9.3	-
Sep.	-	-	14.432	8.9	-	11.766	7.9	2.666	18.7	7.483	8.5	6.949	9.2	-
Oct.	-	-	14.344	8.8	-	11.687	7.9	2.657	18.6	7.456	8.5	6.888	9.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Not seasonally adjusted.

2) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage.

### 3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2010	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	39.3	51.5	9.1	100.0
annual percentage changes													
2014	0.8	1.7	1.1	1.8	2.7	-5.4	2.0	3.1	1.5	0.7	2.5	0.0	3.8
2015	2.1	2.4	1.0	3.6	2.6	0.8	-0.9	3.6	2.7	1.8	3.3	2.3	8.8
2016	1.5	1.6	1.9	1.7	1.2	0.2	2.2	0.3	1.5	1.3	1.7	1.8	7.2
2016 Q4	2.4	1.8	2.4	1.8	1.3	5.4	2.3	3.2	2.4	1.7	3.1	1.4	4.1
2017 Q1	1.3	1.3	2.2	1.3	-0.6	1.8	1.9	5.5	2.2	1.4	2.8	1.4	4.8
Q2	2.7	2.8	3.9	2.4	1.7	1.7	3.7	6.7	2.9	2.7	3.3	1.3	6.0
Q3	3.7	4.0	4.9	4.6	2.0	0.3	3.0	8.8	2.9	1.8	4.3	0.3	5.5
2017 May	4.1	4.3	4.1	5.5	3.2	1.6	2.9	8.4	2.7	2.1	3.6	-0.1	7.1
June	2.9	2.6	4.3	1.5	1.2	4.8	4.3	5.9	3.5	2.7	3.6	4.1	6.5
July	3.7	3.8	5.0	4.5	1.1	1.7	2.8	7.3	2.3	1.5	3.6	1.0	4.6
Aug.	3.9	4.3	5.3	5.1	2.6	0.1	1.9	9.0	2.3	1.3	3.7	-0.2	6.9
Sep.	3.4	3.9	4.6	4.4	2.3	-0.8	3.1	10.2	4.0	2.5	5.7	0.2	5.3
Oct.	3.7	4.4	5.0	3.3	5.3	-2.2	-	-	0.4	0.2	0.6	0.3	5.9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2017 May	1.3	1.5	0.6	2.3	1.4	0.6	-0.1	2.5	0.4	-0.4	0.8	1.2	2.8
June	-0.5	-0.8	0.0	-1.9	-0.4	0.9	0.1	-0.4	0.4	0.6	0.3	1.0	-1.8
July	0.3	0.5	0.6	1.0	0.5	-1.2	0.0	-0.7	0.0	-0.5	0.3	-0.5	-2.0
Aug.	1.5	1.8	1.2	3.4	0.3	0.6	0.0	3.2	-0.2	0.0	0.0	-0.7	2.9
Sep.	-0.5	-0.6	-0.5	-1.6	0.2	-0.5	0.1	0.7	0.8	1.0	0.5	-0.5	1.5
Oct.	0.2	0.1	0.0	-0.3	0.2	0.1	-	-	-1.1	-1.3	-1.1	-0.1	-3.0

Sources: Eurostat, ECB calculations, ECB experimental statistics (col. 8) and European Automobile Manufacturers Association (col. 13).

## 3 Economic activity

### 3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-13	100.0	-6.1	80.7	-12.8	-13.6	-8.7	7.0	-	51.0	52.4	52.9	52.7
2014	101.4	-3.8	80.5	-10.1	-26.6	-3.1	4.7	87.7	51.8	53.3	52.5	52.7
2015	104.2	-3.1	81.4	-6.2	-22.4	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.8	-2.6	81.9	-7.7	-16.6	1.5	11.2	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2016 Q4	106.9	-0.6	82.4	-6.5	-13.1	1.8	12.4	89.4	54.0	54.9	53.5	53.8
2017 Q1	108.0	1.1	82.6	-5.5	-11.0	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
Q2	110.0	3.3	82.9	-2.7	-5.0	3.2	13.4	89.8	57.0	58.3	56.0	56.6
Q3	112.1	5.4	83.5	-1.5	-2.2	2.9	14.9	89.9	57.4	58.0	55.3	56.0
2017 June	111.1	4.5	-	-1.3	-3.5	4.4	13.3	-	57.4	58.7	55.4	56.3
July	111.3	4.5	83.2	-1.7	-1.8	3.9	14.2	90.2	56.6	56.5	55.4	55.7
Aug.	111.9	5.0	-	-1.5	-3.3	1.6	15.1	-	57.4	58.3	54.7	55.7
Sep.	113.1	6.7	-	-1.2	-1.7	3.0	15.4	-	58.1	59.2	55.8	56.7
Oct.	114.1	8.0	83.8	-1.1	0.4	5.5	16.2	89.6	58.5	58.8	55.0	56.0
Nov.	114.6	8.2	-	0.1	1.6	4.2	16.3	-	60.1	61.0	56.2	57.5

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and Markit (col. 9-12).

### 3.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations						
	Saving ratio (gross) <sup>1)</sup>	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted)		Annual percentage changes				Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12.7	94.4	1.0	1.9	1.3	2.7	1.0	32.5	4.6	132.4	2.9	7.1	1.6	
2015	12.3	93.7	1.5	2.2	1.5	3.4	2.5	33.4	6.3	134.3	4.4	4.7	2.4	
2016	12.1	93.3	1.9	1.9	5.5	4.3	4.4	33.4	7.7	134.3	3.9	6.2	1.9	
2016 Q3	12.2	93.4	1.5	2.2	5.8	4.1	4.0	33.5	7.7	133.6	4.0	6.3	1.9	
Q4	12.1	93.3	1.5	1.9	5.2	4.3	4.4	33.4	7.7	134.3	3.9	6.4	1.9	
2017 Q1	12.1	93.0	1.5	1.9	10.8	4.7	4.6	33.5	7.3	133.7	4.4	9.9	2.3	
Q2	12.1	93.1	1.4	1.9	5.5	4.9	4.9	33.3	6.7	132.9	4.2	8.6	2.2	

Sources: ECB and Eurostat.

- 1) Based on four-quarter cumulated sums of both saving and gross disposable income (adjusted for the change in the net equity of households in pension fund reserves).
- 2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.
- 3) The profit share uses net entrepreneurial income, which is broadly equivalent to current profits in business accounting.
- 4) Based on the outstanding amount of loans, debt securities, trade credits and pension scheme liabilities.

## 3 Economic activity

### 3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Net	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 Q4	946.0	860.8	85.3	548.4	457.9	199.2	193.7	170.0	144.3	28.4	64.8	9.4	9.6
2017 Q1	955.2	871.1	84.1	558.9	479.8	206.1	188.8	163.0	145.9	27.2	56.6	7.4	17.7
Q2	964.4	890.2	74.1	559.1	477.5	208.0	190.8	170.5	151.5	26.8	70.3	7.0	17.2
Q3	969.3	866.4	102.8	566.3	475.4	210.9	188.9	166.2	134.5	25.8	67.5	5.8	4.6
2017 Apr.	318.9	297.3	21.6	184.2	158.4	69.3	62.8	56.5	49.6	8.9	26.5	2.0	6.1
May	326.3	297.9	28.4	188.9	162.2	68.6	64.1	59.8	50.8	9.0	20.8	2.1	5.5
June	319.2	295.0	24.1	186.0	156.9	70.0	64.0	54.2	51.1	8.9	23.0	2.9	5.6
July	319.9	289.3	30.6	185.1	158.7	70.0	62.5	56.3	44.7	8.5	23.5	2.4	1.4
Aug.	323.2	288.7	34.5	187.4	158.1	70.0	62.8	56.9	46.5	8.9	21.3	1.7	1.3
Sep.	326.1	288.4	37.8	193.8	158.7	70.9	63.6	53.0	43.3	8.4	22.8	1.7	1.9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2017 Sep.	3,834.9	3,488.5	346.4	2,232.7	1,890.7	824.2	762.2	669.7	576.3	108.2	259.3	29.6	49.1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2017 Sep.	34.7	31.6	3.1	20.2	17.1	7.5	6.9	6.1	5.2	1.0	2.3	0.3	0.4

1) The capital account is not seasonally adjusted.

### 3.9 Euro area external trade in goods<sup>1)</sup>, values and volumes by product group<sup>2)</sup>

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2016 Q4	2.3	2.5	525.4	245.2	109.4	157.4	440.1	462.7	257.5	75.7	119.7	336.5	50.1
2017 Q1	10.9	13.8	539.5	258.5	110.1	161.1	449.5	485.8	279.3	78.4	120.1	344.3	59.9
Q2	5.3	9.7	545.1	257.1	112.4	163.0	455.5	486.2	275.5	79.5	123.4	352.0	52.1
Q3	6.1	7.6	547.4	.	.	.	458.5	483.2	.	.	.	351.3	.
2017 Apr.	-1.7	4.4	180.0	85.5	36.7	53.7	149.7	161.6	92.0	26.9	40.2	116.5	17.9
May	13.7	18.1	184.1	86.9	38.5	55.4	154.5	165.3	93.9	26.7	42.2	119.7	17.6
June	4.2	6.7	181.0	84.6	37.3	53.9	151.3	159.3	89.7	25.9	41.0	115.9	16.6
July	6.1	8.9	178.9	83.7	36.4	54.2	149.6	160.8	90.1	26.2	40.8	117.1	15.8
Aug.	6.8	8.8	183.2	86.2	37.9	55.5	153.9	162.2	91.3	27.0	41.1	119.1	15.9
Sep.	5.6	5.1	185.3	.	.	.	155.0	160.2	.	.	.	115.1	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2016 Q4	1.6	1.0	120.5	118.2	119.4	124.9	120.1	110.1	109.2	108.3	112.0	112.8	104.4
2017 Q1	6.4	3.1	121.1	121.6	119.1	124.5	120.6	110.3	111.3	108.2	110.0	112.3	109.6
Q2	1.5	2.0	122.6	121.5	121.7	125.7	122.1	112.5	112.9	110.3	114.3	115.4	104.4
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Mar.	9.2	6.0	122.6	122.7	122.1	126.1	122.5	110.7	111.9	106.5	113.0	112.7	103.6
Apr.	-6.0	-5.2	121.2	120.7	118.7	124.5	120.3	110.6	111.3	109.0	111.3	113.5	102.4
May	8.9	9.6	123.6	122.9	124.5	127.2	123.7	114.7	115.1	112.7	116.8	117.8	104.8
June	1.8	1.6	123.0	121.0	122.0	125.5	122.4	112.2	112.3	109.1	114.8	114.8	106.0
July	3.6	3.4	121.5	119.5	118.3	126.5	120.9	113.2	113.1	109.9	113.6	115.6	101.3
Aug.	4.8	4.8	124.8	123.0	124.7	130.1	124.9	115.3	115.2	116.7	114.9	119.4	98.8

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 3.8) and Eurostat's trade in goods (Table 3.9) are mainly due to different definitions.

2) Product groups as classified in the Broad Economic Categories.



## 4 Prices and costs

### 4.1 Harmonised Index of Consumer Prices <sup>1)</sup>

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Memo item: Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Adminis- tered prices
		Total excluding food and energy											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2017	100.0	100.0	70.9	55.4	44.6	100.0	12.1	7.5	26.3	9.5	44.6	86.6	13.4
2014	100.0	0.4	0.8	-0.2	1.2	-	-	-	-	-	-	0.2	1.9
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	0.9
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.2
2016 Q4	101.0	0.7	0.8	0.4	1.1	0.4	0.3	-0.3	0.1	2.4	0.3	0.8	0.3
2017 Q1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.7	0.3	2.0	0.1	3.3	0.3	2.0	0.5
Q2	102.0	1.5	1.1	1.5	1.6	0.1	0.7	-1.2	0.1	-1.4	0.6	1.6	1.3
Q3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.6	0.4	0.1	-0.9	0.4	1.5	1.1
2017 June	102.0	1.3	1.1	1.0	1.6	0.0	0.2	-0.4	0.1	-0.9	0.3	1.3	1.3
July	101.4	1.3	1.2	1.1	1.6	0.1	0.2	0.3	0.0	-0.7	0.2	1.3	1.1
Aug.	101.7	1.5	1.2	1.4	1.6	0.2	0.2	0.6	0.0	0.7	0.1	1.6	1.1
Sep.	102.1	1.5	1.1	1.6	1.5	0.1	0.1	0.1	0.0	1.0	0.0	1.6	1.0
Oct.	102.2	1.4	0.9	1.5	1.2	0.0	0.1	0.8	0.0	0.7	-0.2	1.4	1.1
Nov. <sup>3)</sup>	102.3	1.5	0.9	.	1.2	0.2	0.2	0.0	0.0	1.5	0.0	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi- cation	Recreation and personal	Miscel- laneous		
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2	
2014	0.5	1.2	-0.8	-0.5	0.1	-1.9	1.7	1.4	1.7	-2.8	1.5	1.3	
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2	
2016 Q4	0.8	0.6	1.0	0.2	0.3	0.2	1.2	1.2	1.2	-0.1	1.3	1.2	
2017 Q1	2.0	0.9	4.0	2.4	0.3	8.2	1.3	1.2	1.7	-1.1	1.4	0.7	
Q2	1.5	1.4	1.6	1.5	0.3	4.6	1.3	1.3	2.6	-1.4	2.3	0.8	
Q3	1.6	2.0	0.9	1.3	0.5	3.4	1.3	1.2	2.3	-1.8	2.4	0.8	
2017 June	1.4	1.6	1.0	0.8	0.4	1.9	1.3	1.3	2.4	-1.6	2.4	0.9	
July	1.4	1.9	0.6	0.9	0.5	2.2	1.3	1.2	2.2	-1.8	2.5	0.8	
Aug.	1.4	2.0	0.6	1.4	0.5	4.0	1.3	1.2	2.5	-1.9	2.4	0.8	
Sep.	1.9	2.0	1.5	1.4	0.5	3.9	1.3	1.2	2.1	-1.8	2.4	0.9	
Oct.	2.3	2.1	2.8	1.1	0.4	3.0	1.3	1.2	1.5	-1.8	2.1	0.4	
Nov. <sup>3)</sup>	2.2	2.1	2.4	.	0.4	4.7	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In May 2016 the ECB started publishing enhanced seasonally adjusted HICP series for the euro area, following a review of the seasonal adjustment approach as described in Box 1, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/eb/eb201603.en.pdf>).

3) Estimate based on provisional national data, as well as on early information on energy prices.

## 4 Prices and costs

### 4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction <sup>1)</sup>										Con- struction	Residential property prices <sup>2)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>2)</sup>
	Total (index: 2010 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2010	100.0	100.0	78.1	72.1	29.4	20.1	22.6	13.8	8.9	27.9			
2014	106.9	-1.5	-0.9	-0.3	-1.1	0.4	0.1	-0.1	0.3	-4.3	0.3	0.4	1.6
2015	104.0	-2.7	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.2	0.2	1.6	3.8
2016	101.6	-2.3	-1.5	-0.5	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-6.9	0.4	3.2	5.7
2016 Q4	103.1	0.4	1.0	0.4	0.0	0.5	0.8	1.2	0.1	0.4	1.2	3.7	5.5
2017 Q1	104.7	4.1	4.0	2.1	3.1	0.8	1.7	2.6	0.2	9.9	1.9	3.8	.
Q2	104.2	3.3	3.1	2.4	3.5	0.9	2.4	3.5	0.2	5.7	1.9	4.0	.
Q3	104.4	2.4	2.6	2.1	3.0	1.0	2.2	3.2	0.3	3.2	1.9	.	.
2017 May	104.2	3.4	3.1	2.4	3.6	0.9	2.3	3.6	0.2	5.7	-	-	-
June	104.0	2.4	2.1	2.2	3.0	0.9	2.4	3.5	0.3	2.5	-	-	-
July	104.0	2.0	2.2	2.0	2.7	1.0	2.2	3.2	0.2	1.9	-	-	-
Aug.	104.3	2.5	2.7	2.2	2.9	1.0	2.2	3.2	0.3	3.4	-	-	-
Sep.	104.8	2.8	2.9	2.2	3.3	1.0	2.2	3.1	0.3	4.3	-	-	-
Oct.	105.2	2.5	2.5	2.3	3.5	0.9	1.8	2.4	0.2	3.1	-	-	-

Sources: Eurostat, ECB calculations, and ECB calculations based on MSCI data and national sources (col. 13).

1) Domestic sales only.

2) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

### 4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators							Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 2010 = 100)	Total	Domestic demand				Exports <sup>1)</sup>		Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2014	104.5	0.9	0.6	0.5	0.9	0.7	-0.7	-1.5	74.1	-3.4	2.0	-8.5	-0.4	4.6	-6.4
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.3	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.8	0.4	0.3	0.5	0.8	-1.5	-2.5	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2016 Q4	107.2	0.7	0.9	0.7	0.7	0.9	-0.2	0.2	46.5	9.1	1.1	18.6	3.3	-6.7	18.5
2017 Q1	107.4	0.7	1.5	1.5	1.0	1.3	2.5	4.5	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
Q2	107.8	1.1	1.4	1.4	1.0	1.3	2.3	3.2	45.6	6.8	-2.7	18.2	6.7	-2.4	19.9
Q3	108.2	1.3	1.4	1.3	1.0	1.3	1.7	1.8	44.0	1.7	-7.4	11.9	2.4	-5.8	13.0
2017 June	-	-	-	-	-	-	-	-	41.7	2.3	-7.1	13.7	3.2	-4.8	15.1
July	-	-	-	-	-	-	-	-	42.2	1.0	-6.1	8.9	2.0	-4.4	10.1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	43.5	1.1	-9.0	12.3	1.0	-8.1	13.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	46.3	3.1	-7.2	14.7	4.1	-4.8	15.8
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.0	2.5	-6.2	12.0	5.2	-1.2	13.2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-2.6	-8.5	3.4	0.2	-3.8	4.9

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (col. 9).

1) Deflators for exports and imports refer to goods and services and include cross-border trade within the euro area.

2) Import-weighted: weighted according to 2009-11 average import structure; use-weighted: weighted according to 2009-11 average domestic demand structure.

## 4 Prices and costs

### 4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-13	4.7	-	-	-2.0	34.7	57.7	56.7	-	49.9
2014	-0.9	-1.5	0.9	-17.4	15.1	49.6	53.5	49.7	48.2
2015	-2.8	1.3	2.7	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.4	1.7	4.4	-7.3	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2016 Q4	4.6	3.1	4.9	-5.4	2.4	58.6	54.9	51.6	50.5
2017 Q1	9.0	5.5	6.4	-3.7	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
Q2	7.8	4.2	5.9	1.8	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
Q3	8.7	4.9	6.8	3.2	10.5	60.4	55.7	54.4	51.4
2017 June	7.1	3.4	5.8	3.6	11.7	58.4	55.3	54.3	50.9
July	7.5	4.4	6.2	5.3	10.1	57.8	55.2	53.7	51.0
Aug.	8.1	4.0	6.4	0.1	9.9	59.4	55.6	54.3	51.3
Sep.	10.5	6.1	8.0	4.3	11.5	64.0	56.3	55.2	51.8
Oct.	8.7	8.4	8.6	7.8	13.0	66.4	56.7	55.8	52.1
Nov.	11.1	7.5	8.2	7.9	14.7	69.4	56.9	56.8	52.1

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and Markit.

### 4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2012 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2014	102.6	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2	1.7
2015	104.3	1.6	1.9	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.4
2016 Q4	112.3	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
2017 Q1	100.4	1.4	1.3	1.6	1.3	1.6	1.6
Q2	111.1	1.7	2.1	0.8	1.9	1.5	1.4
Q3	.	.	.	.	.	.	1.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) for further details).

## 4 Prices and costs

### 4.6 Unit labour costs, compensation per labour input and labour productivity

(annual percentage changes, unless otherwise indicated; quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total (index: 2010 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Unit labour costs</b>												
2014	104.4	0.7	-1.4	-1.0	1.3	0.3	-1.4	3.0	1.7	1.3	1.6	1.6
2015	104.8	0.4	-3.3	-1.8	0.5	1.2	0.9	0.6	2.0	1.6	1.3	1.4
2016	105.6	0.8	1.3	0.0	-0.3	1.3	0.0	1.7	4.3	0.7	1.2	1.7
2016 Q4	106.1	0.8	3.6	-0.4	0.0	1.2	-0.3	2.3	4.9	0.9	1.1	1.6
2017 Q1	106.3	1.0	0.5	0.6	0.3	0.5	-0.4	1.9	4.3	1.8	1.4	1.6
Q2	106.5	0.9	1.3	-0.1	0.6	0.1	0.4	1.1	5.6	2.6	1.4	1.9
Q3	106.7	0.9	0.9	-0.5	1.0	0.6	1.6	0.1	3.6	2.1	1.1	1.2
<b>Compensation per employee</b>												
2014	106.6	1.4	0.2	2.1	1.6	1.2	2.2	2.0	1.9	1.7	1.1	1.0
2015	108.1	1.4	0.8	1.9	0.9	1.6	2.8	0.7	1.4	1.6	1.2	2.0
2016	109.5	1.3	0.5	1.4	1.5	1.5	0.7	2.2	3.3	0.8	1.2	1.5
2016 Q4	110.3	1.4	0.7	1.6	1.3	1.6	0.7	2.1	3.4	0.9	1.4	2.0
2017 Q1	110.7	1.5	-0.2	1.6	1.4	1.4	0.8	1.8	3.6	2.1	1.6	1.6
Q2	111.1	1.7	0.7	1.7	2.3	1.4	1.6	1.7	4.8	2.4	1.8	1.4
Q3	111.6	1.7	1.3	1.8	1.9	1.9	2.1	1.1	3.1	2.8	1.6	0.7
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2014	102.1	0.7	1.7	3.1	0.3	0.9	3.6	-0.9	0.2	0.4	-0.5	-0.6
2015	103.2	1.1	4.3	3.7	0.4	0.4	1.9	0.1	-0.7	0.1	-0.1	0.5
2016	103.7	0.5	-0.8	1.4	1.8	0.2	0.6	0.4	-0.9	0.1	0.0	-0.2
2016 Q4	104.0	0.6	-2.8	2.0	1.3	0.4	1.0	-0.2	-1.5	-0.1	0.3	0.4
2017 Q1	104.1	0.5	-0.7	0.9	1.1	0.9	1.2	-0.1	-0.6	0.3	0.1	-0.1
Q2	104.3	0.7	-0.6	1.9	1.7	1.3	1.2	0.6	-0.8	-0.2	0.3	-0.6
Q3	104.6	0.8	0.4	2.3	0.9	1.3	0.5	0.9	-0.4	0.6	0.4	-0.4
<b>Compensation per hour worked</b>												
2014	108.5	1.3	1.1	1.7	1.1	1.4	2.0	2.0	1.7	1.3	0.8	1.4
2015	109.9	1.3	0.7	1.5	0.3	1.6	1.8	0.7	0.6	1.2	1.3	1.8
2016	111.4	1.3	-0.1	1.3	1.5	1.5	1.0	1.7	3.4	0.7	1.5	1.7
2016 Q4	112.2	1.6	1.3	1.4	1.6	1.9	1.3	2.1	4.2	1.0	1.8	2.4
2017 Q1	112.5	1.6	0.3	1.4	1.1	1.6	0.9	1.5	3.6	2.1	1.9	1.6
Q2	112.9	1.7	1.9	1.4	2.0	1.5	1.9	2.4	5.2	2.5	1.9	1.2
Q3	113.3	1.5	0.4	1.3	1.3	1.7	2.3	0.9	3.2	2.7	1.7	0.1
<b>Hourly labour productivity</b>												
2014	104.2	0.8	2.0	2.8	-0.1	1.3	3.7	-0.9	0.5	0.3	-0.8	-0.1
2015	105.2	1.0	3.4	3.4	-0.2	0.8	0.9	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.2
2016	105.8	0.6	-0.9	1.3	1.6	0.3	1.0	-0.2	-1.2	0.1	0.3	0.0
2016 Q4	106.2	0.9	-1.7	1.8	1.7	0.8	1.6	-0.4	-1.4	0.2	0.7	0.7
2017 Q1	106.2	0.7	0.9	0.8	1.0	1.4	1.5	-0.4	-1.1	0.6	0.4	-0.1
Q2	106.5	0.9	0.5	1.6	1.5	1.4	1.6	1.3	-0.6	0.2	0.5	-0.5
Q3	106.6	0.8	0.4	1.8	0.7	1.2	1.0	0.8	-0.4	0.7	0.5	-0.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

## 5 Money and credit

### 5.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup>

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2014	970.1	4,975.6	5,945.7	1,585.7	2,147.6	3,733.2	9,678.9	120.8	430.0	110.1	660.9	10,339.8
2015	1,037.7	5,575.8	6,613.5	1,444.1	2,159.7	3,603.8	10,217.2	74.5	485.1	75.6	635.2	10,852.4
2016	1,075.1	6,128.3	7,203.4	1,328.6	2,175.7	3,504.3	10,707.7	70.4	523.2	95.7	689.2	11,396.9
2016 Q4	1,075.1	6,128.3	7,203.4	1,328.6	2,175.7	3,504.3	10,707.7	70.4	523.2	95.7	689.2	11,396.9
2017 Q1	1,087.2	6,292.0	7,379.1	1,304.7	2,181.3	3,486.0	10,865.2	74.4	531.6	100.2	706.2	11,571.3
Q2	1,094.9	6,424.8	7,519.7	1,258.0	2,194.2	3,452.2	10,971.9	68.2	513.7	80.1	662.1	11,634.0
Q3	1,103.9	6,573.9	7,677.8	1,222.4	2,208.2	3,430.5	11,108.3	66.6	530.8	80.1	677.5	11,785.8
2017 May	1,092.5	6,374.4	7,466.9	1,267.6	2,190.1	3,457.7	10,924.6	71.9	519.6	83.3	674.8	11,599.4
June	1,094.9	6,424.8	7,519.7	1,258.0	2,194.2	3,452.2	10,971.9	68.2	513.7	80.1	662.1	11,634.0
July	1,095.0	6,468.2	7,563.2	1,245.9	2,200.4	3,446.3	11,009.5	66.3	518.2	79.9	664.4	11,673.9
Aug.	1,099.6	6,528.0	7,627.6	1,239.0	2,205.0	3,444.0	11,071.6	70.5	521.0	76.9	668.4	11,740.0
Sep.	1,103.9	6,573.9	7,677.8	1,222.4	2,208.2	3,430.5	11,108.3	66.6	530.8	80.1	677.5	11,785.8
Oct. <sup>(p)</sup>	1,110.0	6,591.1	7,701.2	1,216.1	2,215.4	3,431.5	11,132.7	73.1	529.0	69.3	671.3	11,804.0
Transactions												
2014	59.6	376.6	436.2	-88.4	3.7	-84.7	351.5	3.8	11.8	12.8	28.3	379.8
2015	66.5	566.9	633.3	-134.5	12.3	-122.2	511.2	-47.4	49.7	-27.2	-25.0	486.1
2016	37.5	542.0	579.5	-105.8	16.0	-89.8	489.7	-4.2	38.0	16.1	49.9	539.5
2016 Q4	8.2	171.4	179.6	-53.4	4.0	-49.4	130.2	-7.6	20.6	3.2	16.2	146.4
2017 Q1	12.1	166.4	178.5	-21.5	5.5	-16.0	162.5	4.1	8.5	4.0	16.5	179.0
Q2	7.8	152.4	160.2	-37.1	12.5	-24.6	135.5	-5.6	-17.5	-18.4	-41.5	94.0
Q3	9.0	157.8	166.8	-32.7	10.8	-22.0	144.8	-1.1	17.0	-0.2	15.7	160.6
2017 May	1.4	48.0	49.4	-9.2	5.1	-4.0	45.4	-0.1	0.1	0.6	0.6	46.0
June	2.5	54.2	56.7	-8.6	4.2	-4.5	52.2	-3.5	-5.7	-0.5	-9.7	42.5
July	0.1	49.5	49.6	-10.0	3.0	-7.0	42.6	-1.6	4.3	1.5	4.2	46.8
Aug.	4.6	63.3	67.9	-5.9	4.6	-1.3	66.5	4.5	2.8	-5.5	1.8	68.4
Sep.	4.3	45.1	49.3	-16.8	3.2	-13.6	35.7	-3.9	9.9	3.7	9.7	45.4
Oct. <sup>(p)</sup>	6.2	14.3	20.5	-7.3	7.2	-0.1	20.4	6.4	-1.9	-13.0	-8.5	11.9
Growth rates												
2014	6.5	8.4	8.1	-5.2	0.2	-2.2	3.8	3.1	2.8	18.5	4.6	3.9
2015	6.8	11.3	10.6	-8.5	0.6	-3.3	5.3	-38.9	11.4	-25.4	-3.8	4.7
2016	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2016 Q4	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2017 Q1	3.7	9.9	8.9	-7.6	0.8	-2.5	5.0	-14.5	12.9	3.9	7.9	5.1
Q2	3.8	10.5	9.5	-9.4	1.1	-3.0	5.2	-18.6	5.0	-14.0	-0.6	4.9
Q3	3.5	10.9	9.8	-10.5	1.5	-3.2	5.4	-13.2	5.7	-12.9	1.0	5.2
2017 May	3.9	10.1	9.2	-8.5	1.0	-2.8	5.1	-17.1	7.1	-9.1	1.7	4.9
June	3.8	10.5	9.5	-9.4	1.1	-3.0	5.2	-18.6	5.0	-14.0	-0.6	4.9
July	3.4	10.2	9.2	-9.9	1.2	-3.2	5.0	-18.5	4.3	-17.6	-1.7	4.6
Aug.	3.5	10.6	9.5	-9.2	1.4	-2.7	5.4	-11.3	6.2	-24.0	-0.4	5.0
Sep.	3.5	10.9	9.8	-10.5	1.5	-3.2	5.4	-13.2	5.7	-12.9	1.0	5.2
Oct. <sup>(p)</sup>	3.5	10.5	9.4	-9.9	1.8	-2.7	5.4	-0.4	3.7	-26.2	-0.7	5.0

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

## 5 Money and credit

### 5.2 Deposits in M3 1)

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2014	1,864.7	1,366.5	366.5	112.6	19.1	5,556.2	2,749.7	811.9	1,991.5	3.1	851.0	223.4	334.4
2015	1,953.2	1,503.9	323.6	117.4	8.3	5,750.7	3,060.7	695.0	1,992.3	2.7	957.9	226.6	365.5
2016	2,079.0	1,656.1	296.1	118.2	8.4	6,052.6	3,401.2	643.8	2,005.7	1.9	990.1	198.2	383.2
2016 Q4	2,079.0	1,656.1	296.1	118.2	8.4	6,052.6	3,401.2	643.8	2,005.7	1.9	990.1	198.2	383.2
2017 Q1	2,159.7	1,734.4	301.3	117.6	6.5	6,135.9	3,498.1	620.5	2,014.7	2.6	973.0	191.5	392.3
Q2	2,187.9	1,769.1	293.5	118.9	6.4	6,187.6	3,560.6	599.2	2,025.5	2.3	970.1	196.5	403.1
Q3	2,218.1	1,806.7	285.9	120.1	5.3	6,255.3	3,635.2	582.0	2,036.2	2.0	977.4	201.0	419.2
2017 May	2,174.1	1,755.0	294.1	118.8	6.2	6,171.9	3,540.9	605.8	2,022.6	2.6	961.7	196.1	400.2
June	2,187.9	1,769.1	293.5	118.9	6.4	6,187.6	3,560.6	599.2	2,025.5	2.3	970.1	196.5	403.1
July	2,193.0	1,777.7	289.8	119.4	6.1	6,205.3	3,578.7	593.1	2,031.3	2.1	978.3	194.8	409.4
Aug.	2,205.8	1,793.1	286.9	120.0	5.7	6,231.9	3,607.3	588.4	2,034.2	2.0	988.5	199.2	417.1
Sep.	2,218.1	1,806.7	285.9	120.1	5.3	6,255.3	3,635.2	582.0	2,036.2	2.0	977.4	201.0	419.2
Oct. (p)	2,228.6	1,822.0	280.4	120.8	5.4	6,293.0	3,674.6	574.1	2,042.2	2.2	950.8	202.6	420.6
<b>Transactions</b>													
2014	68.9	90.9	-26.2	1.4	2.7	140.7	208.8	-65.1	-1.2	-1.8	56.8	7.0	22.3
2015	85.1	124.3	-32.9	4.9	-11.2	194.7	303.8	-109.8	1.2	-0.4	88.3	-0.5	29.6
2016	127.9	151.8	-24.3	0.2	0.2	299.9	333.6	-46.5	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2016 Q4	9.8	30.6	-18.9	-1.0	-0.8	70.7	90.4	-23.4	4.6	-0.7	43.1	-7.9	-1.4
2017 Q1	83.7	79.7	6.5	-0.7	-1.9	83.5	97.4	-23.6	8.9	0.7	-15.5	-6.4	9.2
Q2	37.7	40.8	-4.8	1.7	0.0	54.9	65.7	-20.4	10.0	-0.3	13.6	5.3	10.6
Q3	35.2	41.0	-6.0	1.3	-1.1	66.0	75.5	-16.8	7.6	-0.3	12.8	4.8	16.1
2017 May	16.4	15.7	-0.1	1.4	-0.6	19.0	22.0	-6.1	3.7	-0.5	8.7	-2.6	2.3
June	15.8	15.3	-0.2	0.5	0.2	16.4	20.6	-6.4	2.5	-0.3	10.7	0.3	2.9
July	8.9	11.5	-2.8	0.5	-0.3	15.5	18.7	-5.7	2.7	-0.2	11.5	-1.5	6.4
Aug.	14.5	16.6	-2.4	0.6	-0.4	27.0	28.9	-4.7	2.9	0.0	12.6	4.6	7.7
Sep.	11.8	12.9	-0.9	0.2	-0.5	23.4	27.9	-6.4	2.0	-0.1	-11.4	1.7	2.0
Oct. (p)	8.8	13.9	-6.0	0.7	0.2	37.2	39.0	-8.0	6.0	0.2	-28.2	1.6	1.3
<b>Growth rates</b>													
2014	4.0	7.6	-6.5	1.3	15.3	2.6	8.2	-7.4	-0.1	-36.3	7.1	3.7	7.4
2015	4.6	9.0	-9.2	4.4	-57.6	3.5	11.0	-13.6	0.1	-13.2	10.2	-0.2	8.8
2016	6.6	10.1	-7.6	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.9	3.2	-13.0	5.1
2016 Q4	6.6	10.1	-7.6	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.9	3.2	-13.0	5.1
2017 Q1	7.8	11.4	-5.5	-0.3	-32.6	5.3	11.4	-10.1	1.0	1.6	1.4	-13.0	4.2
Q2	8.1	11.2	-4.3	0.4	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
Q3	8.1	11.8	-7.4	1.1	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	8.9
2017 May	7.4	10.7	-5.8	0.5	-22.3	5.1	11.1	-11.7	1.3	-24.3	2.7	-9.5	5.2
June	8.1	11.2	-4.3	0.4	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
July	7.6	10.7	-5.4	1.1	-25.2	4.5	10.1	-12.6	1.4	-29.9	4.4	-9.3	6.6
Aug.	8.1	11.3	-5.1	1.6	-32.2	4.5	9.9	-12.4	1.5	-28.8	6.4	-5.9	8.7
Sep.	8.1	11.8	-7.4	1.1	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	8.9
Oct. (p)	8.3	11.8	-7.2	1.7	-21.7	4.8	10.1	-12.9	1.8	-21.7	4.7	-1.5	7.6

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Refers to the general government sector excluding central government.

## 5 Money and credit

### 5.3 Credit to euro area residents <sup>1)</sup>

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans <sup>2)</sup>							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Outstanding amounts</b>												
2014	3,613.5	1,136.1	2,475.2	12,509.1	10,454.5	10,724.6	4,317.2	5,201.5	806.6	129.2	1,282.2	772.5
2015	3,901.3	1,113.5	2,785.4	12,599.8	10,509.6	10,805.0	4,290.2	5,308.7	787.1	123.8	1,307.8	782.4
2016	4,393.6	1,083.3	3,297.1	12,839.2	10,669.8	10,977.6	4,312.7	5,409.7	834.6	112.7	1,385.4	784.0
2016 Q4	4,393.6	1,083.3	3,297.1	12,839.2	10,669.8	10,977.6	4,312.7	5,409.7	834.6	112.7	1,385.4	784.0
2017 Q1	4,434.5	1,071.6	3,348.8	12,967.5	10,751.7	11,045.5	4,332.0	5,456.6	850.3	112.9	1,423.2	792.6
Q2	4,463.9	1,064.5	3,385.2	12,963.9	10,729.7	11,046.9	4,299.9	5,485.1	832.1	112.7	1,437.8	796.3
Q3	4,548.3	1,050.5	3,483.7	13,016.4	10,783.7	11,101.9	4,303.0	5,524.1	844.8	111.9	1,438.8	793.9
2017 May	4,475.9	1,066.4	3,395.1	12,977.5	10,747.8	11,060.1	4,338.9	5,472.8	824.5	111.6	1,437.6	792.1
June	4,463.9	1,064.5	3,385.2	12,963.9	10,729.7	11,046.9	4,299.9	5,485.1	832.1	112.7	1,437.8	796.3
July	4,496.7	1,058.1	3,424.3	12,985.3	10,735.4	11,070.2	4,303.5	5,485.5	832.2	114.2	1,455.2	794.7
Aug.	4,541.5	1,057.1	3,470.0	12,991.9	10,761.2	11,083.5	4,304.1	5,507.1	835.4	114.7	1,440.5	790.2
Sep.	4,548.3	1,050.5	3,483.7	13,016.4	10,783.7	11,101.9	4,303.0	5,524.1	844.8	111.9	1,438.8	793.9
Oct. <sup>(p)</sup>	4,557.9	1,044.8	3,499.3	13,070.6	10,837.4	11,154.3	4,330.0	5,534.4	860.9	112.1	1,433.0	800.2
<b>Transactions</b>												
2014	73.3	16.7	56.6	-99.8	-47.0	-32.8	-60.6	-14.6	16.3	11.8	-89.7	36.9
2015	295.3	-21.0	316.0	83.0	55.9	77.0	-15.0	98.5	-22.0	-5.7	25.6	1.5
2016	488.3	-34.6	522.8	316.4	233.6	258.0	81.7	119.5	43.6	-11.1	78.7	4.1
2016 Q4	152.6	-17.2	170.0	80.6	60.3	68.3	15.4	37.5	4.7	2.7	18.2	2.0
2017 Q1	77.4	-11.1	88.0	143.3	96.4	86.4	26.5	49.1	20.6	0.2	36.7	10.1
Q2	34.6	-5.2	39.8	57.3	26.1	48.3	-1.1	37.8	-10.5	0.0	19.4	11.8
Q3	88.7	-10.8	99.6	77.8	79.5	86.6	21.4	44.0	14.7	-0.7	2.1	-3.9
2017 May	16.9	-3.2	20.0	29.3	15.2	24.5	8.5	9.3	-0.4	-2.2	13.9	0.2
June	-8.5	-2.5	-5.8	28.3	11.6	15.8	-16.7	17.0	10.2	1.1	4.4	12.3
July	32.9	-6.0	38.8	34.1	18.2	37.0	11.7	1.6	3.4	1.5	18.1	-2.2
Aug.	39.3	-1.3	40.5	18.5	34.2	22.4	5.3	23.7	4.7	0.6	-14.4	-1.2
Sep.	16.5	-3.5	20.3	25.1	27.2	27.1	4.5	18.7	6.7	-2.8	-1.5	-0.5
Oct. <sup>(p)</sup>	3.0	-5.7	8.9	47.5	53.3	53.3	27.2	11.1	14.8	0.2	-8.7	2.8
<b>Growth rates</b>												
2014	2.1	1.5	2.4	-0.8	-0.4	-0.3	-1.4	-0.3	1.7	11.9	-6.6	4.6
2015	8.2	-1.8	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2
2016	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5
2016 Q4	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5
2017 Q1	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	4.8	3.6	8.2	4.7
Q2	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4
Q3	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6
2017 May	9.6	-4.8	15.0	2.9	2.2	2.7	1.6	2.7	2.3	0.3	8.1	3.9
June	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4
July	7.7	-4.1	11.9	3.0	2.2	2.6	1.2	2.9	3.4	3.6	7.5	5.6
Aug.	8.4	-3.9	12.9	2.8	2.4	2.6	1.4	3.1	3.5	4.0	6.0	2.6
Sep.	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6
Oct. <sup>(p)</sup>	7.4	-4.2	11.5	2.9	2.7	2.9	1.7	3.2	4.7	-1.6	4.4	2.8

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.

3) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Money and credit

### 5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households <sup>1)</sup>

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans <sup>4)</sup>	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2				
<b>Outstanding amounts</b>										
2014	4,317.2	4,269.8	1,112.3	724.5	2,480.4	5,201.5	5,546.5	563.0	3,861.7	776.9
2015	4,290.2	4,272.8	1,043.1	761.8	2,485.2	5,308.7	5,641.5	595.4	3,949.4	763.9
2016	4,312.7	4,312.2	1,001.2	797.8	2,513.6	5,409.7	5,726.4	615.2	4,046.2	748.4
2016 Q4	4,312.7	4,312.2	1,001.2	797.8	2,513.6	5,409.7	5,726.4	615.2	4,046.2	748.4
2017 Q1	4,332.0	4,333.1	1,005.1	802.6	2,524.3	5,456.6	5,767.6	626.4	4,085.7	744.5
Q2	4,299.9	4,314.1	988.8	798.6	2,512.5	5,485.1	5,797.5	635.0	4,112.9	737.1
Q3	4,303.0	4,324.3	976.4	812.4	2,514.2	5,524.1	5,828.8	644.4	4,148.7	730.9
2017 May	4,338.9	4,345.7	1,000.4	804.3	2,534.2	5,472.8	5,790.8	634.8	4,097.0	741.0
June	4,299.9	4,314.1	988.8	798.6	2,512.5	5,485.1	5,797.5	635.0	4,112.9	737.1
July	4,303.5	4,325.6	984.4	802.7	2,516.4	5,485.5	5,809.1	639.4	4,112.0	734.0
Aug.	4,304.1	4,325.9	980.9	804.9	2,518.2	5,507.1	5,818.8	642.5	4,132.0	732.6
Sep.	4,303.0	4,324.3	976.4	812.4	2,514.2	5,524.1	5,828.8	644.4	4,148.7	730.9
Oct. <sup>(p)</sup>	4,330.0	4,350.7	990.7	816.4	2,522.9	5,534.4	5,840.2	647.2	4,156.6	730.7
<b>Transactions</b>										
2014	-60.6	-67.1	-14.1	2.5	-49.0	-14.6	6.0	-3.0	-2.9	-8.6
2015	-15.0	23.7	-62.1	31.9	15.2	98.5	77.0	21.8	80.2	-3.5
2016	81.7	98.6	-17.3	44.3	54.7	119.5	114.3	23.5	105.2	-9.2
2016 Q4	15.4	29.7	-10.6	7.7	18.2	37.5	33.1	9.0	32.2	-3.7
2017 Q1	26.5	31.4	6.2	6.4	14.0	49.1	43.4	11.1	38.9	-0.8
Q2	-1.1	10.1	-2.8	2.1	-0.4	37.8	40.2	10.5	27.9	-0.6
Q3	21.4	33.4	-6.1	17.1	10.4	44.0	35.9	10.9	36.7	-3.6
2017 May	8.5	9.2	4.4	1.1	3.1	9.3	15.5	6.5	2.3	0.5
June	-16.7	-9.7	-3.9	-2.3	-10.4	17.0	11.7	1.5	15.6	-0.1
July	11.7	20.5	-1.1	5.8	7.0	1.6	12.7	4.8	-0.6	-2.6
Aug.	5.3	5.3	-1.5	3.4	3.4	23.7	11.9	3.6	20.4	-0.3
Sep.	4.5	7.5	-3.4	8.0	0.0	18.7	11.3	2.5	16.9	-0.7
Oct. <sup>(p)</sup>	27.2	27.6	14.2	4.3	8.7	11.1	12.5	3.1	7.9	0.1
<b>Growth rates</b>										
2014	-1.4	-1.5	-1.3	0.3	-1.9	-0.3	0.1	-0.5	-0.1	-1.1
2015	-0.3	0.6	-5.6	4.4	0.6	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2016 Q4	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017 Q1	1.7	2.4	-2.7	4.9	2.6	2.5	2.4	4.5	2.9	-1.2
Q2	1.2	2.0	-2.6	3.8	2.0	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
Q3	1.5	2.4	-1.3	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.2
2017 May	1.6	2.5	-2.6	4.9	2.3	2.7	2.6	6.3	2.9	-1.0
June	1.2	2.0	-2.6	3.8	2.0	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
July	1.2	2.3	-2.2	3.7	1.8	2.9	2.6	6.7	3.1	-1.4
Aug.	1.4	2.4	-1.8	3.8	1.9	3.1	2.7	6.7	3.3	-1.3
Sep.	1.5	2.4	-1.3	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.2
Oct. <sup>(p)</sup>	1.7	2.9	-0.8	4.5	1.9	3.2	2.7	6.7	3.4	-1.0

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) In accordance with the ESA 2010, in December 2014 holding companies of non-financial groups were reclassified from the non-financial corporations sector to the financial corporations sector. These entities are included in MFI balance sheet statistics with financial corporations other than MFIs and insurance corporations and pension funds (ICPFs).

3) Including non-profit institutions serving households.

4) Adjusted for loan sales and securitisation (resulting in derecognition from the MFI statistical balance sheet) as well as for positions arising from notional cash pooling services provided by MFIs.



## 5 Money and credit

### 5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents <sup>1)</sup>

(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2014	269.6	7,132.9	2,186.3	92.4	2,392.6	2,461.5	1,386.3	233.4	184.5	139.7
2015	284.7	6,999.1	2,119.4	80.0	2,255.8	2,543.9	1,350.6	284.5	205.9	135.6
2016	314.4	6,923.8	2,054.1	70.9	2,146.7	2,652.2	1,136.9	265.4	205.9	121.6
2016 Q4	314.4	6,923.8	2,054.1	70.9	2,146.7	2,652.2	1,136.9	265.4	205.9	121.6
2017 Q1	308.2	6,881.1	2,031.7	69.3	2,106.5	2,673.6	1,104.0	254.7	183.1	111.8
Q2	305.7	6,766.4	2,002.0	66.8	2,066.4	2,631.2	1,030.0	248.3	154.2	109.7
Q3	365.3	6,700.4	1,977.1	61.5	2,016.2	2,645.7	1,023.9	262.9	140.6	85.4
2017 May	315.5	6,832.1	2,014.7	66.9	2,080.8	2,669.7	1,047.4	246.2	162.4	104.3
June	305.7	6,766.4	2,002.0	66.8	2,066.4	2,631.2	1,030.0	248.3	154.2	109.7
July	324.7	6,722.5	1,991.0	63.3	2,052.9	2,615.3	1,042.3	196.8	128.1	76.4
Aug.	348.3	6,726.5	1,982.2	62.5	2,036.2	2,645.7	1,029.5	252.0	124.4	69.0
Sep.	365.3	6,700.4	1,977.1	61.5	2,016.2	2,645.7	1,023.9	262.9	140.6	85.4
Oct. <sup>(p)</sup>	341.7	6,697.9	1,961.3	60.8	2,013.3	2,662.5	968.3	246.8	154.2	109.5
<b>Transactions</b>										
2014	-3.2	-170.8	-120.8	2.1	-160.1	108.0	238.5	-6.2	0.7	17.8
2015	8.9	-216.1	-106.3	-13.5	-215.4	119.0	-86.0	-13.3	21.4	-4.0
2016	26.7	-110.2	-70.2	-9.1	-110.5	79.6	-276.2	-72.5	12.8	-12.0
2016 Q4	12.1	-6.1	-20.2	-2.2	-12.0	28.3	-42.9	-38.0	-0.2	-7.5
2017 Q1	-7.5	-16.2	-16.3	-1.5	-27.3	28.9	-33.6	-31.9	-21.6	-9.1
Q2	-2.6	-10.0	-22.1	-2.4	-2.6	17.1	-15.1	4.6	-28.9	-2.1
Q3	65.0	-17.4	-22.0	-2.9	-29.7	37.2	24.3	17.5	-13.6	-24.3
2017 May	-15.3	9.2	-6.0	-2.4	9.4	8.1	-19.7	13.5	-13.0	0.6
June	-9.9	-10.2	-8.9	-0.1	-4.5	3.3	6.6	-3.8	-8.2	5.4
July	19.1	-5.6	-8.9	-1.1	0.1	4.3	31.6	-38.4	-26.0	-33.3
Aug.	23.5	-0.2	-7.8	-0.8	-9.2	17.5	-13.6	47.5	-3.7	-7.5
Sep.	22.4	-11.5	-5.3	-1.0	-20.6	15.4	6.3	8.3	16.2	16.5
Oct. <sup>(p)</sup>	-23.5	-13.9	-16.6	-0.7	-8.9	12.3	-63.3	-12.8	13.6	24.0
<b>Growth rates</b>										
2014	-1.4	-2.3	-5.1	2.3	-6.3	4.5	-	-	0.4	14.6
2015	3.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.8	4.8	-	-	11.6	-2.9
2016	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	3.0	-	-	6.3	-9.0
2016 Q4	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	3.0	-	-	6.3	-9.0
2017 Q1	-4.3	-1.1	-3.9	-10.1	-4.5	4.4	-	-	-20.8	-25.3
Q2	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
Q3	22.1	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
2017 May	3.9	-1.2	-4.3	-11.6	-3.9	3.9	-	-	-23.4	-23.6
June	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.5	-	-	-30.7	-22.6
July	-2.4	-0.8	-4.0	-11.5	-2.8	3.5	-	-	-35.6	-39.5
Aug.	9.0	-0.8	-4.1	-11.8	-2.9	3.9	-	-	-38.2	-48.0
Sep.	22.1	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
Oct. <sup>(p)</sup>	8.6	-1.0	-4.6	-12.6	-3.6	4.1	-	-	-19.6	-17.6

Source: ECB.

1) Data refer to the changing composition of the euro area.

2) Comprises central government holdings of deposits with the MFI sector and of securities issued by the MFI sector.

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.1	-2.0	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2016 Q3	-1.8	.	.	.	.	0.5
Q4	-1.5	.	.	.	.	0.6
2017 Q1	-1.3	.	.	.	.	0.8
Q2	-1.3	.	.	.	.	0.9

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

### 6.2 Revenue and expenditure

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions	Compensation of employees			Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.8	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.2
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.1	5.2	2.4	22.7	3.9
2016	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2016 Q3	46.1	45.6	12.5	13.0	15.3	0.5	47.9	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.8
Q4	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2017 Q1	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.4	43.9	9.9	5.1	2.2	22.7	3.5
Q2	46.1	45.7	12.7	13.0	15.3	0.4	47.4	43.9	9.9	5.1	2.1	22.7	3.5

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

### 6.3 Government debt-to-GDP ratio

(as a percentage of GDP; outstanding amounts at end of period)

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91.3	2.6	17.5	71.2	45.4	26.4	45.9	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	91.8	2.7	17.1	72.0	44.1	25.8	47.7	10.0	81.9	18.8	31.8	41.2	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.1	71.0	44.3	27.3	45.6	9.3	80.7	17.6	31.2	41.1	87.9	2.1
2016	88.9	2.7	15.4	70.8	46.2	30.7	42.7	8.9	80.0	17.1	29.8	41.9	86.9	2.1
2016 Q3	89.7	2.7	15.6	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	88.9	2.7	15.4	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89.2	2.6	15.1	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89.1	2.7	14.8	71.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

## 6 Fiscal developments

### 6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors <sup>1)</sup>

(as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1.9	0.2	-0.3	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.3	1.9	2.6
2014	0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.4
2015	-1.9	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2016 Q3	-1.4	-0.5	-0.5	-0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.1	-0.4	1.5
Q4	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2017 Q1	-1.7	-0.8	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	1.0
Q2	-1.7	-0.9	-0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.8

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.

1) Intergovernmental lending in the context of the financial crisis is consolidated except in quarterly data on the deficit-debt adjustment.

2) Calculated as the difference between the government debt-to-GDP ratios at the end of the reference period and a year earlier.

### 6.5 Government debt securities <sup>1)</sup>

(debt service as a percentage of GDP; flows during debt service period; average nominal yields in percentages per annum)

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1											2	3
2014	15.8	13.8	5.1	2.0	0.5	6.4	3.1	1.6	0.4	3.5	2.8	0.8	1.6
2015	14.7	12.8	4.3	1.9	0.5	6.6	2.9	1.4	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.8	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2016 Q3	14.4	12.7	4.0	1.7	0.4	6.8	2.6	1.3	-0.1	3.1	2.8	0.2	1.2
Q4	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 Q1	14.3	12.6	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
Q2	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
2017 May	14.4	12.7	4.3	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.1	1.2
June	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
July	13.9	12.2	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.3
Aug.	13.7	12.0	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.2
Sep.	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
Oct.	13.2	11.6	3.8	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.2	1.2

Source: ECB.

1) At face value and not consolidated within the general government sector.

2) Excludes future payments on debt securities not yet outstanding and early redemptions.

3) Residual maturity at the end of the period.

4) Outstanding amounts at the end of the period; transactions as 12-month average.

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

(as a percentage of GDP; flows during one-year period and outstanding amounts at end of period)

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2013	-3.1	-0.1	-0.2	-6.1	-13.2	-7.0	-4.1	-2.9	-5.1	
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8	
2015	-2.5	0.6	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.2	
2016	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5	
2016 Q3	-2.8	0.6	0.3	-1.6	-1.9	-4.9	-3.3	-2.4	-1.0	
Q4	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.4	-4.5	-3.4	-2.5	0.5	
2017 Q1	-2.0	1.0	-0.5	-0.5	1.0	-4.1	-3.4	-2.4	0.8	
Q2	-1.5	0.8	-0.5	-0.6	1.0	-3.6	-3.3	-2.4	1.0	
Government debt										
2013	105.5	77.4	10.2	119.4	177.4	95.5	92.4	129.0	102.6	
2014	106.8	74.6	10.7	104.5	179.0	100.4	95.0	131.8	107.5	
2015	106.0	70.9	10.0	76.9	176.8	99.4	95.8	131.5	107.5	
2016	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1	
2016 Q3	108.8	69.2	9.5	75.1	176.4	99.9	97.4	132.1	111.5	
Q4	106.1	68.1	9.4	72.8	179.1	99.0	96.5	132.0	108.5	
2017 Q1	107.8	66.6	9.2	74.7	176.2	99.9	98.8	134.0	107.6	
Q2	106.6	66.0	8.9	74.3	175.0	99.8	99.3	134.7	107.6	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.4	-2.4	-2.0	-4.8	-14.7	-2.7	-2.6
2014	-1.2	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.3	-2.7	-3.2
2015	-1.2	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2016 Q3	0.2	0.3	1.6	0.9	-0.4	-0.7	-3.7	-1.8	-2.4	-2.0
Q4	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017 Q1	-0.1	0.7	0.5	2.3	1.0	-1.2	-1.6	-1.4	-1.9	-1.5
Q2	0.4	0.7	0.4	2.0	1.1	-1.3	-1.4	-1.2	-1.7	-0.9
Government debt										
2013	39.0	38.8	23.7	68.4	67.8	81.0	129.0	70.4	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	83.8	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.9	42.6	22.0	60.3	64.6	84.3	128.8	82.6	52.3	63.6
2016	40.6	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2016 Q3	38.3	41.2	21.6	59.3	61.5	82.7	132.8	81.7	52.7	61.6
Q4	40.5	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.9	63.1
2017 Q1	39.4	39.2	23.9	58.1	59.6	81.7	130.4	80.2	53.5	62.6
Q2	40.0	41.7	23.4	56.8	58.7	81.4	132.1	79.8	51.8	61.8

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2017

Postiosoite 60640 Frankfurt am Main, Saksa  
Puhelinnumero +49 69 1344 0  
Verkkopalvelu [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Talouskatsauksen laatimisesta vastaa EKP:n johtokunta. Talouskatsaus on käännetty Suomen Pankissa, joka myös huolehtii katsauksen julkaisemisesta.

Kaikki oikeudet pidätetään. Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.

Tämän numeron tilastot perustuvat 13.12.2017 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-17-008-FI-N