

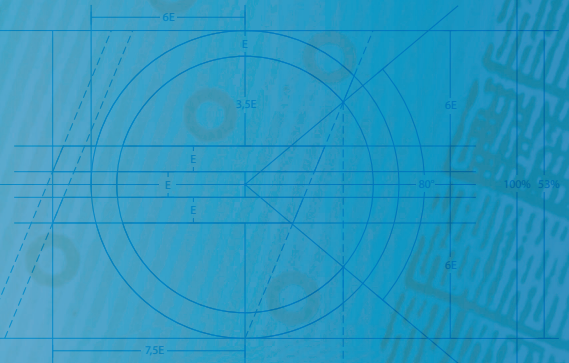


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

8/2018



Sisällys

Raha- ja reaalityalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	5
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	12
3 Talouskehitys euroalueella	17
4 Hinnat ja kustannukset	22
5 Rahan määrä ja luotonanto	28
6 Julkisen talouden kehitys	35
Kehikot	38
1 Nousevien markkinatalousmaiden haavoittuvuudet vertailussa aiempiin kriiseihin	38
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.8.–30.10.2018	46
3 Talouskasvun hidastumisen taustatekijöitä vuonna 2018	52
4 Euroalueen työllisyyden kasvun rakenteelliset muutokset talouden elpymisen aikana	56
5 Palkkaliukuman viimeaikainen kehitys euroalueella	61
6 Vuoden 2019 alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi	65
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto päätti 13.12.2018 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa lopettaa omaisuuseräostot joulukuussa 2018. Se päätti myös pitää EKP:n ohjaukset ennallaan ja täsmensi ennakoivaa viestintäänsä omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoittamisesta. Saatujen tietojen perusteella kehitys on ollut ulkoisen kysynnän vaimentumisen ja joidenkin maa- ja sektorikohtaisten tekijöiden vuoksi odotettua heikompaa. Kotimaisen kysynnän vahva pohjavire tukee kuitenkin edelleen euroalueen talouskasvua ja inflaatiopaineiden vähittäistä voimistumista, mikä pitää yhä yllä luottamusta siihen, että inflaation kestävä palautuminen tavoitteen mukaiseksi jatkuu eikä pysähdy omaisuuseräostojen lopettamisen jälkeenkään. Geopoliittisiin tekijöihin, protektionismin uhkaan, kehittyvien markkinoiden heikkouksiin ja rahoitusmarkkinoiden heilahteluihin liittyvät epävarmuustekijät ovat kuitenkin yhä vahvasti esillä. Rungas raholiittinen elvytys onkin edelleen tarpeen, jotta voidaan tukea kotimaisten hintapaineiden vahvistumista ja kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Kun otetaan huomioon EKP:n ohjaukset koskeva ennakoiva viestintä ja lisätiedot ostettujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoittamisesta, rahapolitiikalla tuetaan edelleen kasvua riittävän vahvasti, jotta inflaatio saadaan palautumaan kestävästi tavoitteen mukaiseksi. Joka tapauksessa EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan sen varmistamiseksi, että inflaatiovauhti palautuu edelleen kestävästi kohti EKP:n neuvoston tavoitetta.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Maailmantalouden kasvu on jatkunut. Se on kuitenkin käynyt aiempaa epätasaisemmaksi ja alkanut osoittaa hidastumisen merkkejä. Kasvua hillitsevät taitekohtaansa lähenevä maailmantalouden suhdanne, kasvua tukevien politiikkatoimien päätyminen kehittyneissä talouksissa sekä Yhdysvaltojen ja Kiinan väliset tullimaksut. Kansainvälisen kaupan kasvu on jonkin verran hidastunut, ja epävarmuus kauppasuhteiden kehityksestä on lisääntynyt. Rahoitusolot tukevat edelleen kasvua kehittyneissä talouksissa, mutta joissakin nousevissa markkinatalousmaissa ne ovat jo kiristyneet. Maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan vuonna 2019 ja pysyvän sen jälkeen vakaana. Maailmantalouden inflaatiopaineiden ennakoitaan kasvavan vähin erin käyttämättömän kapasiteetin vähetessä.

Riskittömät pitkät korot ovat laskeneet EKP:n neuvoston syyskuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen, kun geopoliittinen epävarmuus on lisääntynyt ja makrotalouden näkymät ovat heikentyneet. Euroalueen valtioiden joukkolainojen riskilisät ovat pysyneet pääosin vakaina lukuun ottamatta Italiaa, jossa ne ovat heilahdelleet huomattavasti. Vaikka euroalueen yritysten

tulosodotukset ovat pysyneet vahvoina, niitä on tarkistettu alaspäin, mikä on riskien uudelleenhinnoittelun ohella johtanut yritysten osakkeiden ja joukkolainojen hintojen laskuun. Kauppapainotettu euron kurssi on yleisesti ottaen heikentynyt valuuttamarkkinoilla.

Euroalueen BKT:n neljännesvuosikasvu oli vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä 0,2 % (kahdella edellisellä neljänneksellä 0,4 %). Tuoreimpien tilasto- ja kyselytietojen perusteella kehitys on ollut odotettua heikompaa ulkoisen kysynnän vaimentumisen sekä joidenkin maa- ja sektorikohtaisten tekijöiden vuoksi. Vaikka osa näistä tekijöistä todennäköisesti väistyy, kasvuvauhti saattaa olla vastedes jonkin verran hitaampaa. Euroalueen talouskasvu saa kuitenkin edelleen tukea kotimaisesta kysynnästä, jota kasvua tukeva rahapolitiikka osaltaan vahvistaa. Vahva työmarkkinatilanne, joka näkyy työllisyyden jatkuvana kohenemisena ja palkkojen nousuna, tukee yhä yksityistä kulutusta. Lisäksi yritysten investoinnit hyötyvät kotimaisesta kysynnästä, suotuisista rahoitusoloista ja taseiden vahvistumisesta. Asuinrakennusinvestointien kehitys on edelleen vahvaa. Lisäksi maailmantalouden kasvun odotetaan yhä jatkuvan ja tukevan euroalueen vientiä, joskin aiempaa vaimeammin.

Samankaltainen näkemys välittyy euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 1,9 % vuonna 2018 ja 1,7 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021. BKT:n kasvu vuosina 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin syyskuussa 2018 julkaistuissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvien riskien voidaan edelleen katsoa olevan jokseenkin tasapainossa. Ne ovat kuitenkin painottumassa odotettua heikomman kehityksen suuntaan, sillä geopolittisiin tekijöihin, protektionismiin uhkaan, kehittyvien markkinoiden heikkouksiin ja rahoitusmarkkinoiden heilahteluihin liittyvät epävarmuustekijät ovat edelleen sitkeästi läsnä.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui marraskuussa 2,0 prosenttiin (lokakuussa 2,2 %). Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan hidastuvan tulevina kuukausina. Pohjainflaatio on indikaattorien mukaan edelleen yleisesti ottaen vaimeaa, mutta kotimaiset kustannuspaineet ovat kapasiteetin korkean käyttöasteen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä edelleen vahvistumassa ja laajentumassa, mikä vauhdittaa palkkojen nousua. Pohjainflaation odotetaan vauhdittuvan keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella.

Samankaltainen kuva välittyy myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,8 % vuonna 2018 ja 1,6 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021. Vuoden 2018 YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu hieman nopeammaksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa. Vuoden 2019 inflaatiovauhti on puolestaan arvioitu hieman hitaammaksi. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,1 %

vuonna 2018 ja nopeutuvan sen jälkeen siten, että se on 1,4 % vuonna 2019 ja 1,6 % vuonna 2020 sekä 1,8 % vuonna 2021.

Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu vahvistui lokakuussa 2018, kun siirtyminen omavaraisempaan rahan luomiseen jatkui omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien kuukausittaisten ostojen pienentämisen myötä. Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille kasvoi edelleen ja oli yhä tärkein lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä. Lähinnä yritysluotonannossa oli kuitenkin nähtävissä hidastumisen merkkejä. Pankkien varainhankinta- ja luotonantotilanne on pysynyt erittäin hyvänä. Vuoden 2014 kesäkuusta lähtien käyttöön otettujen rahapoliittisten toimien vaikutuksen välittyminen edistää edelleen merkittävästi kotitalouksien ja etenkin pienten ja keskisuurten yritysten lainansaannin helpottumista ja luotonannon lisääntymistä koko euroalueella.

Euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen arvioidaan pienenneen merkittävästi vuonna 2018, mutta ensi vuonna sen arvioidaan jonkin verran suurenevan. Alijäämäsuhteen supistuminen vuonna 2018 johtui lähinnä hyvästä taloussuhdanteesta ja korkomenojen pienenemisestä. Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kokonaisuutena jokseenkin neutraalia vuonna 2018, keveämpää vuonna 2019 ja jälleen jokseenkin neutraalia vuonna 2021.

Rahapoliittiset päätökset

EKP:n neuvosto teki taloudellisen ja rahatalouden analyysin perusteella seuraavat päätökset. Se päätti jättää EKP:n ohjauskorot ennalleen. Niiden odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla ainakin vuoden 2019 kesän ajan ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvosto päätti myös lopettaa epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvassa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävät ostot joulukuussa 2018. Samassa yhteydessä EKP:n neuvosto täsmensi ennakoivaa viestintäänsä omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoittamisesta. Uudelleensijoituksia aiotaan jatkaa täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

Ulkoinen ympäristö

Vaikka maailmantalouden kasvu on jatkunut, siitä on tullut entistä epätasaisempaa ja merkkejä sen hidastumisesta on alkanut esiintyä. Noususuhdanteen lähestyvä taittuminen, talouspoliittisten kasvupanosten väheneminen kehittyneissä talouksissa sekä Yhdysvaltojen ja Kiinan keskinäisten tuontitullien vaikutukset vaimentavat maailmantalouden kasvua. Samaan aikaan rahoitusolot ovat pysyneet kasvua tukevana kehittyneissä talouksissa ja kireinä eräillä kehittyvillä markkinoilla. Maailmankaupan kasvu on hidastunut jonkin verran, ja epävarmuus kauppasuhteiden kehityksestä on kasvanut. Jatkossa maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan vuonna 2019 ja sen jälkeen pysyvän vakaana kahden vuoden ajan, kun talouspoliittinen elvytys vähenee ja Kiina siirtyy hitaamman kasvun uralle. Maailmantalouden inflaatiopaineiden odotetaan kasvavan vähin erin käyttämättömän kapasiteetin vähetessä. Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan.

Maailmantalouden ja kaupan kehitys

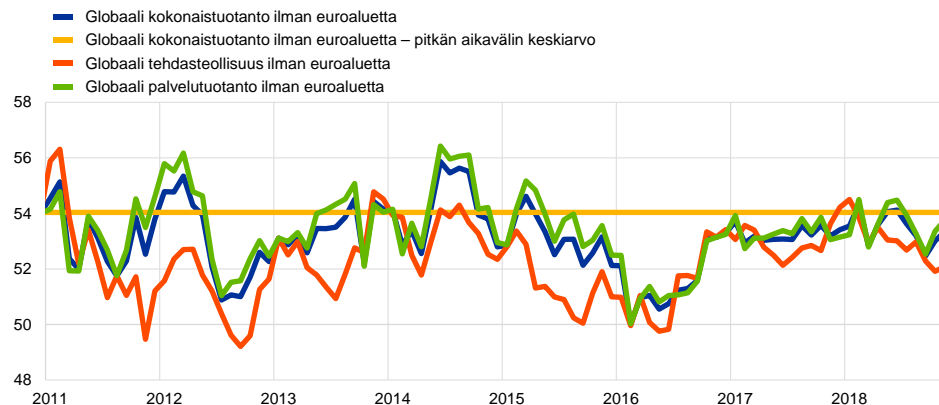
Maailmantalouden kasvu on jatkunut, mutta merkkejä hidastumisesta on alkanut esiintyä. Maailmantalouden vakaa kasvu jatkui vuoden 2018 toisella neljänneksellä. Kasvu sai tukea talouden elpymisestä monissa kehittyneissä talouksissa, kuten Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Yhdysvaltojen talouskasvu kolmannella neljänneksellä osoittaa edelleen kestävästä kasvusta, ja Ison-Britannian BKT kasvoi voimakkaasti osittain julkisen kulutuksen kasvun tuella. Japanin talous supistui samalla jaksolla, joskin se johtui suurelta osin tilapäisistä luonnonmullistuksiin liittyvistä tekijöistä. Kehittyvien markkinatalouksien tilanne on epäyhtenäisempi. Kiinan talouskasvu piti pintansa kolmannella neljänneksellä, mutta alkuvuonna rahoitusmarkkinamullistuksista kärsineiden maiden kasvu heikkeni samaan aikaan tuntuvasti.

Kyselytutkimukset viittaavat kasvun hidastumiseen lähitulevaisuudessa. Ilman euroaluetta laskettu globaalia kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi on laskenut asteittain alkuvuodesta 2018 lähtien. Tämä johtui pääasiassa tehdasteollisuuden maailmanlaajuisesta heikkenemisestä (kuvio 1). Palveluala kehittyi tehdasteollisuutta vahvemmin alkuvuonna marraskuuhun saakka, vaikka kasvuvauhti heilahtelikin jakson aikana. Kuluttajien luottamus on viime aikoina heikentynyt, joskin sen lähtötaso oli korkea.

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2018. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 marraskuuhun 2018.

Kehittyneiden talouksien rahoitusolot tukevat edelleen kasvua, kun taas kehittyvien markkinatalouksien tilanne on varsin epäyhtenäinen.

Kiinan rahoitusolot ovat helpottuneet keskuspankin toimenpiteiden ansiosta, kun pankki reagoi kasvunäkymien heikkenemiseen kotimaisten tasapainottomuuksien ja ulkomaankaupan jännitteiden kiristymisen myötä. Kesällä rahoitusmarkkinoiden jännitteistä kärsineiden kehittyvien markkinatalouksien, kuten Argentiinan ja Turkin, rahoitusolot ovat kuitenkin kireät ja rasittavat selvästi niiden kasvunäkymiä. Kaiken kaikkiaan globaali riskinottohalukkuus ei ole elpynyt täysin kesän jälkeen, ja finanssijoittajat ovat karttaneet kehittyviä markkinatalouksia, joilla on merkittäviä tasapainottomuuksia, suuri ulkoisen rahoituksen tarve ja rajallisesti mahdollisuuksia talouspoliittiseen tukeen. Jatkossa Yhdysvaltojen ohjauskorkojen kiristyminen keskuspankin avomarkkinakomitean jatkaessa rahapolitiikan normalisointia sekä dollarin vahvistuminen voivat kiristää kehittyvien markkinoiden rahoitusoloja entisestään.

Lyhyellä aikavälillä suhdanneluonteisen elpymisen odotetaan tukevan maailmantalouden kasvua.

Kehittyneissä talouksissa rahapolitiikka ja suotuisat rahoitusolot tukevat edelleen kasvua. Yhdysvaltojen veronalennuksia ja menolisäyksiä koskevien finanssipoliittisten kasvupanosten odotetaan vauhdittavan maailmantalouden kasvua, kun kehittyneet taloudet laajemminkin ryhtyvät ekspansiivisempaan finanssipoliittikkaan.

Kasvun odotetaan hidastuvan vuonna 2019 ja jatkuvan vakaana kaksi seuraavaa vuotta.

Arvio heijastelee odotusta kehittyneiden talouksien ja Kiinan suhdanneluonteisesta rauhoittumisesta. Tuotantokuilut on jo kurottu umpeen monissa kehittyneissä talouksissa, ja käyttämättömänä olevan kapasiteetin odotetaan supistuvan kehittyvissä markkinatalouksissa keskipitkällä aikavälillä. Yhdysvaltojen ja Kiinan välisten ulkomaankaupan jännitteiden odotetaan rasittavan kummankin maan kasvua. Vaikka vaikutus maailmantalouteen näyttää vielä varsin rajalliselta, aiempaa suurempi epävarmuus tulevista kauppasuhteista saattaa rasittaa luottamusta ja investointeja. Lisäksi talouspoliittinen tuki vähentynee

jatkossa asteittain. Yhdysvalloissa perusskenaarion mukaisessa ennusteessa finanssipoliittinen tuki alkaa vähentyä vuonna 2019; Japanissa sen odotetaan tapahtuvan jo kuluvana vuonna. Rahoitusmarkkinoilla odotetaan rahapolitiikan kiristyvän asteittain Yhdysvalloissa, mikä vaikuttaisi hieman kiristävästi rahoitusoloihin ympäri maailmaa. Talouskasvunäkymiin sisältyy monien kehittyvien talouksien elpyminen – erityisesti niiden, jotka ovat viime aikoina kärsineet rahoitusmarkkinoiden levottomuudesta. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden kasvusta odotetaan hitaampaa kuin ennen vuosien 2007–2008 taluskriisiä.

Yksittäisistä maista Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana lähitulevaisuudessa. Vahva työmarkkinatilanne, yritysten voitot ja edelleen suotuisat rahoitusolot tukenevat kasvua. Suhdanneluonteista kasvua voimistavien rahapolitiittisten toimien odotetaan tukevan ensi vuoden näkymiä, kun taas kahdenvälinen kauppapoliittinen kiista Kiinan kanssa rasittaa jossain määrin toimeliaisuutta ja investointeja. Yhdysvaltojen kongressin väliवालit johtivat vallan jakautumiseen, mikä lisää lainsäädännöllisten pattitilanteiden mahdollisuutta.

Japanin kasvun odotetaan elpyvän lähitulevaisuudessa, mutta myöhemmin kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan asteittain. Usean peräkkäisen luonnonmullistuksen vaikutus hidasti talouskasvua vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä, mutta kasvun odotetaan elpyvän viimeisellä neljänneksellä. Talouskasvun voi odottaa saavan vauhtia kasvua tukevasta rahapolitiikasta, mutta kapasiteettirajoitteiden kiristymisen odotetaan rasittavan kasvua. Palkat nousevat maltillisesti ja kireä työmarkkinatilanne tukee yksityistä kulutusta.

Ison-Britannian näkymät ovat vaimean kotimaisen kysynnän myötä maltillisemmat. Yllättävän vahva kasvu kolmannella neljänneksellä sai tukea monesta tilapäisestä tekijästä. Voimakas epävarmuus kuitenkin rasitti yritysten investointeja, jotka supistuivat kolmatta neljänneistä peräkkäin. Lähiajan näkymiin liittyy huomattavaa epävarmuutta, joka koskee EU-erosopimuksen hyväksymistä parlamentissa.

Keski- ja Itä-Euroopan maiden BKT:n kasvun odotetaan jatkuvan vahvana lyhyellä aikavälillä. Kasvu saa tukea voimakkaista investoinneista EU-rahoituksen myötä, vakaasta yksityisestä kulutuksesta sekä työmarkkinatilanteen kohenemisesta. Keskipitkällä aikavälillä talouskasvun odotetaan hidastuvan kohti potentiaalista kasvuvauhtia.

Kiinan talouskasvu on jatkunut vahvana ja saanut tukea vahvasta kulutuksesta, hallituksen talouspolitiikasta ja vahvasta viennistä, joka on mahdollisesti myös kiihtynyt tilapäisesti ennen odotettujen tuontitullien voimaantuloa. Lyhyellä aikavälillä asuntomarkkinoiden viilenemisen ja aikaisempien velkaantuneisuuden vähentämiseen tähtäävien toimenpiteiden odotetaan kuitenkin rasittavan kasvua. Yhdysvaltojen hallinnon uusien tuontitullien odotetaan myös vaikuttavan kasvuun haitallisesti. Niillä odotetaan kuitenkin olevan Kiinaan varsin rajallinen kokonaisvaikutus vastikään aloitettujen talouspolitiittisten tukitoimien ansiosta. Keskipitkällä aikavälillä rakenneuudistusten etenemisen odotetaan johtavan Kiinan talouskasvun hallittuun hidastumiseen ja jonkinasteiseen tasapainottumiseen.

Suurten raaka-aineiden viejäm maiden talouskasvun arvioidaan vahvistuvan.

Venäjän talouden elpymisen odotetaan jatkuvan aikaisemman öljyn hinnan nousun sekä kotimaisen kysynnän paranemisen tuella käytettävissä olevien tulojen ja velkarahoituksen kasvaessa. Viimeaikainen öljyn hinnan lasku aiheuttaa riskiä hitaammasta talouskasvusta. Keskipitkällä aikavälillä kasvun arvioidaan saavan tukea vastikään julkistetusta monivuotisesta julkisten menojen ohjelmasta. Brasilian talouskasvun odotetaan kiihtyvän lyhyellä aikavälillä, kun poliittinen epävarmuus ja kuorma-autonkuljettajien lakon aiheuttamat häiriöt häviävät. Jatkossa kuitenkin työmarkkinatilanteen paraneminen ja kasvua edistävä rahapolitiikka tukenevat kulutusta, kun inflaatiopaineet pysyvät maltillisina.

Turkin odotetaan sopeutuvan vaikeuksien kautta lähikuukausina. Liiran viimeaikaisesta vakaantumisesta huolimatta rahoitusolot pysyvät tiukkoina. Yhdessä nopean inflaation ja suhdannevaihteluja voimistavan finanssipolitiikan kanssa tämän arvioidaan rasittavan talouskasvua.

Maailmankaupan kasvu maltillistui vuonna 2018 edellisvuoden nopean kasvun jälkeen. Maailman tavarakaupan määrä on vaihdellut kuluvana vuonna varsin voimakkaasti. Toisella neljänneksellä pysähdyksissä ollut kauppa kasvoi kolmannella neljänneksellä 1,5 % kehittyvien markkinatalouksien tuonnin vahvistumisen ansiosta. Viimeaikaisimmat indikaattorit antavat epäyhtenäisiä signaaleja. Vaikka uusien vientitilausten ostopääällikköindeksi viittaa maailmankaupan heikkenemiseen (kuvio 2), muut indikaattorit, kuten globaali teollisuustuotanto tai Tech Pulse -indeksi, kertovat vakaasta kasvusta.

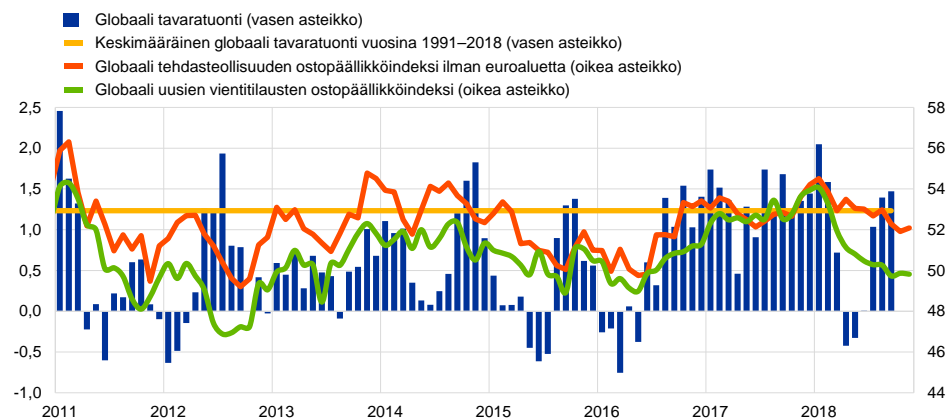
Ulkomaankaupan jännitteet Yhdysvaltojen ja Kiinan välillä ovat kiristyneet.

Yhdysvaltojen hallinto on ilmoittanut lisätulleista, jotka kohdistuvat 200 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoiseen tuontiin Kiinasta Yhdysvaltoihin, ja Kiina on asettanut niiden johdosta lisätullit 60 miljardin dollarin arvoiselle tuonnille Yhdysvalloista. Molemmat lisätullit tulivat voimaan 24.9.2018. Tätä aiemmin tulleja oli jo otettu käyttöön 50 miljardin dollarin arvoiselle tavaratuonnille näiden maiden välillä. Lisäksi Yhdysvallat oli ottanut käyttöön tuontitullin teräksen ja alumiinin tuonnille Kiinasta ja Kiina oli toteuttanut siihen liittyneitä vastatoimia. Näiden toimenpiteiden odotetaan rasittavan Yhdysvaltojen ja Kiinan talouskasvua ja ulkomaankauppaa, mutta globaalien vaikutusten odotetaan jäävän verrattain rajallisiksi.

Kuvio 2

Tavaroiden maailmankauppa ja kyselytutkimukset

(Vasen asteikko: vuotuisen prosenttimuutoksen kolmen kuukauden liukuva keskiarvo; oikea asteikko: diffuusioindeksi)



Lähteet: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot globaalista tavaratuonnista syyskuulta 2018 ja ostopääällikköindekseistä marraskuulta 2018.

Maailmankaupan odotetaan jatkuvan vaimeana. Vaikka tuontitullien vaikutus on tähän saakka ollut rajallinen, niiden odotetaan vaikuttavan Yhdysvaltojen ja Kiinan väliseen kauppaan voimakkaammin ensi vuonna. Vuosina 2020–2021 maailmankaupan odotetaan kasvavan jokseenkin maailmantalouden kasvun mukaisesti.

Maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan ensi vuonna ja kasvavan vakaasti kahtena seuraavana vuonna. EKP:n asiantuntijoiden joulukuussa 2018 laatimien arvioiden mukaan maailmantalouden BKT:n (laskettuna ilman euroaluetta) odotetaan kasvavan tänä vuonna 3,8 % ja kasvun odotetaan hidastuvan 3,5 prosenttiin vuonna 2019. Vuosina 2020–2021 kasvun ennakoidaan olevan jokseenkin vakaata. Tämä ennuste heijastaa joidenkin kehittyvien talouksien kasvun hidastumista lähitulevaisuudessa rahoitusolojen kiristymisen myötä. Jatkossa kehittyneiden talouksien kasvun odotetaan hidastuvan potentiaalista trendikasvu-uraa kohti. Kiinan kasvun puolestaan odotetaan hidastuvan asteittain. Euroalueen vientikysynnän kasvun odotetaan hidastuvan tämänvuotisesta 4,3 prosentista 3,1 prosenttiin vuonna 2019, ennen kuin se jälleen kiihtyy hieman keskipitkällä aikavälillä. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioihin verrattuna maailmantalouden kasvu vuosina 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi joidenkin kehittyvien markkinatalouksien näkymien heikkenemisen myötä. Myös arvioita euroalueen vientikysynnästä on korjattu aiempaa pienemmäksi vuosille 2019 ja 2020 korkeampien tuontitullien ja heikomman talouskasvuennusteen myötä.

Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan. Ulkomaankauppakiistojen kärjistyminen voi rasittaa merkittävästi maailmantalouden kasvua. Vaikka Yhdysvaltojen ja Kiinan kiistan väliaikainen aselepo antoi myönteisen signaalin, on edelleen varsin epävarmaa, johtavatko neuvottelut näiden maiden kauppajännitteiden merkittävään hellittämiseen. Muita kasvua hidastavia riskejä liittyy globaalien rahoitusolojen odotettua nopeampaan kiristymiseen ja sen myötä kehittyvien markkinoiden

jännitteiden laajenemiseen, Kiinan uudistusten epävarmuuteen sekä poliittisiin ja geopoliittisiin epävarmuustekijöihin, kuten Ison-Britannian eroon EU:sta.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

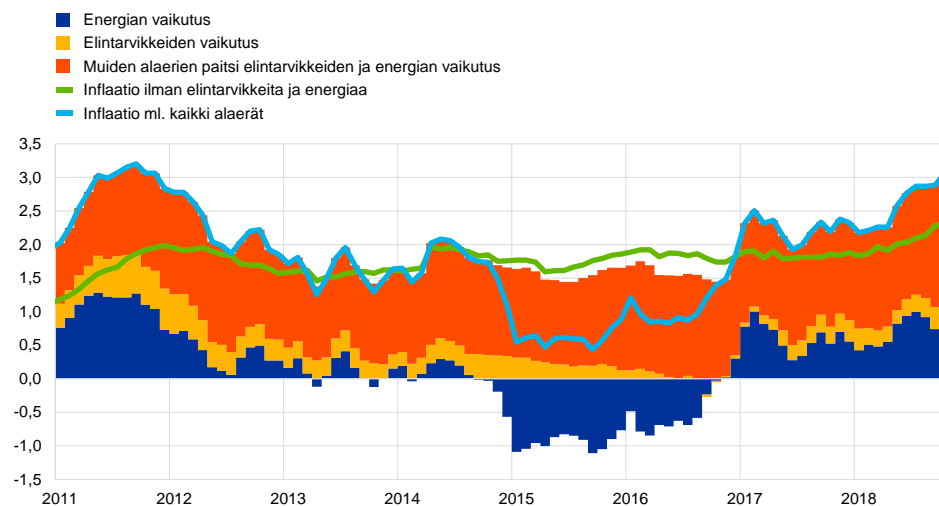
Öljyn hinta on vaihdellut voimakkaasti mutta viime aikoina laskenut merkittävästi. Öljyn hinnan volatiliiteetti on suurelta osin heijastellut uutisia tuotantotilanteesta, joskin nyttemmin odotukset globaalin kysynnän heikkenemisestä ovat painaneet öljyn hintaa. Brent-raakaöljyn hinta oli lokakuussa korkeimmillaan 86 dollaria barreilta, kun Iranin öljyviennin odotettiin vähenevän merkittävästi Yhdysvaltojen tulevien kauppapakotteiden myötä ja kun OPEC ja Venäjä sopivat tuotantomääriensä vakauttamisesta. Sen jälkeen positiiviset uutiset tuotannosta, kuten Saudi-Arabian ja Venäjän ilmoitukset riittävästä ylimääräisestä toimituskapasiteetista ja Yhdysvaltojen ilmoitus monien Iranista öljyä tuovien suurien talouksienvapauttamisesta tilapäisesti pakotteista ovat myötävaikuttaneet öljyn hinnan laskuun. Sittemmin myös odotukset öljyn globaalin kysynnän vähenemisestä ovat laskeneet öljyn hintaa. Näin ollen eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun arvioiden taustaoletus öljyn hinnasta oli noin 5,8 % alhaisempi vuodelle 2019 ja 3,2 % alhaisempi vuodelle 2020 kuin edellisessä arviossa. Arvioiden laatimisen jälkeen öljyn hinta on kuitenkin laskenut lisää, ja 12.12.2018 se oli 59 dollaria barreilta.

Viimeaikaista laskua edeltänyt öljyn hinnan nousu aiheutti globaalin kuluttajahintainflaation nousupaineita. OECD-maiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi 3,1 prosenttiin lokakuussa. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu inflaatiovauhti pysyi 2,3 prosentissa keskeyttäen kuluneen vuoden hyvin maltillisen nousutrendin (kuvio 3). Samaan aikaan kehittyneiden talouksien työmarkkinatilanteen kiristymisestä huolimatta palkkapaineet pysyivät varsin vaimeina.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuorein havainto on lokakuulta 2018.

Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä. Lyhyellä aikavälillä euroalueen kilpailijoiden vientihintojen odotetaan nousevan öljyn hinnan viimeaikaisen nousun ja monissa kehittyvissä markkinatalouksissa kesän rahoitusmarkkinamyllerryksen myötä kiihtyneen inflaation seurauksena. Jatkossa öljyn hinnan viimeaikaisen laskun ja öljyn hinnan laskuun keskipitkällä aikavälillä viittaavan futuurihintakäyrän perusteella energian hinnan inflaatiovaikutuksen odotetaan vähenevän. Toisaalta maailmanlaajuisesti taloudessa olevan käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen arvioidaan tukevan inflaation kiihtymistä jonkin verran.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Pitkät riskittömät korot ovat yleisesti laskeneet EKP:n neuvoston syyskuun 2018 rahapolitiikkakokouksesta lähtien, kun geopoliittinen epävarmuus on lisääntynyt ja makrotalouden näkymiä on pidetty heikompina. Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina. Poikkeuksena on Italia, missä tuottoerojen vaihtelu on ollut huomattavaa. Vaikka yritysten tulosodotukset ovat pysyneet vahvoina, euroalueen yritysten osakkeiden ja joukkolainojen hinnat ovat laskeneet joidenkin aiempaa heikommiksi korjattujen tulosennusteiden ja riskipreemioiden uudelleenhinnoittelun vuoksi. Kauppapainotteinen euron kurssi on pääosin heikentynyt valuuttamarkkinoilla.

Pitkät korot ovat laskeneet euroalueella ja Yhdysvalloissa.

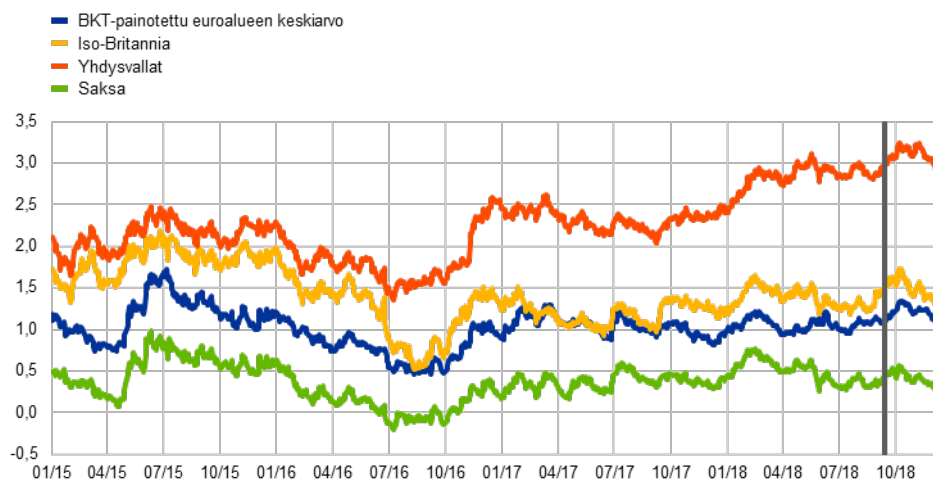
Euroalueen 10 vuoden yön yli -(overnight index swap, OIS) laski tarkastelujaksolla (13.9.–12.12.2018) noin 0,04 prosenttiyksikköä 0,72 prosenttiin. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo puolestaan pieneni noin 0,01 prosenttiyksikköä 1,09 prosenttiin. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot nousivat Yhdysvalloissa (ks. kuvio 4) 0,06 prosenttiyksikköä 2,91 prosenttiin ja laskivat Isossa-Britanniassa 0,22 prosenttiyksikköä 1,28 prosenttiin.

Tarkastelujakson aikaisiin muutoksiin ja pitkien korkojen maailmanlaajuiseen laskuun vaikuttivat entistä suurempi geopoliittinen epävarmuus ja useat odotettua heikommat makrotalousluvut.

Kuvio 4

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Päivähavaintoja. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.9.2018. Tuoreimmat tiedot 12.12.2018.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot riskittömään yön yli -indeksiswapkorkoon nähden ovat vaihdelleet jonkin verran, mutta

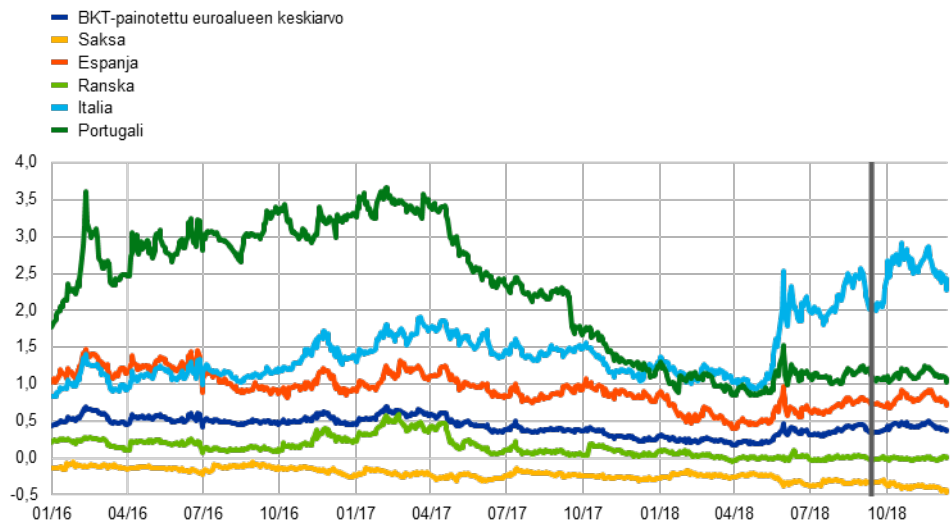
pysyneet yleisesti samalla tasolla syyskuun tuottoeroihin nähden. Valtion joukkolainamarkkinat olivat koko tarkastelujakson jokseenkin vakaat. Poikkeuksena olivat Italian markkinat, joilla poliittisen epävarmuuden jatkuessa kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoerot kasvoivat 0,26 prosenttiyksikköä ja olivat 2,28 prosenttia

(ks. kuvio 5). Muiden euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot ovat pääosin pysyneet jokseenkin muuttumattomina 13.9.2018 lähtien, joten tuottojen BKT-painotettu keskiarvo on pysynyt vakaana ja oli 0,37 prosenttiyksikköä 5.12.2018.

Kuvio 5

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(vuotuinen tuotto 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 tarkastelujaksun alun 13.9.2018. Tuoreimmat tiedot 12.12.2018.

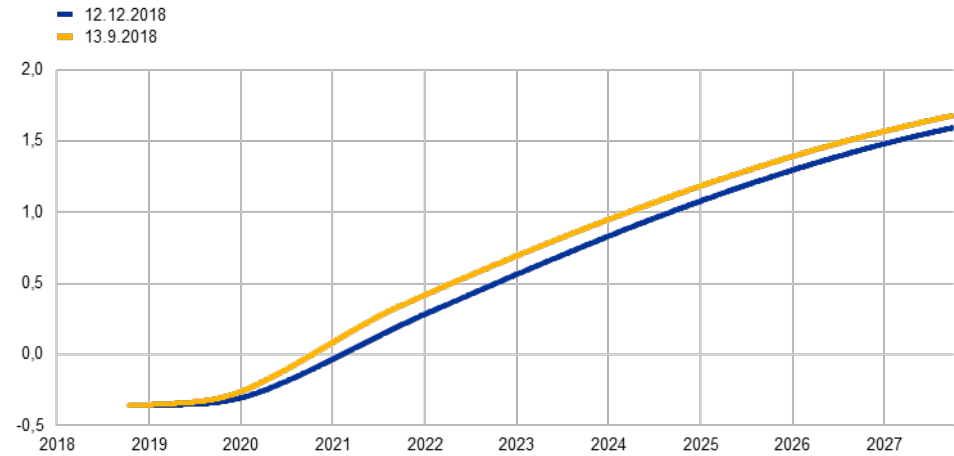
Eoniakorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,36 %. Ylimääräisen likviditeetin määrä väheni hieman suunnilleen 13 miljardilla eurolla ja oli noin 1 891 miljardia euroa. Vähennykseen vaikuttivat riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvu, kohdennettujen pitempiä aikaisten rahoitusoperaatioiden ensimmäisen sarjan erääntyminen ja toisessa sarjassa jaetun likviditeetin ennakkoiset takaisinmaksut. Ylimääräisen likviditeetin vähenemistä puolestaan tasapainotti eurojärjestelmän laajennetussa omaisuusserien osto-ohjelmassa tehtävien ostojen jatkuminen. Likviditeettitilannetta käsitellään tarkemmin kehikossa 2.

Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi tarkastelujaksolla jonkin verran alaspäin. Käyrän pysyminen nollan alapuolella vuoteen 2021 asti viittaa siihen, että markkinaosapuolet odottavat talletusmahdollisuuden koron pysyvän negatiivisena pitemmän aikaa (ks. kuvio 6).

Kuvio 6

Eonitermiinikorot

(vuotuinen korko prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen laajat osakeindeksit laskivat geopolittisen epävarmuuden lisääntymisen ja Yhdysvaltain markkinoiden heilahtelujen vaikutuksesta.

Tarkastelujaksolla euroalueen rahoituslaitosten osakehinnat laskivat noin 13 % ja muiden yritysten osakehinnat noin 9 % (ks. kuvio 7). Myös Yhdysvalloissa osakehintojen lasku oli samaa suuruusluokkaa. Euroalueella osakehintojen laskun yhtenä taustatekijänä olivat yritysten tulosennusteiden korjaaminen aiempaa heikommiksi, mikä kuvasti näkemystä makrotalouden näkymien heikkenemisestä. Euroalueen yritysten tulosodotukset ovat kuitenkin pysyneet keskimääräistä suurempina ja tukevat osakehintoja. Heilahtelu euroalueen osakemarkkinoilla lisääntyi tarkastelujakson mittaan. Taustalla olivat euroalueen valtioiden joukkolainamarkkinoiden jännitteet, geopolittinen epävarmuus ja Yhdysvaltain osakemarkkinoiden heilahtelun heijastusvaikutus.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.9.2018. Tuoreimmat tiedot 12.12.2018.

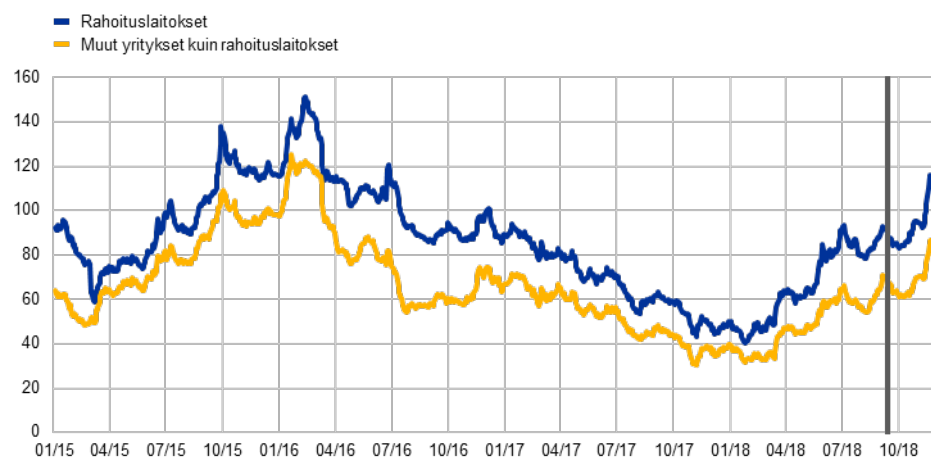
Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot kasvoivat tarkastelujaksolla.

Yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden on kasvanut syyskuusta lähtien noin 0,30 prosenttiyksikköä 0,96 prosenttiyksikköön (ks. kuvio 8). Rahoitussektorin joukkolainojen tuotot ovat myös kasvaneet, minkä seurauksena tuottoero kasvoi noin 0,35 prosenttiyksikköä. Arviointimallien perusteella tuottoerojen kasvun taustalla on todennäköisemmin riskipreemioiden uudelleenhinnoittelu kuin maksukyvyttömyysriskin kasvaminen. Yritysten joukkolainojen tuottoerot ovat edelleen pääosin pienemmät kuin maaliskuussa 2016 ennen yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman julkistamista ja toteuttamista.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

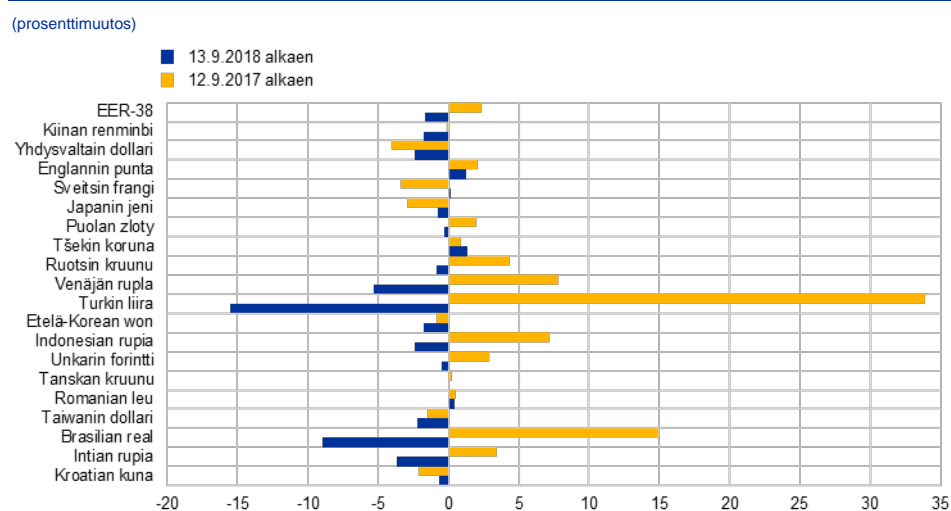
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.9.2018. Tuoreimmat tiedot 12.12.2018.

Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni yleisesti (ks. kuvio 9).

Tarkastelujaksolla euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden heikkeni 1,7 %. Euron kahdenvälinen kurssi heikkeni useimpiin valuuttoihin ja etenkin Yhdysvaltain dollariin nähden (2,4 %), mikä osittain kuvasti odotuksia Yhdysvaltain keskuspankin ja EKP:n tulevan rahapolitiikan suhteesta. Euro heikkeni myös useimpien nousevien markkinatalousmaiden kursseihin nähden, esimerkiksi Kiinan renminbiin nähden (1,7 %) ja erityisesti aiemmin heikentyneisiin Turkin liiraan (15,5 %), Brasilian realiin (9,0 %) ja Venäjän ruplaan nähden (5,3 %), joiden kurssit jatkoivat elpymistään.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Muutokset on laskettu 12.12.2018 vallinneisiin valuuttakurssihin nähden.

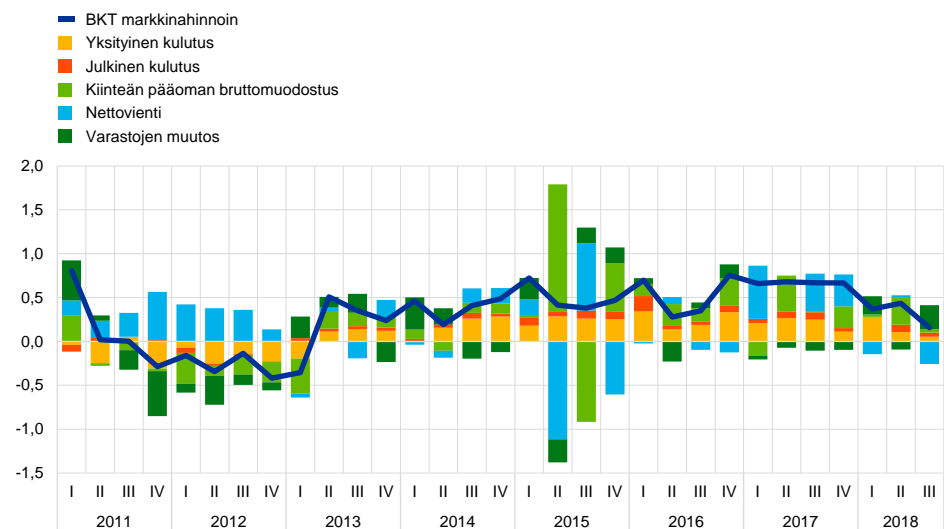
3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen BKT:n neljännesvuotuinen kasvu hidastui 0,2 prosenttiin vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä pääasiassa toimialakohtaisista syistä. Tämänhetkiset tiedot viittaavat kaiken kaikkiaan talouskasvun jatkumiseen edelleen, joskin odotettua hitaamman kasvun riskit ovat kasvaneet. Euroalueen BKT:n kasvu saa pontta pääasiassa yksityisen kulutuksen ja investointien kasvusta. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioissa euroalueen BKT:n ennakoidaan kasvavan 1,7 % vuosina 2019 ja 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021. BKT:n kasvu vuosina 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin syyskuun 2018 asiantuntija-arvioissa. Tämä johtuu pääasiassa vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä julkistetuista heikoista tiedoista ja niiden myötä pienemmästä kasvuperinnöstä vuonna 2019.

Euroalueen talouskasvu hidastui edelleen vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä pitkälti toimialakohtaisista syistä mutta pysyi kuitenkin yleisesti positiivisena, vaikka muutamien euroalueen maiden talous supistuikin. BKT kasvoi kuluvan vuoden kolmannella neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,4 % kuten sitä edeltäneelläkin neljänneksellä (ks. kuvio 10). Talouskasvun hidastuminen kolmannella neljänneksellä näyttää johtuneen pääasiassa tilapäisistä pullonkaloista autojen valmistuksessa (lähinnä Saksassa). Kasvun hidastumista vuonna 2018 tarkastellaan lähemmin kehikossa 3. Kotimaisen kysynnän kasvuvaikutus pysyi positiivisena vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä, joskin se pieneni edellisistä neljänneksistä. Myös varastojen muutokset vaikuttivat kasvuun positiivisesti, kun taas ulkomaankaupan nettovaikutus oli negatiivinen. Tuotantopuolella talouskasvu sai kolmannella neljänneksellä jälleen pontta pääasiassa palvelu- ja rakennusalan vahvasta kasvusta, kun taas teollisuuden (pl. rakentaminen) arvonlisäys supistui hieman.

Kuvio 10
Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikkönä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä.

Työllisyyden kasvu jatkui kolmannella vuosineljänneksellä, jolloin se kasvoi 0,2 % edellisestä neljänneksestä (ks. kuvio 11).

Työllisyys on nyt 2,6 % korkeampi kuin parhaimmillaan ennen kriisiä vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä.

Työllisyys kasvoi useimmissa euroalueen maissa ja kasvu oli toimialoittain laaja-alaista. Sen myötä kumulatiivinen työllisten määrän kasvu euroalueella vuoden 2013 aallonpohjan jälkeen nousi 9,6 miljoonaan. Vaikka tämä kasvu oli voimakkuudeltaan vastaavaa kuin viitenä kriisiä edeltäneenä vuonna, se oli koostumukseltaan erilaista, erityisesti ikäryhmien kasvuvaikutuksen kannalta (ks. kehikko 4). Työllisyyden kasvun samanaikainen jatkuminen BKT:n supistumisen kanssa vuonna 2018 on johtanut tuottavuuden kasvun maltillistumiseen edellisvuoden vaatimattoman pirstymisen jälkeen.

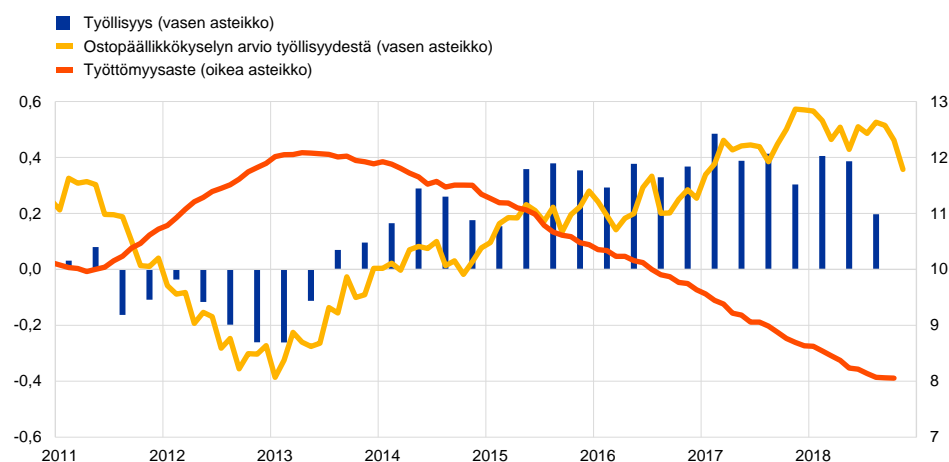
Lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit ovat viime aikoina heikentyneet, mutta ne viittaavat edelleen työllisyyden kasvun jatkumiseen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä.

Euroalueen työttömyysaste oli lokakuussa 8,1 % eli sama kuin vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä ja alimmillaan sitten marraskuun 2008. Kyselypohjaiset mittarit ovat maltillistuneet jonkin verran erittäin korkeilta tasoiltaan mutta viittaavat edelleen työllisyyden kasvun jatkumiseen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Vaikka työvoimapulasta kertovat mittarit ovat maltillistuneet joillakin toimialoilla ja joissakin maissa, ne ovat edelleen historiallisesti katsoen korkealla tasolla.

Kuvio 11

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääällikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. PMI-ostopääällikköindeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä, PMI-indeksistä marraskuulta 2018 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2018.

Pienestä lyhyen aikavälin heikkoudesta huolimatta yksityinen kulutus saa pontta työllisyyden kasvusta ja kotitalouksien rahoitusaseman vahvistumisesta.

Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä 0,1 % edellisestä neljänneksestä, jolloin kasvu oli ollut jonkin verran voimakkaampaa. Vähittäiskauppa ei kasvanut vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä. Uusien henkilöautojen rekisteröinnit jäivät lokakuussa yli 16 % kolmannen neljänneksen tasosta. Tilastojen tulkinta on kuitenkin vaikeaa autojen

tuotannossa ja myynnissä esiintyneiden tilapäisten pullonkaulojen vuoksi. Vaikka raakaöljyn hinta on vielä reilusti vuoden 2012 huippunsa alapuolella, se on viime aikoina heilahdellut voimakkaasti, mikä on herättänyt tavallista suurempaa epävarmuutta kotitalouksien ostovoiman suhteen. Pidemmällä aikavälillä työtulojen kasvu tukee yksityisen kulutuksen vankkaa kasvua. Lisäksi kotitalouksien rahoitusaseman vahvistuminen on keskeinen kulutuksen vakaan kasvun taustatekijä erityisesti siksi, että kotitalouksien luottokelpoisuus määrittää olennaisesti, miten luottoa on niiden saatavilla.

Meneillään olevan asuntomarkkinoiden elpymisen odotetaan tukevan talouskasvua jatkossakin, joskin hitaammin.

Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat 0,6 % vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä, kun elpyminen jatkui monissa euroalueen maissa ja euroalueella kokonaisuutena. Viimeaikaiset lyhyen aikavälin indikaattorit ja kyselyjen tulokset kertovat positiivisesta mutta hidastuvasta kasvusta. Vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä rakennustuotanto kasvoi 0,8 % eli kasvu hidastui toisen neljänneksen 0,9 prosentista. Euroopan komission rakennusalan luottamusindikaattorit ovat viime kuukausina viitanneet positiiviseen, joskin vaimenevaan kasvuun vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Asuntorakentamista koskeva ostopääällikköindeksi oli keskimäärin 50,1 syyskuun ja marraskuun välisenä aikana. Myös Euroopan komission kyselypohjaiset luottamusindikaattorit heikkenivät marraskuussa jonkin verran. Sekä ostopääällikköindeksi että luottamusindikaattori ovat kuitenkin selvästi pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella.

Yritysten investoinnit (muiden kuin rakennusinvestointien perusteella)

kasvoivat 0,4 % kolmannella vuosineljänneksellä edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat kasvaneet peräti 1,7 %. Investointien hiipuminen johtui kokonaan koneiden ja kaluston aluerän neljännesvuotuisen kasvun tyrehtymisestä edellisneljänneksen 2,5 prosentista 0,5 prosenttiin kolmannella neljänneksellä. Tämä johtui osittain viennin heikkoudesta, koska aluerä on hyvin vientivetoinen. Myös maittaisessa kehityksessä oli eroja. Siinä missä muut kuin rakennusinvestoinnit kasvoivat vahvasti Ranskassa (1,9 %) ja Espanjassa (1,5 %) edellisestä neljänneksestä, kasvu oli vaimeampaa Saksassa (0,6 %) ja Alankomaissa sekä voimakkaan negatiivista Italiassa (-2,3 %). Tästä huolimatta yritysten investointien odotetaan saavan jatkossa tukea kestävästä kotimaisesta kysynnästä, kannattavuudesta ja suotuisista rahoitusoloista. Kauppapoliittinen epävarmuus ja maailmankaupan heikkeneminen aiheuttavat kuitenkin riskiä odotettua heikommosta kehityksestä.

Elvyttyään toisella neljänneksellä euroalueen neljännesvuotuinen kokonaisvienti supistui hieman vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä.

Viennin supistuminen johtui tavaroiden viennistä (-0,2 %), kun taas palvelujen vienti kasvoi hieman (0,2 %). Tavaroiden ulkomaankauppaa koskevien tietojen mukaan viennin heikkous liittyi pääasiassa euroalueen sisäiseen vientiin. Vienti euroalueen ulkopuolelle, erityisesti Isoon-Britanniaan, Kiinaan ja Turkkiin, kasvoi mutta pysyi vaimeana. Tuonnin määrä euroalueelle kasvoi vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä edellisestä neljänneksestä 0,6 %. Siten ulkomaankaupalla oli nettomääräisesti 0,3 prosenttiyksikön negatiivinen kasvuvaikutus. Ennakoivat

indikaattorit vahvistavat käsitystä viennin heikkoudesta, sillä kyselytutkimukset viittaavat viennin pieneen supistumiseen ja euroalueen ulkopuolisia teollisuuden tilauksia koskevat tilastotiedot kertovat lievemmästä heikkenemisestä.

Tuoreimmat talousindikaattorit ja kyselytulokset ovat olleet hieman odotettua heikompia mutta vahvistavat kuitenkin yleisesti ottaen käsitystä euroalueen talouden laaja-alaisesta kasvusta. Ilman rakentamista laskettu teollisuustuotanto kasvoi hieman lokakuussa, joskin eri toimialoilta ja suurimmista euroalueen maista saatiin epäyhtenäisiä merkkejä. Talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission ESI-indikaattori heikkeni lokakuussa ja pysyi marraskuussa jokseenkin vakaana selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan korkeammalla. Kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi laski loka- ja marraskuussa mutta on edelleen positiivista kasvua kuvaavalla tasolla.

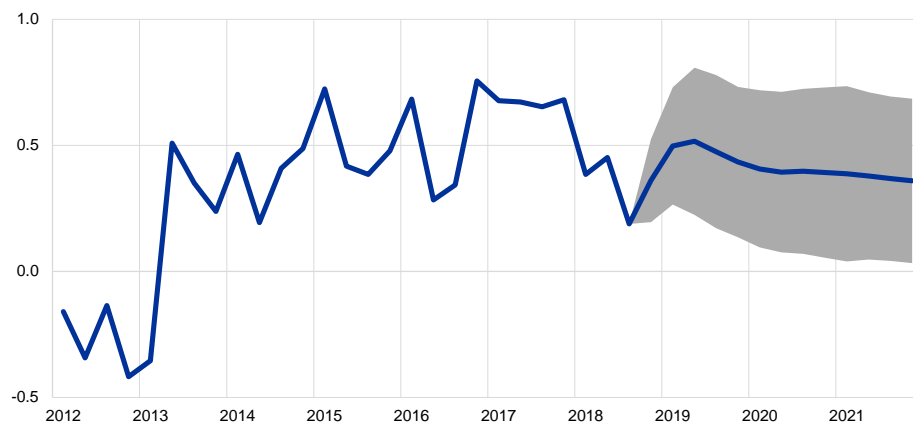
Meneillään olevan laaja-alaisen talouskasvun ennakoitaan jatkuvan. EKP:n kasvua tukeva rahapolitiikka tukee edelleen kotimaista kysyntää. Työllisyyden kasvun ja palkkojen nousun voi odottaa tukevan yksityistä kulutusta. Samaan aikaan yritysten investoinnit saavat tukea vahvasta kotimaisesta kulutuksesta, suotuisista rahoitusoloista ja taseiden vahvistumisesta. Asuinrakennusinvestoinnit jatkuvat vilkkaina.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 1,7 % vuosina 2019 ja 2020 sekä 1,5% vuonna 2021 (ks. kuvio 12). BKT:n kasvu vuosina 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin syyskuun 2018 asiantuntija-arvioissa. Tämä johtuu vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä julkistetuista heikoista tiedoista ja niiden myötä pienemmästä kasvuperinnöstä vuonna 2019. Samaan aikaan hieman korkeammat pitkät antolainauskorot, laskeneet osakkeiden hinnat ja pienempi ulkomainen kysyntä heikentävät kasvua vuosina 2019 ja 2020, mutta niiden vaikutusta tasoittavat öljyn hinnan laskun positiivinen vaikutus, heikentynyt euron efektiivinen valuuttakurssi sekä jonkin verran löyhempi finanssipolitiikka. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvien riskien voidaan edelleen katsoa olevan jokseenkin tasapainossa. Riskit kuitenkin painottuvat yhä enemmän odotettua heikomman kasvun suuntaan, mikä johtuu geopoliittisten tekijöiden aiheuttamasta epävarmuudesta, protektionismin uhkasta, kehittyvien markkinoiden haavoittuvuuksista sekä rahoitusmarkkinoiden heilahtelusta.

Kuvio 12

Euroalueen BKT:n määrä

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 13.12.2018 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2018)".

Huom. Arvion vaihteluväli perustuu toteutuneiden arvojen ja useiden aiempien arvioiden välisiin eroihin. Vaihteluvälin leveys on kaksi kertaa näiden erojen keskimääräinen absoluuttinen arvo. 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, joulukuu 2009).

Hinnat ja kustannukset

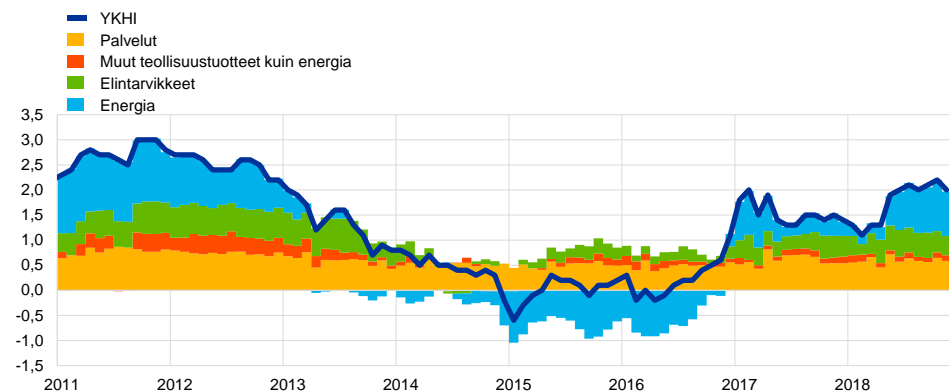
Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui marraskuussa 1,2 prosenttiin, kun se oli lokakuussa ollut 2,2 %. Vaikka pohjainflaatioindikaattorit pysyttelivät entisellä tasolla, kotimaiset kustannuspaineet vahvistuivat ja laajenivat edelleen, kun kapasiteetin käyttöaste oli korkea ja työmarkkinatilanne kiristyi. Pohjainflaation odotetaan kiihtyvän asteittain keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella. Samankaltainen kuva välittyi euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,6 % vuonna 2019, 1,7 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021 – eli hieman hitaampi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,4 % vuonna 2019, 1,6 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021.

Kokonaisinflaatio hidastui marraskuussa. Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui 2,0 prosenttiin marraskuussa 2018, kun se oli lokakuussa ollut 2,2 % (ks. kuvio 13). Inflaation hidastuminen liittyi kaikkiin tärkeimpiin alaeriin: energiaan, YKHlin ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ja elintarvikkeisiin kokonaisuutena. Jatkossa energian hinnan inflaatiota kiihdyttävä vaikutus todennäköisesti heikkenee merkittävästi sitä mukaa, kun aiemmin korkean öljyn hinnan vaikutus häviää.

Kuvio 13

Euroalueen YKHI-inflaatio alarittain

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2018 (alustavat arviot).

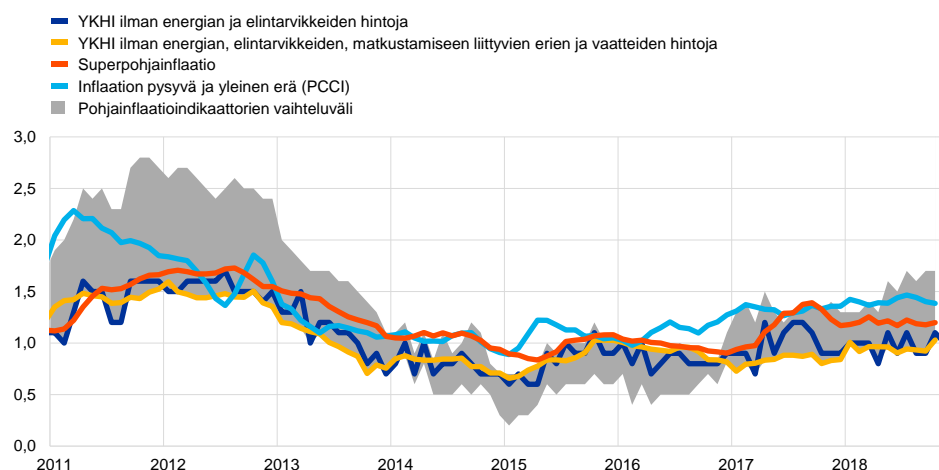
Pohjainflaatioindikaattorit pysyvät samalla tasolla noustuaan taannoisista pohjalukemistaan. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatiovauhti oli marraskuussa 1,0 %, kun se oli ollut lokakuussa 1,1 %. Siten se pysytteli edelleen samalla noin yhden prosentin tasolla, jolle se kiihtyi vuoden 2016 puolivälin aallonpohjansa jälkeen. Inflaation hidastuminen marraskuussa johtui palvelujen hintojen nousun hidastumisesta 1,3 prosentista 1,3 prosenttiin, kun taas muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatiovauhti pysyi ennallaan

0,4 prosentissa. Muutkin pohjainflaatioindikaattorit, kuten inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ja superpohjainflaatio,¹ jotka ovat saatavilla vain lokakuuhun saakka, viittaavat nekin yleisesti siihen, että inflaatiokehitys on viime kuukausina pysynyt entisellään (kuvio 14). Jatkossa pohjainflaation odotetaan kiihtyvän asteittain, kun se heijastaa työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten ja tuotosten hintojen vahvistumista ja öljyn hinnan taannoisen nousun välillisiä ja viipeellisiä vaikutuksia.

Kuvio 14

Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHIstä ovat marraskuulta 2018 (pika-arvio) ja muiden mittarien osalta lokakuulta 2018. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja; keskitetty keskiarvo (10 %); keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani.

Muista teollisuustuotteista kuin energiasta johtuvat hintapaineet YKHI-inflaatiossa olivat jokseenkin ennallaan tarjontaketjun jälkimmäisissä vaiheissa.

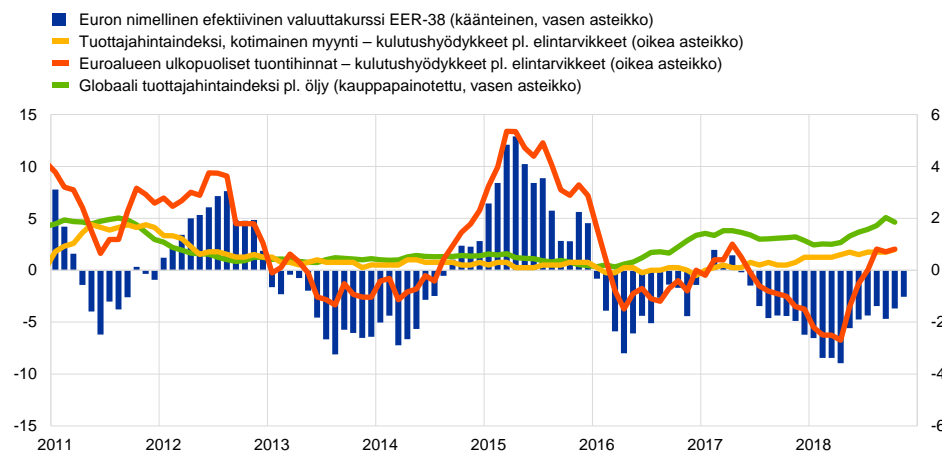
Viime aikoina on julkistettu epäyhtenäisiä tietoja hinnoitteluketjun alkupäästä: öljyn hinnan vuosimuutos euroina laski ensin lokakuussa lievästi ja sitten marraskuussa voimakkaasti. Sitä vastoin maailmanlaajuinen muiden kuin energiatuotteiden tuottajahintainflaatiovauhti oli lokakuussa 4,6 % eli selvästi noin 2,5 prosentin historiallista keskiarvoaan ja alkuvuoden vauhtiaan nopeampi. Vaikka muiden kuin elintarvikkeiden ja välituotteiden tuontihintainflaatio vakiintui viime kuukausina noin 0,8 prosenttiin, se oli tuntuvasti alkuvuoden pohjalukemiaan korkeampi (ks. kuvio 15). Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden kotimainen tuottajahintainflaatio kiihtyi lokakuussa hieman eli 0,8 prosenttiin kolmen edellisen kuukauden 0,7 prosentista. Siten se oli pitkän aikavälin keskiarvoa eli 0,6:ta prosenttia nopeampi. Kaiken kaikkiaan hintapaineet tarjontaketjun myöhäisemmissä vaiheissa pysyivät jokseenkin muuttumattomina.

¹ Ks. Lisätietoja näistä pohjainflaatioindikaattoreista EKP:n talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" kehikoista 2 ja 3.

Kuvio 15

Tuottaja- ja tuontihinnat

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot euron efektiivisestä valuuttakurssista (EER-38) marraskuulta 2018 ja muista eristä lokakuulta 2018. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Tuottajahintaindeksi (PPI) kuvaa tehtaanhintojen kuukausittaista kehitystä.

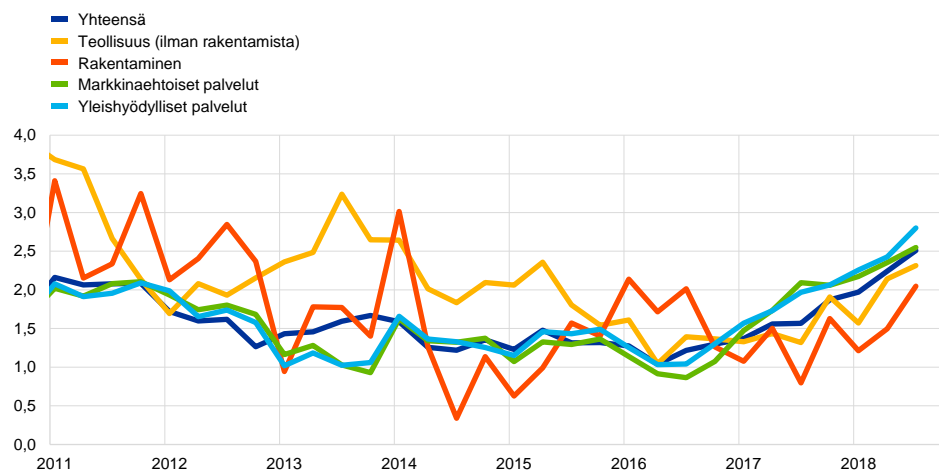
Tuoreet palkkakehitystä koskevat tiedot viittaavat kasvun jatkumiseen ja tukevat käsitystä kotimaisten kustannuspaineiden asteittaisesta lisääntymisestä.

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti nopeutui 2,5 prosenttiin vuoden kolmannella neljänneksellä oltuaan toisella vuosineljänneksellä 2,2 %. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu on nyt huomattavasti voimakkaampaa kuin vuoden 2016 alkupuoliskolla. Tämä kehitys on sopusoinnussa työmarkkinatilanteen kiristymisen kanssa. Muutkin palkkojen kasvua aiemmin hillinneet tekijät, kuten hidas inflaatio sekä joissakin maissa kriisin aikana toteutettujen työmarkkinaudistusten vaikutus, ovat häviämässä. Vaikka työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu johtui alkuvaiheessa pääasiassa palkkaliukumasta, suurin osa viime vuosineljänneksen kasvusta johtui sopimuspalkkojen vuotuisesta noususta (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko ”Palkkaliukuman viimeaikainen kehitys euroalueella”). Yhdessä palkkojen toimialoittain laaja-alaisen nousun kanssa (ks. kuvio 16) tämä on lisännyt luottamusta palkkojen kasvunäkymiä kohtaan.

Kuvio 16

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu päätoimialoittain

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä. Ei-markkinaehtoiset palvelut käsittävät valtion ja yksityisten voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen toiminnan, kuten esimerkiksi julkishallinnon, koulutuksen ja terveydenhuollon (NACE Revision 2 -toimialaerittelyn sektorit O–Q). Markkinaehtoiset palvelut on määritely jäljelle jääväksi eroksi suhteessa kaikkiin palveluihin (NACE Revision 2 -toimialaerittelyn sektorit G–N ja R–U).

Pitkän aikavälin inflaatio-odotusten markkinapohjaiset mittarit ovat maltillistuneet hieman, mutta kyselytutkimuksiin perustuvat mittarit ovat pysyneet jokseenkin vakaina.

Johdannaissopimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua oli 1,62 prosenttia 6. joulukuuta 2018 eli noin 7 peruspistettä vähemmän kuin syyskuun puolivälissä (ks. kuvio 17).

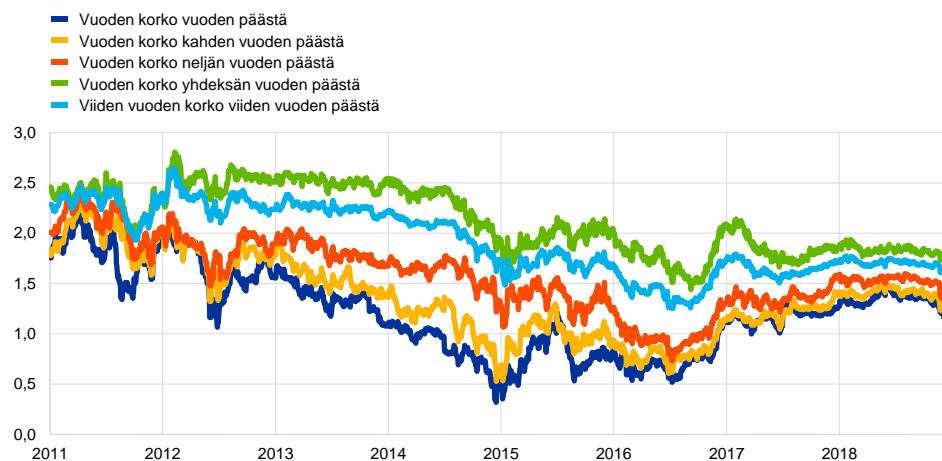
Markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa ja palaa vasta hyvin asteittain lähelle 2 prosentin tasoa mutta sen alle.

Negatiivisen keskimääräisen inflaation riskineutraali todennäköisyys viiden seuraavan vuoden ajan inflaatio-optioiden markkinahinnoista johdettuna on mitättömän pieni, minkä perusteella deflaation riskiä näytetään markkinoilla pidettävän tällä hetkellä hyvin vähäisenä. Vuoden 2018 viimeisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli pysynyt ennallaan 1,9 prosentissa.

Kuvio 17

Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 12. joulukuuta 2018.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioissa inflaation odotetaan kiihtyvän asteittain ennustejakson kuluessa.

Marraskuun puolivälissä käytettävissä olevien tietojen perusteella YKHI-kokonaisinflaation arvioidaan olevan 1,6 % vuonna 2019, 1,7 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021 eli 0,1 prosenttiyksikköä hitaampi vuonna 2019 kuin EKP:n asiantuntijat arvioivat syyskuussa 2018 (ks. kuvio 18). Tämä heijastelee energian hintaa kuvaavan YKHI-inflaation äkillistä hidastumista korkealta nykytasoltaan vuonna 2019, kun öljyn hinnan taannoisen voimakkaan nousun vaikutus häviää. Samalla ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan kiihtyvän sopusoinnussa tuotantokuilun odotetun levenemisen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen kanssa. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nopeutuvan 1,4 prosentista vuonna 2019 ja olevan 1,6 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021.

Kuvio 18 Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2018)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 13.12.2018.

Huom. Tuorein havainto vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Arvion vaihteluväli perustuu toteutuneiden arvojen ja useiden aiempien arvioiden väliin 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, joulukuu 2009).

5 Rahan määrä ja luotonanto

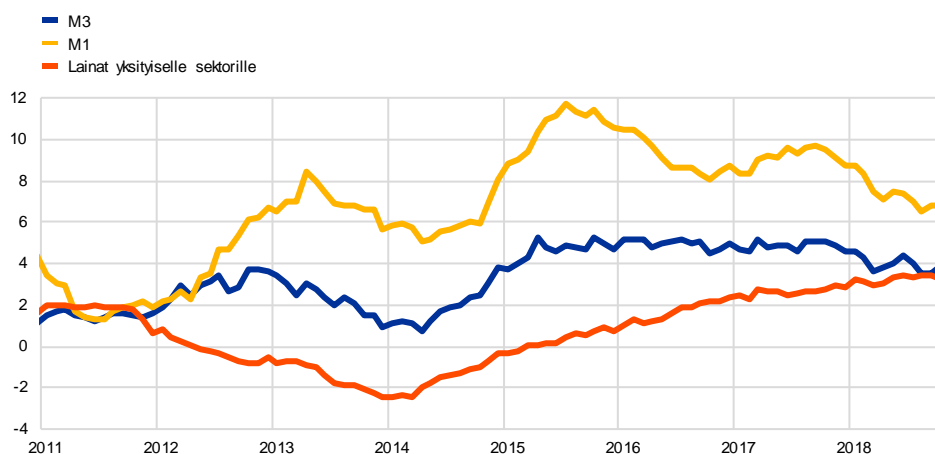
Lavean rahan kasvu nopeutui lokakuussa 2018 samalla, kun omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien kuukausittaisten ostojen pienentämisen myötä siirryttiin kohti enemmän omalla painollaan toimivia rahan luomisen lähteitä. Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille kasvoi edelleen ja pysyi suurimpana lavean rahan kasvua vauhdittavana tekijänä, joskin sen kasvun hidastumisesta oli merkkejä etenkin yrityksille myönnettyjen lainojen osalta. Samaan aikaan pankkien rahoitus- ja luotonantotilanne pysyi erittäin suotuisana. Lisäksi yritysten velkapaperien nettoemissiot vahvistuivat vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä tuntuvasti, kun tilanne joukkolainamarkkinoilla jatkui suhteellisen suotuisana.

Lavean rahan kasvu nopeutui lokakuussa, mutta jäi alle tason, jolla se oli vuoden 2017 loppuun asti pysytellyt. M3:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi

3,9 prosenttiin lokakuussa 2018. Syyskuussa se oli ollut 3,5 % (ks. kuvio 19). Tämä kehitys heijasti osittain huomattavaa kuukausitason kasvua ja vertailuajankohdan vaikutusta. M3:n kasvu on vuoden 2017 lopulta alkaen hidastunut, kun omaisuuserien netto-ostojen supistuminen (80 miljardista eurosta 60 miljardiin euroon huhtikuussa 2017, 30 miljardiin euroon tammikuussa 2018 ja edelleen 15 miljardiin euroon lokakuussa 2018) on merkinnyt, että omaisuuserien osto-ohjelman positiivinen vaikutus M3:n kasvuun on pienentynyt.² M3:n likvideimpien erien eli suppean raha-aggregaatin M1:n kasvu vaikutti edelleen merkittävästi lavean rahan kasvuun pysytellen vakaana 6,8 prosentissa lokakuussa. Rahan määrän kasvu sai edelleen tukea talouskasvun jatkumisesta ja likvideimpien instrumenttien hallussapidon alhaisesta vaihtoehtoiskustannuksesta korkotason ollessa hyvin matala.

Kuvio 19
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 2018.

² Ks. esimerkiksi EKP:n Talouskatsauksen 7/2015 artikkeli "[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)".

Tärkeimpänä M3:n kasvuun vaikuttavana tekijänä olivat edelleen yön

yli -talletukset. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti pysyi lokakuussa 7,3 prosentissa, mikä johtui kotitalouksien hallussaan pitämien yön yli -talletusten tasaisesta kasvusta, kun taas yritysten yön yli -talletusten vuosikasvu hidastui. Liikkeessä olevan rahan määrä kasvoi tasaisesti. Ei toisin sanoen ole merkkejä siitä, että talletuksia korvattaisiin laajasti käteisellä hyvin alhaisten tai negatiivisten korkojen vuoksi. Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 - M1) hidastivat edelleen M3:n kasvua, vaikka lyhytaikaisten talletusten ja yön yli -talletusten välinen korkoero onkin vuoden 2017 lopun jälkeen vakautunut. M3:een pienenä eränä kuuluvat jälkimarkkinakelpoiset instrumentit (M3 - M2) hidastivat niin ikään M3:n kasvua näille instrumenteille maksettavan tuoton pysytellessä alhaisella tasolla.

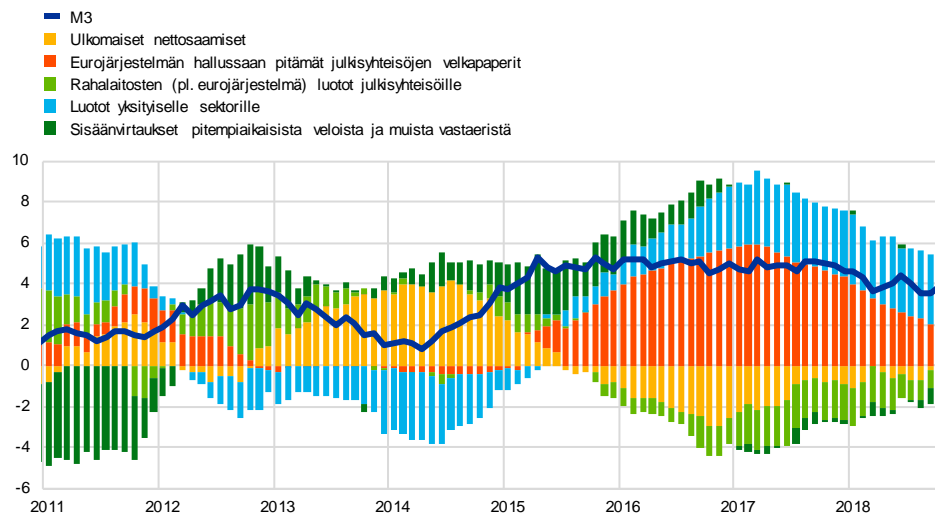
Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot ovat suurin lavean rahan kasvua

vauhdittava tekijä (ks. kuvio 20). Vastuerien kannalta katsottuna eurojärjestelmän hallussaan pitämien julkisyhteisöjen velkapaperien positiivinen vaikutus M3:n kasvuun supistui edelleen (ks. kuvion 20 palkkien punaiset osat) omaisuuserien osto-ohjelman kuukausittaisten netto-ostojen edellä mainitun supistumisen myötä. Tätä on pitkälti tasoittanut yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen vaikutuksen maltillinen kasvu vuoden 2017 lopulta alkaen (ks. kuvion 20 palkkien siniset osat). Tämä kertoo meneillään olevasta siirtymisestä kohti enemmän omalla painollaan toimivia rahan luomisen lähteitä. Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot ohittivatkin lokakuussa eurojärjestelmän toteuttamat julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapaperien hankinnat suurimpana M3:n kasvuun vaikuttavana tekijänä. Euroalueen rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) toteuttamat valtioiden joukkolainojen myynnit sitä vastoin jarruttivat M3:n kasvua (ks. kuvion 20 palkkien vaaleanvihreät osat). Ulkomaisten nettosaamisten vaikutus (ks. kuvion 20 palkkien keltaiset osat), jossa ilmenee muun muassa euroalueen omaisuuserien suosio sijoituskohteena, kääntyi puolestaan lokakuussa positiiviseksi ensimmäistä kertaa kesäkuun 2015 jälkeen.

Kuvio 20

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Tuorein havainto on lokakuulta 2018.

Yksityisen sektorin lainakannan kasvun vuoden 2014 alussa alkanut

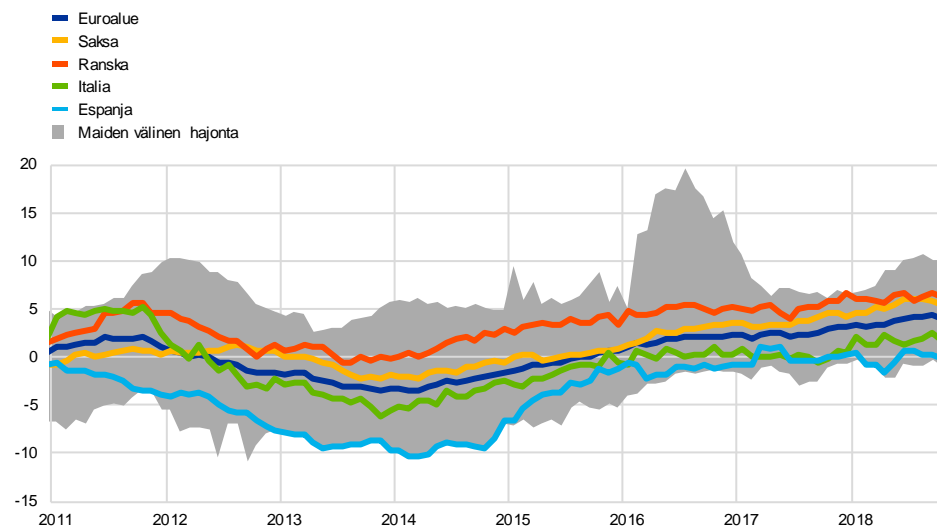
elpyminen taukosi lokakuussa.

Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) hidastui lokakuussa hieman 3,3 prosenttiin oltuaan syyskuussa 3,4 % (ks. kuvio 19). Eri toimialojen yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti maltillistui lokakuussa 3,9 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 4,3 %. Tämä kehitys noudatti pitkän aikavälin säännönmukaisuuksia, joissa kasvu on seurannut viipeellä talouskehitystä, ja siinä oli edelleen maakohtaista vaihtelua (ks. kuvio 21). Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi muuttumattomana ja oli lokakuussa 3,2 %. Siinä oli huomattavaa vaihtelua maiden välillä (ks. kuvio 22). Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kehitystä tukevat erittäin suotuisat rahoitusolot, yritysten investointien vahva kasvu, työmarkkinatilanteen paraneminen, kypsät asuntomarkkinat ja sekä asuinrakentamisen että yksityisen kulutuksen kasvu. Lisäksi pankit ovat edistyneet taseidensa vakauttamisessa, kannattavuuden parantamisessa ja järjestämättömien saamisten vähentämisessä, joskin näiden saamisten osuus on joissakin maissa pysynyt edelleen korkeana.

Kuvio 21

Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



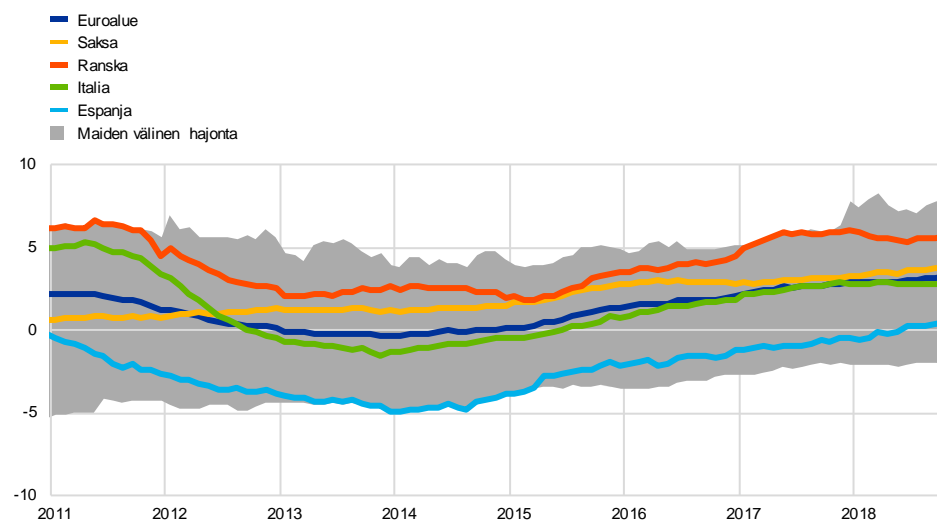
Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on lokakuulta 2018.

Kuvio 22

Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on lokakuulta 2018.

Pankkien rahoitusolot kiristyivät jonkin verran, mutta pysyivät edelleen suotuisina.

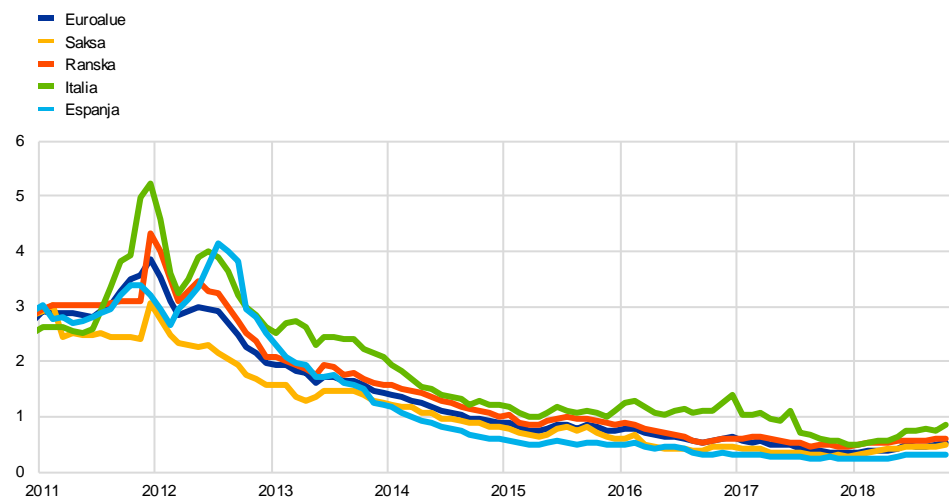
Lokakuussa euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus kasvoi hieman jatkaen vuoden 2018 alussa alkanutta suuntausta (ks. kuvio 23). Tässä kehityksessä kuvastuu lisääntyneeseen poliittiseen epävarmuuteen liittyvä pankkien joukkolainojen tuottojen kasvu. Myös tuottojen maakohtainen vaihtelu on entistä suurempaa. Samaan aikaan talletusrahoituksen

kustannukset ovat pysyneet pitkälti muuttumattomina. Velkapaperien liikkeeseenlaskuun perustuvan rahoituksen kustannusten kasvun vaikutus pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannukseen kokonaisuudessaan on pysynyt varsin rajallisena, koska tämäntyyppisen rahoituksen osuus pankkien rahoitusrakenteissa on pieni. Pankkien rahoitusolot ovatkin kaiken kaikkiaan pysyneet suotuisina, mikä johtuu kasvua tukevasta EKP:n rahapolitiikan mitoituksesta ja pankkitaseiden vahvistumisesta.

Kuvio 23

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus vuotuisina prosentteina)



Lähteet: 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 2018.

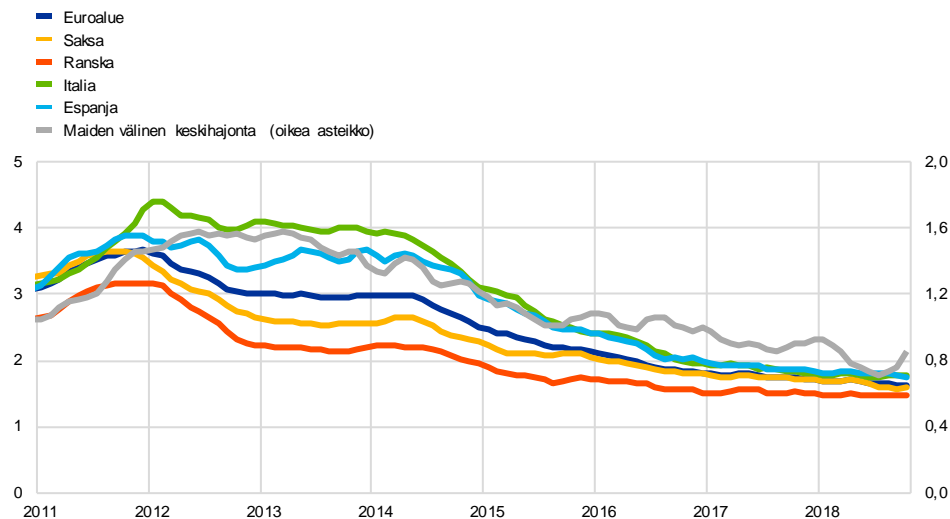
Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen korot pysyttelivät lähellä pitkän aikavälin alhaisinta tasoa.

Pankkien myöntämien yritysainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 24) laskivat lokakuussa 1,64 prosenttiin, lähelle toukokuun 2018 ennätysmäisen alhaista 1,62 prosentin tasoa. Pankkien kotitalouksille myöntämien asuntolainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 25) pysyivät jokseenkin muuttumattomina 1,80 prosentissa, vain hieman joulukuun 2016 ennätysmäisen alhaisen 1,78 prosentin tason yläpuolella. Lokakuussa 2018 hyvin pienten lainojen (enintään 0,25 miljoonan euron lainat, jotka edustavat pienyrityksille myönnettyjä lainoja) korkojen ero suurten lainojen (yli 1 miljoonan euron lainat, jotka edustavat suuryrityksille myönnettyjä lainoja) korkoihin nähden supistui edelleen. Lisäksi toukokuusta 2014 lokakuuhun 2018 yritysainojen yhdistelmäkoro laskivat noin 1,30 prosenttiyksikköä ja kotitalousainojen yhdistelmäkoro 1,10 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yritysainojen korot laskivat erityisen voimakkaasti finanssikriisistä eniten kärsineissä euroalueen maissa. Sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä, rahapolitiikan välittymismekanismi toiminta on siis yleisesti ottaen palautunut normaaliksi ja muuttunut yhtenäisemmäksi eri maissa ja erikokoisten yritysten kohdalla.

Kuvio 24

Yrityslainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



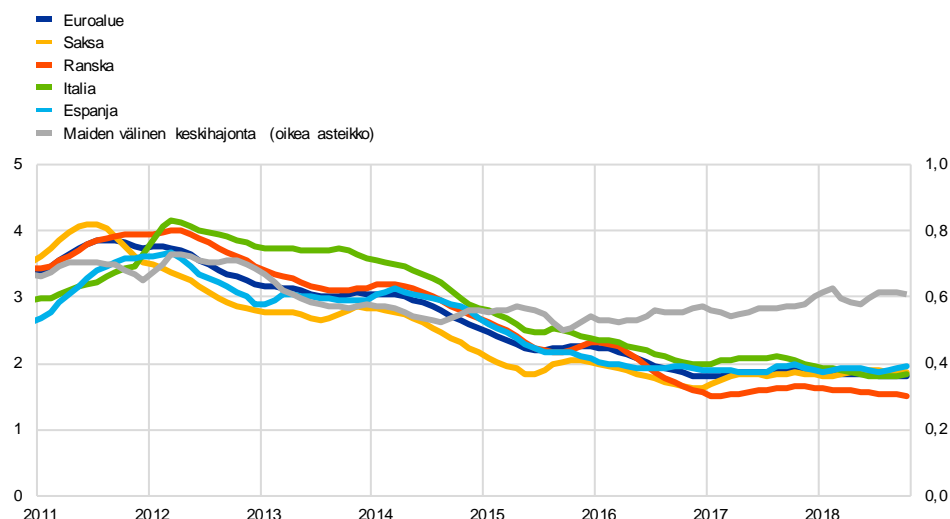
Lähde: EKP.

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 2018.

Kuvio 25

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 2018.

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan kasvanut edelleen vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä.

Tämä kehitys, joka koski laaja-alaisesti eri rahoitusinstrumentteja, kertoo siitä, että pankkien antolainausdynamiikka on vahvistunut entisestään, mitä ovat tukeneet muun muassa luotonantokriteerien lieventäminen edelleen ja pankkilainojen suhteellisten kustannusten aleneminen. Kaiken kaikkiaan vuoden 2014 alun jälkeen

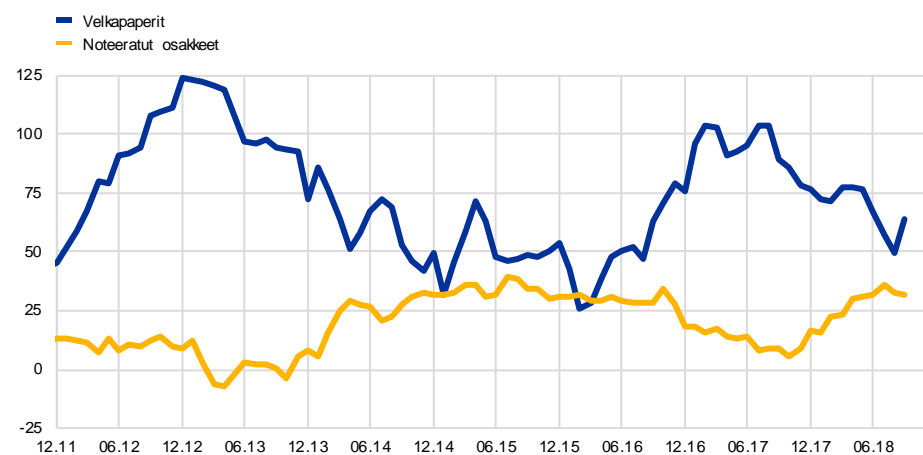
havaittua yritysten ulkoisen rahoituksen elpymistä ovat vahvistaneet käyttöön otettujen rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutuksen välittyminen, lainansaannin helpottuminen sekä fuusioiden ja yritysostojen määrän kasvuun liittyvät rahoitustarpeet. Myös yritysten suuret jakamattomat voittovarot ovat vähentäneet ulkoisen rahoituksen tarvetta.

Vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä yritysten velkapaperien nettoemissiot vahvistuivat tuntuvasti, kun olot joukkolainamarkkinoilla jatkuivat suhteellisen suotuisina. Liikkeeseenlaskut vilkastuivat syyskuussa pysyteltään vuosineljänneksen kaksi ensimmäistä kuukautta lähes muuttumattomina. Vuositasolla (ks. kuvio 26) velkapaperien nettoemissiot kääntyivät syyskuussa nousuun elokuisesta kahden vuoden pohjalukemasta, kun taas noteerattujen osakkeiden nettoemissiot vakautuivat vuosien 2015–2016 korkeille tasoille. Markkinatiedot viittaavat siihen, että velkapaperien nettoemissiot hidastuivat loka–marraskuussa 2018. Yritysten osakkeiden nettoemissiot olivat vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä hieman negatiivisia, mikä saattoi johtua osakerahoituksen kustannusten kasvusta.

Kuvio 26

Euroalueen yritysten velkapaperien ja noteerattujen osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku

(vuositasolla, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Kuukausittaiset luvut perustuvat 12 kuukauden liukuvaan jaksoon. Tuorein havainto on syyskuulta 2018.

Yritysten rahoituskustannukset ovat hivenen kasvaneet ja vakautuneet lähelle vuoden alun tasoja. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu

nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli lokakuussa 4,7 % eli vain hieman enemmän kuin syyskuussa. Marraskuussa rahoituskustannusten arvioidaan pysyneen kutakuinkin vakaina. Ulkoisen rahoituksen nykyiset kustannukset ovat noin 0,48 prosenttiyksikköä elokuun 2016 pitkän aikavälin alhaisimman tason yläpuolella ja siis merkittävästi alempana kuin vuoden 2014 puolessavälissä, jolloin markkinoiden odotukset julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käyttöönotosta alkoivat näkyä.

6 Julkisen talouden kehitys

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan supistuneen merkittävästi vuonna 2018 mutta kasvavan hieman ensi vuonna. Vuoden 2018 supistuminen johtui pääosin suotuisista suhdanteista ja korkomaksujen vähenemisestä. Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kokonaisuutena jokseenkin neutraalia vuonna 2018, kevenevän vuosina 2019 ja 2020 ja palaavan jokseenkin neutraaliksi vuonna 2021. Näiden koko euroalueen finanssipolitiikan vaihtelujen takana piilee kuitenkin merkittäviä maiden välisiä eroja. Esimerkiksi vuonna 2018 joidenkin maiden suuret odottamattomat tulot ovat kokonaistasolla korvanneet sen, että kriisistä kärsineiden maiden finanssipolitiikka on suhdannekehityksen myötä keventynyt. Kuitenkin juuri vakauttamistoimien lisääminen olisi hyödyksi varsinkin suuresti velkaantuneille maille, jotta niiden julkisen talouden velkasuhteet saadaan vakaasti pienemään.

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan supistuneen merkittävästi vuonna 2018 mutta kasvavan hieman ensi vuonna. Talousnäkyviä koskevien eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioiden³ mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen supistunee 0,6 prosenttiin vuoden 2021 loppuun mennessä, mutta kasvaa väliaikaisesti vuonna 2019. Vuonna 2017 alijäämäsuhte oli 1,0 %⁴. Julkisen talouden näkymien yleinen koheneminen johtuu lähinnä alhaisemmista korkomenoista ja suotuisasta suhdannekehityksestä. Tätä suotuisaa kehitystä tasoittaa jonkin verran suhdannekorjatun perusjäämän supistuminen vuodesta 2019 eteenpäin (ks. kuvio 27).

Euroalueen julkisen talouden alijäämän näkymät kahdelle seuraavalle vuodelle ovat EKP:n kesäkuun 2018 arvioihin verrattuna heikentyneet. Alijäämän kasvu on osittain tulosta Italian arvioidun julkisen talouden rahoitusaseman tasapainon merkittävästä heikkenemisestä, joka johtuu alustavaan talousarviosuunnitelmaan sisällytetystä finanssipolitiikan keventämisestä. Suunniteltu finanssipolitiikan keventäminen olisi vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisten sitoumusten vastaista. Euroalueen kannalta tämä heikkeneminen näkyy hieman suurempina perusmenoina ja pienempänä suhdannekomponenttina.

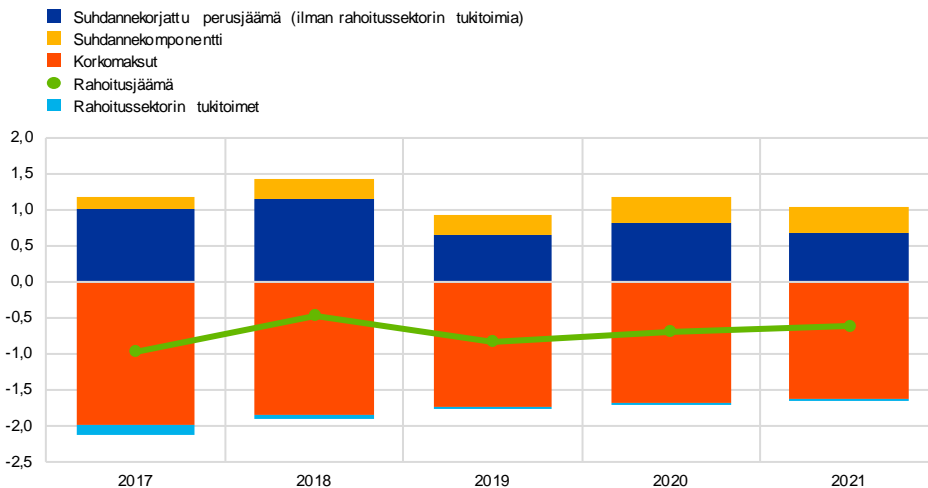
³ Ks. [euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuun 2018\)](#), EKP, 2018.

⁴ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten ne voivat poiketa tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

Kuvio 27

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2018.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kokonaisuutena jokseenkin neutraalia vuonna 2018, kevenevän vuonna 2019 ja palaavan asteittain neutraaliksi vuonna 2021.⁵ Tähän kehitykseen vaikuttavat harkinnanvaraiset

toimenpiteet, joiden arvioidaan olevan elvyttäviä sekä vuonna 2018 että kahtena seuraavana vuonna. Vuoden 2018 osalta on kuitenkin odotettavissa, että toimenpiteiden vaikutuksen kumoavat eräiden maiden välittömän verokertymän kasvun tuomat suuret odottamattomat tulot.

Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioissa ennakoidaan, että BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden kokonaisvelka supistuu 79,0 prosenttiin vuoden 2021 loppuun mennessä, kun se vuonna 2017 oli 86,8 %⁶. Arvioita julkisen talouden velan pienenemisestä tukee velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen negatiivisen eron sekä perusylijiäämien suotuisa kehitys (ks. kuvio 28). Alijäämä-velkakoikaisujen odotetaan osittain kumoavan näiden tekijöiden vaikutuksen. Velkasuhteen odotetaan supistuvan tai pysyvän jokseenkin muuttumattomana arviointijaksolla kaikissa euroalueen maissa, mutta joissakin maissa se edelleen ylittää pitkälti viitearvon, joka on 60 % BKT:stä. Euroalueen kokonaisvelkasuhteen odotetaan pienenevän hivenen hitaammin kuin mitä syyskuussa 2018 arvioitiin, mikä johtuu perusylijiäämän heikommasta kehityksestä.

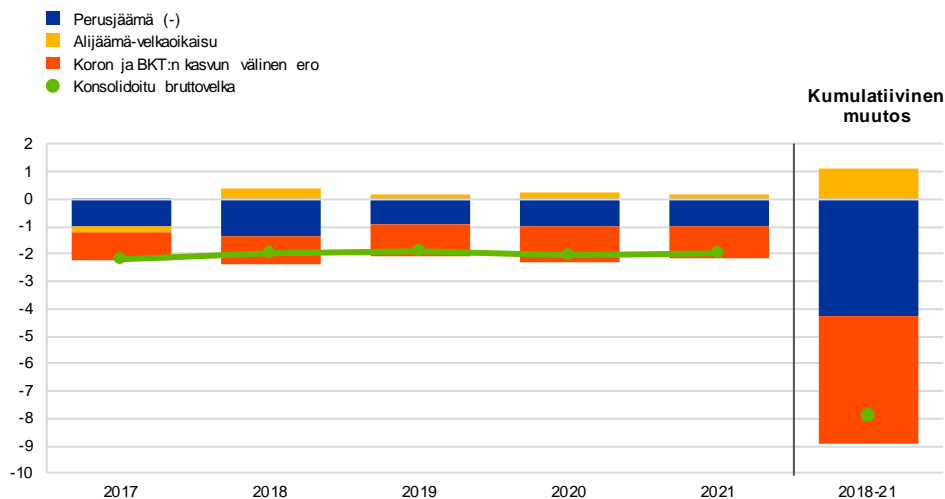
⁵ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan käsitettä tarkastellaan lähemmin EKP:n Talouskatsauksen numeron 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

⁶ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

Kuvio 28

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkömiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2018.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Maiden olisi jatkettava finanssipoliittisia toimiaan vakaus- ja kasvusopimusta täysimääräisesti noudattaen.

Vakauttamistoimet ovat jatkossa välttämättömiä varsinkin suuresti velkaantuneissa maissa, jotta niiden velkasuhteet saataisiin vakaasti pieneneeseen. Tällaiset maat ovat nimittäin haavoittuvia tuleville talouden laskusuhdanteille ja rahoitusmarkkinoiden mahdollisille uusille epävakausjaksoille. Tässä valossa on huolestuttavaa, että vakaus- ja kasvusopimuksen noudattaminen on heikointa niissä maissa, jotka ovat altteimpia häiriöille. Euroopan komission arvioiden mukaan nimittäin useimmat niistä maista, jotka eivät vielä ole saaneet julkista talouttaan kestäväälle pohjalle, eivät pystyneet noudattamaan vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisia sitoumuksiaan vuonna 2018, ja on olemassa vaara, että ne eivät pysty siihen myöskään vuonna 2019.⁷ Erityisen huolestuttavaa on, että eniten nykyisistä sitoumuksista on poikennut Italia, jonka velkasuhde on huomattavan suuri.

⁷ Ks. tarkemmin tämän Talouskatsauksen kehikko "Vuoden 2019 alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi".

Kehikot

1 Nousevien markkinatalousmaiden haavoittuvuudet vertailussa aiempiin kriiseihin

Tässä kehikossa tarkastellaan nousevien markkinatalousmaiden keskeisiä haavoittuvuuksia tilanteessa, jossa joidenkin maiden rahoitusmarkkinoilla on esiintynyt heilahteluja huhtikuusta asti. Kehikossa arvioidaan erityisesti maiden kykyä selviytyä ulkoisista häiriöistä aiempiin kriisijaksoihin verrattuna.

Monien nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla on huhtikuusta asti esiintynyt ajoittaisia heilahteluja, kun odotukset ovat kohdistuneet Yhdysvaltain rahapolitiikan nopeampaan tiukennukseen ja dollarin vahvistumiseen ja kun maailmankaupan jännitteisiin liittyvä epävarmuus on samaan aikaan kasvanut. Vaikka akuutit häiriöt ovat toistaiseksi rajoittuneet Argentiinaan ja Turkkiin, useimpien nousevien markkinatalousmaiden rahoitusolot ovat vuoden aikana kiristyneet. Rahoitusvirtatiedoista näkyy, että kansainväliset sijoittajat ovat huhtikuusta alkaen ruvenneet vähentämään sijoituksiaan nouseviin talouksiin. Samaan aikaan nousevien markkinatalousmaiden osakemarkkinat ovat laskeneet jyrkästi kumoten vuoden 2017 nousun vaikutukset, ja näiden valtioiden joukkolainojen tuottoerot ovat kasvaneet. Nousevien markkinatalousmaiden välillä on kuitenkin huomattavaa vaihtelua, ja sijoittajat näyttävät toistaiseksi ottavan huomioon eri maiden erilaiset perustekijät.

Tämä kehitys on herättänyt huolta nousevien markkinatalousmaiden näkymistä ja kysymyksiä siitä, uhkaako näitä maita 1990-luvun lopun Aasian kriisin kaltaisen tilanteen uusiutuminen. Aasian kriisi puhkesi heinäkuussa 1997, kun Thaimaan bahtin devalvaatio laukaisi riskien uudelleenarvioinnin, jonka jälkeen häiriöt levisivät nopeasti useisiin muihin Aasian maihin. Pääomavirtojen äkkipysäys ajoi nämä taloudet vakaviin taantumiin, joiden taustalla olivat laajat maksutaseongelmat sekä rahoitussektorin heikkoudet. Vaikka Aasian kriisiin oli useita syitä, monille kriisimaille olivat yhteistä turvautuminen lyhytaikaisiin valuuttamääräisiin ulkomaisiin lainoihin sekä kiinnitettyjen valuuttakurssien järjestelmät ja rahoitussektorin heikkoudet. Nousevien markkinatalousmaiden kriiseihin on aiemmin liittynyt usein Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen, jonka myötä maat joutuivat alttiiksi suurelle suojaamattomalle valuutariskille dollarimääräisten saamistensa ja velkojensa välillä (ks. kuvio A).⁸ Nykytilanne, jossa Yhdysvallat normalisoi rahapolitiikkaansa ja dollari vahvistuu, on lisännyt huolta siitä, että

⁸ "Perisyntiä" eli maiden kyvyttömyyttä saada ulkomaista lainaa kotivaluutassaan käsitellään laajemmin julkaisuissa B. Eichengreen, R. Hausmann ja U. Panizza, "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption", joka laadittiin Inter-American Development Bankin konferenssiin "Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin", Washington, D. C., marraskuu 2002, sekä B. Eichengreen, R. Hausmann ja U. Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters", teoksessa S. Edwards (toim.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences*, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 2007, s. 121–170.

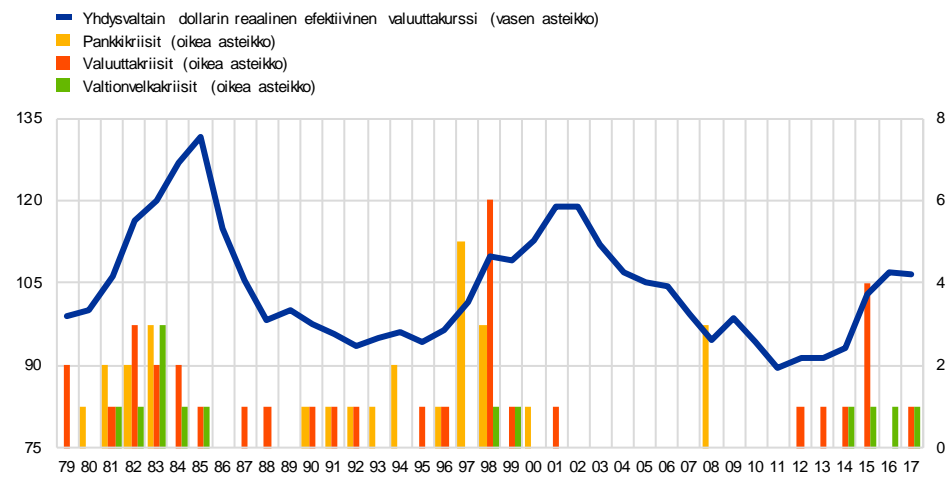
samanlaiset heikkoudet saattavat kasvattaa tällaisten maksutaseongelmien uusiutumisen riskiä joissakin nousevissa talouksissa.

Nousevien markkinatalousmaiden potentiaalisilla riskeillä on suuri merkitys maailmantalouden näkymien kannalta. Nousevien markkinatalousmaiden rooli maailmantaloudessa on kokonaisuudessaan huomattavasti näkyvämpi kuin 20 vuotta sitten. Niiden osuus maailmantalouden BKT:stä (ostovoimapariteetilla korjattuna) ja bruttopääomavirroista on yli puolet. Näiden maiden talouskehityksellä saattaa siksi olla muihin maihin merkittävä vaikutus eri kanavien, kuten kaupan, rahoituksen ja luottamuksen, välityksellä.

Kuvio A

Yhdysvaltain dollarin rooli nousevissa markkinatalousmaissa

(vasen asteikko: indeksi, 1980 = 100; oikea asteikko: kriisien määrä)



Lähteet: Laeven ja Valencia (2012), Standard & Poor's, Bloomberg, Haver Analytics ja EKP:n laskelmat.

Kahdenkymmenen vuoden takaiseen tilanteeseen verrattuna monet nousevat markkinatalousmaat ovat karsineet ulkoisia haavoittuvuuksiaan ja parantaneet politiikan ohjausjärjestelmiään.

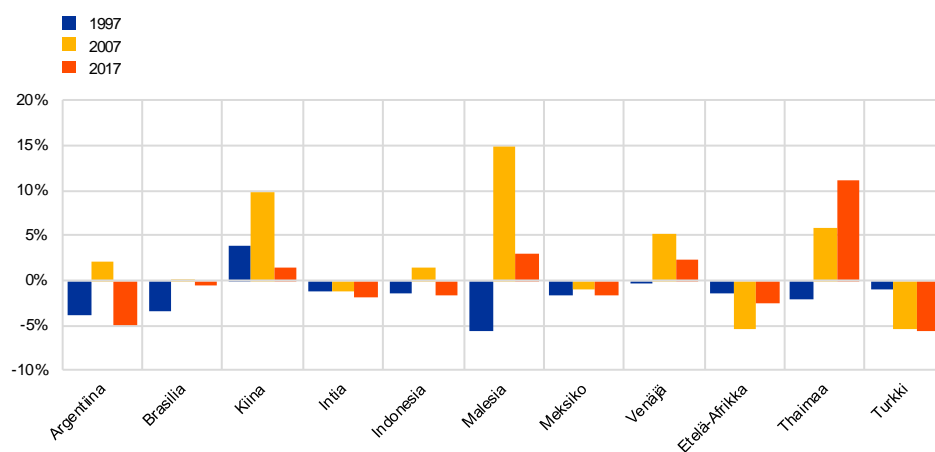
Joidenkin nousevien markkinatalousmaiden vaihtotaseasemat ovat kohentuneet, ja osalla maista vaihtotase on noussut jopa ylijäämäiseksi. Erityisesti jotkin öljynviejämaat ovat hyötäneet öljyn hinnan noususta 2000-luvulla. Maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen erot vaihtotaseasemissa ovat kuitenkin jälleen hieman kasvaneet, ja joillakin mailla vaihtotase on edelleen alijäämäinen (ks. kuvio B). Poliitiikan ohjausjärjestelmät ovat nekin kehittyneet. Suuri osa nousevista markkinatalousmaista on ottanut käyttöön tavoiteinflaatioon perustuvia rahapolitiikan ohjausjärjestelmiä, jotka helpottavat inflaatio-odotusten ankkurointia ja suhdanteiden vakauttamista. Useimmat nousevat markkinatalousmaat ovat myös siirtyneet joustavampiin valuuttakurssijärjestelmiin. Lisäksi monet nousevat taloudet kartuttivat valuuttavarantojaan Aasian kriisin jälkimainingeissa ja ovat edelleen kasvattaneet niitä maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen. IMF:n riskipainotetussa valuuttavarantojen riittävyden mittarissa varantoja suhteutetaan paitsi perinteisiin vertailukohtiin, kuten tuontiin ja lyhytaikaisiin ulkomaisiin lainoihin, myös laveaan rahaan, jotta pääomapaon riski tulisi huomioiduksi. Tämän mittarin perusteella näyttää siltä, että monilla nousevilla markkinatalousmailla on entistä paremmat valmiudet selviytyä pääomavirtojen

äkkipysäyksen tai äkillisen pääomapaon aiheuttamista häiriöistä (ks. kuvio C).⁹ Joissakin maissa valuuttavarannot alittavat silti edelleen suositellut varantojen riittävyyden vähimmäisvaatimukset.

Kuvio B

Vaihtotaseen yli-/alijäämä

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: IMF ja EKP:n laskelmat.

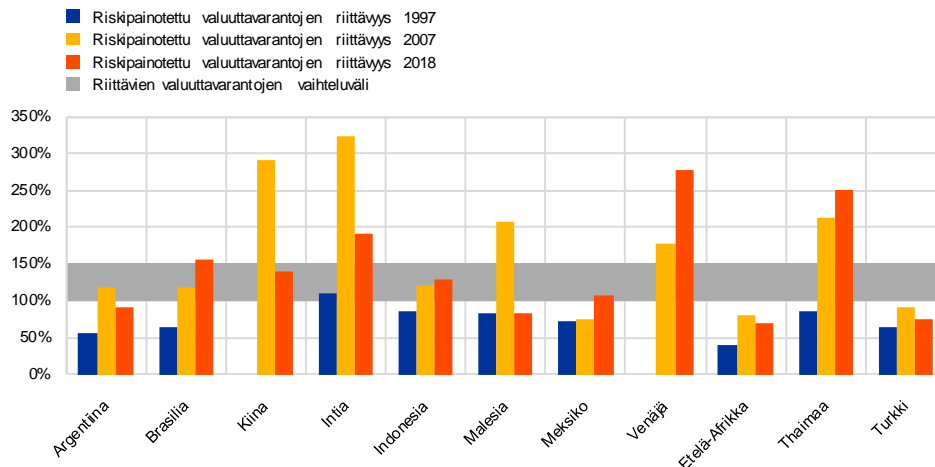
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuodelta 2017.

⁹ Valuuttavarantojen kasvattamisen kustannuksia ei kuitenkaan pidä unohtaa. Nämä kustannukset ovat perinteisesti liittyneet valuuttavarantojen pitämisen sterilointikustannuksiin (tai vaihtoehtokustannuksiin) ja maailmantaloudelle tasapainottomuuskasvusta koituihin kustannuksiin. Varantojen kartuttaminen saattaa kuitenkin myös kiihdyttää inflaatiota moraalikato- ja kannustinvaikutusten kautta; empiirisiä havaintoja tästä käsitellään julkaisussa L. Chitu, "Reserve accumulation, inflation and moral hazard: Evidence from a natural experiment", EKP:n Working Paper -sarjan julkaisu nro 1880, helmikuu 2016.

Kuvio C

Varantojen riittävyys

(prosentteina)



Lähteet: IMF ja EKP:n laskelmat.

Huom. Varantojen riittävyys lasketaan IMF:n riskipainotettujen periaatteiden mukaisesti eli suhteessa vientiin (jonka kautta huomioidaan mahdolliset varantojen menetykset ulkoisen kysynnän vähetessä tai ulkomaankaupan vaihtosuhteen heiketessä), lyhyt- ja pitkäaikaisiin velkoihin (joilla mitataan korkomaksuja ja lainojen uusintaan liittyvää riskiä) sekä laveaan rahaan (jolla mitataan pääomapaon mahdollisuuksia). Mittarissa otetaan huomioon valuuttakurssijärjestelmä ja pääomataseen avoimuus. Jos tulos on 100–150 prosentin välillä, varannot ovat riittävät. Vuoden 1997 tiedoissa lyhytaikaisista veloista jäljellä olevan juoksuajan mukaan ryhmiteltyinä on ilmoitettu Brasilian, Indonesian, Meksikon ja Malesian osalta vuoden 2001 tiedot ja Turkin osalta vuoden 1999 tiedot, koska näitä tietoja ei vuodelta 1997 ollut saatavilla.

Vaikka useimmat nousevat markkinatalousmaat ovat vähentäneet riippuvuuttaan ulkomaan valuutan määräisestä rahoituksesta 1990-luvun lopun tilanteeseen verrattuna, nousevien markkinatalousmaiden Yhdysvaltain dollarin määräiset velat ovat silti suuren taantuman jälkeen kasvaneet.

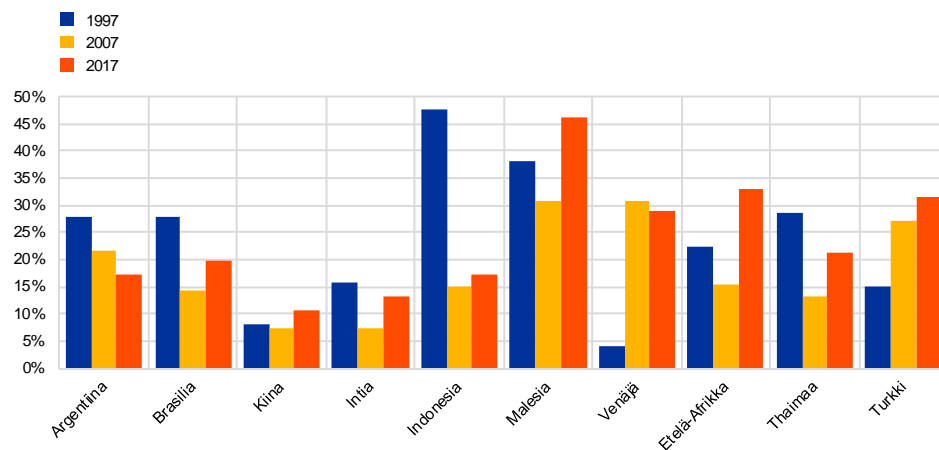
Nousevien markkinatalousmaiden Yhdysvaltain dollarin määräinen velkakanta on kymmenen viime vuoden aikana kasvanut yritysten hyödyntäessä suotuisia globaaleja rahoitusoloja (ks. kuvio D).¹⁰ Siltä osin kuin nämä positiot ovat suojaamattomia, tämä merkitsee riskiä rahoitusjärjestelmän vakaudelle, mikäli dollari edelleen vahvistuu. Rahoitusmarkkinoilla onkin merkkejä siitä, että dollarimääräisten velkojen viimeaikaisen kasvun myötä myös nousevien talouksien rahoitusolot ovat käyneet entistä herkemmiä Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoiden kehitykselle. 1990-luvun lopulla Yhdysvaltain rahoitusolojen kiristyminen välittyi nouseviin markkinatalousmaihiin yleensä vahvasti, mutta Aasian kriisin jälkeen tämä herkkyys väheni. Viime vuosina se on jälleen lisääntynyt (ks. kuvio E).

¹⁰ Ks. A. S. Bénetrix, P. R. Lane ja J. C. Shambaugh, "International Currency Exposures, Valuation Effects, and the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, Volume 96, Supplement 1, heinäkuu 2015, s. S98–S109.

Kuvio D

Yhdysvaltain dollarin määräiset ulkomaiset bruttovelat

(prosentteina BKT:stä)

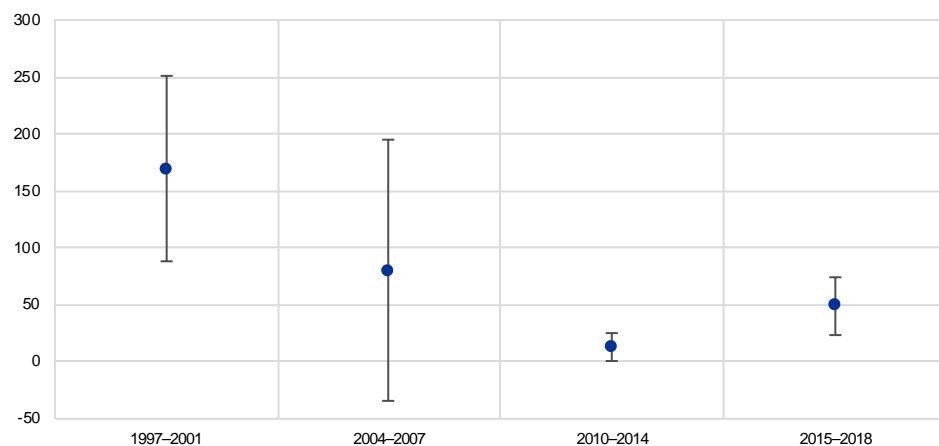


Lähteet: Bénétrix, Lane ja Shambaugh (2015) sekä EKP:n laskelmat.

Kuvio E

Nousevien markkinatalousmaiden joukkolainojen tuottoerojen reaktio Yhdysvaltain finanssipolitiikan tiukentamiseen

(peruspistettä)



Lähteet: Bloomberg, Haver Analytics ja EKP:n laskelmat.

Huom. Reaktio on esitetty peruspisteinä 22 pankkipäivän jälkeen 95 prosentin luottamusväleillä. Se perustuu JP Morgan Emerging Markets Bond Index -indeksin (EMBI) globaalien joukkolainojen tuottoeroista tehtyihin paikallisiin projektoihin, joissa on käytetty kiinteiden vaikutusten paneeliregressiota. Selittävänä muuttujana on Bloombergin Yhdysvaltain rahoitusalojen indeksi. Paneeliin sisältyvät Argentiina, Brasilia, Kiina, Meksiko, Malesia, Filippiinit, Venäjä, Turkki ja Etelä-Afrikka. Tuoreimmat havainnot 31.8.2018.

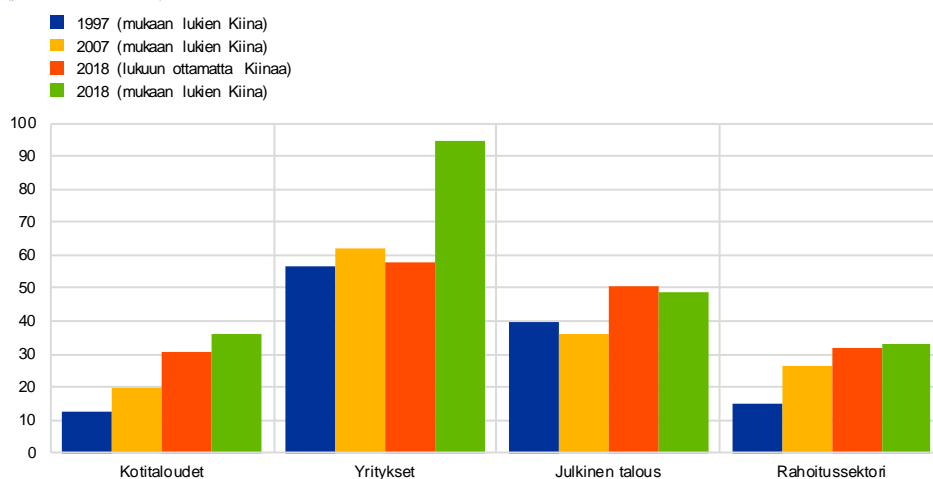
Samaan aikaan joidenkin nousevien markkinatalousmaiden kotimaiset tasapainottomuustekijät näyttävät pahentuneen, mikä näkyy paikallisen valuutan määräisten velkapapereiden liikkeeseenlaskun kasvussa ja poliittisen liikkumavaran kaventumisessa. Vaikka ulkoiset haavoittuvuudet ovatkin ehkä vähentyneet, muut heikkoudet ovat saattaneet lisääntyä. Tästä ovat merkkeinä esimerkiksi paikallisen valuutan määräisten velkapapereiden liikkeeseenlaskun lisääntyminen, yksityisen sektorin velkaantuneisuuden kasvu ja rahoitusasemien huononeminen. Velkasuhteet ovat kasvaneet merkittävästi kahdenkymmenen vuoden takaisilta tasoiltaan. Velan kasvu oli erityisen nopeaa maailmanlaajuisen

taantumien jälkeen, mikä johtui suotuisista globaaleista rahoitusoloista. Suurin osa kasvusta tapahtui Kiinan yrityssektorilla. Luottojen määrän suhde BKT:hen on Kiinassa noussut tasolle, joka saattaa uhata rahoitusjärjestelmän vakautta.¹¹ Yrityssektorin lisäksi kotitalouksien velkaantuneisuus on nousevissa markkinatalousmaissa noussut kolminkertaiseksi 1990-luvun puoleenväliin verrattuna (ks. kuvio F).¹² Lisäksi finanssi- ja rahapoliittinen liikkumavara on kaventunut, koska maat joutuivat suuren taantumien aikana turvautumaan finanssi- ja rahapoliittisiin elvytystoimiin. Raaka-aineiden viejäm maiden finanssipoliittinen liikkumavara heikkeni merkittävästi raaka-aineiden hintojen laskettua vuonna 2014. Poliittista liikkumavaraa saattaa olla vieläkin vähemmän niissä nousevissa talouksissa, joilla on paljon suojaamatonta valuuttamääräistä velkaa.¹³

Kuvio F

Nousevien markkinatalousmaiden velkaantuneisuus toimialoittain

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: Institute of International Finance ja EKP:n laskelmat.

Huom. Luvut ovat kunkin vuoden ensimmäiseltä neljännekseltä. Kehittyvien markkinatalouksien tilastoon sisältyy 30 kehittyvää markkinatalousmaata (EM-30): Argentiina, Brasilia, Chile, Kiina, Kolumbia, Tšekin tasavalta, Egypti, Ghana, Hongkong, Unkari, Intia, Indonesia, Israel, Kenia, Libanon, Malesia, Meksiko, Nigeria, Pakistan, Filippiinit, Puola, Venäjä, Saudi-Arabia, Singapore, Etelä-Afrikka, Etelä-Korea, Thaimaa, Turkki, Ukraina ja Yhdistyneet arabiemiirikunnat.

Arvioimme, ovatko nousevat markkinatalousmaat nykyään paremmin suojassa vakavalta kriisiltä, laskemalla kriisin todennäköisyyden vuodelle 2018 ja vertailemalla sitä kriisin todennäköisyyteen vuonna 1997. Kriisin todennäköisyys kuvaa maan kokonaishaavoittuvuutta. Siinä nousevien markkinatalousmaiden perustekijät yhdistetään yhdeksi ulottuvuudeksi, joka kattaa ne merkittävimmät

¹¹ Ks. esim. I. Aldasoro, C. Borio ja M. Drehmann, "Early warning indicators of banking crises: expanding the family", *BIS Quarterly Review*, maaliskuu 2018, ja A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen ja D. Lodge (toim.), "The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area", EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 206, tammikuu 2018.

¹² Joissakin maissa tämän kasvun voidaan katsoa ilmentävän osittain rahoitusjärjestelmän kehittymistä. Vaikka velkasuhdetta ei monissa kehittyneissä talouksissa pidetä välttämättä ongelmallisena, kehittyvissä markkinatalouksissa velkaantumisen sietokyky on yleensä alhaisempi. Ks. esim. "Fiscal policy, public debt and monetary policy in emerging market economies", *BIS Papers*, nro 67, lokakuu 2012, ja C. Reinhart, K. Rogoff ja M. Savastano, "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 2003, s. 1–74.

¹³ Lisätietoja ja empiirisiä havaintoja mm. dollaritalouteen liittyneiden maiden optimaalista kriisijalan rahapoliittikaa koskevasta "Fischerin näkemyksestä" on esim. artikkelissa L. Chitu, "Was Unofficial Dollarisation/Euroisation an Amplifier of the 'Great Recession' of 2007–2009 in Emerging Economies?", *Comparative Economic Studies*, Vol. 55, nro 2, kesäkuu 2013, s. 233–265.

makrotalouden haavoittuvuudet, jotka auttavat ennakoimaan vakavia järjestelmäkriisejä nousevissa talouksissa. Nämä haavoittuvuudet ovat yhteydessä perinteisiin maksutaseriskeihin sekä kotimaisiin finanssipoliittisiin tasapainottomuustekijöihin. Erityisesti yksinkertaisessa ennakkovaroitusmallissa käytetään niitä ennakkovaroitusmallien tutkimuksessa esitettyjä muuttujia, jotka parhaiten ennustavat kriisiä. Niitä ovat BKT:n kasvun, inflaation, vaihtotaseen BKT-suhteen, yksityisen sektorin luottojen BKT-suhteen sekä varantojen ja lyhytaikaisen velan suhteen viivästetyt arvot. Kriisin todennäköisyydet yhden vuoden aikavälillä arvioidaan binäärisellä logistisella mallilla, jossa selitettävänä muuttujana on hyvin vakava kriisi (valuutta- tai valtionvelkakriisi tai systeeminen pankkikriisi) Laevenin ja Valencian (2012) määritelmän mukaan.¹⁴ Ennakkovaroitusmalleilla on kuitenkin rajoituksensa. Mallin tarkkuus riippuu politiikassa ja odotuksissa tapahtuvien muutosten potentiaalisista kerrannaisvaikutuksista. Lisäksi ennakkovaroitusmalleissa käytetään vain sellaisia indikaattoreita, jotka ovat aiemmin ennustaneet kriisejä hyvin. Niissä ei ole uusia indikaattoreita, joista voisi olla hyötyä tulevien kriisien ennustamisessa. Tällainen uusi indikaattori voisi olla nousevien markkinatalousmaiden yrityssektorin velkaantuneisuus.

Kaiken kaikkiaan malli viittaa siihen, että vaikka tilanne vaihtelee eri maiden välillä, nousevien markkinatalousmaiden perustekijät ovat 1990-luvun puoleenväliin verrattuna laajalti kohentuneet. Merkittävää on, että

maailmantaloudesta suuren osuuden kattavat sellaiset nousevat markkinatalousmaat, joiden perustekijät ovat terveemmällä pohjalla. Empiiristen havaintojen mukaan perustekijät ovat vuoteen 1997 verrattuna jossakin määrin kohentuneet useimmissa nousevissa talouksissa ja erityisesti maissa, joiden painoarvo maailmantaloudessa on kasvussa (ks. kuvio G). Kaiken kaikkiaan perustekijät ovat parantuneet eniten Aasian nousevissa markkinatalousmaissa, mikä viittaa siihen, että vuoden 1997 kriisistä on otettu opiksi.¹⁵ Sitä vastoin Argentiina ja Turkki, joiden finanssimarkkinat ovat äskettäin kärsineet häiriöistä, näyttäytyvät mallissa haavoittuvampina kuin vuonna 1997. Lisäksi Kiinan esimerkki korostaa varovaisuuden tarvetta mallin tuloksia arvioitaessa. Mallissa vuodelle 2018 ennustettu kriisin todennäköisyys on suhteellisen alhainen, koska Kiinan vaihtotase on hieman ylijäämäinen, inflaatio alhainen, kasvu vahvaa, valuuttavarantojen kattavuus suuri ja ulkomaisen velan taso alhainen. Samaan aikaan Kiinan velkaantuneisuus on kuluneen vuosikymmenen aikana kasvanut nopeasti, eikä mallissa ehkä oteta tätä tekijää riittävästi huomioon.¹⁶

¹⁴ Mallissa käytetään suhteellisen pitkää, lähes puolen vuosisadan pituista ajallista otosta, alan tutkimuksessa vakiintunutta määritelmää kriisistä selitettävänä muuttujana (ks. L. Laeven ja F. Valencia, "Systemic Banking Crises Database: An Update", *IMF Working Papers*, nro 12/163, kesäkuu 2012) ja kattavaa maaotosta, joka sisältää 50 systeemisesti tärkeää maata. Kriisin todennäköisyys vuonna 2018 perustuu vuoden 2017 tietoihin. Kriisin jälkimaininkeihin liittyvä harha vältetään jättämällä kriisivuodet pois otoksesta. Optimaalinen katkaisuraja logistisesta mallista saatujen todennäköisyysarvioiden jakamisessa kriisi- ja ei-kriisihavaintoihin on johdettu Youdenin indeksistä. Mallin AUROC-arvo on 0,8163 ja keskivirhe vain 0,048, joten sillä voidaan katsoa olevan ennustekykä.

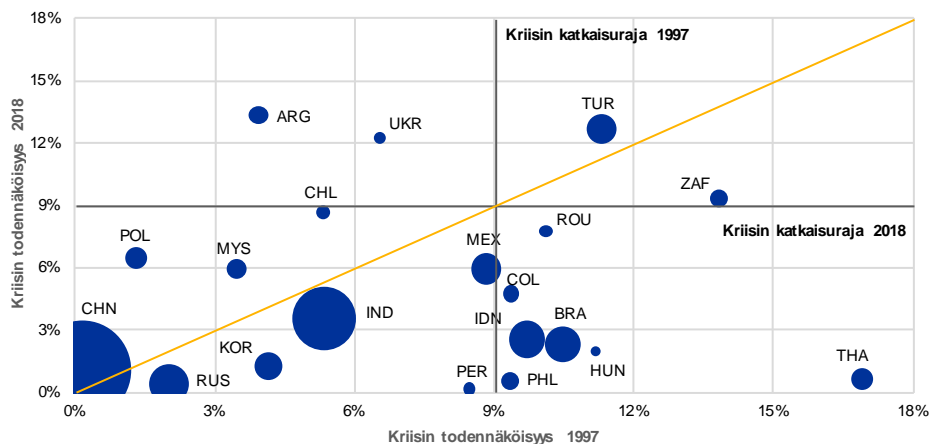
¹⁵ Ennakkovaroitusmalli ei ennusta kriisiä Etelä-Koreaan ja Malesiaan vuodelle 1997, mikä näyttäisi tukevan oletusta siitä, että kriisin tuolloinen leviäminen näihin maihin ei ollut rationaalista eikä johtunut perustekijöistä.

¹⁶ Kiinan heikkoudet korostuvat, koska samaan aikaan luottojen nopean kasvun kanssa rahoitusjärjestelmän monimutkaisuus ja velkaantuneisuus ovat lisääntyneet. Lisätietoja on em. teoksessa A. Dieppe, R. Gilhooly, J. Han, I. Korhonen ja D. Lodge (toim.).

Kuvio G

Kriisin todennäköisyys nousevissa markkinatalousmaissa vuosina 2018 ja 1997

(prosentteina)



Lähde: EKP:n asiantuntijoiden arviot.

Huom. Kriisin (valuutta- tai valtionvelkakriisin tai systeemisen pankkikriisin) todennäköisyys vuosina 2018 ja 1997 arvioidaan binäärisellä logistisella mallilla, jossa kriisi selitettävänä tekijänä määritellään kuten julkaisussa Laeven ja Valencia (2012). Koska Kiinasta ja Etelä-Koreasta ei ole historiallisia tietoja kriisin todennäköisyyden arvioimiseksi vuodelle 1997, kuviossa esitetään kriisin todennäköisyys vuosille 1998 (Kiina) ja 1999 (Etelä-Korea). Venäjän, Brasilian ja Turkin osalta aiemman kriisin todennäköisyys esitetään vuosille 1998 (Venäjä) ja 2001 (Brasilia ja Turkki), jotka olivat näissä maissa kriisivuotia. Kriisignaalin toteamisen optimaalinen katkaisuraja on johdettu Youdenin indeksistä. Maakuplien koot ilmentävät kunkin maan osuutta maailman BKT:stä vuonna 2017 ostovoimapariteetilla mitattuna.

Kaiken kaikkiaan useimpien nousevien markkinatalousmaiden perustekijät näyttävät olevan pääosin terveemmällä pohjalla ja niiden häiriönsietokyky näyttää paremmalta kuin 20 vuotta sitten, mutta riskejä esiintyy edelleen.

Vaikka nousevien markkinatalousmaiden ulkoiset positiot ovat nyt paremmat, kotimaiset riskit näyttävät kasvaneen etenkin maailmanlaajuisen taantuman jälkeen. Vaikka joillakin näistä maista on edelleen perinteisiä maksutaseongelmia, toisilla mailla voi ilmetä rahoitusmarkkinoiden epävakautta, joka johtuu kotimaisen rahoitussektorin ylivelkaantumisesta ja poliittisen liikkumavaran kaventumisesta.

Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.8.–30.10.2018

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 1.8.–18.9.2018 ja 19.9.–30.10.2018. 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 tavoitteena oli tehdä ostoja 30 miljardilla eurolla kuukaudessa syyskuun 2018 loppuun asti ja jatkaa ostoja 15 miljardilla eurolla lokakuusta 2018 lähtien.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 459,8 miljardia euroa eli 32,3 miljardia euroa suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla (siis vuoden 2018 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla). Likviditeettitarpeiden kasvu johtui pääosin siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 29,8 miljardia euroa 1 333,1 miljardiin euroon, kun taas vähimmäisvarantovelvoitteet suurensivat 2,5 miljardia euroa ja olivat 126,7 miljardia euroa.

Riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvu johtui suurelta osin siitä, että likviditeettiä vähentävien tekijöiden vaikutus kasvoi. Tätä vaikutusta heikensi jonkin verran likviditeettiä lisäävien tekijöiden kasvu. Likviditeettiä vähentävistä tekijöistä eniten vaikuttivat valtioiden talletukset, joiden määrä kasvoi keskimäärin 20 miljardia euroa 259,4 miljardiin euroon, sekä liikkeessä olevien setelien määrä, joka kasvoi 16,6 miljardia euroa 1 193,1 miljardiin euroon. Näiden likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvua tasoitti osittain likviditeettiä lisäävien tekijöiden kasvu. Suuri vaikutus oli euromääräisillä nettosaamisilla, joiden määrä kasvoi keskimäärin 8,9 miljardia euroa 200,1 miljardiin euroon. Eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle vähenivät keskimäärin 9,5 miljardia euroa. Kausivaihtelu oli vähäisempää kuin aiemmalla tarkastelujaksolla¹⁷ ja vaikutti siten positiivisesti (likviditeettiä lisääviin) euromääräisiin nettosaamisiin.

Riippumattomien tekijöiden päivittäinen vaihtelu pysyi edelliseen tarkastelujaksoon nähden jokseenkin muuttumattomana. Riippumattomien tekijöiden päivittäinen vaihtelu johtui pääosin valtioiden talletuksista ja

¹⁷ Eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle ovat pääasiassa euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien euromääräisiä talletuksia eurojärjestelmän kansallisissa keskuspankeissa. Näiden talletusten lisääntyminen vaikuttaa erityisesti neljänneksen lopussa ja jossain määrin myös kuukauden lopussa, koska liikepankit eivät mielellään ota vastaan vakuudettomia tai vakuudellisia käteisvaroja juuri ennen taseraportointia. 30.9.2018 euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat 301,7 miljardiin euroon, kun ne kuudennella pitoajanjaksolla olivat olleet keskimäärin 264,7 miljardia euroa. Vaikutus oli siis vähäisempi kuin 30.6.2018, jolloin näiden velkojen määrä kasvoi 348 miljardiin euroon, kun se neljännellä pitoajanjaksolla oli ollut keskimäärin 281,4 miljardia euroa.

euromääräisistä nettosaamisista. Suurempaa vaihtelua tarkastelujaksolla havaittiin syyskuun lopussa vuosineljänneksen päättyessä sekä muiden tarkastelujakson kuukausien lopussa.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat – likviditeettitarpeet (keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.8.2018–30.10.2018						Edellinen tarkastelujakso: 3.5.2018– 31.7.2018	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 1.8.2018– 18.9.2018		Kuudes pitoajanjakso: 19.9.2018– 30.10.2018		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	2 164,8	(+40,9)	2 150,1	(-17,2)	2 181,9	(+31,7)	2 123,9	(+43,8)
Liikkeessä olevat setelit	1 193,1	(+16,6)	1 192,2	(+8,6)	1 194,3	(+2,1)	1 176,5	(+22,5)
Valtioiden talletukset	259,4	(+20,0)	239,1	(-24,7)	283,1	(+44,1)	239,4	(+11,9)
Muut riippumattomat tekijät	712,2	(+4,3)	718,9	(-1,1)	704,4	(-14,5)	708,0	(+9,4)
Sekkitilitalletukset	1 358,0	(+26,2)	1 348,7	(+42,0)	1 369,0	(+20,3)	1 331,9	(+27,3)
Rahapoliittiset välineet	779,7	(-0,4)	797,9	(+21,4)	758,5	(-39,4)	780,1	(-20,4)
Vähimmäisvarantovelvoitteet ¹	126,7	(+2,5)	126,7	(+2,0)	126,7	(-0,0)	124,2	(+0,0)
Talletusmahdollisuus	653,0	(-2,9)	671,2	(+19,4)	631,8	(-39,4)	655,9	(-20,4)
Likviditeettiä vähentävät hienosääntöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Saamiset – likviditeetin tarjonta (keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.8.2018–30.10.2018						Edellinen tarkastelujakso: 3.5.2018– 31.7.2018	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 1.8.2018– 18.9.2018		Kuudes pitoajanjakso: 19.9.2018– 30.10.2018		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso:	
Riippumattomat tekijät	831,9	(+10,9)	837,4	(+15,9)	825,5	(-11,9)	821,0	(-20,6)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	631,8	(+1,9)	637,5	(+2,4)	625,2	(-12,3)	629,8	(+1,0)
Euromääräiset nettosaamiset	200,1	(+8,9)	199,9	(+13,6)	200,3	(+0,4)	191,2	(-21,6)
Rahapoliittiset välineet	3 344,1	(+53,0)	3 332,7	(+27,9)	3 357,6	(+24,9)	3 291,1	(+71,3)
Avomarkkinaoperaatiot	3 344,0	(+53,0)	3 332,6	(+27,9)	3 357,5	(+24,9)	3 291,0	(+71,3)
Huutokauppaoperaatiot	739,1	(-14,0)	742,9	(-3,3)	734,7	(-8,2)	753,1	(-8,7)
Perusrahoitusoperaatiot	4,8	(+2,9)	3,0	(+1,0)	6,9	(+3,9)	1,9	(+0,2)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	4,6	(-2,8)	5,4	(-1,9)	3,7	(-1,7)	7,4	(-0,3)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (ensimmäinen sarja)	5,5	(-5,6)	8,9	(-0,6)	1,5	(-7,4)	11,1	(-1,9)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	724,2	(-8,5)	725,6	(-1,8)	722,6	(-3,0)	732,7	(-6,6)
Suorat arvopaperisijoitukset	2 604,9	(+67,0)	2 589,7	(+31,2)	2 622,8	(+33,1)	2 537,9	(+79,9)

Ensimmäinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	4,5	(-0,2)	4,5	(-0,0)	4,5	(-0,0)	4,7	(-1,1)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	4,0	(-0,2)	4,0	(-0,1)	4,0	(-0,0)	4,2	(-0,3)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	258,4	(+3,8)	257,2	(+1,8)	259,9	(+2,7)	254,6	(+5,7)
Velkapaperiohjelma	74,2	(-9,3)	74,3	(-8,0)	74,0	(-0,3)	83,5	(-1,5)
Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	27,3	(-0,2)	27,5	(-0,1)	27,1	(-0,4)	27,5	(+1,7)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 067,8	(+63,6)	2 055,7	(+34,3)	2 081,9	(+26,2)	2 004,2	(+61,9)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	168,7	(+9,5)	166,4	(+3,3)	171,4	(+5,0)	159,3	(+13,5)
Maksuvalmiusluotto	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)	0,1	(-0,0)	0,1	(+0,0)

Muut likviditeettiä koskevat tiedot (keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.8.2018–30.10.2018			Edellinen tarkastelujakso: 3.5.2018–31.7.2018
	Viides ja kuudes pitoajanjakso	Viides pitoajanjakso: 1.8.2018–18.9.2018	Kuudes pitoajanjakso: 19.9.2018–30.10.2018	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 459,8 (+32,3)	1 439,5 (-31,4)	1 483,4 (+43,9)	1 427,5 (+64,5)
Riippumattomat tekijät ²	1 333,1 (+29,8)	1 312,8 (-33,5)	1 356,7 (+43,9)	1 303,3 (+64,4)
Ylimääräinen likviditeetti	1 884,3 (+20,8)	1 893,1 (+59,4)	1 874,0 (-19,0)	1 863,5 (+6,8)

Korkokehitys (keskikorko; prosentteina)

	Nykyinen tarkastelujakso: 1.8.2018–30.10.2018			Edellinen tarkastelujakso: 3.5.2018–31.7.2018
	Viides ja kuudes pitoajanjakso	Viides pitoajanjakso: 1.8.2018–18.9.2018	Kuudes pitoajanjakso: 19.9.2018–30.10.2018	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso
Perusrahoitusoperaatiot	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
Eoniakorko	-0,363 (+0,00)	-0,359 (+0,00)	-0,366 (-0,01)	-0,363 (+0,00)

Lähde: EKP.

Huom. Kaikki taulukon luvut on pyöristetty lähimpään 0,1 miljardiin euroon. Sulkeissa esitetyt luvut osoittavat muutoksen edelliseen tarkastelujaksoon tai pitoajanjaksoon nähden.

1) Vähimmäisvarantovelvoitteita ei ole eritelty eurojärjestelmän taseessa, joten niitä ei sisällytetä velkojen yhteismäärän laskentaan.

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

Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

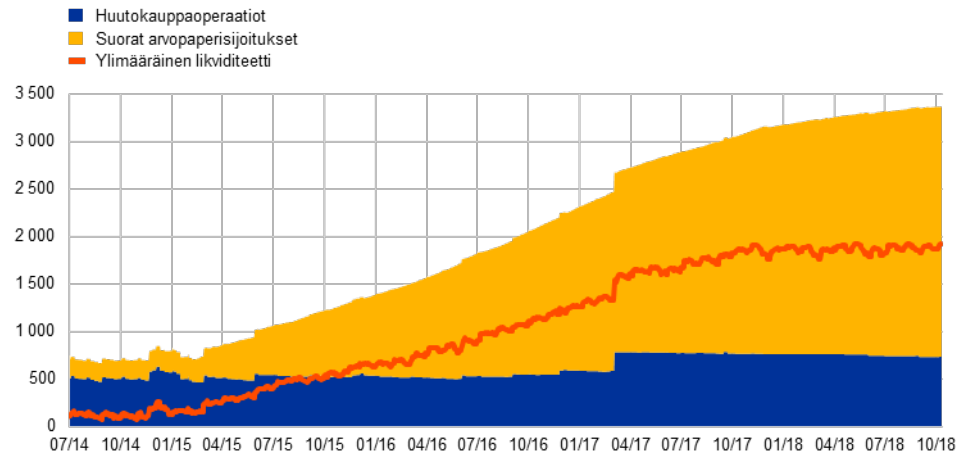
Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 53 miljardia euroa ja oli 3 344,1 miljardia euroa (ks. kuvio A). Kasvu johtui

kokonaisuudessaan laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä netto-ostoista. Likviditeetin kysyntä huutokauppaoperaatioissa puolestaan väheni hieman.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioiden ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 14 miljardilla eurolla ja oli 739,1 miljardia euroa. Tämä johtui kokonaan kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin keskimääräisen volyymin pienenemisestä 14,1 miljardilla eurolla. Volyymin pienenemiseen vaikuttivat pääasiassa ensimmäisen sarjan operaatioiden erääntyminen sekä toisen sarjan ensimmäisessä ja toisessa operaatioissa syyskuussa 2018 jaetun likviditeetin vapaaehtoiset takaisinmaksut, joiden määrä oli yhteensä 12,6 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioiden kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 2,9 miljardia euroa 4,8 miljardiin euroon. Tämän kasvun tasoitti lähes kokonaan se, että kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi pieneni keskimäärin 2,8 miljardia euroa 4,6 miljardiin euroon.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 67 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 604,9 miljardia euroa laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen jatkuessa.

Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 63,6 miljardilla eurolla, kolmannessa katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa jaetun likviditeetin volyyymi 3,8 miljardilla eurolla ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa jaetun likviditeetin volyyymi 9,5 miljardilla eurolla. Omaisuusvakuudellisten arvopapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen keskimääräinen volyyymi supistui hieman eli 0,2 miljardia euroa arvopaperiomistusten nettolunastusten vuoksi. Velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittuja joukkolainoja erääntyi 9,7 miljardin euron arvosta.

Ylimääräinen likviditeetti

Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi edellisestä tarkastelujaksosta hieman eli 20,8 miljardia euroa 1 884,3 miljardiin euroon (ks. kuvio A). Ylimääräisen likviditeetin kasvuun vaikutti laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta jaettu likviditeetti. Tämän vaikutuksen kumosi vain osittain riippumattomien tekijöiden keskimääräisen nettovaikutuksen kasvu pääasiassa kuudennella pitoajanjaksolla. Ylimääräisen likviditeetin määrä lisääntyi 59,4 miljardia euroa viidennellä pitoajanjaksolla, mutta väheni 19 miljardia euroa kuudennella pitoajanjaksolla. Vähentämiseen vaikutti osittain riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kehitys. Riippumattomien tekijöiden volyyymi väheni viidennellä pitoajanjaksolla 33,5 miljardia euroa ja lisääntyi kuudennella pitoajanjaksolla 43,9 miljardia euroa. Ylimääräisen likviditeetin tallettaminen sekkitileille ja talletusmahdollisuuden kautta jakautui siten, että keskimääräiset sekkitilitalletukset kasvoivat tarkastelujaksolla 26,2 miljardia euroa ja olivat 1 358 miljardia euroa, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö supistui 2,9 miljardia euroa ja oli 653 miljardia euroa.

Korkokehitys

Sekä vakuudelliset että vakuudettomat yön yli -rahamarkkinakorot pysyivät tarkastelujaksolla lähellä EKP:n talletusmahdollisuuden korkoa ja vakuudellisilla markkinoilla joitakin vakuuskoreja käytettäessä laskivat jopa sitä alemmas. Vakuudettomilla markkinoilla eoniakorko oli keskimäärin -0,363 % eli pysyi muuttumattomana edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Eonia oli alimmillaan -0,371 % syys- ja lokakuussa (12.9.2018 ja 17.10.2018) ja korkeimmillaan -0,342 % elokuussa (31.8.2018). Vakuudellisilla markkinoilla yleisvakuudellisten yön yli -reposopimusten keskikorkojen ero perustason vakuuskoria käytettäessä ja laajennettua vakuuskoria käytettäessä¹⁸ supistui huomattavasti kaupankäyntivolyymin ollessa vähäinen. Yön yli -reposopimusten keskikorko perustason vakuuskoria käytettäessä nousi 0,22 prosenttiyksikköä (-0,419 %) ja laajennettua koria käytettäessä laski 0,10 prosenttiyksikköä (-0,404 %) edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna.

Syyskuussa päättyvän vuosineljänneksen lopussa useimpien euroalueen maiden liikkeeseen laskemille vakuuksille noteeratut repokorot laskivat hieman enemmän kuin maaliskuu- ja kesäkuun lopussa, mutta kuitenkin suhteellisen vähän vuoden 2017 vuosineljännesten päätöstasoihin verrattuna. Kesäkuun lopussa yleisvakuudellisten yön yli -reposopimusten keskikorko Ranskan vakuuksille laski vain 0,02 prosenttiyksikköä ja Saksan vakuuksille vain 0,05 prosenttiyksikköä. Syyskuun lopussa Ranskan vakuuksien repokorko puolestaan laski 0,11 prosenttiyksikköä (-0,61 %) ja Saksan vakuuksien repokorko 0,15 prosenttiyksikköä (-0,65 %). Sen sijaan vastaava Italian vakuuksien repokorko nousi 0,06 prosenttiyksikköä ja oli syyskuun lopussa -0,33 %, kun se kesäkuun lopussa nousi 0,03 prosenttiyksikköä. Kaikkien euroalueen maiden repokorot

¹⁸ Eurex-pörssissä GC Pooling –markkinoilla voidaan solmia reposopimuksia käyttäen vakioituja vakuuskoreja.

palasivat aiemmalle tasolle vuosineljänneksen lopun jälkeen. Kaiken kaikkiaan eurojärjestelmän julkisen sektorin osto-ohjelman arvopaperien lainausjärjestely tuki edelleen repomarkkinoiden häiriötöntä toimintaa.

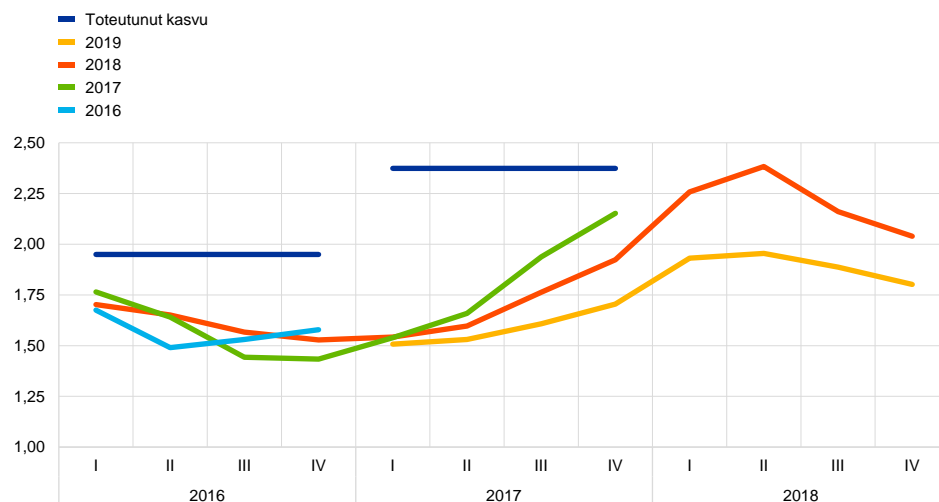
3 Talouskasvun hidastumisen taustatekijöitä vuonna 2018

Taloudellisen toimeliaisuuden kasvu euroalueella on hidastunut huomattavasti vuoden 2017 lopusta. Euroalueen BKT:n kasvu vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä hidastui 0,2 prosenttiin vuoden 2017 neljännen neljänneksen 0,7 prosentista. Tässä kehikossa tarkastellaan hidastumiseen vaikuttavia tekijöitä ja pohditaan, onko kehitys ollut epätavallista. Erityisesti tarkastellaan, ovatko vaikuttavat tekijät tilapäisiä vai pitkäaikaisia, ovatko ne peräisin euroalueelta vai sen ulkopuolelta ja onko hidastumisen taustalla kysynnän heikkous vai tarjontatekijöiden tiukentuminen.

Kuvio A

BKT:n kasvuodotukset ennusteasiantuntijoiden mukaan

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja ECB.

Huom. Tummansiniset viivat osoittavat lopullisen tilaston mukaisen BKT:n vuotuisen kasvun. Kaikki muut viivat kuvaavat kasvuennusteita tietynä vuonna useina eri aikoina.

Viimeaikainen tuotannon kasvu on ollut odotettua heikompaa verrattuna loppuvuoden 2017 kasvuennusteisiin, mutta ei verrattuna sitä aiempiin ennusteisiin.

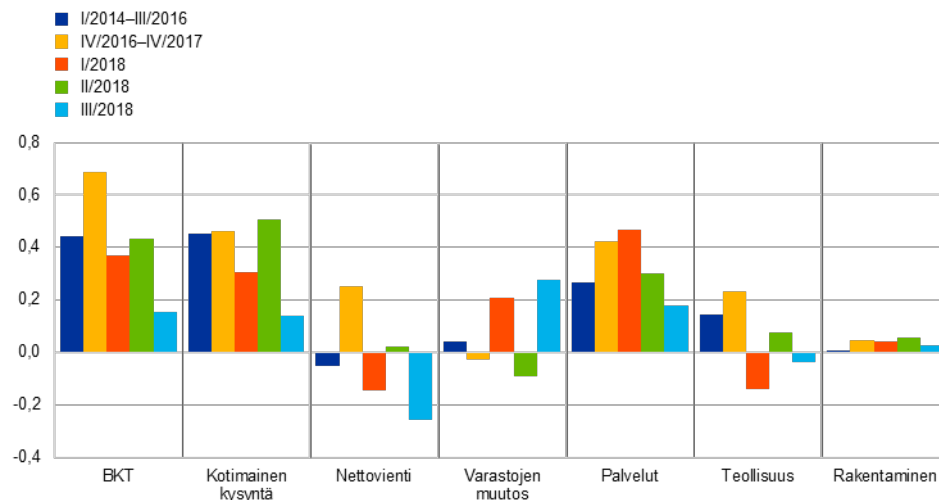
Kasvun voimakas nopeutuminen vuonna 2017 oli suotuisaa kehitystä, jota useimmat ennusteasiantuntijat eivät osanneet odottaa (ks. kuvio A).

Nopeutuminen, joka tapahtui maailmankaupan kasvun noustessa viime vuosien huippulukemaan (5,2 %), johtui pääasiassa nettoviennistä. Kotimaisen kysynnän kasvu sen sijaan pysytteli samalla tasolla kuin noususuhdanteen ensimmäisessä vaiheessa vuosina 2014–2016 (ks. kuvio B). Vuoden 2018 alkupuolelta lähtien vuoden 2018 ja 2019 kasvuennusteita on vähitellen korjattu hitaamman kasvun suuntaan. BKT:n vuotuisen kasvun vuonna 2018 arvioidaan kuitenkin olevan vahvempaa kuin vuoden 2017 alussa ennustettiin.

Kuvio B

BKT:n kasvu kulutuksen ja tuotannon mukaan eriteltynä

(neljännesvuositainen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Luvut jaksoilta I/2014–III/2016 ja IV/2016–IV/2017 ovat vuosineljännesten keskiarvoja.

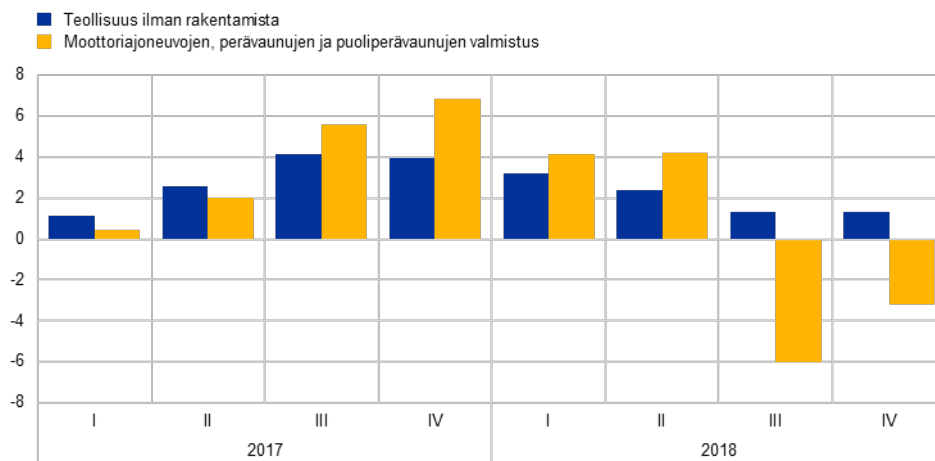
Kasvun hidastuminen vuonna 2018 on johtunut suurelta osin ulkoisista tekijöistä, erityisesti ulkomaisen kysynnän heikkoudesta.

Vuonna 2018 tapahtuneen talouskasvun hidastumisen keskeinen taustatekijä on nettoviennin vaikutus. Sama tekijä oli myös talouskasvun vahvistumisen taustalla vuonna 2017 (ks. kuvio B). Ulkomaankaupan kehitys on normalisoitunut, kun maailmantalouden kasvuvauhti on palautumassa lähemmäs potentiaalisen kasvun vauhtiaan. Nettoviennin heikkenemisestä on kärsinyt eniten vientituotteiden pääasiallinen valmistaja eli teollisuussektori. Samalla kotimaisen kysynnän kasvun vaikutus on pääosin pysytellyt noususuhdanteen alkamisen jälkeisen keskimääräisen vaikutuksen suuruisena. Vaikka yksityiseen kulutukseen vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä vaikuttivatkin autotuotannon tilapäiset häiriöt, kotimaisen kysynnän vakaudessa kuvastuu työllisyyden, tulokehityksen ja kulutuksen toisiaan vahvistava suotuisa yhteys. Käytettävissä olevien tietojen perusteella vaikuttaa siltä, että talouskasvun viimeaikainen heikkeneminen ei ole haitannut tätä suotuisaa yhteyttä.

Kuvio C

Teollisuustuotanto

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vuoden 2018 neljännän neljänneksen luvut perustuvat yksinomaan lokakuun 2018 tietoihin.

Myös monet tilapäistekijät ovat vaikuttaneet kasvua hidastavasti. Vuoden 2018 alkupuoliskolla sääolosuhteet, sairauspoissaolot ja työtaistelut vaikuttivat tuotantoon monissa maissa.¹⁹ Kolmannella neljänneksellä esiintyi huomattavia autotuotannon häiriöitä, jotka johtuivat ajoneuvojen päästöjä koskevien uusien standardien voimaantulosta syyskuun 1. päivänä (ks. kuvio C). Tuotanto hidastui, kun autonvalmistajat pyrkivät välttämään testaamattomien mallien kertymistä varastoon. Tämä haittasi huomattavasti Saksan kaltaisia talouksia, joissa autoteollisuussektori on merkittävä. Saksan talouskasvu hidastuikin kolmannella neljänneksellä, mikä vähensi euroalueen neljännesvuosittaista talouskasvua ainakin 0,1 prosenttiyksiköllä. Vaikutuksen on kuitenkin arvioitu jäävän tilapäiseksi. Kun testauksen aiheuttama viive saadaan purettua, neljännän vuosineljänneksen autotuotannon odotetaan palaavan normaalille tasolle ja sen vaikutuksen tuotantoon poistuvan. Tuoreimmat tiedot viittaavatkin siihen, että autotuotanto on jo normalisoitumassa.²⁰

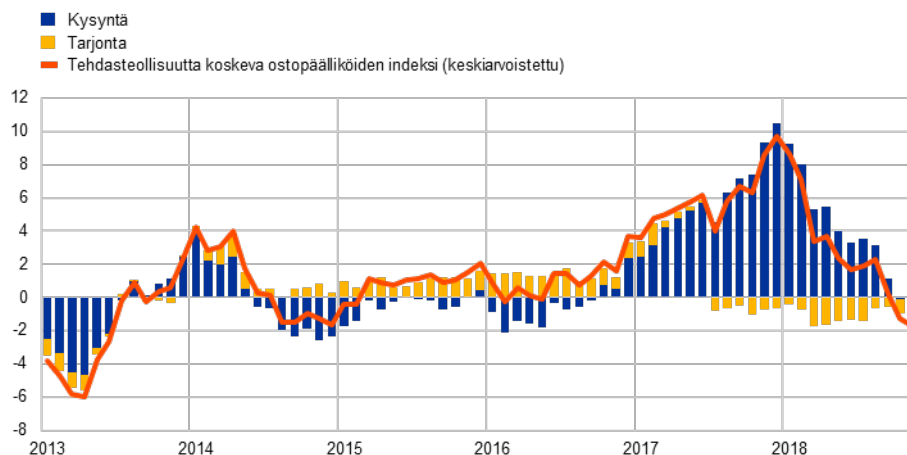
¹⁹ Ks. EKP:n Talouskatsauksen numeron 4/2018 artikkeli ”The recent slowdown in euro area output growth reflects both cyclical and temporary factors”.

²⁰ Saksan autoteollisuusyhdistyksen tiedot marraskuuhun 2018 asti.

Kuvio D

Tehdasteollisuuden tuotantoa koskevan ostopäälliköiden indeksin (PMI) erittely

(diffuusioindeksi; vaikutukset)



Lähde: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Euroalueen tehdasteollisuutta koskevan ostopäälliköiden indeksin (PMI) historiallinen erittely rakenteellisella vektoriautoregressiivisellä mallilla (SVAR). Tuotantotiedot ja kapasiteetin käyttöastetiedot perustuvat tehdasteollisuutta koskevaan ostopäälliköiden indeksiin. SVAR-mallissa käytetyillä merkkirajoituksilla pyritään tunnistamaan kysyntä- ja tarjontahäiriöt. Kysyntähäiriöt on määritelty häiriöiksi, joiden vaikutukset sekä tehdasteollisuuden tuotantoa koskevaan ostopäälliköiden indeksiin että kapasiteetin käyttöasteeseen ovat samansuuntaiset, ja tarjontahäiriöt häiriöiksi, joiden vaikutukset näihin tunnuslukuihin ovat erisuuntaiset.

Vaikka kysyntä onkin heikentynyt, nykyinen korkea kapasiteetin käyttöaste viittaa siihen, että tehdasteollisuuden tarjontaolot ovat edelleen tiukat.

Tehdasteollisuuden tuotantoa koskevan ostopäälliköiden indeksin SVAR-malliin perustuva erittely viittaa siihen, että viimeaikainen tuotannon hidastuminen liittyy ennen kaikkea kysynnän heikkouteen (ks. kuvio D).²¹ Samanaikaisesti tarjonnan rajoitukset ovat vuoden 2017 puolivälin jälkeen muuttuneet vähitellen sitovammiksi. Kapasiteetin käyttöaste on tuotannon kasvun hidastumisen myötä heikentynyt vain hieman. Tämä kehitys näkyy selvästi teollisuussektorilla etenkin Saksassa ja vähäisemmässä määrin myös Ranskassa.

Kaiken kaikkiaan vaikuttaa siltä, että viimeaikainen kasvun hidastuminen ei anna aiheutta kyseenalaistaa nykyisen talouskasvun nopeutumisen perustekijöitä.

Hidastuminen on seurannut odottamattoman voimakasta ulkomaisen kysynnän jaksoa vuonna 2017, ja siihen on liittynyt useita tilapäistekijöitä. Vähittäistä kasvun hidastumista voidaan jopa pitää normaalina, kun noususuhdanne on jatkunut pitkään. Samaan aikaan epävarmuus ulkoisista tapahtumista on selvästi lisännyt euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvia riskejä, ja sen mahdollisia vaikutuksia kotimaiseen kysyntään ja noususuhdanteen perustana oleviin tekijöihin on syytä seurata tarkoin.

²¹ Tässä yhteydessä myös viimeaikaiset väliaikaiset häiriöt autotuotannossa on tulkittu kysynnän heikkenemiseksi.

4 Euroalueen työllisyyden kasvun rakenteelliset muutokset talouden elpymisen aikana

Vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä työllisten kokonaismäärä euroalueella oli 9,6 miljoonaa suurempi kuin vuoden 2013 toisella neljänneksellä (talouskriisin jälkeinen aallonpohja). Työllisyyden kasvu elpymisen aikana on jo ollut voimakkaampaa kuin sen supistuminen kriisin aikana. Siten työllisten lukumäärä euroalueella on tällä hetkellä historiansa korkeimmalla tasolla: 158,3 miljoonaa.²² Tässä kehikossa kuvataan työllisyyden nettomääräistä kasvua euroalueella viimeaikaisen elpymisjakson aikana ja sitä verrataan jaksoon vuoden 1999 ensimmäisestä neljänneksestä vuoden 2008 ensimmäiseen neljännekseen (euron käyttöönnotosta kriisin alkuun), jolloin työllisyys myös kasvoi koko euroalueella jatkuvasti.

Viimeaikaisen elpymisen aikana työllisyyden kasvun maittainen koostumus on jonkin verran poikennut kriisiä edeltäneen jakson aikaisesta. Euroalueen työllisten lukumäärän 9,6miljoonan kasvu oli vastaavaa luokkaa kuin viitenä kriisiä edeltäneenä vuonna, jolloin määrä kasvoi 10 miljoonaa.²³ Keskeisin ero on, että Saksan osuus työllisyyden kasvusta oli tällä kertaa merkittävästi suurempi kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla, kun taas muiden euroalueen suurten maiden – erityisesti Espanjan – suhteelliset osuudet ovat pienentyneet (ks. kuvio A). Tämä johtuu suurelta osin kyseisten maiden talouskasvun suhteellisesta voimakkuudesta tarkastelujaksoilla. Samassa yhteydessä on syytä huomata, että siinä, missä kriisiä edeltäneellä jaksolla suurin maahanmuuttokohde euroalueella oli Espanja, elpymisjaksolla se on ollut Saksa. Myös Liettuan, Itävallan, Portugalin ja Slovakian osuus työllisyyden kasvusta euroalueella kasvoi elpymisjakson aikana.

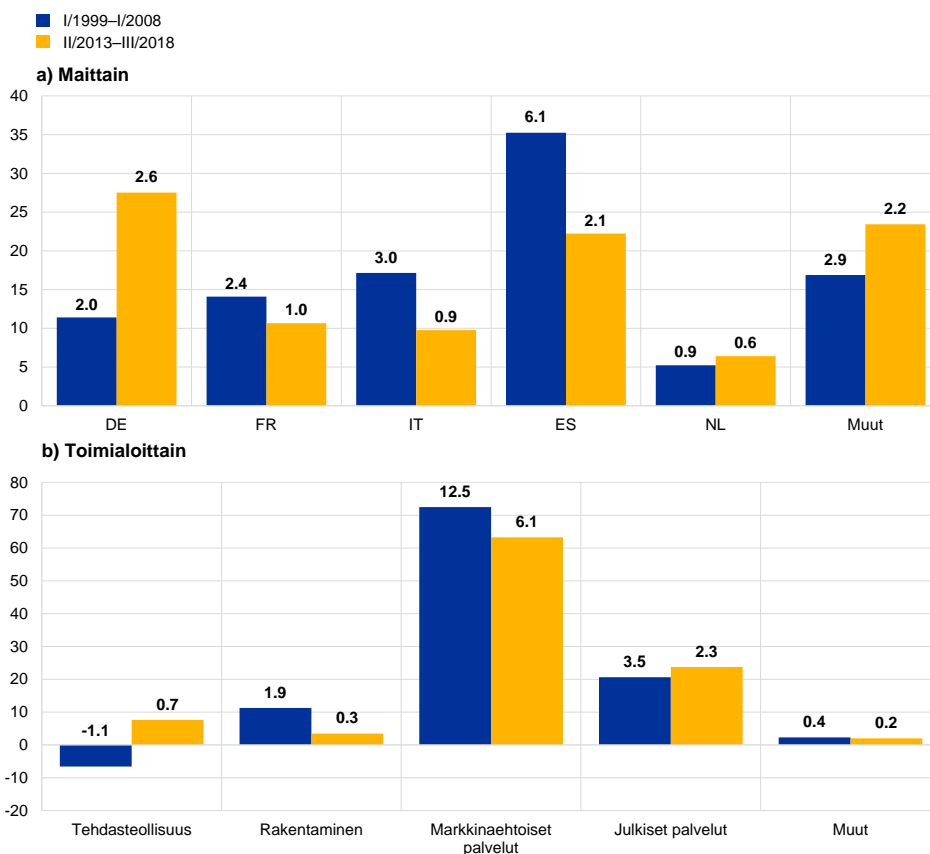
²² Kehikon tiedot perustuvat kansantalouden tilinpidon tietoihin. Niiden avulla euroalueen työllisyyden kehitystä voidaan tarkastella maittain ja toimialoittain. EU:n työvoimatutkimuksen tietoja käytetään työllisyyden yksityiskohtaiseen erittelyyn henkilökohtaisten ominaisuuksien ja sopimustyyppien perusteella. Vaikka näiden kahden tilaston kuvaama kehitys on samankaltaista, niiden osoittamat työllisyyden tasot ja kumulatiiviset kasvuvauhdit poikkeavat metodologisista syistä toisistaan jonkin verran. Työvoimatutkimuksen tiedot esimerkiksi perustuvat kansalliseen käsitteeseen, jotkut väestön osat eivät kuulu tutkimukseen ja työllisyystiedot koskevat 15–64- tai 15–74-vuotiaiden ikäryhmää. Sitä vastoin kansantalouden tilinpidon tiedot perustuvat kotimaiseen käsitteeseen, sisältävät arvion työllisyydestä piilotaloudessa ja kattavat kaikenikäiset ihmiset. Ks. [yksityiskohtainen selitys](#). Työvoimatutkimuksen mukaan työllisten lukumäärä kasvoi 8,9 miljoonaa vuoden 2013 ensimmäisen neljänneksen (aineiston pienin määrä) ja vuoden 2018 toisen neljänneksen (tuorein tilastoitu tieto) välillä.

²³ Ks. EKP:n pääjohtajan Mario Draghin puhe euroalueen talousnäkymistä ”[The outlook for the euro area economy](#)” Frankfurtissa 16.11.2018 pidetyssä Euroopan pankkikongressissa.

Kuvio A

Työllisyyden kumulatiivisen kasvun tarkastelu maittain ja toimialoittain ennen kriisiä ja elpymisen aikana

(Y-akseli: prosenttiosuudet työllisyyden kumulatiivisesta kasvusta; arvopisteiden otsikot: työllisyyden kumulatiivinen kasvu miljoonina)



Lähteet: Eurostat ja kansantalouden tilinpito.

Markkinaehtoiset palvelut vetivät työllisyyden kasvuun molemmilla jaksoilla, joskin viimeaikaisen elpymisen aikana niiden prosentuaalinen osuus kokonaistyöllisyyden kasvusta oli pienempi. Molemmilla jaksoilla työllisyyden kasvu markkinaehtoisissa palveluissa kohdistui erityisesti ammatillisiin ja hallinnollisiin palveluihin sekä kaupan ja liikenteen aloille. Samaan aikaan rakentamisen myötävaikutus oli viimeaikaisen elpymisen aikana pienempi kuin ennen kriisiä. Sitä vastoin tehdasteollisuuden työllisyydellä, joka supistui kriisiä edeltäneellä jaksolla, oli pieni positiivinen vaikutus kokonaistyöllisyyteen vuoden 2013 toisen neljänneksen jälkeen. Julkisen sektorin osuus työllisyyden kumulatiivisesta kasvusta oli noin viidesosa elpymisen aikana, pitkälti samoin kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla.

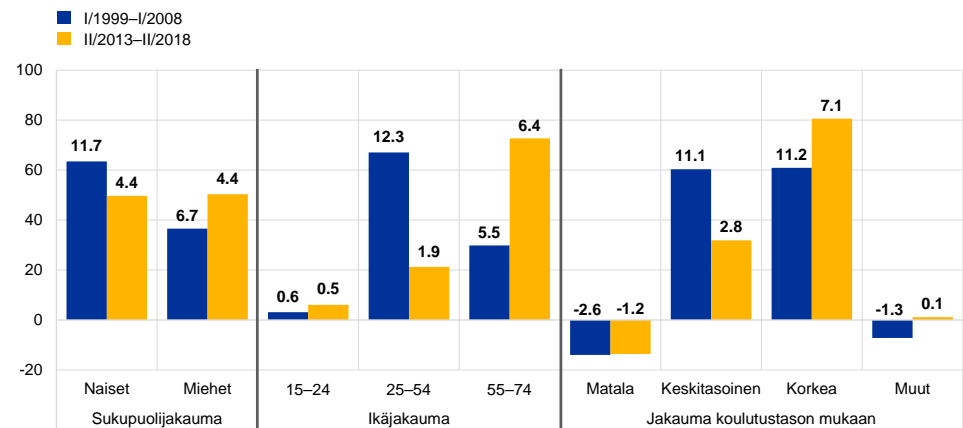
Työllisyyden kasvu jakautui elpymisjaksolla varsin tasapuolisesti miesten ja naisten kesken (ks. kuvio B). Ennen kriisiä naisten työllisyys kasvoi voimakkaasti naisten osallistumisasteen kehityksen mukaisesti ja heijastellen naisten nousevaa koulutustasoa, työmarkkinauudistuksia ja palvelujen kasvavaa roolia taloudessa. Sitten naisten osallistumisasteen kasvu on kuitenkin hidastunut, sillä aiemmin sitä kohottaneiden tekijöiden kehitys on tasaantunut, mikä on vaikuttanut myös

naisten kontribuutioon työllisyyden kasvuun. Samaan aikaan miesten työllisyys väheni kriisiä edeltäneellä jaksolla, ja vaikka se on elpynytkin, ei se ole vielä palautunut kriisiä edeltäneelle tasolle. Näiden trendien myötä naisten osuus työllisyydestä on tasaantunut viime aikoina 46,3 prosenttiin (42,6 % vuoden 1999 ensimmäisellä neljänneksellä ja hieman yli 45,9 % vuoden 2013 toisella neljänneksellä).

Kuvio B

Työllisyyden kumulatiivisen kasvun tarkastelu henkilökohtaisten ominaisuuksien mukaan ennen kriisiä ja elpymisen aikana

(Y-akseli: työllisyyden kumulatiivisen kasvun prosenttiosuudet; arvopisteen otsikot: työllisyyden kumulatiivinen kasvu miljoonina)



Lähteet: Eurostat ja LFS.

Huom. Koulutustasona "matala" tarkoittaa vähäisempää kuin peruskoulua, peruskoulua ja alemmaa toisen asteen koulutusta, "keskitasoinen" tarkoittaa ylempää toisen asteen koulutusta ja toisen asteen jälkeistä muuta kuin korkeakoulutusta, "korkea" tarkoittaa korkeakoulutusta ja "muu" tarkoittaa puuttuvaa vastausta. Koulutustason "muu" osuuden väheneminen kriisiä edeltäneellä jaksolla johtuu todennäköisesti vastausprosentin noususta.

Työllisyyden kumulatiivisen kasvun ikäjakaumassa on tapahtunut muutos, jossa vanhempien työntekijöiden vaikutus työllisyyteen on selvästi kasvanut viimeaikaisen elpymisen aikana (ks. kuvio B). Ennen kriisiä parhaassa työiässä oleva väestö (25–54-vuotiaat) muodosti työllisyyden kasvusta kaksi kolmasosaa, mutta viimeaikaisen elpymisen aikana vain viidesosa työllisyyden kasvusta on kohdistunut tähän ikäryhmään. Sitä vastoin 55–74-vuotiaat muodostivat kolme neljäsosaa työllisyyden kumulatiivisesta kasvusta viimeaikaisen elpymisen aikana, kun heidän osuutensa siitä oli alle kolmasosa kriisiä edeltäneellä jaksolla. Nuorten (15–24-vuotiaiden) vaikutus oli rajallinen sekä viimeaikaisen elpymisen jaksolla että ennen kriisiä.

Väestörakenteen muutos ja eläkeuudistukset ovat todennäköisesti tärkeimmät työllisyyden kasvun ikäjakauman muutoksia selittävät tekijät. Kehitys

heijastelee suurelta osin työvoiman tarjonnan muutoksia. Iäkkäämpien osuus on kasvanut sitä mukaa, kun suuret ikäluokat ovat nousseet 55–74-vuotiaiden ryhmään ja alle 55-vuotiaiden määrä on vähentynyt.²⁴ Samaan aikaan myös iäkkäämpien osallistumisaste on noussut huomattavasti.²⁵ Viimeaikaisen elpymisen aikana noin

²⁴ Ks. Talouskatsauksen 6/2017 kehikko "Työvoiman tarjonnan viimeaikainen kehitys euroalueella".

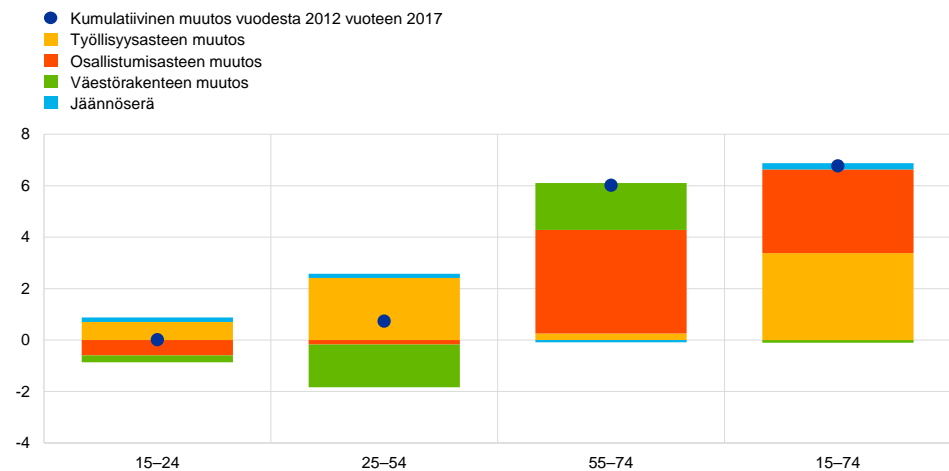
²⁵ Tämän ikäryhmän osallistumisaste on noussut trendiluonteisesti: vuoden 1999 ensimmäisellä neljänneksellä se oli 22,4 %, vuoden 2013 toisella neljänneksellä 33,6 % ja vuoden 2018 toisella neljänneksellä 39 %. Ks. myös Talouskatsauksen 1/2018 artikkeli "Labour supply and employment growth".

kolmasosa 55–74-vuotiaiden työllisyyden kasvusta on johtunut ikäryhmän kasvusta ja kaksi kolmasosaa sen osallistumisasteen noususta (ks. kuvio C). Yksi syy 55–74-vuotiaiden osallistumisasteen nousuun on ikäryhmän noussut koulutustaso, joka korreloi positiivisesti osallistumisasteen kanssa. Tämä kuitenkin selittää vain prosentuaalisesti pienen osan osallistumisasteen noususta. Näyttää todennäköisemmältä, että tärkein syy tähän osallistumisasteen nousuun on lakisääteisen ja efektiivisen eläkeiän euroalueenlaajuinen nousu.²⁶

Kuvio C

Työllisyyden kumulatiivisen kasvun tarkastelu ikäryhmittäin elpymisen aikana

(prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, LFS ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tiedot perustuvat vuotuisiin tietoihin.

Työllisyyden kasvu viimeaikaisen elpymisen aikana on liittynyt pääasiassa korkeakoulutettuun työvoimaan. Korkeakoulutetut ovat itse asiassa muodostaneet lähes 80 % kokonaistyöllisyyden kasvusta nykyisen elpymisen aikana, kun kriisiä edeltäneellä jaksolla ryhmän osuus oli ollut 60 %. Samaan aikaan keskitasoisesti koulutettujen myötävaikutus on pienentynyt merkittävästi. Matalan koulutustason työvoiman työllisyys on vähentynyt viimeaikaisen elpymisen aikana samoin kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla. Tämä kehitys liittyy osaltaan myös väestön muutokseen, jossa matalasti koulutetun väestön määrä vähenee ja korkeakoulutettujen määrä kasvaa.

Työllisyyden kasvu euroalueella viimeaikaisen elpymisen aikana on perustunut kokoaikaisiin ja pääasiassa pysyviin työsopimuksiin, sillä lähes 80 % työllisyyden kasvusta liittyi kokoaikaisiin työpaikkoihin. Kokoaikainen työllisyys on siitä huolimatta pienempi kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla, sillä se väheni jyrkästi kriisin aikana. Osa-aikainen työllisyys kasvoi kriisin aikana ja sen jälkeenkin, mutta sen myötävaikutus työllisyyden kasvuun on viime aikoina vähentynyt ja sen osuus kokonaistyöllisyydestä on vakiintunut. Tämä voidaan selittää alityöllistettyjen (osa-aikaiset työlliset, jotka haluaisivat tehdä enemmän työtunteja) määrän

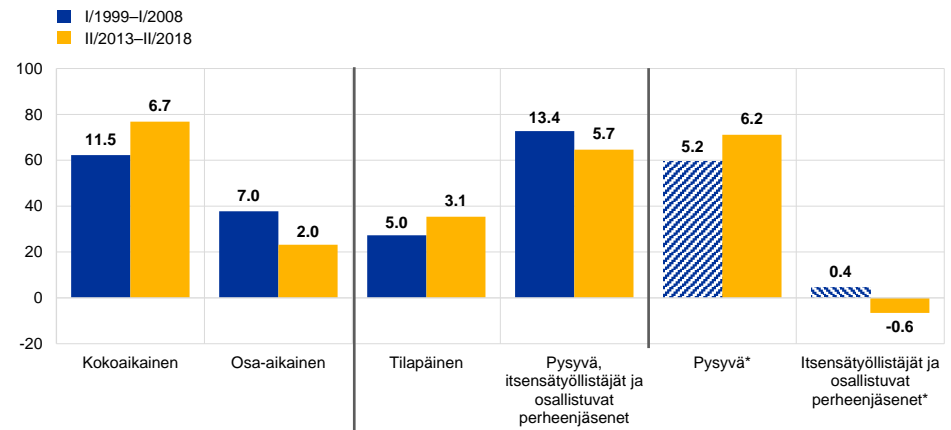
²⁶ Yksinkertainen shift-share-analyysi osoittaa, että osallistumisaste olisi noussut siinäkin tapauksessa, että ryhmän koulutustasossa ei olisi tapahtunut muutosta.

vähennemisellä, kun taas ei-alityöllistettyjen (osa-aikaiset työlliset, jotka ovat tyytyväisiä tekemiensä työtuntien määrään) vaikutus työllisyyden kasvuun on ollut samankaltaista kuin kriisiä edeltäneellä jaksolla.²⁷ Työllisyyden kasvu keskittyy edelleen pysyviin työpaikkoihin, mutta määräaikainen työllisyys muodostaa nyt suuremman osuuden työllisyyden kasvusta ja itsensä työllistäjien osuus vähenee (ks. kuvio D).

Kuvio D

Työllisyyden kumulatiivisen kasvun tarkastelu sopimustyyppin mukaan ennen kriisiä ja elpymisen aikana

(Y-akseli: työllisyyden kumulatiivisen kasvun prosenttiosuudet; arvopisteen otsikot: työllisyyden kumulatiivinen kasvu miljoonina)



Lähteet: Eurostat, LFS ja EKP:n laskelmat.

Huom. EKP:n asiantuntijat ovat korjanneet tietoja tasomuutosten osalta.

* Erillisiä tietoja pysyvistä sopimuksista, itsensä työllistäjät ja osallistuvista perheenjäsenistä on saatavilla vasta vuodesta 2005 alkaen.

²⁷ Ks. Talouskatsauksen 2/2018 kehikko ”Osa-aikatyöllisyyden viimeaikainen kehitys”.

5 Palkkaliukuman viimeaikainen kehitys euroalueella

Palkkaliukuma mittaa todellisten palkkojen kehityksen ja sopimuspalkkojen kehityksen poikkeamia. Se on tärkeä työvoimakustannusten makrotaloudellisen analyysin osa, sillä sen voi olettaa olevan tiiviissä yhteydessä työmarkkinoiden suhdannekehitykseen. Työmarkkinatilanteen kiristyessä työnantajat voivat joutua maksamaan työehtosopimusten mukaista korkeampia palkkoja, ylentämään työntekijöitä korkeampiin palkkaluokkiin tai yksinkertaisesti maksamaan ylimääräisiä kannustinpalkkioita sopimuspalkkojen lisäksi palkitakseen työntekijöitään ja pitääkseen heidät palveluksessaan. Ottaen huomioon, että työttömyys on vähentynyt jo pitkään ja työvoimapulan merkit ovat lisääntyneet, tässä kehikossa tarkastellaan palkkaliukuman roolia työvoimakustannusten viimeaikaisessa kehityksessä.

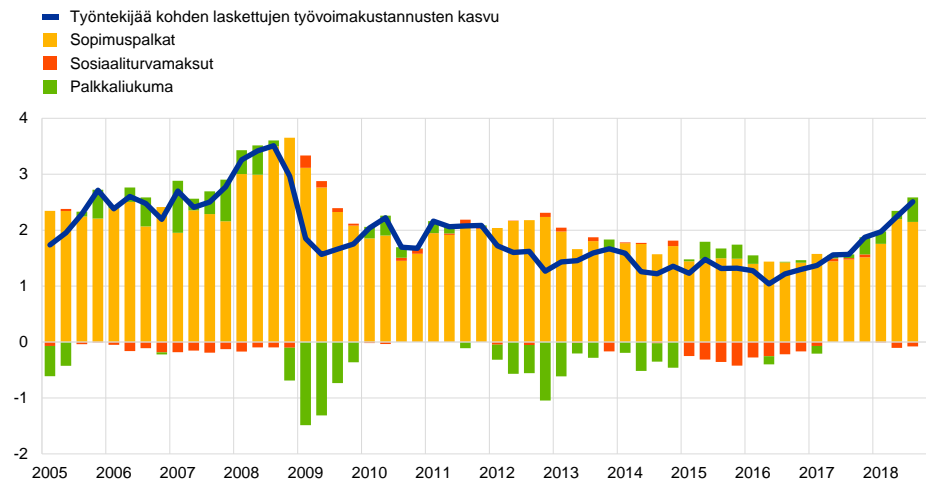
Kokonaispalkkaliukumaa ei voi havainnoida, vaan se johdetaan tässä kehikossa työntekijäkohtaisten bruttopalkkojen ja sopimuspalkkojen kasvuvauhtien erotuksena. Tämä viittaa siihen, että kokonaispalkkakasvu työntekijää kohden laskettuina työvoimakustannuksina mitattuna voidaan pilkkoa palkkojen kasvuun sekä palkkaliukumaan ja sosiaaliturvamaksujen muutosten vaikutukseen, kun viimeksi mainittu on määritelmällisesti työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuisen kasvuvauhdin sekä työntekijää kohden laskettujen bruttopalkkojen vuotuisen kasvuvauhdin erotus. Tällä tavoin laskettu palkkaliukuma heijastelee vääjäämättä talouden työllisyysrakenteen muutoksia sen mukaan, missä määrin työehtosopimukset sitovat yrityksiä ja miten työntekijää kohden tehdyt keskimääräiset työtunnit kehittyvät, eli muutakin kuin työmarkkinamuutosten vaikutusta palkkapreemioon.

Palkkaliukuma oli tärkein palkkojen kasvun taustatekijä palkkojen nousun alkuvaiheessa, mutta nyt palkkojen kasvu saa tukea myös sopimuspalkkojen noususta. Vuoden 2016 toisen neljänneksen ja vuoden 2017 viimeisen neljänneksen välisenä aikana palkkaliukuman 0,4 prosenttiyksikön kasvu oli keskeisin syy siihen, että työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti kiihtyi 1,0 prosentista 1,8 prosenttiin (ks. kuvio A). Tämän jakson aikana sopimuspalkkojen kasvu pysyi jokseenkin vakiona ja alkoi kiihtyä vasta vuonna 2018 nousten 2,1 prosenttiin vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä, kun se oli ollut 1,5 % vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä. Näin ollen työntekijäkohtaisten työvoimakustannusten kasvun kiihtyminen vuoden 2017 viimeisen neljänneksen 1,9 prosentista 2,5 prosenttiin vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä sai merkittävästi tukea myös sopimuspalkkojen noususta.

Kuvio A

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu alarittain

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuorein havainto on vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä.

Tehtyjen työtuntien muutokset eivät vaikuttaneet ratkaisevasti palkkaliukuman viimeaikaiseen kehitykseen.

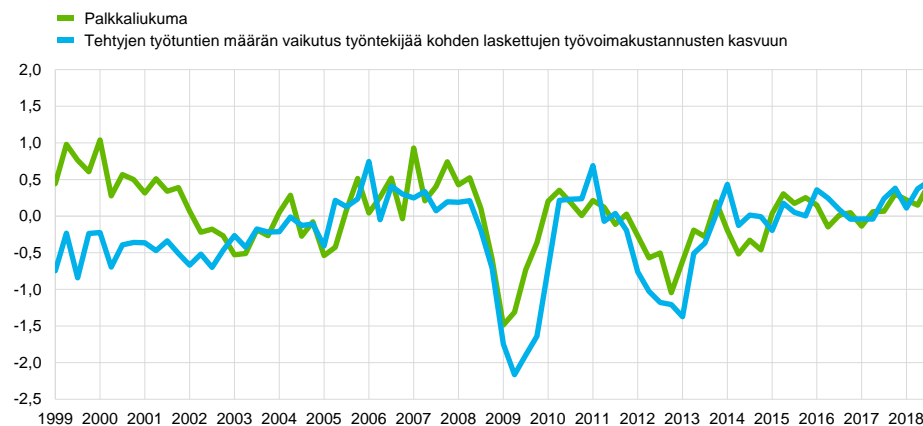
Jos oletetaan, että sopimuspalkkojen kasvu useimmissa tapauksissa liittyy implisiittisesti tuntipalkkoihin, palkkaliukuma voi heijastaa työntekijää kohden tehtyjen työtuntien muutoksia, joita aiheutuu esimerkiksi ylitöistä tai koko- ja osa-aikaisen työllisyyden vaihteluista.²⁸ Työntekijää kohden laskettujen työtuntien ja työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten muutosten vertailu palkkaliukumaan osoittaa, että työntekijää kohden laskettujen työtuntien tuntuva väheneminen vuosina 2008–2009 ja 2012–2013 näkyi odotetusti siten, että palkkaliukumalla oli voimakkaan negatiivinen vaikutus palkkojen kokonaiskasvuun. Vuodesta 2014 lähtien työntekijää kohden tehtyjen työtuntien muutokset ovat kuitenkin liittyneet yksittäisten vuosineljännten palkkaliukuman muutoksiin vain löyhästi, mikä viittaa siihen, että tehtyjen työtuntien muutoksilla on ollut rajallinen rooli kokonaispalkkaliukuman kehityksessä.

²⁸ Palkkaliukuman arviointiin liittyy useita varauksia. Esimerkiksi palkkaliukuman laskennassa käytetyt euroalueen sopimuspalkkatiedot on koostettu yhdenmukaistamattomista maakohtaisista tiedoista. Tämä voi vaikuttaa myös lasketun palkkaliukuman luotettavuuteen. Lisäksi palkkaliukuma lasketaan bruttopalkkojen ja sopimuspalkkojen vuotuisten kasvuvauhtien erotuksena eikä sopimuspalkkojen vaikutuksena kokonaispalkkakasvuun. Tämä johtuu siitä, että toisin kuin työvoimakustannuksia koskevat tiedot sopimuspalkkatiedot eivät yleensä ole saatavilla tasoittain.

Kuvio B

Palkkaliukuma ja tehtyjen työtuntien vaikutus työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuun

(vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuorein havainto on vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä.

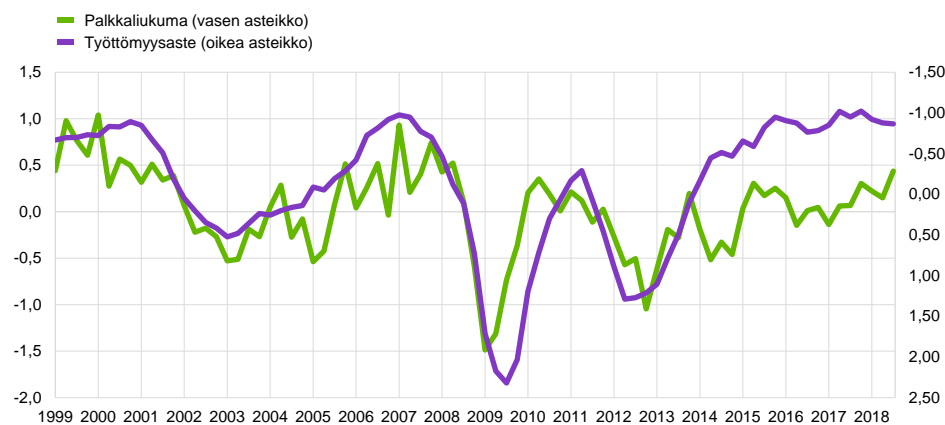
Palkkaliukuma reagoi yleensä varsin nopeasti työmarkkinatilanteen suhdannemuutoksiin.

Kuten kuvio C osoittaa, palkkaliukuma reagoi työttömyysasteen muutoksilla kuvattuihin työmarkkinoiden suhdannemuutoksiin yleensä hyvin lyhyellä viiveellä. Palkkaliukuman välitön reaktio suhdannetilanteen muutoksiin liittyy kannustinpalkkioiden ja erityispalkkioiden käyttöön sellaisissa suhdannekierron vaiheissa, joissa tuottavuus ja kannattavuus kasvavat. On kuitenkin syytä huomata, että palkkaliukuman ja työmarkkinoiden suhdannekehityksen suhde oli paljon epäselvempi vaikean palkkojen nousun aikana vuosina 2013–2016. Tämän jakson aikana palkkamalltia näyttää sovelletun myös joustaviin palkitsemiskomponentteihin, kuten kannustinpalkkioihin.

Kuvio C

Palkkaliukuma suhdannekierron eri vaiheissa

(vasen asteikko: vaikutus prosenttiyksikköinä; oikea asteikko: prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä. Työttömyysasteen aikasarja kuvaa työttömyysasteen vuotuista muutosta. Oikeanpuoleinen asteikko on käänteinen.

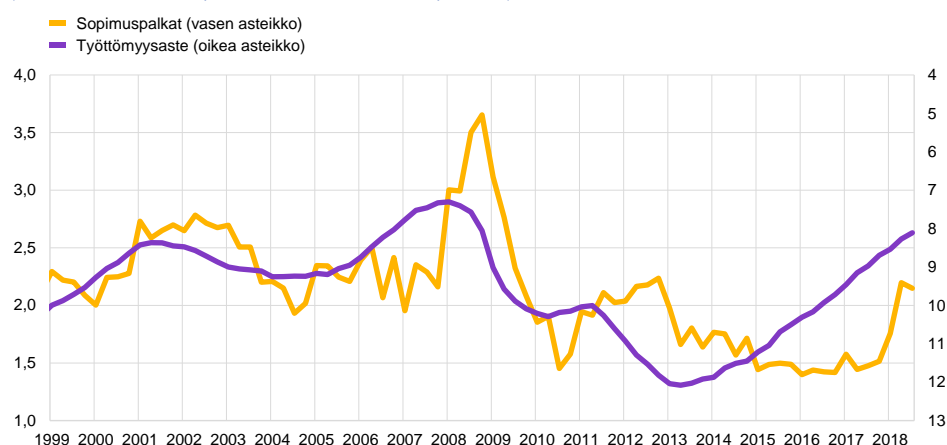
Sopimuspalkkojen kasvu on tyypillisesti pysyvämpää kuin palkkaliukuma.

Siten se reagoi epäsuoremmin työttömyysasteen muutoksiin mutta on riippuvaisempi työttömyysasteen tasosta (ks. kuvio D). Itse asiassa samoin kuin työttömyysaste antaa viitteitä työmarkkinatilanteesta työehtoneuvotteluja varten, sopimuspalkat näyttävät reagoivan vain työttömyysasteen yksisuuntaiseen kumulatiiviseen muutokseen ja siten sopeutuvan työmarkkinoiden suhdannekehitykseen pidemmällä viiveellä. Tällainen viive ja sopimuspalkkojen kasvun suurempi pysyvyys ovat sopusoinnussa suurten euroalueen maiden työehtosopimusneuvotteluprosessien kanssa, joissa palkat usein sovitaan yhtä vuotta pidemmiksi jaksoiksi kerrallaan. Lisäksi toimialakohtaisten työehtosopimusneuvottelujen limittäiset aikataulut viittaavat siihen, ettei kaikkia sopimuksia yleensä neuvotella samana vuonna, ja siitäkin syystä voi kestää jonkin aikaa, kunnes suhdannekehitys heijastuu täysimääräisesti sopimuspalkkojen kokonaiskasvuun.

Kuvio D

Sopimuspalkkojen kasvun ja työttömyysasteen kehitys

(vasen asteikko: vuotuinen prosenttimuutos; oikea asteikko, prosenttia)



Lähteet: Eurostat, EKP ja EKP:n laskelmat.
Huom. Viimeisin havainto vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä. Oikeanpuoleinen asteikko on käänteinen.

Sopimuspalkkojen kasvun suurempi pysyvyys tukee luottamusta siihen, että palkkojen viimeaikainen kasvu on kestävä. Sopimuspalkkojen kasvu ennakoi palkkakehitystä joksikin aikaa eteenpäin ja toimii siten pohjana toteutuvalla palkkakehitykselle. Tästä syystä palkkojen kasvunäkymät ovat nyt vakaammalla pohjalla kuin silloin, jos ne perustuisivat vain palkkaliukumaan, joka reagoi nopeammin työmarkkinatilanteen muutoksiin. Vaikka yleisesti ottaen on mahdollista, että palkkaliukuma muuttuisi jopa negatiiviseksi odottamattoman epäsuotuisan makrotalouskehityksen toteutuessa, vaikutuksen olisi kuitenkin oltava epätavallisen voimakas riittääkseen kumoamaan sopimuspalkkojen viimeaikaisen nousun positiivisen vaikutuksen. Voidaan odottaa, että viimeaikaiset työehtosopimukset ja palkkojen nousun laajeneminen eri toimialoille ja maihin tukevat jatkossa palkkojen kasvua edelleen.

Vuoden 2019 alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi

Euroopan komissio julkisti 21.11.2018 lausuntonsa euroalueen hallitusten vuoden 2019 alustavista talousarviosuunnitelmista sekä arvion euroalueen julkisen talouden kokonaistilanteesta.

Kuhunkin lausuntoon sisältyy arvio siitä, onko asianomainen suunnitelma vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukainen. Tämä arvio on tärkeä, koska siinä tarkastellaan sitä, ovatko maat sisällyttäneet suunnitelmiinsa niille talouspolitiikan eurooppalaisella ohjauksella 2018 annetut finanssipolitiikkaa koskevat maakohtaiset suositukset, jotka Ecofin-neuvosto hyväksyi 13.7.2018.²⁹ Suosituksissa ehdotetaan muun muassa, että maat, joiden julkisen talouden velan suhde BKT:hen on suuri, pyrkisivät vähentämään velkaantuneisuuttaan riittävän nopeasti. Tämä parantaisi niiden häiriönsietokykyä tulevissa talouden taantumissa.³⁰

Komission lausunnoista ilmenee, että euroalueen maiden julkisen talouden kehitys on ollut hyvin epäyhtenäistä.

Yhtäältä komissio katsoo syksyn 2018 talousennusteensa pohjalta, että kymmenen maan alustavat talousarviosuunnitelmat noudattavat vakaus- ja kasvusopimusta – määrä on suurempi kuin koskaan ennen.³¹ Näitä maita ovat Saksa, Irlanti, Kreikka, Kypros, Liettua, Luxemburg, Malta, Alankomaat, Itävalta ja Suomi (kaikki vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä, ks. kuvio A). Maiden julkisen talouden odotetaan pysyttelevän kestäväällä pohjalla vuonna 2019 niiden keskipitkän aikavälin tavoitteiden mukaisesti.³² Komissio katsoo myös, että kolmen muun maan alustavat talousarviosuunnitelmat ovat ”pitkälti” vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisia.³³ Kyseessä ovat Viro, Latvia ja Slovakia. Toisaalta niillä mailla, joiden julkinen talous on kauimpana kestävältä pohjalta, alustaviin talousarviosuunnitelmiin liittyy suurin riski vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksista poikkeamisesta. Komission talousennusteen mukaan näiden maiden rakenteellisten toimenpiteiden arvioidaan merkittävästi alittavan niiden vakaus- ja kasvusopimuksen mukaiset sitoumukset (ks. kuvio B). Tämä koskee etenkin suurinta osaa maista, joiden julkisen talouden velkasuhteen arvioidaan olevan vuonna 2019 korkea, yli 90 % (ks.

²⁹ Ks. tarkemmin [vuoden 2018 talouspolitiikan eurooppalaisen ohjauksjakson maakohtaiset finanssipolitiikkasuositukset](#). Lisää taustaa ja yksityiskohtaisempia tietoja on EKP:n Talouskatsauksen 4/2018 kehikossa ”Vuoden 2018 talouspolitiikan eurooppalaisen ohjauksjakson maakohtaiset finanssipolitiikkasuositukset”.

³⁰ Alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi kattoi myös Kreikan, joka oli mukana nyt ensimmäistä kertaa sen jälkeen, kun sen talouden sopeutusohjelma vetiinkiin elokuussa päätökseen.

³¹ Viime vuoteen verrattuna maita, joiden suunnitelmat todettiin täysin vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisiksi, on neljä enemmän.

³² Kreikalla ei vielä ole julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitetta, mutta komissio arvioi, että sen ylijäämä ylittää uuden tavoitteen, jota ei vielä ole vahvistettu. Komission Vade Mecum on the Stability and Growth Pact -käsikirjan mukaan maiden, joiden rakenteellinen rahoitusasema poikkeaa keskipitkän aikavälin tavoitteesta enintään 0,25 % suhteessa BKT:hen, katsotaan saavuttaneen keskipitkän aikavälin tavoitteensa.

³³ 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.

kuvio A).³⁴ Viiden maan alustaviin talousarviosuunnitelmiin katsotaan erityisesti liittyvän "vaara poiketa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksista".³⁵ Näitä maita ovat Espanja, joka kuuluu tällä hetkellä vakaus- ja kasvusopimuksen korjaavan osan piiriin – sen liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn korjausten määräaika on vuonna 2018 –, sekä sopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä olevat Belgia, Ranska, Portugali ja Slovenia. Viimeksi mainittu maa esitti muuttumattomaan politiikkaan perustuvan suunnitelman, koska sen hallitus oli nimitetty vasta äskettäin. Euroryhmä kehottaa asianomaisia maita "hyvissä ajoin harkitsemaan tarvittavia lisätoimenpiteitä komission nimeämiin riskeihin puuttumiseksi ja sen varmistamiseksi, että niiden vuoden 2019 talousarvio on vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten mukainen".

Italian kohdalla komissio antoi ensimmäistä kertaa lausunnon, jossa todetaan, että maan talousarviosuunnitelmassa jätetään vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimukset "erityisen vakavasti noudattamatta".³⁶ Jos suunnitelmassa havaitaan vaara erityisen vakavasta vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten noudattamatta jättämisestä - eli jos suunnitelman sisältämät rakenteelliset toimenpiteet jäävät selvästi vaatimuksia vähäisemmiksi - komissio voi pyytää asianomaista jäsenvaltiota esittämään päivitetyn talousarviosuunnitelman. Italialle esitettiin 23.10. tällainen pyyntö. Italian viranomaisten 13.11. toimittamassa tarkistetussa talousarviosuunnitelmassa alijäämätavoitteet pysyivät ennallaan, minkä johdosta komissio vahvisti 21.11. arvionsa erityisen vakavasta noudattamatta jättämisestä. Samaan aikaan komissio arvioi, että Italian vuoden 2019 finanssipoliittiset suunnitelmat merkitsivät olennaista muutosta niissä merkityksellisissä tekijöissä, joita komissio tarkasteli toukokuussa 2018 julkaistussa, Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) artiklan 126 kohdan 3 mukaisessa kertomuksessaan. Näin ollen komissio julkaisi 21.11. myös uuden SEUT artiklan 126 kohdan 3 mukaisen kertomuksen, joka perustui vuodelta 2017 raportoituihin tietoihin. Tässä kertomuksessa komissio päätteli, että velkakriteerin oli katsottava jääneen noudattamatta, minkä johdosta Italian osalta saatettaisiin käynnistää liiallisia alijäämiä koskeva menettely velkasäännön perusteella. Euroryhmä tuki 3.12. annetussa lausunnossaan komission arviota ja suositteli, että Italia toteuttaisi tarvittavat toimenpiteet vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamiseksi. Komissio lähetti 19.12. Italian viranomaisille kirjeen, jossa se noteerasi hallituksen 18.12. päivätyssä kirjeessään esittämät finanssipoliittiset toimet ja totesi, että mikäli Italian parlamentti hyväksyisi ne ennen vuoden loppua, "komission ei tarvitsisi suositella tässä vaiheessa liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn käynnistämistä".³⁷

³⁴ Sloveniaa lukuun ottamatta näiden maiden ei odoteta vuonna 2019 supistavan julkista velkaansa kohti BKT:hen suhteutettua 60 prosentin viitearvoa vakaus- ja kasvusopimuksen velkasäännön mukaisesti.

³⁵ 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 2019 ja/tai että velan supistamisen viitearvo ylittyy niissä maissa, joihin sitä sovelletaan.

³⁶ Mukaan lukien tapaukset, joissa rakenteellisen rahoitusaseman kohenemisen kohti maakohtaisia keskipitkän aikavälin tavoitteita ennustetaan alittavan vaatimukset merkittävästi eli BKT:hen suhteutettuna yli 0,5 prosenttiyksiköllä. Tämä on kynnysarvo merkittävää sopeutusuralta poikkeamista koskevan menettelyn käynnistämiseksi vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevässä osassa.

³⁷ Ks. tarkemmin [komission lehdistötiedote](#).

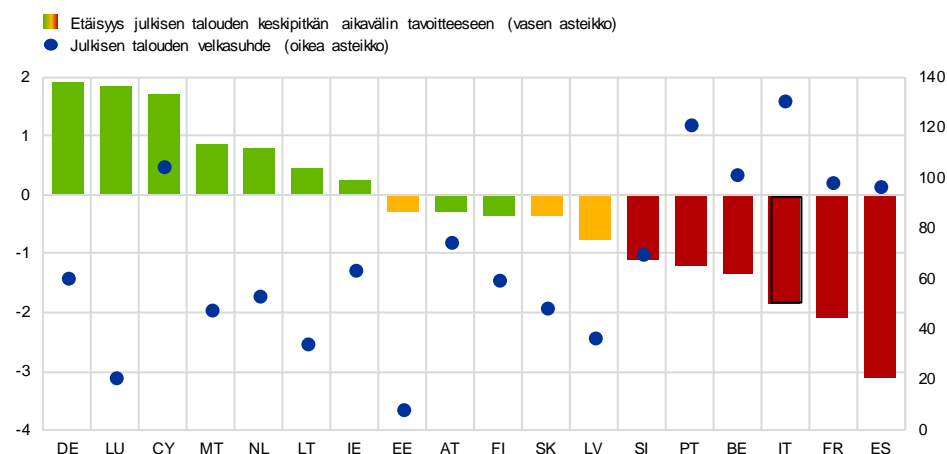
Jatkuva julkisen talouden puskurien keräämättä jättäminen maissa, joilla on suuri julkisen talouden velka, herättää huolta, koska se lisää riskiä, että maat joutuvat pakosta kiristämään finanssipolitiikkaansa tulevissa taantumissa. Yksi

viime kriisin tärkeimmistä opetuksista oli se, että kestävällä pohjalla oleva julkinen talous tarjoaa maille sen finanssipoliittisen liikkumavaran, jota ne saattavat tarvita yllättävistä häiriöistä selviytymiseen. Koska euroryhmän viimevuotista suositusta ei noudatettu, euroryhmä näin ollen ”toistaa, että eräiden jäsenvaltioiden suuren velan hidas supistumistahti herättää yhä huolta, ja siihen olisi reagoitava päättäväisesti.” Se painotti myös, että ”nykyinen taloustilanne vaatii julkisen talouden puskurien kiireellistä palauttamista etenkin jäsenvaltioissa, jotka eivät ole saavuttaneet julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteitaan”.

Kuvio A

Julkisen talouden velka ja rakenteellisten rahoitusasemien ja julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteiden väliset erot vuonna 2018

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2018 talousennuste, EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään maiden rakenteellisten rahoitusasemien poikkeamat niiden keskipitkän ajan tavoitteista vuonna 2018. Vihreät (oranssit) palkit edustavat maita, joiden vuoden 2019 alustavat talousarviosuunnitelmat komissio katsoo (pitkälti) vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisiksi. Punaiset palkit edustavat maita, joiden kohdalla komissio katsoo, että niiden alustaviin vuoden 2019 talousarviosuunnitelmiin liittyy vaara vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten noudattamatta jättämisestä. Italiaa edustava mustareunainen punainen palkki ilmentää komission kantaa, jonka mukaan alustavaan talousarviosuunnitelmaan liittyy erityisen vakava vaara vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten noudattamatta jättämisestä. Kreikka ei ole mukana kuviossa, koska sillä ei tällä hetkellä ole julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitetta. Komissio katsoi Kreikan vuoden 2019 alustavan talousarviosuunnitelman noudattavan vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksia.

On puuttuttava syihin, joiden vuoksi jotkin maat eivät edisty riittävästi julkisen taloutensa saattamisessa kestävälle pohjalle. Vakaus- ja kasvusopimuksen

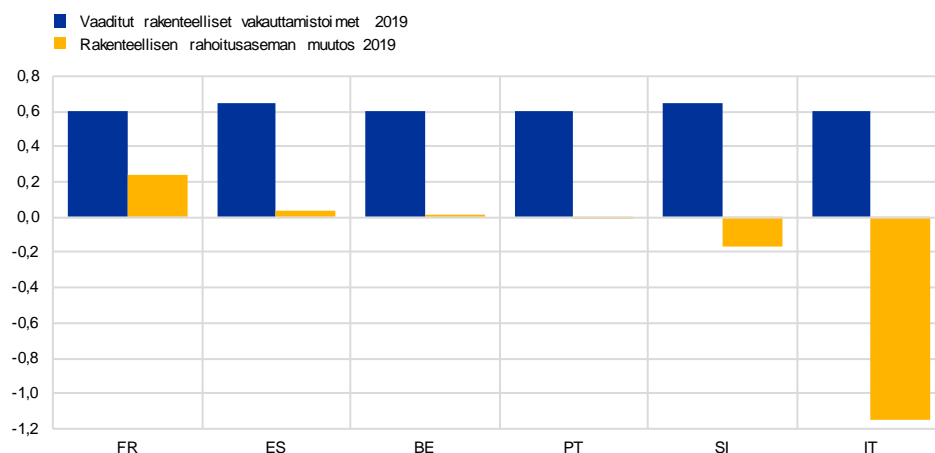
korjaavassa osassa on ensinnäkin tarpeen tarkistaa ”nimellisiä strategioita”. Tällaisissa strategioissa maat, jotka ovat liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä, eivät täytä rakenteellisten vakauttamistoimien vaatimuksiaan, vaikka noudattavatkin nimellisiä alijäämätavoitteitaan. Näin ollen monilla maille oli kriisin jälkeisen liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn päättyessä yhä suuria rakenteellisia alijäämiä, jotka tekevät ne haavoittuviksi tulevissa taantumissa. Toiseksi vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevässä osassa on puuttuttava jouston

soveltamiseen.³⁸ Ecofin-neuvoston vuoden 2016 alussa hyväksymän joustoa koskevan yhteisen kannan mukaan talousarvion sopeuttamisvaatimuksia voidaan suhdannevaihtelujen aikana mukauttaa käyttäen matriisia, jossa jäsenvaltioilta edellytetään laajempia finanssipoliittisia toimia hyvinä taloudellisina aikoina ja/tai julkisen talouden velan ollessa korkealla tasolla, kun taas huonoina aikoina ja/tai julkisen talouden velan ollessa alhaisella tasolla riittävät vähäisemmät finanssipoliittiset toimet. Yhteisen kannan mukaan myös rakenteellisten vakauttamistoimien supistaminen on sallittua, jos vastaavasti toteutetaan lisää rakenneuudistuksia ja investointeja. Sekä Euroopan tilintarkastustuomioistuimen vuonna 2018 laatimassa erityiskertomuksessa vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevästä osasta että Euroopan finanssipoliittisen komitean vuoden 2018 vuosikertomuksessa painotetaan, että jouston eri muotojen kumulatiivisten vaikutusten vuoksi ei ole taattua, että jäsenvaltiot, varsinkaan suuresti velkaantuneet, etenevät kohti keskipitkän aikavälin tavoitettua kohtuullisessa ajassa. Tämä voi tehdä jäsenvaltiot haavoittuviksi seuraavan taantumun tullen.

Kuvio B

Suosittelut ja arvioidut rakenteellisen rahoitusaseman sopeutustoimet vuonna 2019 – alustavat talousarviosuunnitelmat, joihin liittyy vaara tai erityisen vakava vaara vaatimusten noudattamatta jättämisestä

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2018 talousennuste ja Ecofin-neuvoston 13.7.2018 antamat finanssipoliittikkaa koskevat maakohtaiset suositukset.

Jotta talous- ja rahaliittoa pystytään edelleen syventämään, EU:n finanssipoliittikan ohjaus- ja hallintajärjestelmän täysi toimivuus on jatkossa olennaisen tärkeää. Nykyisten sääntöjen puutteiden tunnistamiseen ja korjaamiseen tulee lähiaikoina tilaisuus, kun vuosina 2011 ja 2013 sääntöjen

³⁸ Komissio julkaisi toukokuussa 2018 arvionsa vakaus- ja kasvusopimukseen vuonna 2015 lisätystä joustosta. Komission analyysissä – jossa keskitytään enemmän sääntöjen rakenteeseen kuin niiden täytäntöönpanoon – esitetään, että finanssipoliittisten toimien mukauttaminen ”vaatimusmatriisiin” ei hidasta tarvittavien julkisen talouden sopeutustoimien normaalia tahtia ja että se näin ollen tukee julkisen talouden saattamista kestäväälle pohjalle keskipitkällä aikavälillä eikä heikennä velan supistamista. Analyysissä todetaan kuitenkin myös, että jäsenvaltioiden tosiasialliset finanssipoliittiset toimet ovat jääneet vaadittua vähäisemmiksi.

vahvistamiseksi käyttöön otetut six pack- ja two pack -säädöspaketit tulevat arvioitavaksi.

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

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 ¹⁾ (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 ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3.5	2.9	2.3	1.2	6.9	2.1	0.7	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.2	1.6	1.8	0.6	6.7	1.9	1.6	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.7	2.2	1.7	1.9	6.9	2.4	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2017 Q4	0.9	0.6	0.4	0.4	1.5	0.7	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4
2018 Q1	0.9	0.5	0.1	-0.3	1.5	0.4	2.2	1.9	2.2	2.7	1.3	2.2	1.3
Q2	1.0	1.0	0.4	0.7	1.7	0.4	2.5	2.0	2.7	2.4	0.7	1.8	1.7
Q3	.	0.9	0.6	-0.6	1.6	0.2	2.9	2.2	2.6	.	1.1	2.3	2.1
2018 June	.	.	.	.	.	.	2.8	2.0	2.9	2.4	0.7	1.9	2.0
July	.	.	.	.	.	.	2.9	2.1	2.9	2.5	0.9	2.1	2.1
Aug.	.	.	.	.	.	.	2.9	2.1	2.7	2.7	1.3	2.3	2.0
Sep.	.	.	.	.	.	.	2.9	2.3	2.3	2.4	1.2	2.5	2.1
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.5	2.4	1.4	2.5	2.2
Nov. ³⁾	2.0

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 ¹⁾					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.1	3.6	-0.6
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.1	1.2	1.1
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.6	3.1	7.3
2017 Q4	53.4	54.6	55.2	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.2	1.6	1.5	1.7
2018 Q1	53.6	54.6	53.4	52.1	53.0	57.0	53.8	53.5	52.4	1.2	0.6	1.6
Q2	53.9	55.9	54.3	52.3	52.5	54.7	53.2	54.2	50.3	-0.2	-0.9	0.2
Q3	53.1	54.8	53.9	51.5	52.1	54.3	52.6	53.2	49.8	2.0	0.7	2.8
2018 June	54.1	56.2	55.2	52.1	53.0	54.9	53.0	54.5	50.0	-0.2	-0.9	0.2
July	53.6	55.7	53.5	51.8	52.3	54.3	52.7	53.9	49.9	1.2	-0.5	2.2
Aug.	53.2	54.7	54.2	52.0	52.0	54.5	53.0	53.3	49.9	1.7	0.1	2.7
Sep.	52.5	53.9	54.1	50.7	52.1	54.1	52.3	52.5	49.6	2.0	0.7	2.8
Oct.	53.0	54.9	52.1	52.5	50.5	53.1	51.9	53.4	50.0	.	.	.
Nov.	53.3	54.7	50.7	52.4	51.9	52.7	52.1	53.7	49.9	.	.	.

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 ¹⁾					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
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	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2018 May	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.34	-0.03
June	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.33	-0.04
July	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.34	-0.04
Aug.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.32	-0.04
Sep.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.35	-0.04
Oct.	-0.37	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.46	-0.08
Nov.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.65	-0.10

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 ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	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
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	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018 May	-0.63	-0.72	-0.69	-0.25	0.40	1.12	0.63	0.73	-0.76	-0.52	0.57	1.34
June	-0.62	-0.71	-0.68	-0.26	0.38	1.09	0.54	0.60	-0.75	-0.52	0.53	1.31
July	-0.62	-0.65	-0.59	-0.16	0.46	1.11	0.54	0.60	-0.64	-0.39	0.61	1.36
Aug.	-0.63	-0.67	-0.63	-0.23	0.37	1.04	0.41	0.71	-0.68	-0.46	0.50	1.28
Sep.	-0.62	-0.63	-0.55	-0.09	0.51	1.14	0.49	0.77	-0.59	-0.31	0.68	1.36
Oct.	-0.75	-0.73	-0.63	-0.17	0.43	1.17	0.48	0.67	-0.66	-0.37	0.60	1.31
Nov.	-0.67	-0.70	-0.64	-0.23	0.37	1.06	0.30	0.57	-0.68	-0.45	0.50	1.28

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
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	376.9	3,491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2,449.1	20,209.0
2018 May	392.3	3,537.1	806.4	272.3	735.3	351.0	182.5	653.1	527.3	287.9	302.6	819.1	2,701.5	22,590.1
June	383.4	3,442.8	797.5	273.1	719.5	346.7	169.0	647.2	543.6	279.9	290.9	828.1	2,754.4	22,562.9
July	383.8	3,460.9	793.5	273.8	711.4	353.1	169.4	647.6	536.6	287.9	291.0	838.8	2,793.6	22,309.1
Aug.	382.5	3,436.8	785.2	273.0	711.6	357.5	167.9	653.3	529.4	282.1	288.7	834.2	2,857.8	22,494.1
Sep.	376.4	3,365.2	779.9	265.1	692.5	356.4	168.0	649.7	511.7	278.1	274.6	807.2	2,901.5	23,159.3
Oct.	359.0	3,244.5	733.7	253.2	657.3	349.6	160.1	607.6	483.0	269.0	277.7	783.7	2,785.5	22,690.8
Nov.	351.3	3,186.4	692.3	258.1	649.3	328.6	157.2	589.4	459.6	277.1	293.9	757.5	2,723.2	21,967.9

Source: ECB.

2 Financial developments

2.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(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 ³⁾	By initial period of rate fixation			APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year			Over 5 and up to 10 years		Over 10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2017 Nov.	0.04	0.44	0.33	0.75	6.21	16.83	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.16	1.87
Dec.	0.04	0.44	0.34	0.73	6.09	16.86	4.47	5.39	5.80	2.31	1.68	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018 Jan.	0.04	0.44	0.36	0.69	6.16	16.92	5.02	5.83	6.28	2.30	1.67	1.87	1.91	1.90	2.14	1.84
Feb.	0.04	0.44	0.34	0.69	6.19	16.88	4.72	5.70	6.19	2.37	1.64	1.88	1.93	1.91	2.14	1.84
Mar.	0.04	0.45	0.35	0.67	6.14	16.89	4.71	5.57	6.05	2.34	1.63	1.84	1.95	1.91	2.14	1.84
Apr.	0.04	0.45	0.34	0.61	6.12	16.87	4.95	5.67	6.15	2.36	1.62	1.85	1.96	1.90	2.13	1.83
May	0.04	0.46	0.34	0.57	6.10	16.89	4.83	5.88	6.39	2.39	1.58	1.85	1.97	1.90	2.13	1.83
June	0.03	0.46	0.33	0.63	6.04	16.84	4.47	5.64	6.10	2.31	1.60	1.81	1.97	1.88	2.12	1.82
July	0.03	0.45	0.33	0.63	6.01	16.80	4.85	5.75	6.22	2.40	1.63	1.83	1.93	1.85	2.12	1.81
Aug.	0.03	0.45	0.30	0.63	6.02	16.78	5.44	5.88	6.41	2.39	1.63	1.83	1.92	1.85	2.12	1.81
Sep.	0.03	0.45	0.30	0.69	6.05	16.71	5.30	5.74	6.27	2.37	1.60	1.82	1.91	1.85	2.09	1.79
Oct. ^(p)	0.03	0.45	0.29	0.73	5.98	16.74	5.04	5.72	6.19	2.44	1.59	1.80	1.91	1.87	2.09	1.80

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) ^{1), 2)}

(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
2017 Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.61	2.37	1.71	1.62	1.72	1.23	1.33	1.57	1.71
Dec.	0.04	0.06	0.32	2.35	2.40	2.46	2.31	1.70	1.67	1.71	1.34	1.28	1.53	1.71
2018 Jan.	0.04	0.05	0.39	2.35	2.39	2.52	2.33	1.65	1.61	1.72	1.12	1.37	1.60	1.67
Feb.	0.04	0.09	0.43	2.37	2.37	2.48	2.33	1.66	1.62	1.74	1.18	1.34	1.64	1.70
Mar.	0.04	0.08	0.40	2.33	2.39	2.53	2.34	1.67	1.61	1.70	1.26	1.39	1.66	1.73
Apr.	0.04	0.06	0.31	2.32	2.36	2.42	2.33	1.67	1.61	1.74	1.23	1.29	1.65	1.70
May	0.03	0.08	0.43	2.28	2.31	2.47	2.37	1.65	1.61	1.74	1.08	1.22	1.65	1.62
June	0.04	0.07	0.74	2.29	2.27	2.44	2.31	1.64	1.56	1.70	1.21	1.33	1.70	1.68
July	0.03	0.08	0.38	2.27	2.16	2.41	2.28	1.67	1.59	1.68	1.14	1.30	1.66	1.63
Aug.	0.03	0.08	0.60	2.25	2.21	2.42	2.35	1.66	1.63	1.74	1.10	1.27	1.69	1.64
Sep.	0.03	0.09	0.44	2.22	2.21	2.34	2.32	1.65	1.55	1.69	1.12	1.40	1.68	1.65
Oct. ^(p)	0.03	0.08	0.52	2.22	2.14	2.42	2.33	1.65	1.62	1.71	1.23	1.10	1.66	1.64

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 ¹⁾						
	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														
2015	1,269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1,241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1,241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 May	1,318	539	170	.	99	445	66	387	182	42	.	44	79	41
June	1,307	523	177	.	90	457	59	388	157	71	.	43	82	36
July	1,310	526	175	.	96	453	60	434	191	75	.	48	79	42
Aug.	1,306	525	174	.	95	447	65	405	201	58	.	31	82	33
Sep.	1,282	531	166	.	89	444	52	364	156	66	.	42	72	28
Oct.	1,271	524	163	.	92	439	53	402	175	66	.	47	77	38
Long-term														
2015	15,250	3,786	3,244	.	1,102	6,481	637	215	68	45	.	14	80	9
2016	15,393	3,695	3,217	.	1,197	6,643	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15,362	3,560	3,081	.	1,258	6,821	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 May	15,534	3,586	3,127	.	1,273	6,927	621	202	49	53	.	17	80	3
June	15,540	3,572	3,137	.	1,266	6,944	620	229	64	71	.	14	72	7
July	15,555	3,570	3,133	.	1,275	6,956	621	220	54	55	.	17	87	8
Aug.	15,563	3,578	3,141	.	1,258	6,964	622	131	50	38	.	2	38	3
Sep.	15,688	3,616	3,159	.	1,283	7,007	623	253	79	56	.	31	82	4
Oct.	15,741	3,673	3,178	.	1,282	6,980	628	210	60	57	.	14	69	9

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											
2015	16,518.8	4,303.2	3,390.4	.	1,163.8	6,958.9	702.4	6,814.4	584.3	968.3	5,261.9
2016	16,633.9	4,213.3	3,353.0	.	1,255.9	7,108.1	703.5	7,089.5	537.6	1,080.2	5,471.6
2017	16,603.0	4,079.8	3,236.7	.	1,327.9	7,258.9	699.8	7,954.8	612.5	1,249.5	6,092.8
2018 May	16,852.5	4,125.8	3,296.4	.	1,371.9	7,371.5	686.8	8,028.1	531.2	1,289.8	6,207.1
June	16,846.6	4,095.3	3,313.6	.	1,356.4	7,401.4	679.8	7,959.8	543.5	1,267.0	6,149.3
July	16,865.3	4,096.0	3,308.3	.	1,370.9	7,409.1	681.0	8,168.6	576.1	1,293.7	6,298.8
Aug.	16,869.4	4,102.6	3,315.0	.	1,353.3	7,411.0	687.5	8,020.0	521.1	1,282.6	6,216.3
Sep.	16,969.9	4,147.0	3,324.9	.	1,372.3	7,451.0	674.8	7,955.8	543.5	1,294.0	6,118.3
Oct.	17,011.9	4,197.0	3,340.7	.	1,373.6	7,419.1	681.5	7,548.9	515.4	1,202.0	5,831.6
Growth rate											
2015	0.2	-7.0	5.5	.	4.9	1.8	0.6	1.1	4.2	1.8	0.6
2016	0.4	-3.0	-1.1	.	6.5	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	-0.1	.	6.2	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2018 May	1.1	-0.1	0.4	.	5.9	1.6	-1.9	1.4	1.6	5.4	0.5
June	1.2	-0.6	1.9	.	5.2	1.8	-4.0	1.3	1.6	5.0	0.5
July	1.2	-0.8	0.6	.	4.4	2.4	-2.5	1.2	0.4	4.8	0.6
Aug.	1.3	-0.2	0.9	.	3.8	2.2	-2.6	1.2	0.5	4.7	0.5
Sep.	1.7	0.9	0.9	.	4.9	2.4	-3.7	1.1	0.5	3.9	0.5
Oct.	1.8	0.9	1.6	.	4.5	2.4	-3.1	1.0	0.5	3.1	0.6

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-38	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM ²⁾	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91.7	87.6	88.6	82.9	81.6	88.4	105.7	87.0
2016	94.4	89.5	90.9	85.0	79.8	89.3	109.7	88.9
2017	96.6	91.4	92.0	85.9	79.7	90.0	112.0	90.0
2017 Q4	98.6	93.2	93.6	87.5	80.3	91.4	115.0	92.0
2018 Q1	99.6	94.0	94.4	88.1	81.3	91.9	117.0	93.4
Q2	98.4	93.1	93.2	87.2	80.4	91.0	117.0	93.4
Q3	99.2	93.7	93.4	.	.	.	119.2	94.8
2018 June	97.9	92.6	92.4	-	-	-	116.7	93.0
July	99.2	93.8	93.5	-	-	-	118.2	94.2
Aug.	99.0	93.4	93.2	-	-	-	119.0	94.6
Sep.	99.5	94.0	93.6	-	-	-	120.4	95.6
Oct.	98.9	93.4	92.9	-	-	-	119.0	94.4
Nov.	98.3	92.9	92.3	-	-	-	117.9	93.5
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2018 Nov.	-0.6	-0.6	-0.7	-	-	-	-0.9	-1.0
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2018 Nov.	-0.2	-0.2	-1.2	-	-	-	2.6	1.6

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
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
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2017 Q4	7.789	7.533	25.650	7.443	311.597	132.897	4.232	0.887	4.6189	9.793	1.162	1.177
2018 Q1	7.815	7.438	25.402	7.447	311.027	133.166	4.179	0.883	4.6553	9.971	1.165	1.229
Q2	7.602	7.398	25.599	7.448	317.199	130.045	4.262	0.876	4.6532	10.330	1.174	1.191
Q3	7.915	7.417	25.718	7.455	324.107	129.606	4.303	0.892	4.6471	10.405	1.144	1.163
2018 June	7.551	7.382	25.778	7.449	322.697	128.529	4.304	0.879	4.6623	10.279	1.156	1.168
July	7.850	7.397	25.850	7.452	324.597	130.232	4.324	0.887	4.6504	10.308	1.162	1.169
Aug.	7.909	7.426	25.681	7.456	323.021	128.200	4.286	0.897	4.6439	10.467	1.141	1.155
Sep.	7.993	7.429	25.614	7.458	324.818	130.535	4.301	0.893	4.6471	10.443	1.129	1.166
Oct.	7.948	7.425	25.819	7.460	323.843	129.617	4.305	0.883	4.6658	10.384	1.141	1.148
Nov.	7.888	7.428	25.935	7.461	322.330	128.789	4.302	0.881	4.6610	10.292	1.138	1.137
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2018 Nov.	-0.8	0.0	0.4	0.0	-0.5	-0.6	-0.1	-0.2	-0.1	-0.9	-0.3	-1.0
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2018 Nov.	1.5	-1.6	1.6	0.3	3.3	-2.7	1.8	-0.8	0.6	4.5	-2.3	-3.2

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 ¹⁾			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>												
2017 Q3	24,839.7	25,633.3	-793.6	10,775.6	8,756.8	8,386.5	10,955.4	-62.2	5,065.0	5,921.1	674.8	14,129.9
Q4	24,835.5	25,544.2	-708.7	10,671.6	8,769.0	8,550.7	10,950.1	-55.6	4,999.1	5,825.1	669.7	13,898.7
2018 Q1	24,850.9	25,602.9	-752.0	10,593.7	8,682.3	8,529.5	10,919.5	-77.1	5,131.4	6,001.1	673.4	14,118.9
Q2	25,408.4	25,943.9	-535.5	10,732.7	8,687.8	8,742.0	10,994.5	-84.8	5,328.5	6,261.6	690.0	14,295.2
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2018 Q2	222.8	227.5	-4.7	94.1	76.2	76.7	96.4	-0.7	46.7	54.9	6.1	125.4
<i>Transactions</i>												
2017 Q4	81.9	-37.3	119.3	33.9	45.5	86.2	18.8	4.5	-44.4	-101.7	1.9	-
2018 Q1	453.5	328.1	125.4	63.0	-60.4	194.7	176.7	-4.5	188.9	211.8	11.4	-
Q2	98.7	14.8	83.8	-59.6	-122.8	-1.9	-42.4	40.5	113.0	180.0	6.6	-
Q3	89.2	-17.2	106.4	-19.4	5.7	45.2	-55.4	21.2	41.0	32.5	1.2	-
2018 Apr.	104.8	113.2	-8.4	21.9	-21.2	8.3	-22.5	12.1	66.2	156.9	-3.6	-
May	133.1	103.3	29.8	-23.6	-16.4	-2.9	-53.1	15.5	141.6	172.7	2.3	-
June	-139.2	-201.7	62.5	-57.9	-85.2	-7.3	33.1	12.9	-94.8	-149.6	7.9	-
July	104.3	95.9	8.4	-1.0	16.9	42.9	8.5	5.7	61.1	70.5	-4.3	-
Aug.	19.8	-10.3	30.1	10.3	7.5	20.7	-53.4	7.8	-22.3	35.7	3.3	-
Sep.	-34.9	-102.8	67.9	-28.7	-18.6	-18.5	-10.5	7.7	2.2	-73.6	2.3	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2018 Sep.	723.3	288.4	434.9	17.9	-131.9	324.2	97.7	61.7	298.5	322.6	21.0	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2018 Sep.	6.3	2.5	3.8	0.2	-1.1	2.8	0.9	0.5	2.6	2.8	0.2	-

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 ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	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>												
2015	10,534.2	10,060.1	5,743.1	2,172.5	2,110.8	1,014.6	640.4	449.7	33.6	474.1	4,865.1	4,391.1
2016	10,827.5	10,349.6	5,877.4	2,223.3	2,210.9	1,053.2	679.3	472.3	38.1	477.9	4,941.4	4,463.5
2017	11,205.8	10,683.0	6,058.2	2,279.5	2,302.9	1,121.6	716.3	459.2	42.4	522.8	5,293.6	4,770.8
2017 Q4	2,844.2	2,703.4	1,531.0	576.1	588.3	287.3	185.4	114.2	7.9	140.8	1,361.4	1,220.6
2018 Q1	2,865.1	2,725.0	1,543.6	578.1	592.1	291.4	184.2	115.0	11.2	140.0	1,356.6	1,216.6
Q2	2,889.6	2,757.0	1,553.2	585.2	603.8	297.8	188.7	115.9	14.8	132.6	1,378.0	1,245.3
Q3	2,905.1	2,784.5	1,561.7	587.6	610.2	300.5	191.2	117.1	24.9	120.7	1,387.6	1,266.9
<i>as a percentage of GDP</i>												
2017	100.0	95.3	54.1	20.3	20.6	10.0	6.4	4.1	0.4	4.7	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q4	0.7	0.3	0.2	0.2	1.2	0.1	2.6	1.8	-	-	2.2	1.6
2018 Q1	0.4	0.5	0.5	0.0	0.1	0.6	-0.7	0.2	-	-	-0.7	-0.5
Q2	0.4	0.4	0.2	0.4	1.5	1.3	2.5	0.5	-	-	1.0	1.1
Q3	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.0	0.5	0.2	-	-	-0.1	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2015	2.1	2.4	1.8	1.3	4.9	0.4	5.6	15.6	-	-	6.5	7.6
2016	1.9	2.4	2.0	1.8	4.0	2.7	5.8	4.3	-	-	3.0	4.2
2017	2.4	1.7	1.6	1.2	2.6	3.9	5.0	-3.6	-	-	5.2	3.9
2017 Q4	2.7	1.3	1.6	1.2	2.5	3.9	6.9	-6.8	-	-	6.4	3.7
2018 Q1	2.4	1.9	1.7	1.0	3.5	3.4	5.5	0.4	-	-	3.8	2.7
Q2	2.2	1.6	1.4	1.1	3.0	4.1	6.4	-4.7	-	-	3.8	2.7
Q3	1.6	1.7	1.0	0.9	3.1	2.0	4.9	2.9	-	-	2.4	2.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2017 Q4	0.7	0.3	0.1	0.0	0.2	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.4	-	-
2018 Q1	0.4	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	-	-
Q2	0.4	0.4	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	-	-
Q3	0.2	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.3	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2015	2.1	2.3	1.0	0.3	1.0	0.0	0.3	0.6	0.0	-0.2	-	-
2016	1.9	2.3	1.1	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.1	-0.4	-	-
2017	2.4	1.6	0.9	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.0	0.8	-	-
2017 Q4	2.7	1.3	0.8	0.2	0.5	0.4	0.4	-0.3	-0.3	1.4	-	-
2018 Q1	2.4	1.8	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.6	-	-
Q2	2.2	1.5	0.8	0.2	0.6	0.4	0.4	-0.2	-0.1	0.7	-	-
Q3	1.6	1.7	0.6	0.2	0.6	0.2	0.3	0.1	0.3	0.0	-	-

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	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
Current prices (EUR billions)												
2015	9,461.6	159.5	1,901.3	468.0	1,784.9	433.5	470.2	1,078.0	1,031.0	1,805.1	330.2	1,072.6
2016	9,715.8	158.6	1,962.6	486.8	1,836.0	452.7	464.1	1,098.7	1,069.3	1,849.8	337.2	1,111.7
2017	10,048.5	171.3	2,032.8	512.8	1,916.8	469.4	455.8	1,129.7	1,118.5	1,897.1	344.2	1,157.3
2017 Q4	2,551.4	43.7	520.0	131.5	486.3	119.0	114.0	285.3	284.8	479.7	86.9	292.8
2018 Q1	2,568.5	43.1	518.5	134.3	489.9	120.9	114.4	287.5	289.1	483.1	87.6	296.6
Q2	2,589.5	42.9	521.1	137.1	494.2	122.4	114.2	289.5	292.0	488.3	87.7	300.1
Q3	2,603.6	43.7	523.1	139.4	496.4	123.5	114.5	291.3	293.3	490.5	88.0	301.5
<i>as a percentage of value added</i>												
2017	100.0	1.7	20.2	5.1	19.1	4.7	4.5	11.2	11.1	18.9	3.4	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q4	0.7	0.8	1.2	1.2	0.7	0.3	0.3	0.3	0.8	0.3	0.2	0.6
2018 Q1	0.4	0.7	-0.7	0.8	0.8	1.7	-0.4	0.6	1.0	0.3	0.1	0.3
Q2	0.4	-0.5	0.4	1.1	0.5	1.4	0.6	0.0	0.7	0.2	-0.1	0.6
Q3	0.2	-0.3	-0.2	0.6	0.2	0.9	0.3	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1
<i>annual percentage changes</i>												
2015	1.9	-0.2	3.6	0.8	2.2	3.6	0.0	0.7	3.0	0.8	1.2	3.5
2016	1.9	-1.4	3.4	1.5	1.7	3.9	0.6	0.3	2.5	1.3	0.9	2.7
2017	2.4	0.8	3.1	3.2	3.1	4.3	-0.6	1.1	4.0	1.1	0.9	2.4
2017 Q4	2.8	2.5	3.9	4.3	3.4	3.7	0.0	1.3	4.4	1.2	1.0	2.1
2018 Q1	2.5	1.8	3.1	3.8	2.9	4.8	0.0	1.5	3.4	1.4	1.2	1.6
Q2	2.2	1.3	2.4	3.7	2.6	5.1	0.5	1.2	3.2	1.2	0.6	1.8
Q3	1.6	0.7	0.8	3.7	2.2	4.4	0.9	1.3	2.5	1.0	0.3	1.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2017 Q4	0.7	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2018 Q1	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
Q2	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2015	1.9	0.0	0.7	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.9	0.0	0.7	0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	-
2017	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2017 Q4	2.8	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.5	0.2	0.0	-
2018 Q1	2.5	0.0	0.6	0.2	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
Q2	2.2	0.0	0.5	0.2	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
Q3	1.6	0.0	0.2	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment ¹⁾

(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>													
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.9	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.0
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	6.0	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.2	7.0
2017	100.0	85.8	14.2	3.2	14.7	6.0	24.9	2.8	2.5	1.0	13.7	24.2	7.0
<i>annual percentage changes</i>													
2015	1.0	1.3	-0.3	-1.1	0.1	0.1	1.4	1.5	-0.4	1.1	2.8	1.1	0.6
2016	1.4	1.7	-0.3	-0.4	0.8	0.4	1.7	3.0	-0.2	1.9	2.7	1.4	0.7
2017	1.6	2.0	-0.5	-0.6	1.2	1.8	1.7	3.1	-1.2	1.5	3.1	1.3	1.4
2017 Q4	1.6	2.0	-0.7	-1.3	1.4	2.5	1.5	3.0	-1.6	1.7	3.4	1.3	1.1
2018 Q1	1.5	1.9	-0.8	-0.9	1.6	2.1	1.5	2.6	-1.0	1.6	3.1	1.2	0.5
Q2	1.5	1.8	-0.4	-0.5	1.6	2.6	1.3	2.6	-0.9	1.6	3.0	1.2	0.8
Q3	1.3	1.6	-0.3	0.2	1.2	2.5	1.4	3.2	-1.2	1.0	2.5	1.1	-0.8
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2015	100.0	80.3	19.7	4.4	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.0	21.9	6.2
2016	100.0	80.6	19.4	4.3	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.2	21.9	6.2
2017	100.0	81.0	19.0	4.2	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.4	21.8	6.2
<i>annual percentage changes</i>													
2015	1.2	1.4	0.1	-0.4	0.5	0.6	1.1	2.7	-0.2	1.4	3.0	1.2	1.1
2016	1.5	1.9	-0.3	-0.3	0.9	0.7	1.7	2.8	0.2	2.3	2.9	1.4	0.8
2017	1.4	1.9	-0.8	-1.0	1.2	1.9	1.4	3.0	-1.7	2.1	3.0	1.1	0.8
2017 Q4	1.8	2.4	-0.6	-0.7	2.0	3.6	1.5	3.1	-1.8	3.6	3.7	1.4	0.7
2018 Q1	1.4	2.0	-0.9	-1.1	1.7	2.4	1.2	2.3	-1.0	3.0	3.2	1.2	0.2
Q2	1.7	2.2	-0.5	0.3	1.8	2.7	1.1	3.0	-0.5	1.5	3.6	1.4	0.7
Q3	1.6	2.1	-0.2	0.4	1.7	3.3	1.3	3.6	-0.9	1.3	3.1	1.2	0.2
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2015	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.5	-0.3	1.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.5
2016	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
2017	-0.2	-0.1	-0.3	-0.4	0.0	0.1	-0.3	-0.1	-0.5	0.6	-0.1	-0.2	-0.6
2017 Q4	0.2	0.4	0.1	0.6	0.7	1.1	0.0	0.0	-0.3	1.9	0.2	0.1	-0.5
2018 Q1	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.0	1.3	0.1	-0.1	-0.3
Q2	0.2	0.4	-0.1	0.7	0.3	0.1	-0.2	0.4	0.4	-0.1	0.6	0.2	-0.1
Q3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.4	0.8	0.0	0.4	0.3	0.3	0.6	0.1	1.0

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 ¹⁾	Under-employment, % of labour force ¹⁾	Unemployment										Job vacancy rate ²⁾	
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ¹⁾	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	12	13	14	
% of total in 2016			100.0		81.7		18.3		52.2		47.8			
2015	160.730	4.6	17.470	10.9	5.6	14.305	9.8	3.165	22.3	9.262	10.7	8.208	11.1	1.5
2016	162.029	4.3	16.252	10.0	5.0	13.289	9.0	2.963	20.9	8.482	9.7	7.770	10.4	1.7
2017	162.659	4.1	14.763	9.1	4.4	12.095	8.1	2.668	18.8	7.637	8.7	7.126	9.5	1.9
2017 Q4	163.133	3.9	14.184	8.7	4.2	11.637	7.8	2.547	17.9	7.318	8.3	6.866	9.1	2.0
2018 Q1	162.591	4.0	13.932	8.5	4.2	11.429	7.7	2.503	17.6	7.190	8.2	6.742	8.9	2.1
Q2	163.179	3.9	13.506	8.3	3.9	11.062	7.4	2.444	17.1	6.966	7.9	6.540	8.7	2.1
Q3	-	-	13.198	8.1	-	10.752	7.2	2.446	17.0	6.819	7.8	6.378	8.5	-
2018 May	-	-	13.443	8.2	-	11.014	7.4	2.429	17.0	6.930	7.9	6.513	8.6	-
June	-	-	13.408	8.2	-	10.970	7.4	2.438	17.1	6.912	7.9	6.496	8.6	-
July	-	-	13.269	8.1	-	10.846	7.3	2.423	17.0	6.851	7.8	6.417	8.5	-
Aug.	-	-	13.164	8.1	-	10.722	7.2	2.443	17.0	6.800	7.8	6.364	8.4	-
Sep.	-	-	13.160	8.1	-	10.689	7.2	2.471	17.1	6.806	7.8	6.354	8.4	-
Oct.	-	-	13.172	8.1	-	10.669	7.2	2.503	17.3	6.796	7.7	6.375	8.4	-

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 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2015	2.6	2.9	1.4	7.0	2.3	0.5	-0.6	3.4	2.9	1.6	4.0	2.7	8.8
2016	1.6	1.8	1.8	1.9	1.7	0.5	3.1	0.5	1.6	1.0	2.1	1.4	7.2
2017	2.9	3.2	3.7	3.9	1.5	1.1	2.9	7.9	2.3	1.4	3.3	0.9	5.6
2017 Q4	4.2	4.8	5.3	6.1	2.1	-0.3	2.9	9.5	2.0	0.8	3.0	0.1	6.3
2018 Q1	3.1	3.4	3.1	4.3	2.4	0.6	2.6	6.5	1.6	1.6	1.9	0.2	5.3
Q2	2.4	2.8	1.9	4.5	2.1	-1.9	2.7	3.8	1.7	1.2	2.3	0.9	3.2
Q3	0.8	0.9	-0.2	2.0	1.3	-1.0	3.5	1.9	1.2	1.0	1.4	0.2	3.4
2018 May	2.9	3.2	2.7	4.2	3.1	-1.5	2.2	4.5	1.6	2.1	1.5	0.4	2.8
June	2.5	3.1	2.0	4.9	2.1	-2.7	3.4	3.0	1.6	1.9	1.5	1.2	3.9
July	0.5	0.6	0.1	1.8	-0.3	-1.2	2.2	2.1	1.0	1.0	1.0	-0.3	7.7
Aug.	1.2	1.5	-0.2	1.9	3.5	-0.7	2.2	2.4	2.2	1.8	2.7	-0.1	30.9
Sep.	0.8	0.9	-0.4	2.2	0.9	-1.0	4.6	1.2	0.3	0.2	0.4	1.2	-21.2
Oct.	1.2	1.5	-0.4	3.7	1.0	-3.1	-	-	1.7	2.3	1.7	1.5	-11.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2018 May	1.3	1.3	1.3	0.7	2.5	-0.1	0.4	1.8	0.3	1.4	-0.8	0.4	1.9
June	-0.7	-0.7	-0.4	-2.1	-1.0	0.5	0.7	-1.8	0.4	0.4	0.1	1.1	-0.2
July	-0.6	-0.7	-0.8	1.3	-1.2	0.7	0.0	-1.0	-0.6	-1.0	-0.1	-1.2	2.1
Aug.	1.2	1.2	0.5	2.0	1.9	1.7	-0.6	2.7	0.4	0.4	0.6	-0.7	21.5
Sep.	-0.6	-0.4	-0.3	-0.3	-1.0	-1.9	2.0	-0.5	-0.5	-0.2	-0.7	0.8	-37.2
Oct.	0.2	0.2	0.2	1.0	-0.2	-1.7	-	-	0.3	0.6	-0.1	1.0	9.1

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
1999-14	99.8	-5.8	80.7	-12.7	-14.5	-9.5	6.9	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.8	-2.8	81.3	-6.2	-22.4	1.0	8.7	88.5	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.2	-2.6	81.8	-7.7	-16.4	0.3	10.6	89.0	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.8	5.0	83.3	-2.5	-4.0	2.1	14.1	89.9	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 Q4	114.3	8.9	84.2	-0.2	1.7	3.9	16.1	90.1	59.7	60.7	56.0	57.2
2018 Q1	114.0	8.5	84.4	0.5	4.7	2.8	16.3	90.3	58.2	58.9	56.4	57.0
Q2	112.5	7.0	84.2	0.0	5.8	0.3	14.5	90.4	55.6	55.1	54.5	54.7
Q3	111.5	5.4	84.0	-1.8	6.7	1.5	14.8	90.4	54.3	54.0	54.4	54.3
2018 June	112.3	6.9	-	-0.6	5.6	0.7	14.4	-	54.9	54.2	55.2	54.9
July	112.1	5.8	84.2	-0.5	5.4	0.3	15.3	90.6	55.1	54.4	54.2	54.3
Aug.	111.6	5.6	-	-1.9	6.4	1.9	14.4	-	54.6	54.7	54.4	54.5
Sep.	110.9	4.7	-	-2.9	8.3	2.4	14.7	-	53.2	52.7	54.7	54.1
Oct.	109.7	3.0	83.9	-2.7	7.9	-0.8	13.3	90.1	52.0	51.3	53.7	53.1
Nov.	109.5	3.4	-	-3.9	7.9	-0.6	13.3	-	51.8	50.7	53.4	52.7

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) ¹⁾	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	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
2015	12.5	93.9	1.7	2.1	1.2	3.0	1.8	33.9	6.2	138.4	5.1	7.7	2.9
2016	12.4	94.1	1.8	2.1	6.2	3.4	2.7	34.3	6.8	139.0	4.8	6.1	3.0
2017	11.9	93.9	1.3	1.9	7.0	4.3	4.6	34.8	8.4	136.7	3.5	5.3	1.8
2017 Q3	11.9	93.9	1.5	1.9	7.1	4.1	3.9	34.4	7.3	136.9	4.0	3.0	2.3
Q4	11.9	93.9	1.5	1.9	7.1	4.3	4.6	34.8	8.4	136.7	3.5	1.0	1.8
2018 Q1	11.9	93.6	1.7	1.9	5.8	4.0	5.1	35.0	8.5	136.2	3.0	-1.3	1.4
Q2	12.0	93.7	1.8	1.9	8.1	4.0	4.9	35.2	8.5	136.5	3.2	1.3	1.5

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 ¹⁾	
	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	
2017 Q4	1,001.8	905.8	96.0	583.3	494.3	218.8	187.8	170.5	160.7	29.3	63.1	12.1	10.5
2018 Q1	994.7	888.8	105.8	577.4	491.6	216.9	187.4	172.3	150.9	28.1	58.9	9.0	6.4
Q2	1,019.4	925.4	94.0	583.9	505.1	218.1	189.8	190.1	166.5	27.2	63.9	8.0	6.6
Q3	997.5	936.6	60.9	583.0	526.1	219.6	191.7	166.8	150.2	28.0	68.6	7.6	5.5
2018 Apr.	337.9	302.7	35.2	192.0	165.7	72.5	63.3	64.2	52.5	9.1	21.2	2.4	2.3
May	334.8	304.0	30.7	193.0	168.0	72.5	63.2	60.2	52.8	9.2	20.0	2.6	2.3
June	346.7	318.7	28.0	198.9	171.4	73.1	63.3	65.8	61.3	8.9	22.7	3.1	2.1
July	329.0	309.4	19.6	192.2	173.4	73.2	62.9	54.6	50.2	9.0	23.0	2.7	1.7
Aug.	333.8	309.6	24.3	195.8	174.0	72.9	64.1	55.7	48.8	9.4	22.7	2.7	1.7
Sep.	334.6	317.6	17.0	195.0	178.6	73.4	64.8	56.5	51.3	9.6	22.9	2.2	2.2
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2018 Sep.	4,013.3	3,656.7	356.7	2,327.5	2,017.1	873.4	756.7	699.7	628.3	112.6	254.5	36.7	29.1
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2018 Sep.	34.9	31.8	3.1	20.2	17.5	7.6	6.6	6.1	5.5	1.0	2.2	0.3	0.3

1) The capital account is not seasonally adjusted.

3.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾

(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>													
2017 Q4	6.2	8.1	562.0	268.4	116.1	166.8	471.7	502.3	286.1	81.8	125.6	363.0	58.8
2018 Q1	2.0	2.3	560.7	270.3	113.7	167.7	469.5	504.5	291.5	81.6	123.6	358.1	65.1
Q2	4.3	5.8	565.6	270.9	117.2	166.5	473.3	514.8	300.7	79.4	126.6	363.3	65.6
Q3	4.6	9.6	572.2	.	.	.	475.7	529.6	.	.	.	368.9	.
2018 Apr.	8.1	8.5	187.2	88.9	39.4	55.2	156.5	169.5	98.3	26.0	42.5	119.8	21.1
May	-0.9	0.7	187.6	90.3	38.2	54.7	157.3	171.0	99.2	26.7	42.0	122.1	21.4
June	6.0	8.8	190.8	91.7	39.7	56.5	159.5	174.3	103.2	26.7	42.1	121.4	23.0
July	9.3	13.8	189.2	91.6	38.6	55.2	155.9	176.8	103.4	28.5	42.1	124.0	22.7
Aug.	5.7	8.7	193.0	93.6	38.7	56.6	161.4	176.2	103.1	28.1	42.0	122.9	23.0
Sep.	-0.9	6.4	190.0	.	.	.	158.4	176.6	.	.	.	122.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2017 Q4	4.6	4.6	126.6	125.8	125.6	130.4	127.0	115.0	115.0	114.3	115.8	119.3	105.9
2018 Q1	2.2	2.5	125.8	125.5	123.2	131.4	126.1	114.5	114.8	113.8	115.2	117.7	110.2
Q2	3.0	2.5	125.6	124.2	126.4	129.3	126.2	115.1	115.3	111.4	118.0	119.0	101.6
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Mar.	-2.7	-0.8	125.8	123.4	123.8	133.5	126.2	115.0	114.6	116.2	117.1	118.5	106.3
Apr.	8.0	7.9	125.6	123.3	127.6	129.7	125.7	115.0	115.5	109.1	119.0	118.1	104.4
May	-2.0	-1.8	124.9	124.5	123.6	126.7	125.8	115.5	114.8	113.6	118.2	120.9	99.1
June	3.5	1.9	126.3	124.9	128.0	131.4	127.1	114.8	115.6	111.6	116.8	118.1	101.4
July	6.3	6.5	124.7	124.5	124.1	127.3	123.7	115.9	115.4	118.3	115.7	120.1	100.0
Aug.	1.9	0.0	126.9	126.9	123.8	130.1	127.7	115.0	115.0	115.7	114.1	118.4	102.3

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 ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						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 2018	100.0	100.0	70.7	55.6	44.4	100.0	12.1	7.5	26.3	9.7	44.4	86.6	13.4
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	1.0
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.7	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2017 Q4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.5	0.6	1.1	0.1	2.6	0.1	1.5	1.2
2018 Q1	102.3	1.3	1.0	1.2	1.3	0.5	0.7	0.1	0.1	1.9	0.5	1.2	1.9
Q2	103.7	1.7	0.9	2.0	1.3	0.5	0.8	0.8	0.1	1.9	0.4	1.7	1.6
Q3	103.9	2.1	1.0	2.7	1.3	0.6	0.3	0.8	0.1	2.7	0.3	2.0	2.4
2018 June	104.0	2.0	0.9	2.5	1.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.9	0.0	2.0	1.6
July	103.6	2.1	1.1	2.8	1.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.7	0.2	2.1	2.4
Aug.	103.8	2.0	0.9	2.6	1.3	0.1	0.1	0.4	0.0	0.5	0.0	2.0	2.3
Sep.	104.3	2.1	0.9	2.7	1.3	0.2	0.0	0.8	0.0	1.2	0.1	2.0	2.4
Oct.	104.5	2.2	1.1	2.8	1.5	0.2	0.1	-0.3	0.1	1.8	0.1	2.1	2.8
Nov. ³⁾	104.3	2.0	1.0	.	1.3	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	-0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	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 2018	19.6	12.1	7.5	36.0	26.3	9.7	10.6	6.4	7.3	3.2	15.3	8.1	
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	
2017	1.8	1.6	2.2	1.6	0.4	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.5	2.1	0.7	
2017 Q4	2.2	2.1	2.3	1.3	0.4	3.5	1.2	1.2	1.7	-1.7	2.0	0.4	
2018 Q1	1.7	2.6	0.3	0.9	0.5	2.1	1.3	1.3	1.7	-1.0	1.8	1.2	
Q2	2.6	2.7	2.3	1.7	0.3	5.5	1.2	1.2	1.3	-0.7	1.8	1.3	
Q3	2.5	2.3	2.8	2.8	0.4	9.4	1.1	1.1	1.4	-0.8	1.9	1.3	
2018 June	2.7	2.6	2.9	2.4	0.4	8.0	1.1	1.0	1.5	-0.8	1.7	1.3	
July	2.5	2.4	2.6	2.9	0.5	9.5	1.1	1.1	1.3	-0.6	2.1	1.4	
Aug.	2.4	2.4	2.5	2.7	0.3	9.2	1.1	1.1	1.6	-0.8	1.8	1.2	
Sep.	2.6	2.2	3.2	2.8	0.3	9.5	1.1	1.1	1.3	-1.2	1.9	1.3	
Oct.	2.2	2.2	2.1	3.1	0.4	10.7	1.2	1.1	1.8	-1.5	2.0	1.7	
Nov. ³⁾	2.0	2.0	1.8	.	0.4	9.1	.	.	.	.	.	.

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/ecbu/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 ¹⁾										Con- struction	Residential property prices ²⁾	Experimental indicator of commercial property prices ²⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate 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 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2015	100.0	-2.6	-2.3	-0.5	-1.2	0.6	-0.6	-1.0	0.2	-8.6	0.3	1.7	2.3
2016	97.9	-2.1	-1.4	-0.5	-1.6	0.5	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.5	3.4	5.0
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.8	0.2	5.7	2.1	3.7	5.1
2017 Q4	101.7	2.5	2.5	2.0	3.2	1.0	1.5	2.0	0.3	3.6	2.4	3.9	6.6
2018 Q1	102.4	1.7	1.6	1.5	2.4	0.9	0.8	1.0	0.5	2.0	2.3	4.3	4.5
Q2	103.1	2.8	2.6	1.4	2.5	1.0	0.3	0.1	0.6	6.7	2.3	4.2	2.3
Q3	104.9	4.3	3.2	1.5	3.1	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.4	.	.	.
2018 May	103.3	3.0	2.8	1.4	2.5	1.0	0.3	0.1	0.7	7.5	-	-	-
June	103.7	3.6	3.3	1.5	3.1	1.0	0.2	-0.2	0.6	9.3	-	-	-
July	104.4	4.2	3.3	1.6	3.2	1.0	0.1	-0.2	0.7	12.0	-	-	-
Aug.	104.8	4.3	3.3	1.6	3.3	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.3	-	-	-
Sep.	105.4	4.6	3.0	1.5	2.8	1.1	0.0	-0.4	0.7	12.9	-	-	-
Oct.	106.2	4.9	3.2	1.5	2.6	1.2	0.2	-0.3	0.8	14.6	-	-	-

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 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 ¹⁾		Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			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		
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.7	0.4	-1.9	47.1	-0.3	3.7	-4.5	-0.3	1.7	-2.9
2016	106.9	0.8	0.5	0.4	0.5	0.7	-1.4	-2.5	39.9	-2.0	-1.4	-2.8	-3.1	-3.7	-2.3
2017	108.0	1.1	1.5	1.4	1.4	1.5	1.9	2.9	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.7	-1.6	17.8
2017 Q4	108.5	1.3	1.5	1.4	1.6	1.6	1.2	1.8	52.2	-3.5	-11.4	4.9	-1.8	-8.7	6.8
2018 Q1	108.9	1.4	1.4	1.2	1.5	1.7	0.4	0.3	54.6	-8.9	-14.6	-3.2	-7.6	-12.9	-1.4
Q2	109.4	1.4	1.8	1.4	1.9	1.9	1.1	2.0	62.6	2.1	-6.0	10.3	1.9	-6.3	11.7
Q3	109.8	1.4	2.2	1.8	1.9	2.2	2.3	4.0	64.8	2.0	-3.4	7.1	3.1	-2.2	8.8
2018 June	-	-	-	-	-	-	-	-	64.4	6.1	-4.7	17.4	5.7	-5.0	18.7
July	-	-	-	-	-	-	-	-	63.7	2.1	-6.3	10.5	2.4	-5.9	12.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.3	3.1	-0.8	6.7	4.6	0.7	8.7
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	67.6	0.8	-3.0	4.2	2.3	-1.0	5.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	70.1	2.6	-0.9	5.7	2.9	-0.4	6.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57.4	1.8	-0.8	4.1	1.7	-1.1	4.8

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
1999-14	4.4	-	-	-3.1	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-3.1	3.1	2.3	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	50.2
2016	-1.0	2.2	4.1	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.0
2017	8.7	5.0	6.7	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	50.2
2017 Q4	10.9	7.1	8.2	8.2	13.8	67.9	56.9	56.3	50.8
2018 Q1	12.5	6.7	8.9	10.9	17.4	68.4	57.2	57.9	51.4
Q2	9.8	6.7	9.0	12.2	18.5	65.6	57.6	56.5	50.6
Q3	10.6	7.3	8.9	12.5	21.0	65.2	58.4	55.5	50.0
2018 June	10.1	6.8	9.0	12.5	21.1	67.6	58.6	55.7	51.1
July	9.6	6.8	9.0	12.3	20.7	66.6	57.9	55.6	50.3
Aug.	10.5	7.8	9.3	13.2	19.6	65.3	58.1	55.1	50.3
Sep.	11.6	7.3	8.3	12.0	22.6	63.6	59.1	55.7	49.5
Oct.	9.7	8.9	8.5	12.9	24.4	65.1	58.5	54.8	49.5
Nov.	11.3	7.2	9.7	12.3	23.8	63.6	58.9	54.7	49.4

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 ¹⁾
			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	
2015	104.1	1.6	1.9	0.7	1.5	1.6	1.5
2016	105.5	1.4	1.4	1.1	1.3	1.6	1.4
2017	107.4	1.8	1.8	1.7	1.9	1.5	1.5
2017 Q4	114.0	1.5	1.6	1.4	1.8	1.0	1.5
2018 Q1	102.6	2.1	1.8	2.8	2.3	1.5	1.8
Q2	113.7	2.2	1.9	2.9	2.5	1.6	2.2
Q3	.	.	.	.	.	.	2.1

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 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
Unit labour costs												
2015	104.6	0.4	0.4	-1.5	0.6	0.4	0.7	0.5	2.4	1.3	1.4	1.2
2016	105.3	0.6	1.3	-1.3	0.6	1.3	-0.7	1.4	3.8	0.6	1.4	1.5
2017	106.1	0.8	0.2	-0.4	-0.1	0.3	0.8	-0.5	4.4	2.2	1.6	1.8
2017 Q4	106.5	0.8	-1.4	-0.6	-0.1	-0.1	1.6	-1.4	4.4	2.3	1.7	1.7
2018 Q1	107.0	1.1	0.2	0.0	-0.4	0.6	0.6	0.8	3.3	2.4	1.7	1.6
Q2	107.6	1.6	0.8	1.3	0.4	0.8	0.2	0.6	3.1	2.8	2.1	2.5
Q3	108.4	2.2	1.3	2.8	0.8	1.5	1.0	0.5	3.4	3.2	2.4	2.7
Compensation per employee												
2015	108.0	1.4	1.3	2.0	1.2	1.3	2.7	0.8	2.0	1.6	1.1	1.8
2016	109.3	1.2	0.2	1.3	1.8	1.3	0.2	-2.2	2.2	0.4	1.3	1.7
2017	111.1	1.6	1.6	1.5	1.2	1.6	1.9	0.0	4.0	3.1	1.5	1.3
2017 Q4	112.1	1.9	2.3	1.9	1.6	1.8	2.3	0.1	4.1	3.3	1.6	1.6
2018 Q1	112.6	2.0	3.0	1.6	1.2	2.0	2.8	1.8	3.2	2.7	1.9	2.2
Q2	113.3	2.2	2.6	2.1	1.5	2.1	2.7	1.9	2.6	3.0	2.2	2.4
Q3	114.1	2.5	1.8	2.3	2.0	2.3	2.1	2.7	3.7	3.2	2.3	3.8
Labour productivity per person employed												
2015	103.3	1.0	0.9	3.5	0.7	0.9	2.0	0.3	-0.4	0.2	-0.3	0.6
2016	103.9	0.6	-1.0	2.6	1.1	0.0	0.9	0.7	-1.5	-0.2	-0.1	0.3
2017	104.7	0.8	1.3	1.9	1.3	1.4	1.1	0.6	-0.4	0.8	-0.2	-0.5
2017 Q4	105.3	1.1	3.8	2.5	1.7	1.9	0.7	1.6	-0.3	1.0	-0.1	-0.1
2018 Q1	105.3	0.9	2.8	1.5	1.6	1.4	2.2	1.0	-0.1	0.3	0.2	0.7
Q2	105.3	0.6	1.7	0.8	1.1	1.3	2.5	1.3	-0.4	0.2	0.0	-0.1
Q3	105.3	0.3	0.5	-0.5	1.2	0.8	1.1	2.1	0.2	0.0	-0.1	1.1
Compensation per hour worked												
2015	109.7	1.2	1.4	1.6	0.7	1.3	1.5	0.7	1.4	1.1	1.2	1.5
2016	110.8	1.0	-0.4	1.2	1.7	0.9	0.2	1.8	1.9	0.0	1.3	1.5
2017	112.6	1.7	1.3	1.5	1.0	1.9	1.8	0.5	3.3	2.8	1.6	1.7
2017 Q4	113.2	1.5	1.5	1.1	0.6	1.6	2.1	0.3	2.0	2.8	1.4	1.8
2018 Q1	113.8	1.9	2.9	1.4	0.3	2.2	2.9	1.9	1.9	2.3	1.9	2.0
Q2	114.3	1.9	1.0	1.9	0.9	2.0	2.0	1.5	2.1	2.3	1.9	1.9
Q3	114.8	2.0	1.9	1.7	1.2	2.2	1.8	2.4	2.5	2.5	2.1	2.0
Hourly labour productivity												
2015	105.2	0.9	0.2	3.1	0.2	1.1	0.9	0.2	-0.7	0.0	-0.4	0.1
2016	105.7	0.5	-1.2	2.5	0.8	0.0	1.0	0.3	-2.0	-0.4	-0.2	0.2
2017	106.8	1.0	1.7	1.9	1.2	1.7	1.2	1.1	-0.9	0.9	0.0	0.1
2017 Q4	107.1	0.9	3.2	1.9	0.7	1.9	0.7	1.9	-2.1	0.7	-0.2	0.4
2018 Q1	107.2	0.9	3.0	1.4	1.3	1.7	2.4	1.0	-1.4	0.2	0.3	1.0
Q2	107.0	0.5	1.0	0.6	1.0	1.5	2.0	0.9	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1
Q3	106.7	0.0	0.4	-0.9	0.4	0.9	0.8	1.8	0.0	-0.6	-0.2	0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

(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												
2015	1,037.3	5,574.7	6,612.0	1,445.6	2,159.4	3,605.0	10,217.0	73.7	486.7	74.7	635.1	10,852.1
2016	1,075.3	6,082.8	7,158.1	1,329.3	2,221.0	3,550.3	10,708.4	69.6	524.4	91.9	685.9	11,394.3
2017	1,111.6	6,637.2	7,748.8	1,196.9	2,260.8	3,457.7	11,206.5	74.7	510.6	75.9	661.2	11,867.8
2017 Q4	1,111.6	6,637.2	7,748.8	1,196.9	2,260.8	3,457.7	11,206.5	74.7	510.6	75.9	661.2	11,867.8
2018 Q1	1,116.9	6,744.0	7,860.9	1,170.3	2,259.8	3,430.1	11,291.1	71.4	509.4	65.7	646.5	11,937.5
Q2	1,133.6	6,892.4	8,025.9	1,178.1	2,270.8	3,448.8	11,474.8	73.7	507.4	70.8	652.0	12,126.7
Q3	1,150.5	7,010.1	8,160.6	1,126.6	2,285.0	3,411.6	11,572.2	71.4	495.4	65.0	631.9	12,204.1
2018 May	1,128.6	6,844.3	7,972.9	1,164.7	2,266.4	3,431.1	11,404.0	71.9	506.0	66.7	644.5	12,048.5
June	1,133.6	6,892.4	8,025.9	1,178.1	2,270.8	3,448.8	11,474.8	73.7	507.4	70.8	652.0	12,126.7
July	1,137.3	6,916.3	8,053.5	1,155.9	2,277.2	3,433.0	11,486.5	68.5	508.4	65.5	642.5	12,129.0
Aug.	1,143.8	6,951.5	8,095.3	1,140.1	2,281.1	3,421.2	11,516.5	71.8	501.7	69.2	642.7	12,159.2
Sep.	1,150.5	7,010.1	8,160.6	1,126.6	2,285.0	3,411.6	11,572.2	71.4	495.4	65.0	631.9	12,204.1
Oct. ^(p)	1,154.4	7,047.2	8,201.6	1,143.7	2,285.3	3,429.0	11,630.6	72.0	501.8	67.3	641.2	12,271.8
Transactions												
2015	66.5	565.9	632.4	-132.2	12.3	-119.9	512.5	-47.2	49.6	-27.0	-24.5	488.0
2016	38.1	541.7	579.8	-107.3	16.1	-91.2	488.5	-4.3	37.5	18.1	51.4	539.9
2017	36.4	590.8	627.1	-109.3	36.2	-73.1	554.0	6.6	-13.8	-19.1	-26.3	527.7
2017 Q4	7.7	119.4	127.0	-18.8	9.5	-9.3	117.8	7.6	-19.1	-8.3	-19.9	97.9
2018 Q1	5.3	103.6	108.9	-25.0	7.6	-17.3	91.5	-3.1	-1.1	-9.2	-13.4	78.2
Q2	16.6	137.8	154.4	4.5	10.2	14.7	169.1	-0.9	-1.6	3.3	0.8	169.9
Q3	16.0	115.9	131.9	-51.7	14.2	-37.6	94.3	-2.4	-12.2	-5.4	-19.9	74.4
2018 May	5.7	66.0	71.7	-1.6	2.0	0.4	72.0	-5.0	-4.9	-7.2	-17.1	54.9
June	4.9	47.3	52.3	13.7	3.9	17.6	69.9	1.9	1.7	3.9	7.5	77.4
July	2.7	24.8	27.5	-21.2	6.4	-14.8	12.7	-5.1	0.8	-5.1	-9.4	3.2
Aug.	6.5	33.7	40.3	-16.4	3.9	-12.5	27.7	3.2	-6.7	3.4	-0.1	27.7
Sep.	6.8	57.4	64.2	-14.1	3.9	-10.2	53.9	-0.5	-6.2	-3.8	-10.5	43.5
Oct. ^(p)	3.9	33.8	37.7	12.3	3.1	15.4	53.1	0.4	6.4	1.1	7.8	60.9
Growth rates												
2015	6.9	11.3	10.6	-8.4	0.6	-3.2	5.3	-39.0	11.3	-25.6	-3.7	4.7
2016	3.7	9.7	8.8	-7.5	0.7	-2.5	4.8	-5.8	7.7	24.1	8.1	5.0
2017	3.4	9.7	8.8	-8.3	1.6	-2.1	5.2	9.5	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2017 Q4	3.4	9.7	8.8	-8.3	1.6	-2.1	5.2	9.5	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2018 Q1	2.5	8.4	7.5	-8.8	1.7	-2.2	4.4	-1.6	-4.7	-25.7	-7.0	3.7
Q2	3.5	8.1	7.4	-5.6	1.7	-0.9	4.7	5.3	-1.1	-13.6	-2.0	4.4
Q3	4.1	7.3	6.8	-7.5	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.4	-23.3	-7.7	3.6
2018 May	3.3	8.2	7.5	-7.5	1.7	-1.6	4.6	-3.4	-3.0	-21.2	-5.3	4.0
June	3.5	8.1	7.4	-5.6	1.7	-0.9	4.7	5.3	-1.1	-13.6	-2.0	4.4
July	3.6	7.6	7.0	-6.5	1.9	-1.1	4.4	-1.8	-1.3	-19.3	-3.6	4.0
Aug.	3.9	7.0	6.5	-7.6	1.8	-1.5	4.0	-2.5	-3.3	-10.6	-4.1	3.5
Sep.	4.1	7.3	6.8	-7.5	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.4	-23.3	-7.7	3.6
Oct. ^(p)	4.1	7.3	6.8	-6.0	1.7	-1.0	4.4	-0.6	-4.3	-12.0	-4.8	3.9

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
Outstanding amounts													
2015	1,960.9	1,512.5	323.5	116.9	8.1	5,753.0	3,061.3	695.3	1,993.5	2.9	946.9	226.7	365.9
2016	2,093.3	1,630.4	295.1	159.6	8.2	6,055.5	3,402.3	644.9	2,006.3	2.1	970.6	199.5	383.8
2017	2,255.6	1,801.7	285.8	159.1	9.1	6,304.9	3,698.7	561.9	2,043.6	0.7	993.9	204.0	411.1
2017 Q4	2,255.6	1,801.7	285.8	159.1	9.1	6,304.9	3,698.7	561.9	2,043.6	0.7	993.9	204.0	411.1
2018 Q1	2,260.5	1,821.6	274.0	157.2	7.6	6,376.4	3,787.5	543.5	2,043.8	1.6	983.2	210.4	415.1
Q2	2,296.8	1,855.2	277.8	156.7	7.0	6,462.3	3,870.1	535.2	2,055.9	1.1	1,010.5	219.8	425.6
Q3	2,323.7	1,891.5	268.0	157.4	6.8	6,538.7	3,945.4	524.6	2,067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
2018 May	2,293.2	1,858.0	271.7	156.6	6.9	6,435.0	3,844.6	537.1	2,052.0	1.3	984.9	214.6	419.6
June	2,296.8	1,855.2	277.8	156.7	7.0	6,462.3	3,870.1	535.2	2,055.9	1.1	1,010.5	219.8	425.6
July	2,296.6	1,860.7	272.0	156.6	7.4	6,490.0	3,894.7	532.0	2,061.5	1.8	989.9	216.0	425.2
Aug.	2,305.8	1,872.8	268.8	157.5	6.7	6,515.4	3,921.6	528.2	2,063.8	1.8	974.8	214.3	434.2
Sep.	2,323.7	1,891.5	268.0	157.4	6.8	6,538.7	3,945.4	524.6	2,067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
Oct. (p)	2,316.7	1,892.0	274.7	144.0	5.9	6,587.1	3,984.0	521.6	2,080.4	1.1	992.6	208.3	443.6
Transactions													
2015	90.3	127.8	-31.4	4.9	-11.1	196.1	304.7	-109.6	1.4	-0.4	83.4	-1.1	30.1
2016	131.8	156.6	-25.2	0.3	0.1	300.4	333.9	-46.5	13.9	-0.9	23.3	-28.4	19.1
2017	179.1	181.3	-3.1	-0.1	1.0	254.8	304.4	-81.6	33.4	-1.3	56.3	6.4	27.6
2017 Q4	37.6	32.5	0.4	0.9	3.8	53.0	67.4	-20.4	7.2	-1.2	29.0	2.8	-4.7
2018 Q1	7.8	22.1	-10.9	-2.0	-1.4	73.7	81.9	-18.1	9.0	0.9	-8.8	6.7	3.8
Q2	28.8	29.0	1.0	-0.7	-0.7	83.6	81.7	-9.1	11.6	-0.5	20.1	9.0	10.0
Q3	26.4	36.0	-10.0	0.6	-0.2	76.3	75.4	-10.7	11.6	0.0	-29.8	-8.1	11.1
2018 May	17.7	19.5	-1.5	0.6	-0.8	26.4	28.5	-3.8	2.0	-0.3	12.8	3.3	1.0
June	2.8	-3.4	6.1	0.0	0.1	27.3	25.5	-1.5	3.6	-0.2	25.6	5.3	5.8
July	0.9	6.2	-5.5	-0.1	0.4	28.1	24.8	-3.1	5.6	0.8	-20.2	-3.7	-0.3
Aug.	8.4	11.6	-3.5	0.9	-0.7	25.0	26.7	-3.9	2.3	0.0	-16.2	-1.8	9.0
Sep.	17.2	18.2	-1.0	-0.1	0.1	23.2	23.9	-3.7	3.8	-0.8	6.5	-2.6	2.4
Oct. (p)	3.2	1.3	4.3	-1.4	-0.9	38.3	37.2	-4.0	5.0	0.1	6.2	-3.8	5.7
Growth rates													
2015	4.8	9.2	-8.8	4.4	-58.0	3.5	11.1	-13.6	0.1	-12.2	9.7	-0.5	9.0
2016	6.8	10.4	-7.9	0.3	1.4	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.3	2.4	-12.5	5.2
2017	8.6	11.2	-1.1	-0.1	12.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.5	5.9	3.2	7.2
2017 Q4	8.6	11.2	-1.1	-0.1	12.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.5	5.9	3.2	7.2
2018 Q1	5.3	8.0	-7.8	-0.2	19.2	4.0	8.3	-12.5	1.7	-42.0	4.4	10.4	5.5
Q2	4.8	7.1	-5.5	-1.2	7.0	4.4	8.6	-10.9	1.8	-53.9	5.8	12.8	5.8
Q3	4.5	6.8	-6.8	-0.7	27.4	4.6	8.4	-10.0	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.9
2018 May	5.6	8.5	-7.7	-0.9	7.7	4.2	8.5	-11.6	1.7	-48.4	3.8	10.8	4.6
June	4.8	7.1	-5.5	-1.2	7.0	4.4	8.6	-10.9	1.8	-53.9	5.8	12.8	5.8
July	4.5	6.8	-6.5	-1.0	20.4	4.6	8.7	-10.4	1.9	-13.6	2.0	11.6	3.8
Aug.	4.2	6.5	-7.2	-0.7	13.8	4.6	8.6	-10.4	1.9	-10.7	-1.7	8.1	4.7
Sep.	4.5	6.8	-6.8	-0.7	27.4	4.6	8.4	-10.0	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.9
Oct. (p)	4.1	6.0	-4.0	-2.0	5.7	4.7	8.4	-9.6	2.0	-45.3	3.0	2.8	5.9

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 ¹⁾

(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 ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Adjusted loans ²⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2015	3,898.4	1,114.1	2,781.8	12,601.6	10,510.6	10,806.0	4,287.1	5,309.7	789.3	124.5	1,309.5	781.5
2016	4,389.4	1,084.1	3,292.1	12,881.0	10,710.9	10,981.6	4,311.4	5,449.4	836.5	113.5	1,387.5	782.6
2017	4,625.9	1,033.3	3,578.7	13,116.7	10,874.3	11,170.8	4,326.4	5,599.1	839.2	109.6	1,442.5	799.8
2017 Q4	4,625.9	1,033.3	3,578.7	13,116.7	10,874.3	11,170.8	4,326.4	5,599.1	839.2	109.6	1,442.5	799.8
2018 Q1	4,605.0	1,023.1	3,568.0	13,196.5	10,941.2	11,233.7	4,343.7	5,633.0	851.7	112.8	1,467.8	787.5
Q2	4,600.8	1,017.7	3,568.8	13,278.0	10,990.7	11,328.2	4,358.0	5,659.7	853.2	119.8	1,498.5	788.8
Q3	4,627.4	1,003.5	3,609.9	13,363.1	11,064.6	11,398.2	4,396.9	5,701.3	841.9	124.4	1,513.8	784.8
2018 May	4,582.2	1,023.9	3,544.1	13,297.0	11,007.6	11,301.8	4,380.9	5,649.9	857.1	119.7	1,489.9	799.5
June	4,600.8	1,017.7	3,568.8	13,278.0	10,990.7	11,328.2	4,358.0	5,659.7	853.2	119.8	1,498.5	788.8
July	4,621.6	1,010.4	3,596.8	13,325.6	11,023.4	11,351.6	4,381.8	5,674.6	846.6	120.4	1,512.1	790.1
Aug.	4,612.1	1,004.0	3,593.9	13,352.8	11,054.9	11,383.1	4,394.3	5,693.2	847.2	120.2	1,515.4	782.6
Sep.	4,627.4	1,003.5	3,609.9	13,363.1	11,064.6	11,398.2	4,396.9	5,701.3	841.9	124.4	1,513.8	784.8
Oct. ^(p)	4,609.1	1,000.6	3,594.5	13,393.6	11,089.9	11,422.6	4,403.4	5,715.9	849.7	120.8	1,524.5	779.2
Transactions												
2015	294.1	-21.2	315.0	84.9	57.9	77.4	-11.4	97.2	-22.3	-5.6	25.8	1.1
2016	486.0	-34.4	520.3	319.4	235.7	259.6	82.5	121.1	43.2	-11.0	80.1	3.6
2017	289.6	-43.0	332.0	361.8	273.3	315.2	83.0	173.5	20.3	-3.6	64.6	23.9
2017 Q4	87.7	-14.0	101.5	90.3	76.1	93.8	31.8	48.1	-2.0	-1.8	9.4	4.8
2018 Q1	-30.6	-9.7	-20.8	112.6	94.6	94.5	38.2	39.4	13.8	3.2	27.9	-9.8
Q2	32.3	-6.0	37.9	87.5	55.9	104.2	17.0	35.2	-3.2	6.9	31.1	0.5
Q3	50.3	-16.1	66.7	103.7	91.2	88.3	48.9	49.9	-12.1	4.5	16.7	-4.2
2018 May	24.1	1.2	22.5	49.4	42.3	45.3	23.7	9.9	6.6	2.0	6.4	0.7
June	9.2	-6.2	15.5	-9.6	-8.7	35.5	-20.8	13.7	-1.8	0.2	9.2	-10.0
July	29.0	-5.8	34.8	49.9	37.6	28.4	26.0	17.0	-5.9	0.5	13.4	-1.1
Aug.	14.6	-6.5	21.2	30.0	31.1	30.4	13.6	18.0	-0.3	-0.2	4.3	-5.4
Sep.	6.7	-3.7	10.7	23.8	22.5	29.4	9.4	14.9	-6.0	4.2	-1.0	2.3
Oct. ^(p)	-12.6	-3.3	-9.3	32.4	21.6	20.4	4.8	15.3	5.2	-3.7	12.1	-1.3
Growth rates												
2015	8.2	-1.9	12.7	0.7	0.6	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.3	2.0	0.1
2016	12.4	-3.1	18.7	2.5	2.3	2.4	1.9	2.3	5.5	-8.9	6.1	0.5
2017	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.7	3.1
2017 Q4	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.2	4.7	3.1
2018 Q1	3.9	-3.9	6.4	2.6	2.6	3.0	2.3	3.0	1.9	-0.4	4.0	0.0
Q2	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.0	6.8	4.9	-1.3
Q3	3.1	-4.4	5.3	3.0	2.9	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.6	5.9	-1.1
2018 May	3.4	-3.6	5.6	3.2	3.0	3.3	2.8	3.1	3.6	8.0	4.6	2.0
June	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.0	6.8	4.9	-1.3
July	3.8	-3.9	6.2	3.0	3.0	3.4	3.0	3.3	1.3	5.5	4.9	-1.1
Aug.	3.3	-4.4	5.6	3.0	3.0	3.4	3.1	3.2	0.8	4.6	6.1	-1.8
Sep.	3.1	-4.4	5.3	3.0	2.9	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.6	5.9	-1.1
Oct. ^(p)	2.6	-4.2	4.7	3.0	2.8	3.3	2.8	3.2	-0.5	7.3	7.2	-1.5

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 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⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2015	4,287.1	4,266.9	1,051.8	760.7	2,474.6	5,309.7	5,643.5	595.3	3,949.1	765.3
2016	4,311.4	4,308.9	1,012.5	796.5	2,502.4	5,449.4	5,728.6	615.9	4,082.8	750.6
2017	4,326.4	4,364.4	987.7	820.3	2,518.5	5,599.1	5,865.6	654.4	4,216.5	728.1
2017 Q4	4,326.4	4,364.4	987.7	820.3	2,518.5	5,599.1	5,865.6	654.4	4,216.5	728.1
2018 Q1	4,343.7	4,381.1	997.8	820.6	2,525.4	5,633.0	5,904.6	663.6	4,243.6	725.8
Q2	4,358.0	4,424.9	986.0	828.0	2,544.0	5,659.7	5,940.5	670.1	4,272.9	716.7
Q3	4,396.9	4,464.4	1,000.2	836.9	2,559.9	5,701.3	5,978.6	678.3	4,310.4	712.7
2018 May	4,380.9	4,413.0	1,007.1	824.6	2,549.3	5,649.9	5,927.8	668.9	4,259.6	721.5
June	4,358.0	4,424.9	986.0	828.0	2,544.0	5,659.7	5,940.5	670.1	4,272.9	716.7
July	4,381.8	4,441.9	997.6	833.2	2,551.0	5,674.6	5,954.4	673.9	4,285.4	715.3
Aug.	4,394.3	4,453.8	1,001.0	835.0	2,558.4	5,693.2	5,972.2	677.6	4,300.2	715.4
Sep.	4,396.9	4,464.4	1,000.2	836.9	2,559.9	5,701.3	5,978.6	678.3	4,310.4	712.7
Oct. ^(p)	4,403.4	4,468.8	985.0	844.0	2,574.5	5,715.9	5,996.1	681.5	4,323.5	710.8
Transactions										
2015	-11.4	24.0	-50.5	32.0	7.0	97.2	75.3	21.2	80.1	-4.1
2016	82.5	100.2	-15.4	44.0	54.0	121.1	113.7	24.1	105.3	-8.3
2017	83.0	132.9	0.8	37.2	45.0	173.5	165.8	45.1	134.2	-5.8
2017 Q4	31.8	51.8	10.8	10.8	10.2	48.1	44.5	12.3	36.8	-1.0
2018 Q1	38.2	38.7	16.7	5.6	15.8	39.4	45.6	11.2	27.5	0.7
Q2	17.0	48.0	-12.2	10.2	19.0	35.2	44.8	10.5	29.1	-4.5
Q3	48.9	48.1	16.5	10.3	22.1	49.9	48.5	10.5	40.5	-1.1
2018 May	23.7	21.0	4.4	4.9	14.5	9.9	14.8	3.8	6.3	-0.2
June	-20.8	13.3	-19.7	3.5	-4.5	13.7	16.2	2.6	13.9	-2.9
July	26.0	18.4	12.7	6.0	7.3	17.0	16.5	4.3	13.3	-0.7
Aug.	13.6	12.4	3.5	1.9	8.2	18.0	17.3	4.1	13.9	0.0
Sep.	9.4	17.2	0.3	2.4	6.7	14.9	14.8	2.1	13.3	-0.5
Oct. ^(p)	4.8	3.0	-17.1	7.1	14.8	15.3	18.6	3.6	11.9	-0.1
Growth rates										
2015	-0.3	0.6	-4.5	4.4	0.3	1.9	1.4	3.7	2.1	-0.5
2016	1.9	2.4	-1.5	5.8	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.1
2017	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2017 Q4	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2018 Q1	2.3	3.3	2.7	4.4	1.4	3.0	2.9	7.2	3.0	-0.4
Q2	2.5	4.1	1.3	5.4	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.1
Q3	3.2	4.3	3.3	4.6	2.7	3.1	3.2	6.9	3.2	-0.8
2018 May	2.8	3.7	3.5	4.7	1.9	3.1	2.9	7.2	3.1	-0.5
June	2.5	4.1	1.3	5.4	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.1
July	3.0	4.1	2.7	5.5	2.3	3.3	3.0	7.2	3.4	-0.8
Aug.	3.1	4.2	3.0	5.3	2.4	3.2	3.1	7.2	3.2	-0.8
Sep.	3.2	4.3	3.3	4.6	2.7	3.1	3.2	6.9	3.2	-0.8
Oct. ^(p)	2.8	3.9	0.6	4.9	2.9	3.2	3.2	7.1	3.3	-0.7

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 ¹⁾

(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 ²⁾	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 ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2015	282.8	6,999.2	2,119.1	80.0	2,255.2	2,544.9	1,352.2	281.9	205.9	135.6
2016	307.7	6,956.9	2,090.5	70.9	2,145.9	2,649.7	1,135.0	253.6	205.9	121.6
2017	343.4	6,767.3	1,968.3	59.7	2,013.0	2,726.2	935.9	299.9	143.5	92.5
2017 Q4	343.4	6,767.3	1,968.3	59.7	2,013.0	2,726.2	935.9	299.9	143.5	92.5
2018 Q1	340.8	6,745.7	1,952.7	59.4	2,015.0	2,718.5	906.6	315.9	135.9	86.2
Q2	330.4	6,705.8	1,950.6	58.4	2,022.9	2,674.0	862.1	422.1	174.1	183.8
Q3	403.4	6,693.5	1,934.7	56.9	2,048.5	2,653.4	885.5	425.1	177.3	183.0
2018 May	336.1	6,750.6	1,950.8	58.8	2,029.4	2,711.6	860.4	395.6	177.3	186.6
June	330.4	6,705.8	1,950.6	58.4	2,022.9	2,674.0	862.1	422.1	174.1	183.8
July	354.8	6,695.1	1,951.4	57.7	2,018.6	2,667.3	847.8	384.0	184.1	192.4
Aug.	391.6	6,676.5	1,942.9	57.3	2,016.2	2,660.2	851.0	411.3	181.4	189.0
Sep.	403.4	6,693.5	1,934.7	56.9	2,048.5	2,653.4	885.5	425.1	177.3	183.0
Oct. ^(p)	398.2	6,794.6	1,936.6	56.6	2,109.9	2,691.5	996.2	465.7	167.1	174.4
Transactions										
2015	6.2	-216.1	-106.4	-13.4	-210.8	114.6	-87.2	-13.7	21.4	-4.0
2016	22.0	-122.7	-69.6	-9.1	-118.5	74.5	-274.8	-91.4	12.8	-12.0
2017	39.4	-82.2	-84.8	-8.6	-73.0	84.2	-98.2	-68.3	-60.9	-27.6
2017 Q4	-11.8	-31.9	-17.5	-1.8	-14.0	1.5	-62.8	-60.9	3.2	7.9
2018 Q1	-2.7	7.7	-15.2	-1.4	10.6	13.8	55.6	-54.4	-7.6	-6.3
Q2	-10.4	-16.8	-5.3	-1.1	-18.0	7.6	-62.5	85.4	16.4	19.4
Q3	76.4	32.6	-16.0	-1.5	21.9	28.3	39.6	-10.2	3.2	-0.8
2018 May	-13.4	-12.1	-6.5	-0.4	-5.4	0.2	-41.7	-2.3	30.3	34.7
June	-5.7	-10.3	-0.4	-0.4	-6.6	-3.0	20.5	41.2	-3.2	-2.8
July	24.3	11.6	1.4	-0.7	-0.4	11.2	0.1	-39.9	10.0	8.6
Aug.	36.7	-6.6	-9.0	-0.4	-5.8	8.6	-5.7	18.9	-2.6	-3.5
Sep.	15.4	27.7	-8.4	-0.5	28.1	8.5	45.2	10.8	-4.1	-6.0
Oct. ^(p)	-5.5	13.6	0.5	-0.3	9.9	3.5	18.0	31.3	-10.2	-8.6
Growth rates										
2015	2.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.6	4.6	-	-	11.6	-2.9
2016	7.8	-1.7	-3.3	-11.4	-5.3	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	12.7	-1.2	-4.1	-12.4	-3.5	3.2	-	-	-29.7	-22.7
2017 Q4	12.7	-1.2	-4.1	-12.4	-3.5	3.2	-	-	-29.7	-22.7
2018 Q1	12.0	-0.9	-4.1	-12.5	-1.5	2.5	-	-	-25.6	-22.2
Q2	6.7	-1.1	-3.2	-10.8	-2.6	2.0	-	-	-3.6	-18.0
Q3	14.5	-0.1	-2.7	-9.3	0.0	1.9	-	-	7.7	4.9
2018 May	6.2	-1.0	-3.6	-10.3	-2.4	2.4	-	-	-6.8	-12.4
June	6.7	-1.1	-3.2	-10.8	-2.6	2.0	-	-	-3.6	-18.0
July	10.3	-0.8	-2.5	-10.4	-2.7	2.3	-	-	22.7	23.3
Aug.	16.4	-0.8	-2.7	-9.9	-2.6	2.1	-	-	24.6	34.2
Sep.	14.5	-0.1	-2.7	-9.3	0.0	1.9	-	-	7.7	4.9
Oct. ^(p)	18.3	0.4	-1.7	-8.8	0.8	1.9	-	-	-9.9	-22.0

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
2014	-2.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.6	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2017	-1.0	-1.3	0.0	0.2	0.1	1.0
2017 Q3	-1.1	.	.	.	.	1.0
Q4	-1.0	.	.	.	.	1.0
2018 Q1	-0.8	.	.	.	.	1.2
Q2	-0.5	.	.	.	.	1.4

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	
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.1	45.2	10.2	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	10.0	5.2	2.3	22.7	3.9
2016	46.0	45.5	12.6	12.9	15.2	0.5	47.5	44.0	9.9	5.2	2.1	22.7	3.6
2017	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2017 Q3	46.1	45.7	12.7	12.9	15.3	0.4	47.1	43.4	9.9	5.1	2.0	22.5	3.7
Q4	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2018 Q1	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.9	43.1	9.8	5.1	1.9	22.4	3.8
Q2	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.6	42.9	9.8	5.1	1.9	22.3	3.7

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 MFIs	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	91.8	2.7	17.1	71.9	43.9	25.8	47.9	9.8	82.0	18.8	31.8	41.1	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.2	70.9	44.1	27.3	45.7	9.1	80.8	17.5	31.2	41.2	87.8	2.1
2016	89.1	2.7	15.4	71.0	46.6	30.5	42.5	8.8	80.3	17.1	29.9	42.1	87.0	2.1
2017	86.8	2.6	14.2	70.0	47.3	31.9	39.5	8.0	78.8	15.9	28.8	42.2	85.0	1.8
2017 Q3	88.2	2.8	14.6	70.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86.8	2.6	14.2	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86.9	2.6	14.0	70.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86.3	2.6	13.7	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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 ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	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
2014	0.2	-0.1	-0.2	-0.4	0.2	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.5	2.3
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	-0.8	1.2
2016	-0.8	-0.6	0.1	0.2	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.3	1.6
2017	-2.2	-1.0	-0.2	0.3	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-1.0	0.9
2017 Q3	-1.6	-1.0	0.0	0.6	0.8	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.7	1.2
Q4	-2.2	-1.0	-0.2	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.0	0.9
2018 Q1	-2.4	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	-1.1	0.8
Q2	-2.9	-1.4	-0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.4	-1.3	0.5

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 ¹⁾

(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 ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	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	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14.6	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	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2	
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1	
2017 Q3	13.0	11.3	3.7	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1	
Q4	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1	
2018 Q1	12.9	11.3	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1	
Q2	12.8	11.2	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9	
2018 May	12.8	11.2	3.7	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.0	
June	12.8	11.2	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9	
July	12.8	11.3	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.4	0.4	1.0	
Aug.	12.8	11.2	3.8	1.6	0.4	7.2	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.5	0.4	1.0	
Sep.	13.1	11.5	3.8	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9	
Oct.	13.2	11.7	3.5	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.5	1.0	

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 (+)										
2014	-3.1	0.6	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-9.0	
2015	-2.5	0.8	0.1	-1.9	-5.6	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3	
2016	-2.4	0.9	-0.3	-0.5	0.5	-4.5	-3.5	-2.5	0.3	
2017	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8	
2017 Q3	-1.1	1.1	-0.7	-0.6	1.0	-3.1	-3.0	-2.5	1.5	
Q4	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8	
2018 Q1	-0.9	1.3	-0.6	-0.4	1.1	-3.0	-2.7	-2.2	2.5	
Q2	-0.3	1.9	-0.2	-0.5	0.9	-2.7	-2.7	-1.8	3.0	
Government debt										
2014	107.6	74.5	10.5	104.1	178.9	100.4	94.9	131.8	108.0	
2015	106.5	70.8	9.9	76.8	175.9	99.3	95.6	131.6	108.0	
2016	106.1	67.9	9.2	73.4	178.5	99.0	98.2	131.4	105.5	
2017	103.4	63.9	8.7	68.4	176.1	98.1	98.5	131.2	96.1	
2017 Q3	107.6	64.8	8.6	72.9	177.4	98.4	99.9	133.6	101.3	
Q4	103.8	63.9	8.7	68.4	178.6	98.1	98.5	131.2	96.1	
2018 Q1	106.8	62.7	8.5	69.3	180.3	98.7	99.4	132.9	93.4	
Q2	106.3	61.5	8.3	69.1	179.7	98.1	99.1	133.1	104.0	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2014	-1.5	-0.6	1.3	-1.7	-2.2	-2.7	-7.2	-5.5	-2.7	-3.2
2015	-1.4	-0.3	1.3	-1.0	-2.0	-1.0	-4.4	-2.8	-2.6	-2.8
2016	0.1	0.3	1.6	0.9	0.0	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2017 Q3	0.1	0.9	1.9	2.9	1.0	-1.2	-2.4	-0.5	-1.5	-1.4
Q4	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2018 Q1	0.0	0.4	1.5	3.1	1.6	-0.7	-0.7	0.5	-0.7	-0.7
Q2	0.2	0.7	1.6	3.9	1.9	0.1	-0.9	0.6	-0.6	-1.1
Government debt										
2014	40.9	40.5	22.7	63.7	67.9	84.0	130.6	80.4	53.5	60.2
2015	36.8	42.6	22.2	58.6	64.6	84.8	128.8	82.6	52.2	63.6
2016	40.3	39.9	20.7	56.3	61.9	83.0	129.2	78.7	51.8	63.0
2017	40.0	39.4	23.0	50.9	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2017 Q3	38.0	39.2	23.5	53.5	57.0	79.8	129.5	79.0	51.3	60.7
Q4	40.0	39.4	23.0	50.9	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2018 Q1	35.5	36.0	22.2	50.5	55.1	77.2	125.4	75.5	50.8	60.0
Q2	36.9	35.0	22.0	49.6	54.0	76.5	124.9	72.8	51.8	59.5

Source: Eurostat.

© **Euroopan keskuspankki, 2018**

Postiosoite 60640 Frankfurt am Main, Saksa
Puhelinnumero +49 69 1344 0
Verkkopalvelu 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 12.12.2018 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-17-002-FI-N