

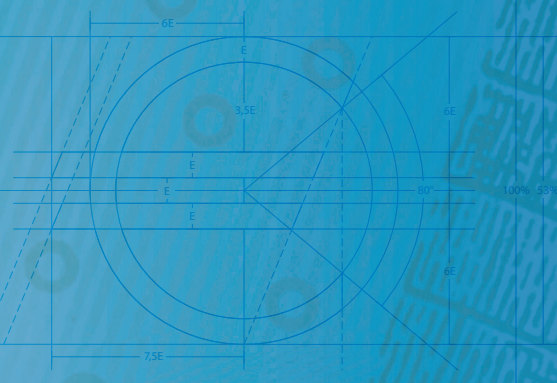


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouksatsaus

8/2019



Sisällys

Raha- ja reaalityalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	6
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	14
3 Talouskehitys euroalueella	20
4 Hinnat ja kustannukset	24
5 Rahan määrä ja luotonanto	30
6 Julkisen talouden kehitys	36
Kehikot	39
1 Tuontitullien vaikutukset globaalien arvoketjujen maailmassa	39
2 Markkinoiden reaktiot kaksiportaisiin varantokorkoihin	45
3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.7.–29.10.2019	49
4 Euroalueen työmarkkinatilanteen indikaattoreja	55
5 Sosiaaliturvamaksujen ja minimipalkkojen viimeaikainen kehitys euroalueella	59
6 Euroalueen pk-yritysten vientikauppa SAFE-kyselyn tulosten valossa	63
7 Vuoden 2020 alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi – kohti finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän uudistusta	68
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto tarkasteli 12.12.2019 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa euroalueen talous- ja inflaationäkymiä ja otti myös huomioon EKP:n asiantuntijoiden tuoreimmat arviot. Se päätti arvionsa perusteella pitää ennallaan sekä EKP:n ohjauskorot että ennakoivan viestintänsä ohjauskorkojen kehityksestä, omaisuuseräostoista ja pääoman uudelleensijoituksista. EKP:n neuvoston lokakuun lopun kokouksen jälkeen saatujen tietojen perusteella sekä inflaatiopaineet että euroalueen talouskasvu ovat pysyneet vaimeina, joskin on jo merkkejä siitä, että talouskehitys vakaantuu jonkin verran hidastumisesta huolimatta ja pohjainflaatiokin hieman nopeutuu odotusten mukaisesti. Työllisyyden jatkuva kasvu ja palkkojen nousu tukevat edelleen euroalueen talouden kestokykyä. Koska inflaationäkymätkin ovat vaimeat, EKP:n neuvosto totesi jälleen tilannearvionaan, että vahvasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan vielä pidemmän aikaa, jotta pohjainflaatio voi vahvistua ja kokonaisinflaation kehitystä voidaan edistää keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi ennakoivalla viestinnällä varmistetaan, että rahoitusolojen kehitys myötäilee inflaationäkymien muutoksia. EKP:n neuvosto on joka tapauksessa edelleen valmis tarkistamaan kaikkia välineitään hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Euroalueen ulkopuolisen maailmantalouden BKT:n kasvu hidastui vuoden 2019 alkupuoliskolla. Loppuvuodesta on kuitenkin saatu merkkejä vakautumisesta. Kasvun hidastumisen taustalla oli sekä teollisuustuotannon että investointien kasvun heikkeneminen. Sen vaikutusta vielä voimisti kasvava poliittinen epävarmuus, jota erityisesti kauppajännitteiden kärjistyminen ja Ison-Britannian EU-eroon liittyvä kehitys ruokkivat. Tuoreiden tilastotietojen mukaan maailmantalouden kehitys on kuitenkin vakaantunut loppuvuodesta. Samankaltainen kuva välittyy myös kyselytiedoista: ostopäääliköindeksit kertovat teollisuustuotannon kasvun elpymisestä ja palvelutuotannon kasvun hidastumisesta. Jatkossa maailmantalouden elpymisen arvioidaan olevan vaimeaa, kun joidenkin kehittyneiden talouksien kasvu hidastuu ja kehittyvissä talouksissa kasvu piristyy vain verkkaisesti. Maailmankaupan kasvu hidastui kuluvana vuonna, ja keskipitkällä aikavälillä sen arvioidaan jäävän maailmantalouden kasvua hitaammaksi. Inflaatiopaineet ovat maailmalla edelleen vaimeita, ja maailmantalouteen kohdistuvat riskit painottuvat yhä ennakoitua hitaamman kasvun suuntaan, joskin riskit ovat pienemässä.

Sekä euroalueen riskittömät pitkät korot että eonia-termiinikorot ovat nousseet EKP:n neuvoston syyskuisen rahapolitiikkakokouksen jälkeen, kun markkinoilla ei odoteta EKP:n talletuskoron enää laskevan. Euroalueen

osakehinnat ovat nousseet ja yritysten joukkolainojen riskilisät ovat pienentyneet sitä mukaa, kun riskinottohalu on lisääntynyt maailmalla. Riskittömien korkojen nousu näkyy myös euroalueen valtioiden pitkien joukkolainojen tuotoissa. Kauppapainotettu euron kurssi on pysynyt jokseenkin ennallaan.

Euroalueen BKT:n neljännesvuosikasvu oli vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 0,2 % (eli sama kuin edellisellä neljänneksellä). Kansainvälinen kauppa kärsii jatkuvasti sitkeästä maailmanlaajuisesta epävarmuudesta, mikä huonontaa edelleen etenkin euroalueen tehdasteollisuuden tilannetta ja vaimentaa investointien kasvua. Tuoreiden tilasto- ja kyselytietojen mukaan kehitys on yleisesti ottaen heikkoa, mutta euroalueen talouskasvu vaikuttaa jonkin verran vakaantuneen hidastumisesta huolimatta. Palvelu- ja rakennusaloilla kehitys on pysynyt vakaana, vaikka se onkin hidastunut jonkin verran vuoden 2019 jälkipuoliskolla. Euroalueen talouskasvu saa edelleen vetoapua suotuisista rahoitusoloista, työllisyyden kasvun ja palkkojen nousun jatkumisesta, varovaisen elvyttävästä finanssipoliitikasta sekä maailmantalouden jatkuvasta (joskin hieman hidastuvasta) kasvusta.

Samankaltainen näkemys välittyi euroalueen talousnäkyviä koskevista eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 1,2 % vuonna 2019 ja 1,1 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 ja vuonna 2022. BKT:n kasvunäkymät vuodelle 2020 on nyt arvioitu hieman heikommiksi kuin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa. Euroalueen talousnäkyviin kohdistuvat riskit painottuvat edelleen odotettua heikomman kehityksen suuntaan geopolittisten tekijöiden, protektionismin kasvun ja kehittyvien markkinoiden heikkouksien vuoksi, mutta riskit eivät ole yhtä merkittäviä kuin aiemmin.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio nopeutui marraskuussa 1,0 prosenttiin (lokakuussa 0,7 %). Syynä oli pääasiassa palvelujen ja elintarvikkeiden hintojen nousun vauhdittuminen. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan nopeutuvan jonkin verran tulevina kuukausina. Inflaatio-odotukset ovat indikaattorien mukaan vaihtelevia. Myös pohjainflaation indikaattorit ovat pysyneet yleisesti ottaen vaihtelevina, joskin merkit viittaavat siihen, että pohjainflaatio olisi odotusten mukaisesti hieman nopeutunut. Vaikka työvoimakustannusten nousupaineet ovat vahvistuneet työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä, talouskasvun heikentyminen on jarruttanut kustannuspaineiden vaikutuksen välittymistä inflaatiovauhtiin. Inflaation odotetaan kuitenkin nopeutuvan keskipitkällä aikavälillä EKP:n neuvoston rahapolittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkojen vakaan nousun tukemana.

Samankaltainen kuva välittyi myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,2 % vuonna 2019 ja 1,1 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 ja 1,6 % vuonna 2022. Syyskuusiin EKP:n asiantuntijoiden arvioihin verrattuna vuoden 2020 YKHI-inflaatio on nyt arvioitu hieman nopeammaksi ja vuoden 2021 inflaatiovauhti hieman hitaammaksi pääasiassa energian odotetun hintakehityksen vuoksi. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun vuotuisen YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,0 % vuonna 2019 ja 1,3 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 ja 1,6 % vuonna 2022.

Lavean rahan määrä kasvoi edelleen vankasti lokakuussa 2019, ja luotonanto yksityiselle sektorille jatkoi asteittaista piristymistään.

Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu pysyi lokakuussa ennallaan 5,6 prosentissa. Lavean rahan jatkuvan kasvun taustalla ovat pankkien luotonanto yksityiselle sektorille ja M3-erien hallussapidon pienet vaihtoehtokustannukset. Samalla pankkien suotuisa varainhankinta- ja luotonantotilanne tuki edelleen luotonantoa ja sen myötä talouskasvua. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli lokakuussa 3,8 % eli nopeampaa kuin syyskuussa, jolloin se oli 3,6 %. Kasvua tukeva rahapolitiikka auttaa pitämään pankkien luotonantotilanteen erittäin suotuisana ja helpottaa jatkossakin rahoituksensaantia kaikilla talouden sektoreilla ja erityisesti pienillä ja keskisuurilla yrityksillä.

Euroalueella kokonaisuutena finanssipolitiikan odotetaan olevan vuonna 2020 edelleen varovaisen elvyttävää ja tukevan jossakin määrin talouskasvua.

Finanssipolitiikan odotetaan pysyvän elvyttävänä myös vuonna 2021 ja muuttuvan sitten neutraaliksi vuonna 2022 pääasiassa perusylijäämän pienenemisen vuoksi. Talousnäkymien heikentyessä maiden, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, tulisi ryhtyä hyvissä ajoin tehokkaisiin toimiin. Maissa, joissa julkisen talouden velka on suuri, tulisi harjoittaa varovaista finanssipolitiikkaa ja saattaa rakenteellinen rahoitusasema tavoitteen mukaiseksi, jotta automaattiset vakauttajat voivat toimia vapaasti. Kaikkien maiden olisi tehostettava vielä entisestään toimia, joilla parannetaan julkisen talouden edellytyksiä tukea kasvua.

Rahapoliittiset päätökset

EKP:n neuvosto päätti 12.12.2019 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa pitää ennallaan sekä EKP:n ohjauskorot että ennakoidun viestintänsä ohjauskorkojen kehityksestä, omaisuuseräostoista ja pääoman uudelleensijoituksista.

- EKP:n neuvosto odottaa ohjauskorkojen pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia (mutta alle sen) ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa.
- Omaisuuserien osto-ohjelmassa ostetaan jälleen omaisuuseriä nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa. Uusia ostoja on tehty 1.11.2019 alkaen. EKP:n neuvosto odottaa ostojen jatkuvan niin kauan kuin tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa.
- Osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia jatketaan 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.

EKP:n neuvoston syyskuun kokouksessa päätettyjen laajojen rahapoliittisten toimien huomattava elvyttävä vaikutus varmistaa, että rahoitusolot ovat suotuisat kaikilla talouden sektoreilla. Kotitalouksien ja yritysten lainansaannin helpottuminen edistää kulutusta ja yritysten investointeja ja sitä kautta myös euroalueen talouskasvua ja kotimaisten hintapaineiden kasvua, mikä tukee inflaatiiovauhdin vakaata palautumista lähemmäksi EKP:n neuvoston keskipitkän aikavälin tavoitetta. EKP:n neuvosto seuraa tarkasti inflaatiokehitystä ja rahapoliittisten toimien vaikutuksen välittymistä talouteen. EKP:n neuvosto on edelleen valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.

Ulkoinen ympäristö

Tuoreimmat käytettävissä olevat tiedot vahvistavat, että globaali BKT:n kasvu (ilman euroaluetta) on hidastunut voimakkaasti vuonna 2019, kun sekä tehdasteollisuuden että investointien kasvu on ollut vaimeaa. Näiden haittatekijöiden vaikutusta on voimistanut ulkomaankaupan jännitteiden ja Ison-Britannian EU-eron ruokkima epävarmuus politiikan eri osa-alueilla, jota vastaan monissa maissa toteutetut toimenpiteet ovat tarjonneet vain osittaista apua. Kasvu on hidastunut laaja-alaisesti monissa maissa, mutta maakohtaiset sokit ovat lisäksi pahentaneet joidenkin nousevien talouksien tilannetta. Maailmantalouden elpymisen odotetaan olevan vaimeaa kehittyneiden talouksien kasvun maltillistumisen ja nousevien talouksien vaisun elpymisen myötä. Maailmankauppa on hiipunut tänä vuonna, ja sen arvioidaan kasvavan maailmantaloutta hitaammin keskipitkällä aikavälillä. Globaalit inflaatiopaineet pysyvät hillittyinä, ja maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan, joskin aiempaa lievemmin.

Maailman taloudellisen toimeliaisuuden ja maailmankaupan kehitys

Maailmantalouden kasvu on hidastunut merkittävästi tänä vuonna, kun globaali tehdasteollisuus kehittynyt heikosti ulkomaankaupan epävarmuuden lisääntyessä. Vuoden 2018 puolivälissä maailmantalouden kasvu alkoi hidastua, ja siitä alkoi heikko jakso, jolloin kasvu on ollut hitainta sitten globaalin talouskriisin. Tänä aikana sekä tehdasteollisuuden että investointien kasvu on ollut heikkoa. Kehitystä on osaltaan heikentänyt toistuviin ulkomaankaupan jännitteisiin¹ ja Ison-Britannian EU-eroon liittyvä poliittinen epävarmuus. Vaikka talouskasvun heikentyminen jakautui maittain laaja-alaisesti, monet nousevat markkinataloudet kärsivät rakenteellisista ongelmista ja vuodenvaihteessa myös maakohtaisista sokeista.² Kehittyneissä talouksissa ja Kiinassa harjoitettu kasvua tukeva talouspolitiikka³ ja suotuisat tilapäiset tekijät auttoivat pehmentämään kasvun hidastumista.

Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat siihen, että maailmantalouden kasvu on vakiintunut kolmannella ja neljännellä vuosineljänneksellä. Globaalia kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköindeksi (PMI) ilman euroaluetta pysyi

¹ Ks. kehikossa 1 esitetty analyysi tuontitullien korotusten vaikutuksesta talouskasvuun globaalien arvoketjujen ympäristössä.

² Nousevien markkinatalouksien kasvu on tänä vuonna jäänyt odotuksia heikommaksi, mikä johtui monista yksittäisistä tekijöistä (padon sortuminen Brasiliassa ja öljyputken saastuminen Venäjällä), kotimaan tilanteen epäsuotuisasta kehityksestä (esim. finanssipolitiikan kiristyminen ja investointien pullonkaulat Meksikossa sekä uudistuksiin liittyvä epävarmuus Brasiliassa) sekä rakenteellisista ongelmista (esim. usean varjopankin kaatumisen aiheuttamasta luottolamasta johtuva kotimaisen kysynnän heikkeneminen Intiassa). Lisäksi monet pienet nousevat markkinataloudet (esim. Argentiina, Iran ja Venezuela) rasittivat maailmantalouden kasvua vuonna 2019, sillä ne kärsivät voimakkaasta taantumasta sisäpoliittisten ongelmien vuoksi. Toisaalta Turkin kasvu oli odotettua voimakkaampaa vuoden alkupuoliskolla finanssipoliittisen elvytyksen ja kotitalouksien kulutuksen vahvuuden ansiosta.

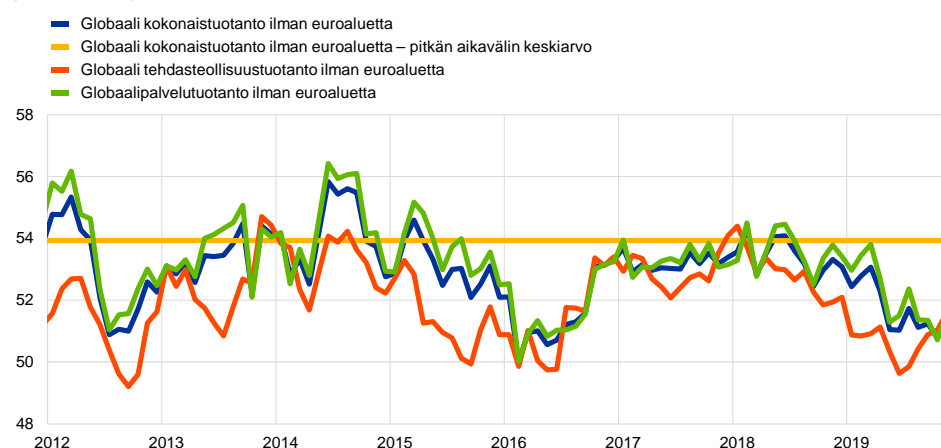
³ Yhdysvalloissa vuonna 2018 toteutetun mittavan finanssipoliittisen elvytyksen lisäksi keskuspankin avomarkkinakomitea on vuonna 2019 alentanut ohjauskorkoaan yhteensä 75 peruspisteellä siten, että korkoa laskettiin 25 peruspisteellä sekä heinäkuun, syyskuun että lokakuun kokouksessa. Koronalennuksen syiksi se ilmoitti maailmantalouden näkyvien heikkenemisen ja ulkomaankauppaan liittyvät riskit. Kiinassa vuonna 2019 toteutetun kasvua tukevan finanssipolitiikan lisäksi keskuspankki on keventänyt asteittain rahapolitiikan linjausta vähentämällä varantovelvoitetta sekä alentamalla hieman keskipitkän aikavälin antolainauskorkoa, käänteistä repokorkoa sekä prime-korkoa.

kolmannella neljänneksellä edellisen neljänneksen tasolla, mikä viittaa globaalin talouskasvun vakiintumiseen. Myös loka- ja marraskuuhun saakka ulottuvat tilastotiedot viittaavat vakaaseen mutta vaimeaan globaalin (pl. euroalue) BKT:n kasvuun viimeisellä vuosineljänneksellä. Toimialoittain tarkastellen tehdasteollisuuden ja palvelualan tuotantoa kuvaavien ostopäällikköindeksien välinen kuilu on kaventunut jatkuvasti, minkä perusteella tehdasteollisuuden tuotanto olisi asteittain elpymään päin ja palvelutuotannon kasvu puolestaan hieman hidastumassa.

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat marraskuulta 2019. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 marraskuuhun 2019.

Maailmantalouden rahoitusolot helpottuivat edelleen. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 kokonaistaloudellisten arvioiden laatimisen jälkeen rahoitusolot ovat helpottuneet sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa. Nousevien markkinatalouksien rahoitusolojen koheneminen johtui pääasiassa joukkolainojen tuottojen laskusta ja riskilisten kaventumisesta. Toisaalta kehittyneet taloudet ovat hyötynyt osakkeiden arvostustason noususta (erityisesti Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa) sekä yrityslainojen riskilisten kaventumisesta. Myös ulkomaankaupan jännitteiden ja Ison-Britannian EU-eroon liittyvän epävarmuuden väheneminen sekä kasvua tukeva rahapolitiikka ovat myötävaikuttaneet kehitykseen.

Maailmantalouden kasvun arvioidaan piristävän keskipitkällä aikavälillä vain hieman, kun nousevien markkinatalousmaiden elpyminen alkaa vaimentaa kehittyneiden talouksien ja Kiinan talouskasvun hidastumisen vaikutusta.

Maailmantalouden kasvu-uraa muovaa kolme keskeistä tekijää. Kasvua jarruttavat useimpien kehittyneiden talouksien kasvun suhdanneluontoinen hidastuminen ja Kiinan talouden siirtyminen asteittain hitaammalle kasvu-uralle. Elpymistä edistää puolestaan taloudellisen toiminnan vakaantuminen niissä nousevissa markkinatalousmaissa, jotka kärsivät vertailuajankohtana (syvästä) taantumasta. Maailmantalouden kasvu on nyt arvioitu koko arviointijaksolla hitaammaksi kuin syyskuun 2019 asiantuntija-arvioissa, mikä johtuu lähinnä joidenkin nousevien

markkinatalousmaiden odotettua hitaammasta talouskasvusta, jonka taustalla on myös joidenkin kyseisten maiden sisäinen epävakaus (esim. Hongkong ja Chile).

Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana lyhyellä aikavälillä ja hidastuvan keskipitkällä aikavälillä. Vuoden 2019 kolmannen neljänneksen vuositason laskettu talouskasvu oli 2,1 % eli suunnilleen sama kuin toisellakin neljänneksellä. Vahvat työmarkkinat ja kulutuskysyntä sekä kasvua tukevat rahoitusolot olivat edelleen tärkeimmät kasvun taustatekijät, kun taas ei-asuinrakentamisinvestoinnit supistuivat edelleen. Ulkomaankaupan kasvuvaikutus oli neutraali, kun sekä tuonti että vienti kasvoivat vaatimattomasti. Kuluttajahintojen vuotuinen kokonaisinflaatio nopeutui lokakuussa 1,8 prosenttiin edelliskuun 1,7 prosentista pääasiassa elintarvikkeiden ja energian hinnannousun myötä. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintainflaatio hidastui lokakuussa hieman ja oli 2,3 prosenttia. Keskipitkällä aikavälillä kasvun arvioidaan palaavan asteittain potentiaaliseen hieman alle kahden prosentin vuosivauhtiin, kun talous etenee suhdannekierron kypsempään vaihteeseen ja kapasiteettirajoitteista tulee entistä sitovampia, kun taas kuluttajahintainflaation odotetaan pysyvän yli 2 prosentissa.

Kiinan talouskasvu on asteittain hidastuvalla uralla. Vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä vuotuinen BKT:n kasvu hidastui 6,0 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,2 prosentista nettoviennin kasvuvaikutuksen heikentymisen myötä. Investoinnit jäivät odotettua heikommiksi ja niiden odotetaan myös pysyvän heikkoina, kun kiista Yhdysvaltojen kanssa rasittaa ulkomaankauppaa. Jatkossa kasvun arvioidaan hidastuvan edelleen vuonna 2020, kun vienti ja investoinnit heikkenevät, ja kiihtyvän hieman vuosina 2021 ja 2022 politiikkatoimien myötä. Kaiken kaikkiaan talouskasvun hidastuminen heijastelee aiempia pyrkimyksiä velkaantumisen vähentämiseen rahoitusriskien rajoittamiseksi, hallituksen tavoitetta siirtää talouden painopistettä pois investoinneista sekä Yhdysvaltojen kanssa meneillään olevien kauppakiistojen vaikutuksia. Rakennemuutosten toteuttamisen arvioidaan johtavan hallittuun siirtymiseen kohti maltillisempaa kasvua, joka on vähemmän riippuvainen investoinneista ja viennistä.

Japanin talouskasvu pysyi vaisuna, ja maan talouden arvioidaan kasvavan maltillisesti keskipitkällä aikavälillä. BKT:n neljännesvuotuinen kasvu hidastui edelleen vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 0,4 prosenttiin toisen neljänneksen 0,5 prosentista. Kotimainen kysyntä oli vakaata, kun se sai tukea yritysten yksityisistä ei-asuinrakennusinvestoinneista ja etupainotteisesta kysynnästä ennen 1.10. toteutunutta arvonlisäveron korotusta. Samaan aikaan kysyntää kuitenkin rasittivat heikko vienti ja varastojen muutokset sekä toisen vuosineljänneksen verrattain vahva toteutuma (osittain uuden keisarin virkaanastumisen juhlistamiseen liittyvän pidennetyn lomajakson takia). Vaikka kasvun odotetaan heikkenevän tilapäisesti arvonlisäveron korotuksen ja lokakuun luonnonkatastrofien vuoksi, toimeliaisuuden odotetaan palaavan asteittain kohtalaisen kasvun uralle, kun Japani saa tukea voimakkaasti elvyttävästä rahapolitiikasta, vahvasta työmarkkinatilanteesta ja Tokion vuoden 2020 olympialaisten valmisteluista. Lisäksi Japanin hallituksen hiljattain julkistama merkittävä finanssipoliittinen tukipaketti todennäköisesti tukee tulevaa kasvua, joskin

se vaatii vielä parlamentin hyväksynnän. Kasvuvauhtia kuitenkin oletettavasti rajoittavat suhdannekierron eteneminen yhä kypsempään vaiheeseen sekä kiristyvät työvoima- ja kapasiteettirajoitteet.

Ison-Britannian BKT:n kasvu elpyi maltillisesti kolmannella neljänneksellä, mutta näkymät pysyvät vaisuina, vaikka EU-eromenettelyjen näkymät vaikuttavatkin hieman aiempaa positiivisilta. BKT kasvoi kolmannella neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se supistui 0,2 %, kasvun saadessa tukea odotettua vahvemmasta nettoviennin kasvusta. Yksityisen kulutuksen kasvu pysyi vahvana (0,4 % edellisestä neljänneksestä) heijastellen vuonna 2019 vahvistunutta reaali-palkkojen kehitystä ja julkisten menojen kasvua (0,3 % edellisestä neljänneksestä), kun taas investointien ja varastojen kehitys jarrutti kasvua. EU-eroon liittyvä epävarmuus pysyi koholla rajoittaen kasvua lyhyellä aikavälillä. Pidemmän aikavälin kasvunäkymät riippuvat edelleen voimakkaasti lopullisista EU-eron jälkeisistä kauppajärjestelyistä, joista Iso-Britannia ja EU eivät ole vielä solmineet sopimusta. Inflaatio hidastui selvästi viimeisen vuosineljänneksen alussa, kun Ison-Britannian vuotuinen kuluttajahintainflaatio putosi lokakuussa 1,5 prosenttiin kolmannen neljänneksen 1,8 prosentista. Pudotus heijastaa Englannin punnassa lasketun öljyn hinnan laskua vuotta aiemmasta, syyskuussa alkaneesta punnan vahvistumisesta johtuvaa tuontihintojen laskua sekä kotimaisen energian hinnan voimakasta laskua säännellyn hintakaton alentamisen takia, joskin viimeksi mainittu todennäköisesti kumotaan keväällä 2020.

BKT:n kasvun arvioidaan pysyvän vahvana Keski- ja Itä-Euroopan maissa ennusteajaksolla. Talouskasvu saa edelleen tukea vahvasta yksityisestä kulutuksesta, joka hyötyy kireästä työmarkkinatilanteesta, kun taas investointien ennustetaan heikkenevän, kun EU-rahoitusykyissä siirrytään edistyneempään vaiheeseen. Kasvun odotetaan maltillistuvan ennusteajaksolla potentiaalikasvua korkeammalta tasoltaan mutta pysyvän vahvana.

Suurten raaka-aineita vievien maiden talouskasvun odotetaan elpyvän hieman vuoden 2019 heikkouden jälkeen. Venäjällä keskeisen öljynvientiputken saastuminen aiheutti laajamittaisia häiriöitä toimitusketjussa, mutta odotettua nopeampi tuotannon palautuminen johti vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä odotettua vahvempaan BKT:n kasvuun ja vientiin. Jatkossa keskipitkän aikavälin näkymät riippuvat pääasiassa finanssi- ja rakennepolitiikan toteutuksesta, globaalien öljymarkkinoiden kehityksestä (erityisesti OPECin ja eräiden muiden merkittävien öljyntuottajamaiden sitoutumisesta tuotantorajoituksiin, sekä Venäjän toimintaa rajoittavista kansainvälisistä talouspakotteista. Vaikka Brasilian talous vahvistui alkuvuonna 2019, kasvu on edelleen haurasta, mikä johtuu kireästä finanssipolitiikan tilanteesta (johon kuuluu myös talousarviolleikkauksia), epävarmasta ulkoisesta ympäristöstä (esim. ulkomaankaupan jännitteet ja kriisit Argentiinassa ja muissa Latinalaisen Amerikan maissa) sekä kotimaisista sokeista (esim. padon sortuminen). Vaikka hiljattain hyväksytyt eläkeuudistus oli välttämätön luottamuksen vahvistamiseksi, muiden välttämättömien finanssipoliittisten uudistusten toteutusaste vaikuttaa olennaisesti kasvuun keskipitkällä aikavälillä.

Turkissa kasvun arvioidaan pysyvän hieman positiivisena vuonna 2019 ja sen jälkeen elpyvän asteittain keskipitkällä aikavälillä. Vuoden 2018 jälkipuoliskolla

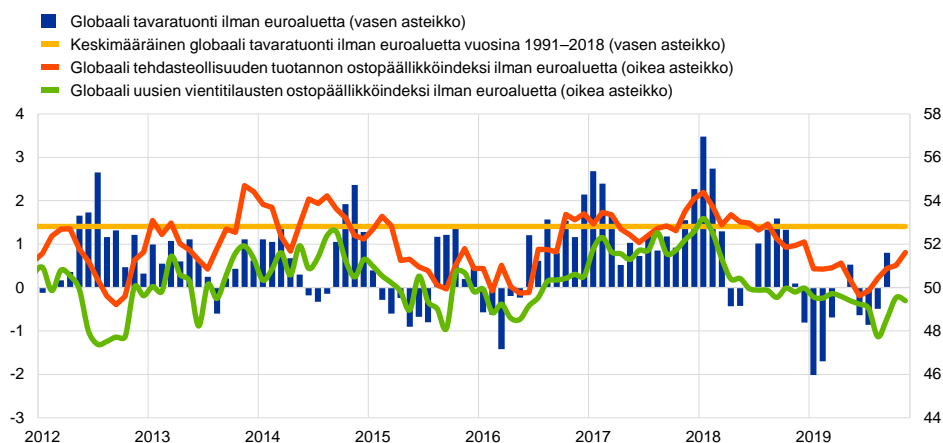
voimakkaasti hidastunut BKT:n kasvu elpyi vuoden 2019 alkupuoliskolla ennen maaliskuun paikallisvaaleja toteutetun finanssipoliittisen elvytyksen, kotitalouksien kulutuksen ja nettoviennin vahvistumisen myötä, kun taas investointien supistuminen jatkui. Kasvun odotetaan pysyvän vuonna 2019 hieman positiivisena olettaen, että kotitalouksien kulutus pitää pintansa, vaikka ulkoinen ympäristö saattaakin hieman heikentyä. Talouskasvun odotetaan kiihtyvän asteittain ennustejakson loppua kohti.

Maailmankauppa on kärsinyt vuonna 2019 toistuvista jännitteistä ja teollisuustuotannon heikkenemisestä.

Tuoreimmat tiedot viittaavat siihen, että vuoden 2019 alkupuolella supistunut maailmankauppa vakiintuisi loppuvuonna, joskin hyvin vaimealle tasolle. Kehittyneissä talouksissa kauppa alkoi taas kasvaa maltillisesti vuoden 2019 kolmannella ja viimeisellä neljänneksellä Ison-Britannian tuonnin elpyessä (alkuvuoden 2019 poikkeuksellisen suuren varastojen kartutuksen jälkeen)⁴ ja Keski- ja Itä-Euroopan maiden tuonnin piristyessä toisen neljänneksen tilapäisen notkahduksen jälkeen. Nousevien markkinatalouksien ulkomaankauppa supistui edelleen vuoden kolmannella neljänneksellä, kun Kiinan ulkomaankauppa oli vastatuulella, Intian talouskasvu hidastui ja Latinalaisessa Amerikassa oli poliittista epävakautta. Viimeisellä vuosineljänneksellä saatiin kuitenkin merkkejä vakiintumisesta. CPB:n tietojen mukaan maailman tavaratuonnin volyyymi (euroalue pois lukien) kasvoi vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 0,8 % edellisestä neljänneksestä, kun se oli sitä ennen supistunut kolme vuosineljännestä peräkkäin ja vielä voimakkaasti syyskuussakin (ks. kuvio 2). Koska uusia vientitilauksia koskevien kyselytutkimuksiin pohjautuvien indikaattorien antamat viitteet ovat epä johdonmukaisia, on todennäköistä, että nykyinen maailmankaupan heikkous jatkuu lyhyellä aikavälillä.

Kuvio 2 Kyselyt ja globaali tavarakauppa

(Vasen asteikko: vuotuisen prosentimuutoksen kolmen kuukauden liukuva keskiarvo; oikea asteikko: diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot PMI-indekseistä ovat marraskuulta 2019 ja globaalista tavaratuonnista syyskuulta 2019.

⁴ Vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä Ison-Britannian tuonti kasvoi neljännesvuositasolla 10 %, kun maassa kerättiin varastoja ennen ensimmäistä suunniteltua Brexit-päivämäärää (29.3.2019). Tämän jälkeen varastojen purkaminen vuoden 2019 toisella neljänneksellä aiheutti tuontiin 13 prosentin supistumisen.

Yhdysvaltojen kauppapolitiikan linjauksen viimeaikainen kehitys antaa epäyhtenäisiä viitteitä ulkomaankaupan jännitteiden mahdollisesta hellittämisestä.

Yhdysvaltojen ja Kiinan kahdenvälisen kauppaneuvottelujen jatkuminen lokakuun alussa loi perustan ns. 1. vaiheen sopimukselle ja herätti toiveita kauppakiistan hellittämisestä. Näiden maiden neuvottelut kuitenkin etenevät tämän katsauksen laatimishetkellä epäsuosissa merkeissä, eikä ole selvää, milloin ne mahdollisesti voisivat solmia kauppaa koskevan sovinnon.⁵ Tätä taustaa vasten Yhdysvallat on lykännyt ennalta määräämättömäksi ajaksi tuontitullikorotusta, jonka oli määrä tulla voimaan 15.10., mutta 15.12. voimaan tuleviksi aiottujen tullien on edelleen määrä astua tuolloin voimaan.⁶ Lisäksi Yhdysvallat on lykännyt päätöstä, asettaako se autojen (ja autonosten) tuonnille EU:sta tuontitulleja (joiden oli alun perin määrä tulla voimaan marraskuun puolivälissä). Kauppakiistat muiden maiden kanssa ovat kuitenkin viime aikoina kiristyneet. Joulukuun alussa Yhdysvaltojen hallinto uhkasi asettaa Argentiinalle ja Brasilialle teräksen ja alumiinin tuontitullit niiden harjoittaman valuuttapolitiikan takia. Sen jälkeen, kun Yhdysvaltojen kauppaedustajan käynnistämä selvitys Ranskassa vuonna 2019 voimaansaattetusta digitaalisten palvelujen verosta valmistui, Yhdysvallat uhkasi asettaa tuontitulleja erälle ranskalaisille tuotteille, koska veron katsottiin syrjivän yhdysvaltalaisia yrityksiä. Vaikka nämä tuontitullit koskisivatkin mahdollisesti vain pientä kaupan osaa, tilanteen viimeaikainen kiristyminen ei lupaa hyvää kaupan jännitteiden helpottamisen kannalta.

Globaalin tuonnin odotetaan keskipitkällä aikavälillä kasvavan asteittain mutta talouskasvua hitaammin.

Ulkomaankaupan jännitteiden viimeaikainen kiristyminen, jonka vaikutukset tuntuvat vielä vuonna 2020, aiemmin arvioitua hitaampi nousevien talouksien elpyminen sekä Kiinan talouden rakenteellinen uudelleentasapainottuminen osaltaan hidastavat maailmankaupan elpymistä. Näin ollen ulkomaankaupan yksikköjouston suhteessa talouskasvuun arvioidaan jäävän ennustejaksolla alle yhteen. Talousnäkymistä joulukuussa 2019 laadittujen eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden mukaan euroalueen ulkopuolisen globaalien tuonnin kasvu, joka oli 4,6 % vuonna 2018, jää nolnaan vuonna 2019 ja sitten elpyy 0,8 prosenttiin vuodeksi 2020, 2,4 prosenttiin vuodeksi 2021 ja 2,7 prosenttiin vuodeksi 2022. Odotuksena on, että euroalueen vientikysynnän kasvu (joka viime vuonna ylsi vielä 3,7 prosenttiin) hidastuu 0,7 prosenttiin vuonna 2019. Sen jälkeen sen odotetaan nopeutuvan vähitellen ja olevan 1,0 % vuonna 2020, 2,3 % vuonna 2021 ja 2,6 % vuonna 2022. Verrattuna syyskuussa 2019 julkaistuihin EKP:n asiantuntijoiden arvioihin euroalueen vientikysynnän kasvua on tarkistettu 0,3 prosenttiyksikköä pienemmäksi vuodelle 2019, 0,9 prosenttiyksikköä pienemmäksi vuodelle 2020 ja 0,4 prosenttiyksikköä pienemmäksi vuodelle 2021. Syynä näihin tarkistuksiin ovat paitsi elokuussa ilmoitettujen tuontitullien vaikutukset ja aiempaa

⁵ Neuvoteltavana olevan sopimuksen odotetaan koskevan monia kyseisten maiden välisen suhteen osia, mutta sen yksityiskohtia ei vielä tiedetä. Saatavilla olevien tietojen mukaan sopimuksen 1. vaiheessa Kiina sitoutuisi muun muassa lisäämään yhdysvaltalaisen maataloustuotteiden tuontiaan (palaten suunnilleen samaan määrään, jonka se toi ennen kuin asetti maataloustuotteille tuontitullit, eli noin 20 miljardiin Yhdysvaltain dollariin vuodessa), lisäämään valuuttamarkkinoidensa avoimuutta sekä vahvistamaan aineettomia oikeuksia koskevia säännöksiään.

⁶ Lisätulleihin, jotka aiottiin saattaa voimaan 15.10., kuuluu 5 prosenttiyksikön korotus (25 prosentista 30:een) tuontitulleihin, jotka koskevat 250 miljardin dollarin arvoista tuontia Kiinasta, ja 15.12. voimaantulevaksi suunnitellaan 15 prosentin lisätulleja (aiemmin ilmoitetun 10 prosentin sijaan), jotka koskevat 161 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoista tuontia Kiinasta Yhdysvaltoihin.

heikommat talousluvut, myös kasvunäkymien heikkenemisestä johtuva tuonnin kasvun laaja-alainen hidastuminen sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa.

Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua hitaamman kasvun suuntaan, mutta riskit ovat pienentyneet jossain määrin.

Ulkomaankauppakiistojen kiristyminen voisi rasittaa maailmankauppaa ja talouskasvua sekä aiheuttaa häiriöitä globaaleissa toimitusketjuissa. Myös Ison-Britannian sopimukseton ero EU:sta saattaisi aiheuttaa haitallisia kerrannaisvaikutuksia erityisesti Euroopassa. Kiinan talouskasvun jyrkempää hidastumista saattaisi olla vaikeampi hallita talouspolitiikan keinoin, ja se voisi vaarantaa Kiinassa meneillään olevan tasapainottamisprosessin. Kurssiheilahtelut rahoitusmarkkinoilla voisivat rasittaa riskinottohalua globaalisti, ja geopoliittisten jännitteiden uusi kärjistyminen voisi haitata maailmantalouden ja kaupan kasvua. Odotettua nopeamman kasvun riskit puolestaan liittyvät maailmankaupan nopeampaan elpymiseen ja nykyisten poliittisten epävarmuustekijöiden suotuisampaan ratkeamiseen.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

Öljyn hinta on noussut markkinatunnelmien parantuessa. Huoli öljyn globaalin kysynnän heikkoudesta oli keskeinen markkinakehityksen ajuri lokakuun puoliväliin saakka, jolloin Yhdysvallat ja Kiina jatkoivat kauppaneuvottelujaan. Öljyn hinta sai lisää tukea 6.12., jolloin OPECin jäsenet ja muut merkittävät öljyntuottajamaat sopivat aiempaa tuntuvammista tuotantoleikkauksista. Sen jälkeen öljyn hinta on elpynyt markkinatunnelmien paranemisen tukemana.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 kokonaistaloudellisissa arvioissa öljyn hinnan odotetaan laskevan arviointijakson aikana. Öljyn spot-hinnan nousun myötä öljyn futuurihintakäyrä on noussut hieman siitä, kun EKP:n asiantuntijat esittivät syyskuun 2019 kokonaistaloudelliset arvionsa, joskin hintakäyrä on suunnilleen entisen muotoinen. Näin ollen eurojärjestelmän asiantuntijoiden syyskuun kokonaistaloudellisten arvioiden taustalla oleva oletus öljyn hinnasta oli EKP:n asiantuntijoiden kesäkuun arvioihin verrattuna noin 2,1 % korkeampi kuluvalle vuodelle (4,6 % matalampi vuodelle 2020 ja 2,1 % matalampi vuodelle 2021). Joulukuun kokonaistaloudellisten arvioiden laatimisen jälkeen öljyn hinta on noussut hieman, ja 11.12.2019 se oli 65,2 dollaria barrelilta.

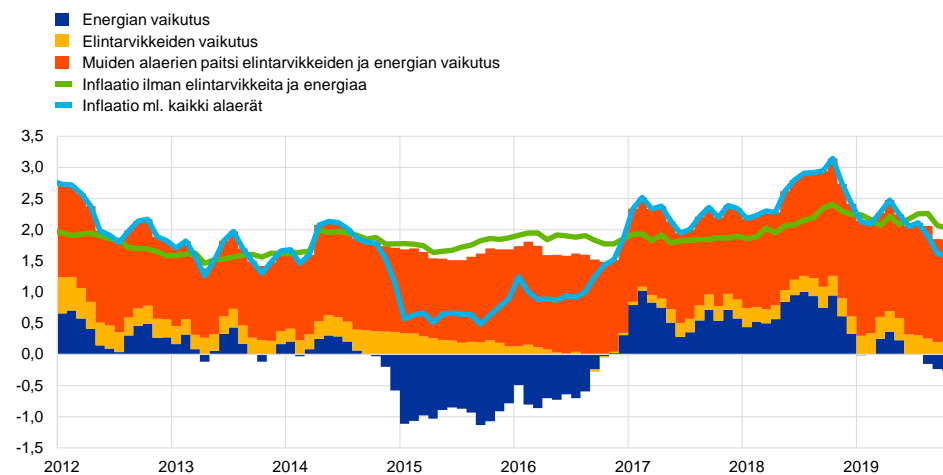
Globaalit inflaatiopaineet pysyvät maltillisina. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli keskimäärin 1,6 % lokakuussa 2019 eli sama kuin edellisessä kuussa. Energian hintakehitys (-3,0 % lokakuussa ja -2,7 % syyskuussa) painoi edelleen kokonaisinflaatiota, kun taas elintarvikkeiden hinnat nousivat hieman kompensoiden energian hinnan laskua. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui hieman eli 2,0 prosenttiin edelliskuun 2,1 prosentista (ks. kuvio 3). Inflaatiopaineet tärkeimmissä kehittyneissä talouksissa ovat edelleen vaikeat huolimatta kasvua tukevasta rahapolitiikasta ja kireästä työmarkkinatilanteesta, joiden vaikutus ei välity palkankorotuksiksi. Kaiken kaikkiaan

tilanne viittaa siihen, että inflaatiopaineet pysyvät todennäköisesti vaimeina ennakoitavissa olevassa tulevaisuudessa.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot ovat lokakuulta 2019.

Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen (kansallisissa valuutoissa) odotetaan vakiintuvan keskipitkällä aikavälillä, sillä öljyfutuuriin laskevan hintakäyrän arvioidaan suurin piirtein kompensoituvan euron heikkenemisen vaikutuksesta keskipitkällä aikavälillä.

2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys

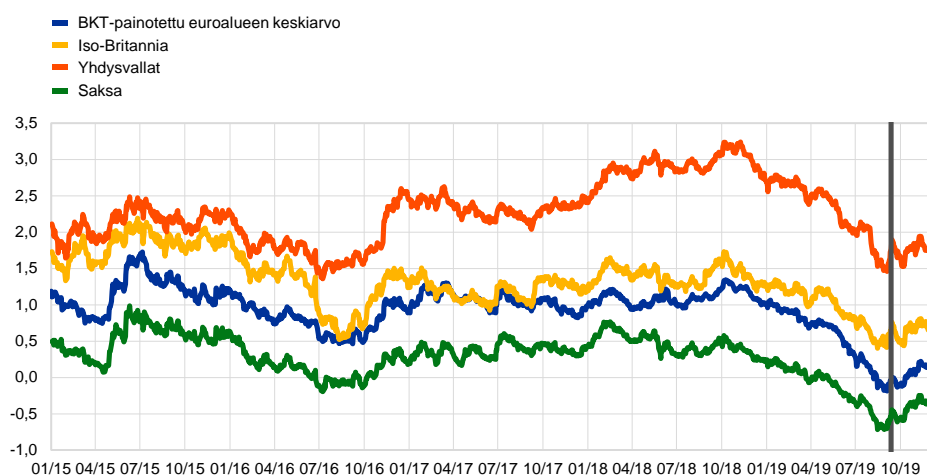
Euroalueen pitkät riskittömät korot ja eoniakoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutuneen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä ovat nousseet EKP:n neuvoston syyskuun 2019 rahapolitiikkakokouksen jälkeen, ja markkinaosapuolet odottavat, että talletusmahdollisuuden korko ei enää laske. Sitä mukaa kun riskinottohalukkuus on maailmanlaajuisesti jonkin verran kohentunut, euroalueen osakehinnat ovat nousseet ja yritysten joukkolainojen tuottoerot ovat supistuneet. Samalla kun euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotoissa on yleisesti näkynyt riskittömien korkojen nousu, tuottoeroissa ei juuri ole tapahtunut muutosta. Vain Italian valtion joukkolainojen tuottoero on kasvanut merkittävästi pääasiassa sisäpoliittisten jännitteiden vuoksi. Kauppapainotteinen euron kurssi on pysynyt yleisesti vakaana valuuttamarkkinoilla.'

Valtion pitkien joukkolainojen tuotot ovat nousseet koko euroalueella, mikä osoittaa vuoden 2018 lopusta elokuuhun 2019 jatkuneen laskusuuntauksen päättyneen (ks. kuvio 4). Tarkastelujaksolla (12.9.–11.12.2019) valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo euroalueella nousi 0,25 prosenttiyksikköä 0,20 prosenttiin, kun riskittömät korot nousivat riskinottohalukkuuden kohentumisen ja makrotalouden näkymien jonkinasteisen vakautumisen myötä. Niin ikään Isossa-Britanniassa valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot nousivat tarkastelujaksolla noin 0,78 prosenttiin. Yhdysvalloissa vastaava tuotto pysyi pääpiirteissään ennallaan 1,79 prosentissa.

Kuvio 4

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

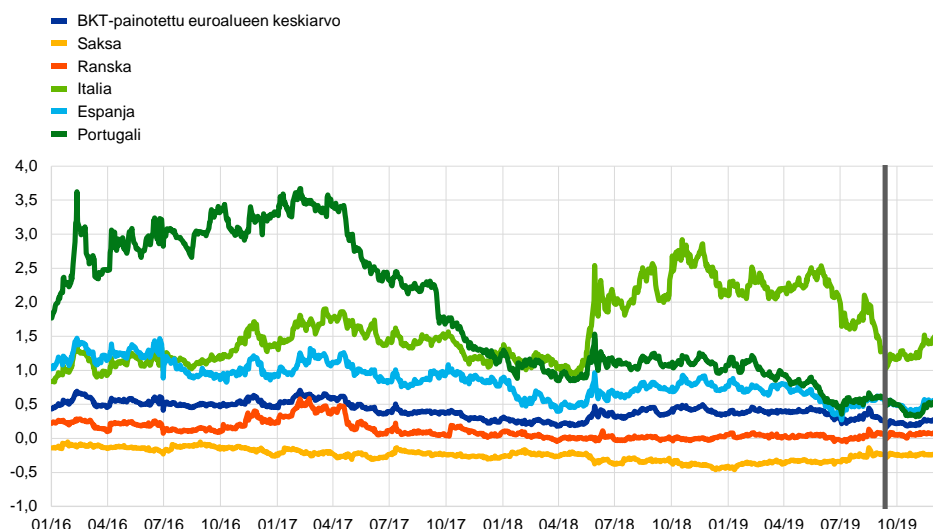
Huom. Päivähavaintoja. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2019. Tuoreimmat havainnot 11.12.2019.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotoissa näkyi yleisesti euroalueen riskittömän 10 vuoden yön yli -indeksiswapkoron (overnight index swap, OIS) nousu, ja Italiaa lukuun ottamatta useimpien valtioiden joukkolainojen tuottoerot OIS-korkoon nähden pysyivät pääosin ennallaan (ks. kuvio 5). Italian valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoero kasvoi huomattavasti eli 0,27 prosenttiyksikköä 1,43 prosenttiin. Tärkeimpänä taustatekijänä oli sisäpoliittisten jännitteiden lisääntyminen, joten heijastusvaikutuksia muiden euroalueen valtioiden vastaaviin tuottoeroihin ei aiheutunut. Vastaava Saksan joukkolainojen tuottoero supistui 0,03 prosenttiyksikköä -0,23 prosenttiin ja Portugalin 0,04 prosenttiyksikköä 0,46 prosenttiin. Espanjan joukkolainojen tuottoero sen sijaan kasvoi 0,07 prosenttiyksikköä 0,53 prosenttiin ja Ranskan 0,01 prosenttiyksikköä 0,09 prosenttiin. Yleisesti euroalueen valtioiden joukkolainojen BKT-painotetun keskiarvon ja 10 vuoden yön yli -indeksiswapkoron tuottoero kasvoi 0,06 prosenttiyksikköä ja oli 0,27 prosenttia.

Kuvio 5

Euroalueen valtioiden 10 vuoden joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(tuottoero prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2019. Tuoreimmat havainnot 11.12.2019.

Tarkastelujaksolla eonikorko oli keskimäärin -0,45 prosenttiyksikköä ja EKP:n uusi lyhyt €STR-viitekorko keskimäärin -0,54 prosenttiyksikköä. Molemmat korot olivat noin 0,10 prosenttiyksikköä alempana kuin elokuussa 2019 vallinnut keskiarvo, mikä kuvasti EKP:n 18.9.2019 toteuttamaa talletusmahdollisuuden koron laskua. Eonikoron laskentamenetelmää muutettiin 2.10.2019 siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä.⁷ Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi tarkastelujaksolla noin 41 miljardia euroa 1 800 miljardiin euroon. Kasvun tärkeimmät taustatekijät olivat likviditeettiä vähentävien tekijöiden vaikutuksen

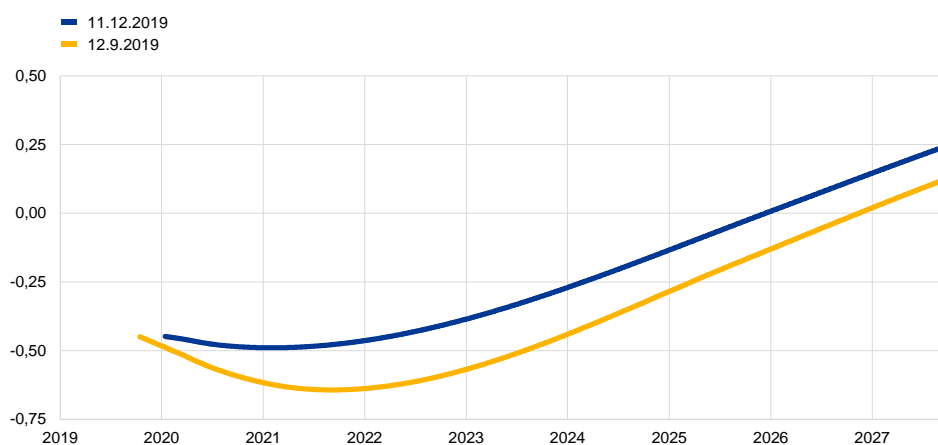
⁷ Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

vähentäminen ja eurojärjestelmän toteuttamien arvopaperiostojen alkaminen 1.11.2019.

Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi huomattavasti ylöspäin, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolet eivät enää odota talletusmahdollisuuden koron laskevan (ks. kuvio 6). Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä on tarkastelujaksolla kääntynyt suurimmalta osaltaan nousevaksi. Käyrä on alimmillaan noin -0,49 % vuosien 2020 ja 2021 taitteessa eli vain muutaman peruspisteen eoniakoron nykytasoa alempana. Käyrän kääntyminen nousuun viittaa siihen, että markkinaosapuolet eivät enää odota talletusmahdollisuuden koron laskevan. Kaiken kaikkiaan käyrä on pysynyt nollan alapuolella vuotta 2025 edeltäville maturiteeteille, mikä kuvastaa sitä, että markkinaosapuolet odottavat korkojen pysyvän negatiivisina melko pitkään.

Kuvio 6 Eoniatermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



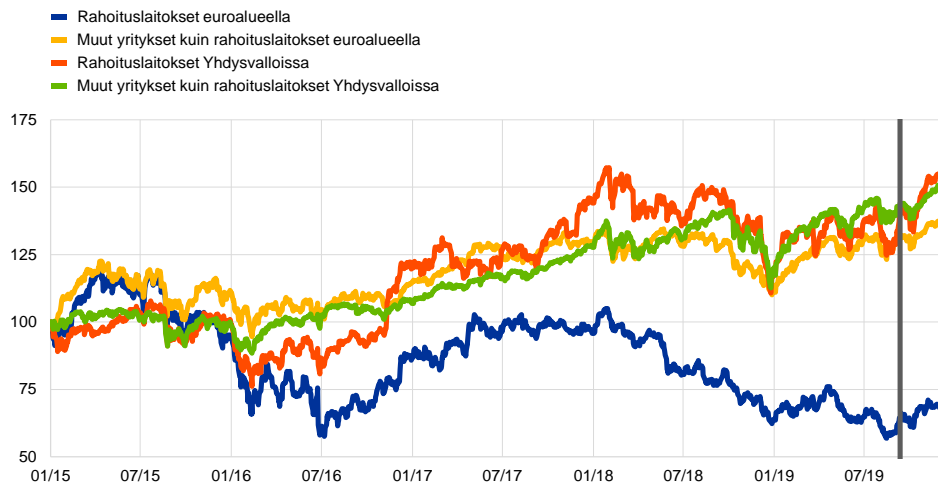
Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen laajat osakeindeksit ovat nousseet maailmanlaajuisen riskinottohalukkuuden kohenemisen myötä (ks. kuvio 7). Tarkastelujaksolla euroalueen rahoitussektorin yritysten osakehinnat nousivat noin 6,6 % ja muiden yritysten osakehinnat noin 3,0 %. Riskittömien korkojen nousun ja hieman alhaisempien pitkän aikavälin tulosodotusten osakehintoja laskeva vaikutus jäi pienemmäksi kuin osakkeiden riskipreemion vähenemisen suotuisa vaikutus. Riskipreemion väheneminen saattaa osaksi liittyä maailmankaupan jännitteiden lientymiseen ja makrotalouden näkymien jonkinasteiseen vakautumiseen.

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 12.9.2019. Tuoreimmat havainnot 11.12.2019.

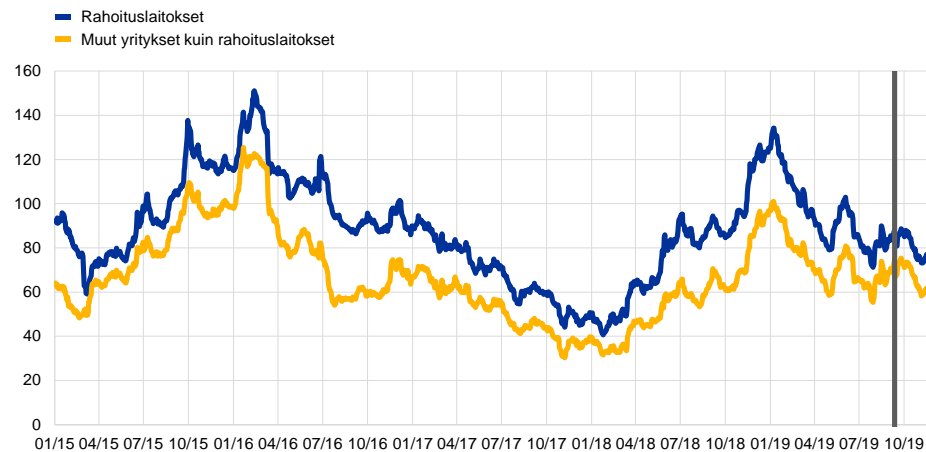
Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat tarkastelujaksolla

(ks. kuvio 8). Samalla kun maailmanlaajuisen riskinottohalukkuuden koheneminen tuki riskipitoisia sijoituskohteita, osakkeiden hintojen nousu näkyi yritysten joukkolainojen tuottoerojen kaventumisena euroalueella. Yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden kaventui tarkastelujaksolla 0,11 prosenttiyksikköä ja oli 0,61 prosenttia. Rahoitussektorin joukkolainojen vastaava tuottoero puolestaan kaventui 0,13 prosenttiyksikköä ja oli 0,73 prosenttia. Tuottoerojen kaventuminen ei johtunut luottoriskin perusindikaattoreiden muutoksista, sillä mittareina käytettävät yritysten luottoluokitukset ja konkurssitodennäköisyydet pysyivät pääosin ennallaan. Vaikka yritysten joukkolainojen tuottoerot ovatkin nykyisellään alkuvuoden 2018 tasoa ylempänä, ne ovat edelleen huomattavasti alempana kuin maaliskuussa 2016 eli ennen yrityssektorin velkapaperien osto-ohjelmasta ilmoittamista ja sen aloittamista.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: Markit iBoxx -indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 12.9.2019. Tuoreimmat havainnot 11.12.2019.

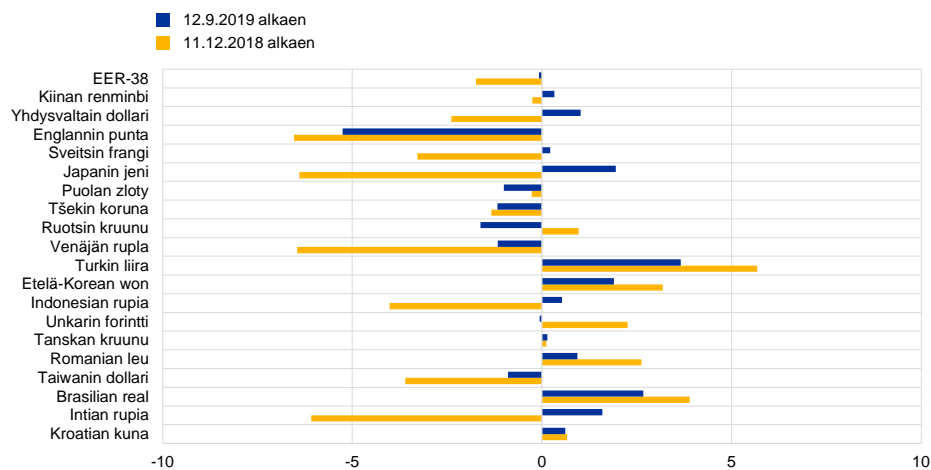
Euron kauppapainotteinen valuuttakurssi pysyi yleisesti vakaana valuuttamarkkinoilla (ks. kuvio 9), joskin joidenkin kahdenvälisten valuuttakurssien kehitys poikkesi tästä.

Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 38 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 0,1 %. Euron kurssi vahvistui tärkeimpiin valuuttoihin kuten Yhdysvaltain dollariin (1,0 %), Kiinan renminbiin (0,3 %), Japanin jeniin (1,9 %) ja Sveitsin frangiin (0,2 %) nähden. Euro vahvistui myös Brasilian, Intian ja Turkin valuuttoihin nähden. Tämän kehityksen vastapainona oli euron kurssin heikkeneminen 5,3 % Englannin puntaan nähden, kun Brexit-sopimuksen syntyminen alkoi uutisten perusteella näyttää entistä todennäköisemmältä. Euro heikkeni myös suhteessa Tšekin korunaan (1,2 %) ja Puolan zlotyyn (1,0 %).

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Positiivinen luku merkitsee kurssin vahvistumista suhteessa euroon, negatiivinen luku kurssin heikkenemistä. Muutokset on laskettu 11.12.2019 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

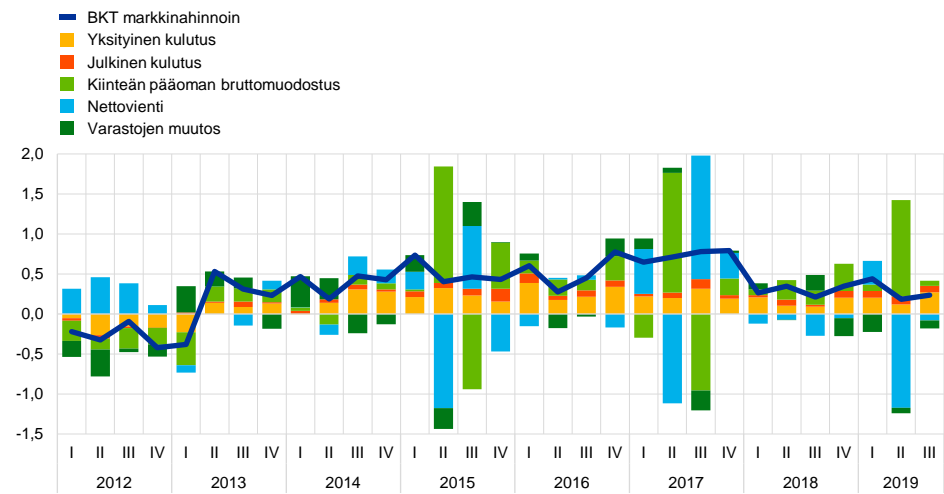
3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen BKT:n neljännesvuotuinen kasvuvauhti pysyi 0,2 prosentissa vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä. Euroalueen talouskasvu sai tukea pääasiassa yksityisestä kulutuksesta, joka ylläpiti edelleen kotimaisen kysynnän positiivista kasvuvaikutusta. Sen sijaan nettoviennin hieman negatiivisen kasvuvaikutuksen myötä ulkomainen sektori vaikutti euroalueen kasvuun negatiivisesti. Tuoreet tiedot viittaavat siihen, että kasvu jatkuu maltillisena, joskin siihen liittyy jonkin verran odotettua hitaamman kasvun riskejä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 1,2 % vuonna 2019, 1,1 % vuonna 2020 ja 1,4 % sekä vuosina 2021 että 2022. Vuoden 2020 talouskasvu on nyt arvioitu 0,1 % hitaammaksi kuin syyskuun 2019 asiantuntija-arvioissa, sillä vaikka finanssi- ja rahapolitiikan elvytysvaikutus oletetaan nyt aiempaa vahvemmaksi ja euron efektiivinen kurssi heikommaksi, vientikysynnän huomattavalla heikentymisellä on suurempi vaikutus kasvuun.

Euroalueen maltillinen talouskasvu jatkui vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä vahvan kotimaisen kysynnän ylläpitäessä kasvua. BKT:n määrä kasvoi kolmannella vuosineljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä eli saman verran kuin toisella ja vähemmän kuin ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin se oli kasvanut 0,4 % (ks. kuvio 10). Kotimaisen kysynnän kasvuvaikutus pysyi positiivisena vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä, kun taas varastojen muutosten vaikutus oli negatiivinen. Ulkomainen sektori vaikutti euroalueen kasvuun negatiivisesti, ja nettoviennin kasvuvaikutus oli hieman negatiivinen. Tuotantopuolella talouskasvu sai kolmannella neljänneksellä pontta pääasiassa palvelusektorin vahvasta kasvusta, kun rakennusala elpyi hieman ja teollisuuden (pl. rakentaminen) arvonlisäys supistui edelleen.

Kuvio 10
Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

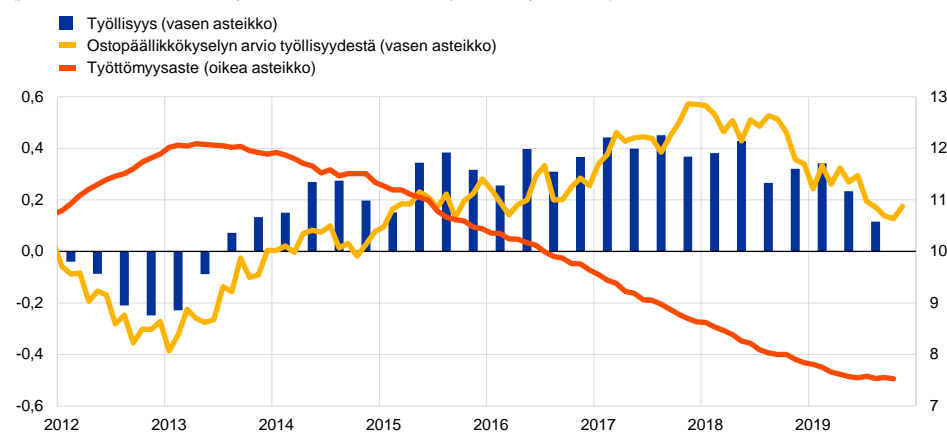
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 kolmannelta neljännekseltä. Suuret muutokset kiinteän pääoman bruttomuodostuksessa ja nettoviennissä vuosina 2015, 2017 and 2019 heijastavat aineettomiin hyödykkeisiin Irlannissa ja Alankomaissa tehtyjen investointien erillisvaikutuksia.

Työmarkkinat paranivat, mutta maltillisesti (kuvio 11). Työllisyys kasvoi 0,1 % vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä kohennuttuaan 0,2 % toisella neljänneksellä. Tämä maltillinen kasvu oli toimialoittain ja maittäin tarkastellen laaja-alaista. Työllisyys on nyt 3,9 % korkeampi kuin parhaimmillaan ennen kriisiä vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Työttömyysaste pysyi kolmannella neljänneksellä 7,6 prosentissa. Lokakuussa se laski 7,5 prosenttiin, joka on lähellä talouskriisiä edeltänyttä pohjatasoa. Työntekijää kohden laskettu työvoiman tuottavuus kasvoi vuoden 2019 viimeisellä neljänneksellä 0,1 % edellisestä neljänneksestä. Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat siihen, että työllisyyden kasvu jatkuu positiivisena lyhyellä aikavälillä. Kehikossa 4 kuvataan työmarkkinoiden pääkomponenttianalyysia ja osoitetaan, että työmarkkinoiden kasvuvauhti on koholla, joskin hieman vaimenemaan päin, mikä viittaa siihen, että työmarkkinoiden maltillinen koheneminen jatkuu lyhyellä aikavälillä.

Kuviot 11

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääallikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. PMI-ostopääallikköindeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ovat vuoden 2019 kolmannella neljännekseltä, PMI-indeksistä marraskuulta 2019 ja työttömyysasteesta lokakuulta 2019.

Yksityinen kulutus saa edelleen tukea työtulojen kasvusta ja kotitalouksien rahoitusaseman vahvistumisesta.

Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 0,5 % edellisestä neljänneksestä, jolloin kasvu oli ollut jonkin verran heikompaa. Vähittäiskauppa kasvoi vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 0,5 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,6 % edellisestä neljänneksestä. Lokakuussa vähittäiskauppa kuitenkin supistui 0,6 % edellisestä kuukaudesta. Keskipitkällä aikavälillä työtulojen kasvu tukee yksityisen kulutuksen vankkaa kasvua. Lisäksi kotitalouksien rahoitusaseman vahvistuminen on edelleen tärkeä kulutuksen vakaan kasvun taustatekijä.

Yritysten investoinnit (muiden kuin rakennusinvestointien perusteella) kasvoivat 0,2 % kolmannella vuosineljänneksellä edellisestä neljänneksestä, jolloin ne olivat kasvaneet tuntuvasti Irlannin aineettoman omaisuuden kannan merkittävän kasvun takia.

Tuoreimmat tiedot viittaavat vaimeaan yritysten investointien kasvuun euroalueella. Luottamus pääomahyödykkeiden valmistusalalla vakiintui jossain määrin marraskuussa, joskin se heikkeni edelleen

neljännesvuotuista keskiarvoa tarkastellen, kun globaalin epävarmuuden ohella sitä painoi moni rakenteellinen tekijä, kuten ympäristösäännökset ja sopeutuminen teknologiseen muutokseen. Heikkoon investointien kasvuun viittaa myös kapasiteetin käyttöasteen lasku tehdasteollisuudessa yhdistettynä yritysten heikkoihin voittomarginaaleihin ja tulosodotuksiin. Positiiviselta kannalta yritysten investoinnit saavat myös vastedes tukea suotuisista rahoitusoloista.

Asuinrakennusinvestoinnit kasvoivat 0,6 % vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä, kun kasvu oli toisella neljänneksellä ollut vaatimattomat 0,1 %.

Rakennusinvestoinnit kokonaisuutena kasvoivat 0,3 % kolmannella vuosineljänneksellä saaden tukea sekä asuin- että muun rakentamisen alueristään. Vaikka asuinrakennussektorin elpyminen jatkuu, lyhyen aikavälin ja kyselypohjaiset indikaattorit antavat asuntomarkkinoiden kehityksestä epäyhtenäisen kuvan. Yhtäältä kysyntäpuolen indikaattorit, kuten kuluttajien lisääntyneet aiheet ostaa uusia tai vanhoja asuntoja, viittaavat vilkkaaseen kehitykseen. Toisaalta tarjontapuolen indikaattorit, kuten rakennustuotanto, rakennuslupien kehitys ja rakennusalan yritysten ilmoitukset työvoimavajeesta, viittaavat entistä sitovampiin tuotantorajotteisiin. Asuinrakennusinvestointien positiivisen mutta hidastuvan kehityksen odotetaan jatkuvan viimeisellä neljänneksellä. Loka- ja marraskuussa luottamusindikaattorit pysyivät pitkän ajan keskiarvojaan korkeammalla mutta laskivat. Samaan aikaan asuinrakentamisen ostopääällikköindeksi oli keskimäärin 50,7 eli korkeampi kuin kolmannella neljänneksellä keskimäärin (50,1).

Euroalueen viennin määrä kasvoi hidasta vauhtia vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä (0,4 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,3 %).

Euroalueen tavaravienti elpyi mutta palvelujen vienti heikkeni, kun taas vienti Isoon-Britanniaan ja Turkkiin palautui lähemmäs normaalia. Vienti Yhdysvaltoihin kasvoi edelleen kompensoiden muiden vientimarkkinoiden – erityisesti Aasian – negatiivista kehitystä. Nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun oli aavistuksen negatiivinen (-0,1 prosenttiyksikköä). Ennakoivat indikaattorit viittaavat ulkomaankaupan vakiintumiseen heikon kasvun ympäristössä. Varhaisia viitteitä laskun taitumisesta voi nähdä vientitilausten kasvun paranemisessa vähemmän negatiiviseksi, mutta rahtipohjaiset indikaattorit välittävät epäyhtenäistä kuvaa. Myös kansainvälisellä kauppapolitiikalla on negatiivinen vaikutus ulkomaankaupan viimeaikaiseen kehitykseen, koska tehdasteollisuus on järjestäytynyt syvästi integroituneen alueellisen verkoston pohjalle, mikä tekee euroalueesta erityisen herkän protektionististen toimenpiteiden kiristymiselle (ks. kehikko 1 ”Tuontitullien vaikutukset globaalien arvoketjujen maailmassa”).

Tuoreimmat taloudelliset indikaattorit ja kyselytulokset viittaavat edelleen euroalueen talouden maltillisen kasvun jatkumiseen. Euroopan komission talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI nousi marraskuussa pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolelle, joskin tähän mennessä viimeisellä vuosineljänneksellä se on aina laskenut edellisestä neljänneksestä. Kaiken kaikkiaan kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi pysyi loka- ja marraskuussa ennallaan maltillista kasvua kuvaavalla tasolla, joskin se laski neljännesvuotuisia keskiarvoja tarkastellen marraskuuhun saakka.

Euroalueen talouskasvu saa edelleen vetoapua suotuisista rahoitusoloista.

EKP:n kasvua tukeva rahapolitiikka tukee edelleen kotimaista kysyntää. Työllisyyden kasvun ja palkkojen nousun jatkumisen sekä kotitalouksien rahoitusaseman paranemisen voi odottaa tukevan yksityistä kulutusta. Samaan aikaan kasvua tukee myös maailmantalouden jatkuva (joskin hieman hidastuva) kasvu.

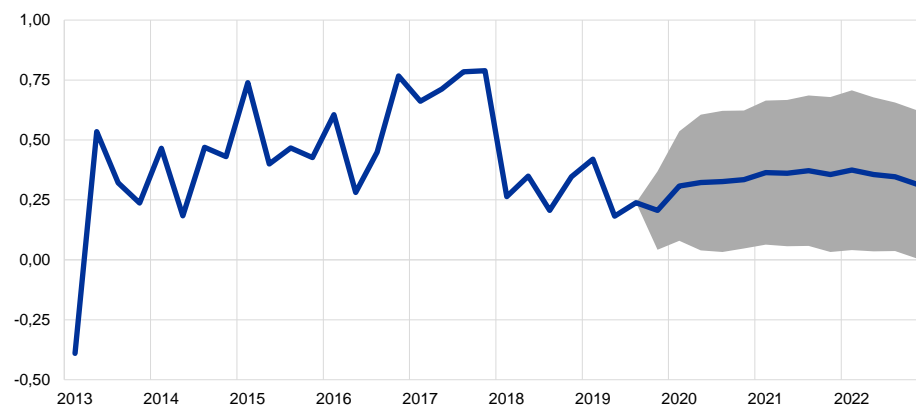
Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 1,2 % vuonna 2019, 1,1 % vuonna 2020 ja 1,4 % vuosina 2021 ja 2022 (ks. kuvio 12).

Vuoden 2020 BKT:n kasvu on nyt arvioitu 0,1 % hitaammaksi kuin syyskuun 2019 asiantuntija-arvioissa, sillä vientikysyntää koskevaa arviota on tarkistettu aiempaa heikommaksi, ja entistä tukevamman finanssi- ja rahapolitiikan sekä euron efektiivisen kurssin heikkenemisen odotetaan tasoittavan sen vaikutusta vain osittain. Euroalueen kasvunäkymiin kohdistuvat riskit painottuvat edelleen odotettua heikomman kehityksen suuntaan liittyen geopolittisiin tekijöihin, kasvavaan protektionismin uhkaan ja kehittyvien markkinoiden heikkouksiin, mutta ne ovat helpottaneet hieman.

Kuvio 12

Euroalueen BKT:n määrä

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 12.12.2019 julkaistu artikkeli ""Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2019)""

Huom. Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärille merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen 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

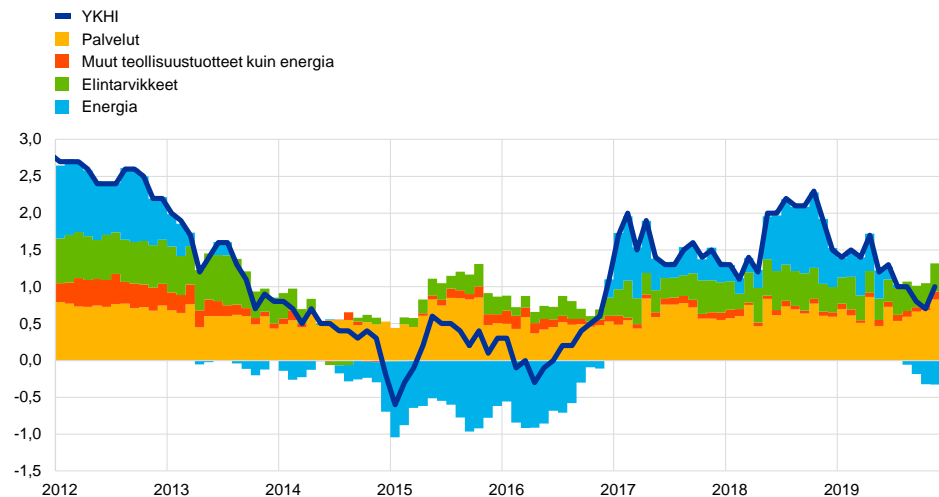
Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti nopeutui marraskuussa 1,0 prosenttiin, kun se lokakuussa oli ollut 0,7 prosenttia. Taustalla oli pääasiassa palveluiden ja elintarvikkeiden inflaation nopeutuminen. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan tulevina kuukausina vauhdittuvan jonkin verran. Inflaatio-odotusten mittarit ovat matalalla tasolla. Pohjainflaatioindikaattorit ovat pysyneet yleisesti vaimina, vaikka joitakin aiempien odotusten mukaisia merkkejä lievästä nopeutumisesta onkin nähtävissä. Vaikka työvoimakustannuspaineet ovat kasvaneet työmarkkinaolojen kiristyttyä, niiden välittyminen inflaatioon kestää pidempään heikon talouskasvun vuoksi. Pohjainflaation odotetaan vauhdittuvan keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja vahvan palkkakehityksen tuella. Samankaltainen kuva välittyy eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatio on 1,2 % vuonna 2019 ja 1,1 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 ja 1,6 % vuonna 2022. Euroalueen talousnäkymiä koskeviin EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioihin nähden YKHI-inflaation arviota vuodelle 2020 on tarkistettu hieman ylöspäin ja vuodelle 2021 hieman alaspäin pääasiassa energian odotetun hintakehityksen vuoksi. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,0 % vuonna 2019 ja 1,3 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 ja 1,6 % vuonna 2022.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti nopeutui 1,0 prosenttiin marraskuussa, kun se lokakuussa oli ollut 0,7 prosenttia. Tähän kehitykseen vaikutti eniten palveluiden ja elintarvikkeiden inflaatiovauhdin nopeutuminen ja vähemmässä määrin muiden teollisuustuotteiden kuin energian inflaatiovauhdin nopeutuminen. Näiden tekijöiden yhteisvaikutus oli suurempi kuin energian hinnan inflaation pienen hidastumisen vaikutus.

Kuvio 13

Euroalueen YKHI-inflaation alaerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot marraskuulta 2019 (alustavat arviot). Vuoden 2015 kasvuvahdit ovat vääristyneet ylöspäin laskentamenetelmän muutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 keuhikko "Uusi valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon").

Pohjaininflaation mittarit pysyvät yleisesti vaimeina. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio nopeutui edelleen syyskuun 1,0 prosentista ja lokakuun 1,1 prosentista marraskuiksi 1,3 prosenttiin, mikä kertoo myös laskentamenetelmän muutoksista johtuneen hidastavan vaikutuksen tasoittumisesta.⁸ Vaihtoehtoiset pohjaininflaation mittarit, jotka vaihtelevat yleensä vähemmän kuin ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio, ovat pysyneet viime neljänneksillä varsin vakaina (tiedot saatavissa vain heinäkuuhun saakka; ks. kuvio 14). Ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio oli lokakuussa 1,1 %, ja se on jatkanut vuoden 2017 alussa alkanutta hyvin verkkaista nopeutumista. Muut pohjaininflaation mittarit, kuten inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ja superpohjaininflaatio⁹, viittasivat siihen, että inflaatiokehitys pysyy usean edeltävän neljänneksen tapaan entisessä vaihteluvälissään.

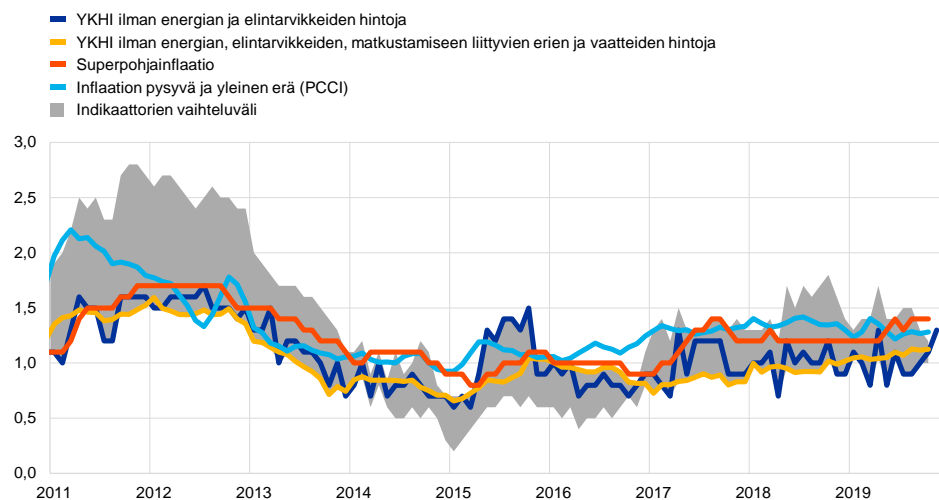
⁸ Valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmän muutos Saksassa vaikutti hidastavasti euroalueen palveluhintojen inflaatioon sekä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon, mutta vaikutus on nyt tasoittumassa. Ks. Saksan keskuspankin kuukausikatsauksen artikkelin "Economic conditions in Germany" keuhikko "Dampening special effect in the HICP in July 2019", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, elokuu 2019, s. 57-59.

⁹ Ks. lisätietoja näistä pohjaininflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" keuhikoista 2 ja 3.

Kuvio 14

Pohjaininflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHIstä ovat marraskuulta 2019 (alustava arvio) ja muiden indikaattorien osalta lokakuulta 2019. Pohjaininflaatioindikaattorien 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; YKHI:n keskitetty keskiarvo (10 %); YKHI:n keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI:n vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin laskentamenetelmän muutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 kehikko "Uusi valmistamattomien hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon").

Hintapaineet muiden teollisuustuotteiden kuin energian toimitusketjussa pysyivät pääosin ennallaan.

Kotimarkkinoilla myytyjen muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio, joka on toimitusketjun loppupäässä esiintyvien hintapaineiden indikaattori, pysyi heinäkuusta lähtien muuttumattomana historiallisen keskiarvonsa yläpuolella ja oli lokakuussa 0,8 % vuositasolla tarkasteltuna. Vastaava vuositason tuontihintainflaatio hidastui edelleen lokakuun 0,5 prosenttiin syyskuun 0,9 prosentista. Toimitusketjun alkupään hintapaineiden indikaattorit osoittivat jonkinasteista heikkenemistä. Välituotteiden vuositason tuottajahintainflaatio hidastui lokakuussa -1,0 prosenttiin syyskuun -0,7 prosentista, ja välituotteiden tuontihintainflaatio hidastui lokakuussa -0,5 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 0,4 prosenttia. Ulkoisten hintapaineiden huomattava heikkeneminen näkyi globaalissa tuottajahintainflaatiossa, joka hidastui lokakuussa entisestään hieman eli 1,1 prosenttiin, kun se syyskuussa oli 1,2 prosenttia.

Palkkojen nousu on jatkunut vakaana.

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti oli vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä 2,1 % eli hieman hitaampi kuin toisella neljänneksellä, jolloin se oli 2,2 %, ja kolmannella neljänneksellä, jolloin se oli 2,3 % (ks. kuvio 15). Työnantajan sosiaaliturvamaksujen huomattava leikkaus Ranskassa vaikutti vuoden 2019 lukuihin.¹⁰ Työntekijää kohden laskettujen palkkojen (pl. sosiaaliturvamaksut) vuotuinen kasvuvauhti oli kolmannella neljänneksellä 2,5 % (sama kuin toisella neljänneksellä) ja ensimmäisellä neljänneksellä 2,6 %. Edellisenä vuonna se oli ollut keskimäärin 2,3 %. Sopimuspalkkojen vuotuinen kasvuvauhti euroalueella vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä oli 2,6 % eli nopeampi kuin toisella neljänneksellä,

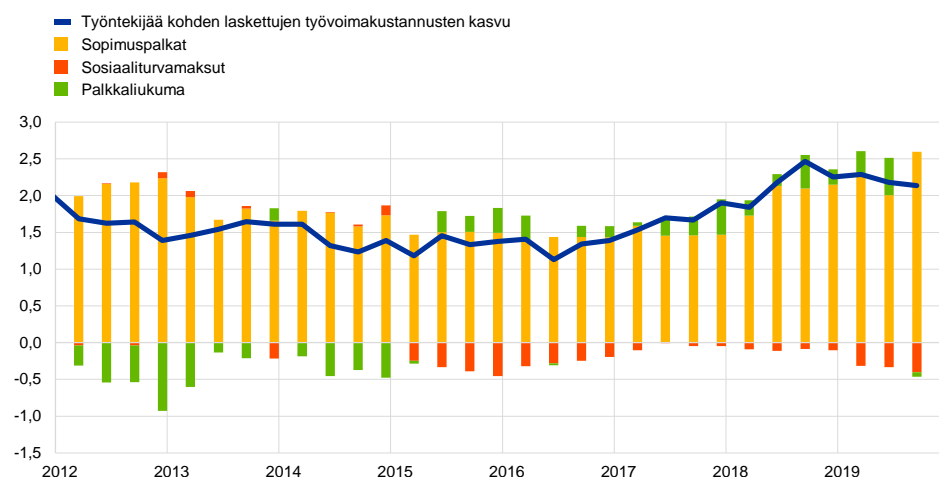
¹⁰ Ks. myös kehikko 5.

jolloin se oli 2,0 %. Kasvun nopeutuminen heijasti pääasiassa kertakorvausten kehitystä Saksan tehdasteollisuudessa. Jos jätetään huomiotta tilapäisistä tekijöistä aiheutuneet vaihtelut, palkkojen nousu on useiden indikaattorien mukaan pysytellyt vuoden 2018 puolivälin jälkeen historiallisen keskiarvonsa vaiheilla tai hieman sen yläpuolella.

Kuvio 15

Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset aluerittäin

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 kolmannelta neljännekseltä.

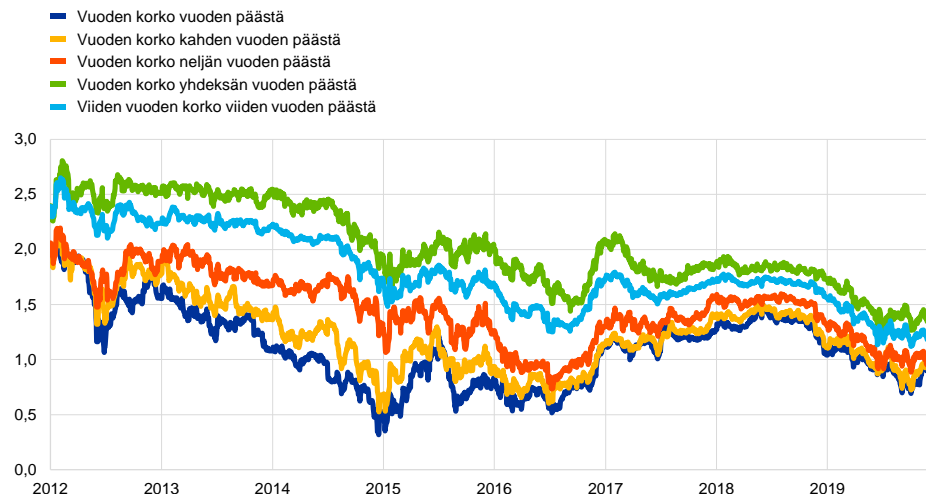
Markkinapohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet hyvin alhaisina, ja myös kyselytutkimusten perusteella odotukset ovat ennätysalhaalla.

Markkinaperusteisten inflaatio-odotusten indikaattorit pysyivät tarkastelujakson aikana jokseenkin muuttumattomina ja olivat vain hieman lokakuussa 2019 kirjatun uuden kaikkien aikojen alimman tasonsa yläpuolella. Johdannaissopimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua 11.12.2019 oli 1,25 % eli samalla tasolla kuin EKP:n neuvoston syyskuun rahapolitiikkakokouksen aikaan. Deflaation todennäköisyys on kuitenkin markkinaodotusten perusteella vähäinen, mikä merkitsee käännettä vuonna 2019 esiintyneisiin deflaation nousuodotuksiin. Kaiken kaikkiaan markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa. Kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat myös ennätysalhaalla matalalla tasolla sekä vuoden 2019 viimeisen neljänneksen EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselyn mukaan että marraskuussa julkistettujen Consensus Economics- ja Euro Zone Barometer -kyselytietojen mukaan.

Kuvio 16

Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 11.12.2019.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa pohjainflaation odotetaan nopeutuvan keskipitkällä aikavälillä. Marraskuun lopussa käytettävissä

olevien tietojen perusteella eurojärjestelmän asiantuntijat arvioivat YKHI-kokonaisinflaation olevan keskimäärin 1,2 % vuonna 2019, 1,1 % vuonna 2020, 1,4 % vuonna 2021 ja 1,6 % vuonna 2022. EKP:n asiantuntijat puolestaan arvioivat syyskuussa 2019 vastaaviksi inflaatiiovauhdeiksi 1,2 % vuonna 2019, 1,0 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021 (ks. kuvio 17). Tärkeimpänä syynä arvioiden tarkistuksiin on energian hintakehitys, joka on arvioitu nopeammaksi vuodelle 2020 öljyn hinnan lyhyen aikavälin nousuodotusten takia, mutta hitaammaksi vuodelle 2020 öljyfutuuriin hieman aiempaa jyrkemmin laskevan hintakäyrän perusteella. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan hieman vuoden 2019 loppuun mennessä ja pysyvän jokseenkin nykyisellä tasollaan 1,3 prosentissa vuonna 2020. Vuonna 2021 sen odotetaan nopeutuvan 1,4 prosenttiin ja vuonna 2022 1,6 prosenttiin. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan, kun talouskasvu vahvistuu, palkkakehitys pysyy suhteellisen vahvana työmarkkinaolojen kiristyessä ja voittomarginaalit elpyvät talouden jälleen vilkastuessa muun muassa EKP:n syyskuussa 2019 käyttöön ottamien rahapoliittisten toimien vaikutuksesta. Myös muiden raaka-aineiden kuin energian hintanousun odotetaan jonkin verran vauhdittavan ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettua YKHI-inflaatiota.

Kuvio 17

Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 12.12.2019 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot \(joulukuu 2019\)](#)".

Huom. Tuorein havainto vuoden 2019 kolmannelta neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2022 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärille merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään julkaisussa "[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)" (EKP, joulukuu 2009). Arviot perustuvat 27.11.2019 käytettävissä olleisiin tietoihin.

5 Rahan määrä ja luotonanto

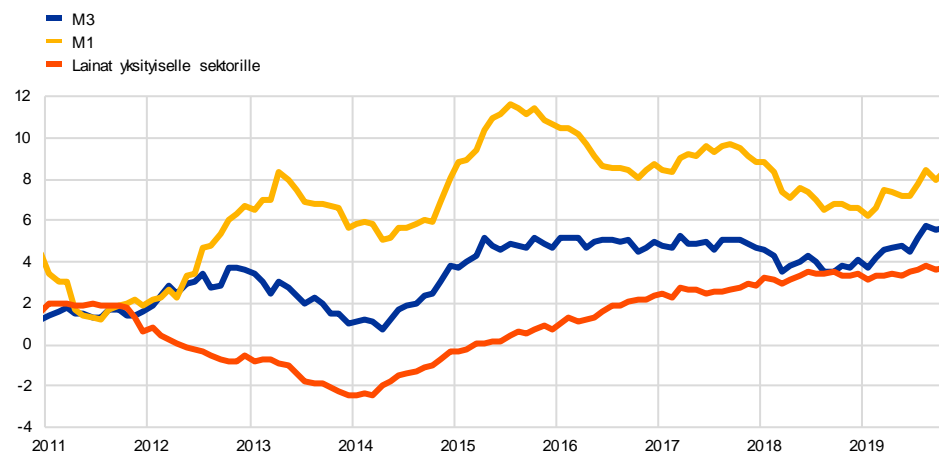
Lokakuussa 2019 lavean rahan vuotuinen kasvuvauhti pysyi vahvana, kun taas luotonanto yksityiselle sektorille jatkoi asteittaista elpymistään. M3:n vankka kasvu heijasti pääosin rahan hallussapidon hyvin alhaista vaihtoehtokustannusta. Pankkien suotuista rahoitus- ja luotonantotilanne tuki edelleen luotonantoa ja siten talouskasvua. Yritysten velkapapereiden nettoemissiot jatkoivat vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä edellisen vuosineljänneksen vahvaa kasvuaan. Joukkolainamarkkinoiden tilanne tukee edelleen velkapapereiden liikkeeseenlaskua.

Lavean rahan kasvu oli lokakuussa vankkaa. M3:n vuotuinen kasvuvauhti pysytteli lokakuussa ennallaan 5,6 prosentissa (ks. kuvio 18) eli hiukan korkeammalla kuin vuosina 2015–2018, jolloin kasvuvauhti oli 5 prosentin paikkeilla laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen positiivisen vaikutuksen vuoksi. Lavean rahan kasvu sai tukea likvidien instrumenttien hallussapidon hyvin alhaisesta vaihtoehtokustannuksesta, vaikka talouskasvun heikentyminen toisaalta hidasti sitä. M3:n koostumukseen vaikuttaa myös korkotasoa, koska se kannustaa keskittämään volyymit likvideimpiin instrumentteihin. Edellisten vuosineljännesten tapaan M3:n kasvua vauhditti edelleen suppea raha-aggregaatti M1, johon sisältyvät yön yli -talletukset sekä liikkeessä oleva raha. M1:n vuotuinen kasvuvauhti nopeutui syyskuun 7,8 prosentista 8,4 prosenttiin lokakuussa jatkaen alkuvuonna alkanutta elpymistään.

Kuvio 18

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 2019.

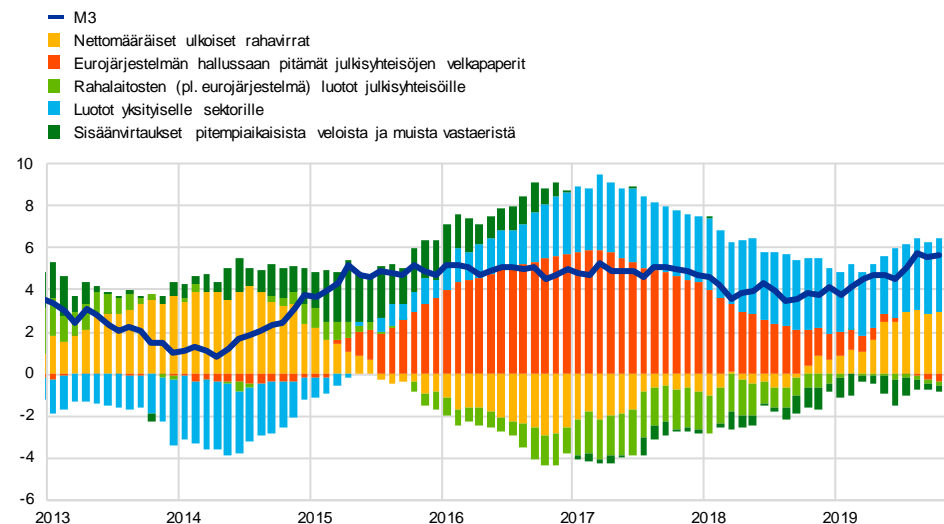
Rahan määrän kasvun pääasiallisena veturina olivat yön yli -talletukset. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti vilkastui lokakuussa 9,0 prosenttiin syyskuun 8,5 prosentista. Liikkeessä olevan rahan vakaa kehitys ei viittaa siihen, että talletusten korvaaminen käteisellä olisi kiihtynyt negatiivisten korkojen vuoksi. Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 - M1) vaikuttivat lokakuussa M3:n kasvuun positiivisesti, mikä johtui pääosin säästötalletusten kasvun

voimistumisesta. Samaan aikaan jälkimarkkinakelpoiset instrumentit (eli M3 - M2) vaikuttivat edelleen lavean rahan kasvuun hieman negatiivisesti näille instrumenteille maksettavan tuoton suhteellisen alhaisen tason vuoksi.

Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot olivat lokakuussa edelleen lavean rahan luomisen tärkein lähde. Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot edistivät huomattavasti lavean rahan kasvua (ks. kuvion 19 palkkien siniset osat). Lavean rahan kasvun nopeutuminen alkuvuodesta 2019 lähtien johtuu kuitenkin pääosin ulkoisten rahavirtojen kehityksestä (ks. kuvion 19 palkkien keltaiset osat). Tässä kehityksessä näkyy euroalueen omaisuuserien entistä suurempi suosio ulkomaisten sijoittajien sijoituskohteena. Toisaalta omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyt ostot olivat päättyneet vuoden 2018 lopussa, mikä merkitsi, että eurojärjestelmän hallussaan pitämien julkisyhteisöjen velkapaperien vaikutus jäi marginaaliseksi (ks. kuvion 19 palkkien punaiset osat). Lisäksi pitempiaikaisten velkojen kasvua jarruttava vaikutus pysyi vähäisenä (ks. kuvion 19 palkkien tummanvihreät osat).

Kuvio 19
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 yksityisen ei-rahalaitektorin 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 2019.

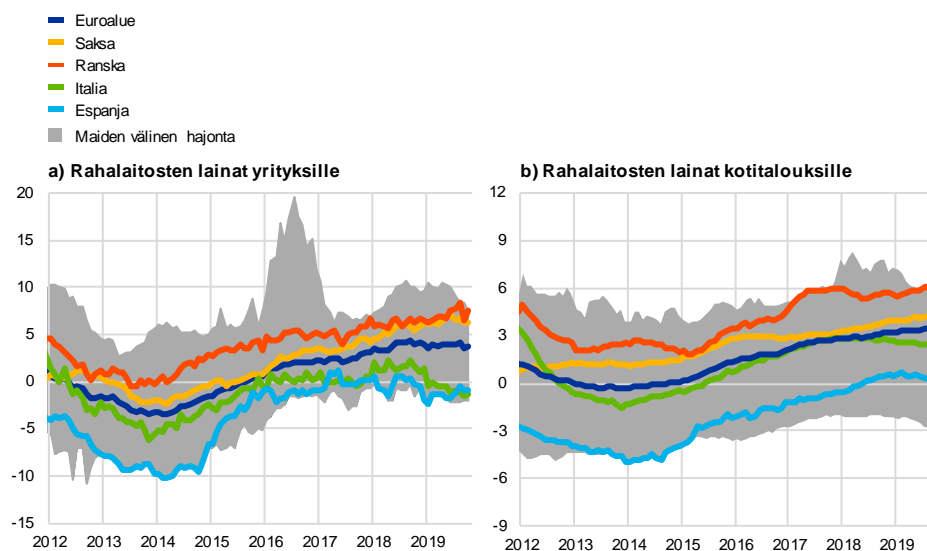
Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti piristyi hieman ja jatkoi siten asteittaista elpymistään. Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti, joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla, nopeutui lokakuussa hieman 3,7 prosenttiin (oltuaan syyskuussa 3,6 %; ks. kuvio 18). Tämä johtui pääosin yrityksille suunnatun luotonannon vuotuisesta kasvuvauhdista, joka nopeutui lokakuussa 3,8 prosenttiin oltuaan syyskuussa 3,6 %. Näin se jatkoi vuoden 2018 puolessavälissä alkanutta vakautumistaan 4 prosentin tienoille. Suurimmassa roolissa yrityksille suunnatun luotonannon kasvussa oli luotonanto palvelualojen yrityksille, mukaan lukien

kiinteistöalan palveluyritykset. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti jatkoi asteittaista vahvistumistaan, joka sai tukea erityisesti suotuisista antolainausehdoista ja asuntomarkkinoiden kehityksestä. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuosikasvu kiihtyi lokakuussa 3,5 prosenttiin (syyskuussa 3,4 %). Yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon kasvu on edelleen tyypillistä huomattava maiden välinen vaihtelu (ks. kuvio 20), johon vaikuttavat muun muassa maakohtaiset erot talouskasvussa, muiden rahoituslähteiden saatavuuden vaihtelut, kotitalouksien ja yritysten velkaantumistaso sekä asuntojen erilainen hintakehitys eri maissa.

Kuvio 20

Rahalaitosten myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus, ja yrityksille myönnettyjä lainoja koskevat luvut on korjattu myös laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on lokakuulta 2019.

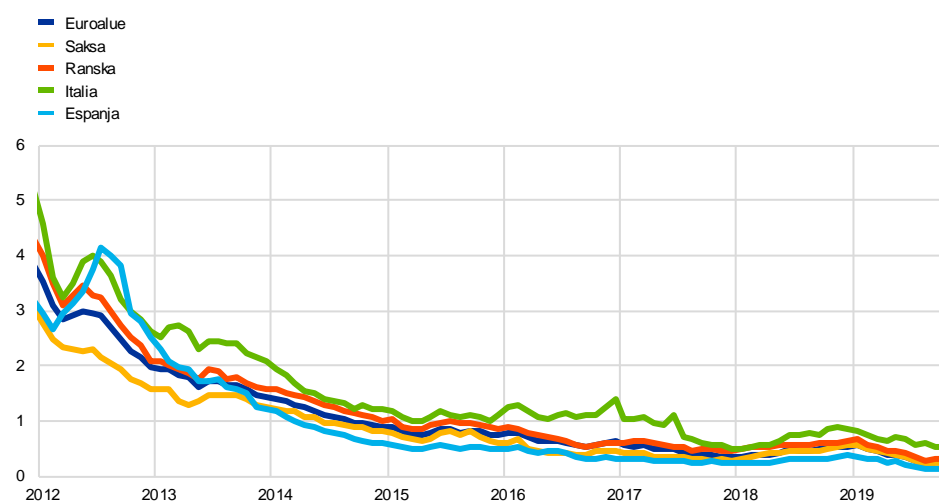
Pankkien velkarahoitusolot pysyvät suotuisina. Euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, joka on vuoden 2019 alusta lähtien pienentynyt markkinakorkojen kehitystä seurailleen, pysytteli kolmannella vuosineljänneksellä hyvin alhaisella tasolla (ks. kuvio 21). Tämä kehitys heijastaa pankkien joukkolainojen tuottojen huomattavaa trendinomaista supistumista, vaikka joukkolainojen tuotot ovatkin syyskuusta alkaen hieman elpyneet laajemman riskittömien korkojen nousun myötä. Samaan aikaan euroalueen pankkien talletuskorot laskivat lokakuussa historiallisen alhaisille tasoille. Pankkien velkarahoituskustannukset kehittyivät euroalueen suurimmissa maissa pitkälti samassa tahdissa, mikä kuvasti EKP:n rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutusta, mutta pankkien rahoituskustannusten taso pysyi edelleen vaihtelevana. EKP:n lokakuussa 2019 toteuttamassa euroalueen pankkien luotonantokyselyssä euroalueen pankit ilmoittivat, että markkinarahoituksen saatavuuden odotetaan edelleen helpottuvan, kun omaisuserien osto-ohjelmassa tehdyt netto-ostot käynnistyvät uudelleen, ja edistävän siten osaltaan rahoitusolojen kohenemista entisestään. Vaikka lisäksi euroalueen pankkien korkokatteisiin kohdistuvat

laskupaineet heikentävät pankkien kannattavuutta, sen vastapainoksi luotonantovolyymit ovat kasvussa, ja kokonaisvaikutus nettokorkotuloihin (korkomarginaalien ja lainavolyymien tulona laskettuna) on ollut lievästi positiivinen. Vaikka pankit ovatkin edistyneet taseidensa vakauttamisessa esimerkiksi järjestämättömiä saamia vähentämällä, euroalueen pankkien kannattavuus on yhä kansainvälisesti ja historiallisesti katsoen alhainen, ja tämä voi heikentää pankkien mahdollisuuksia välittää rahapoliittisia signaaleja. Tätä taustaa vasten jotkin EKP:n äskettäin käyttöön ottamista epätavanomaisista rahapoliittisista toimista, kuten uusi kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja (TLTRO III) ja pankkien varannoille maksettavan koron muuttaminen kaksiportaiseksi, on suunniteltu tukemaan pankkivetoista rahoituksen välittymistä.

Kuvio 21

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 2019.

Edulliset antolainauskorot tukevat edelleen talouskasvua. Viime kuukausien aikana pankkien yrityksille myöntämien lainojen yhdistelmäkoroit ovat pysytelleet pitkälti ennallaan markkinaviitekorkojen kehitystä seurailleen, kun taas kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkoroit laskivat edelleen. Lokakuussa 2019 pankkien myöntämien yritysainojen yhdistelmäkoroit (ks. kuvio 22) olivat 1,56 % eli vain hiukan pitkän aikavälin pohjatasonsa yläpuolella, kun taas pankkien myöntämien asuntolainojen yhdistelmäkoroit laskivat lokakuussa uuteen pohjalukemaan eli 1,44 prosenttiin (ks. kuvio 22). Kilpailupaineet ja entistä suotuisimmat pankkien rahoituskustannukset ovat pitäneet euroalueen yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen korot alhaisina. Kaiken kaikkiaan pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkoroit ovat laskeneet huomattavasti sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä. Toukokuusta 2014 lokakuuhun 2019 yritysainojen yhdistelmäkoroit laskivat noin 1,40 prosenttiyksikköä ja kotitalouksille myönnettyjen asuntolainojen yhdistelmäkoroit 1,50 prosenttiyksikköä.

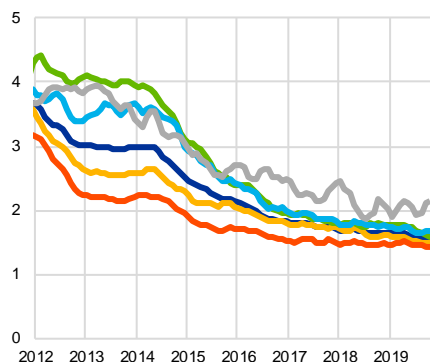
Kuvio 22

Lainojen yhdistelmäkorot joissakin euroalueen maissa

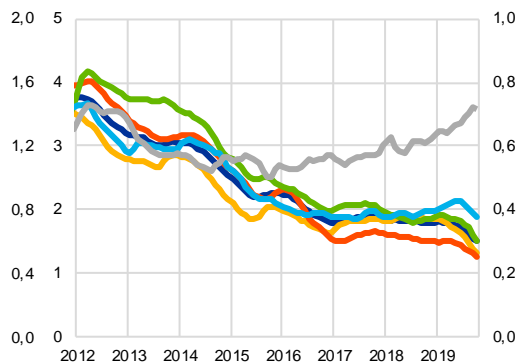
(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



a) Yrityslainojen korot



b) Kotitalouksien asuntolainojen korot



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 2019.

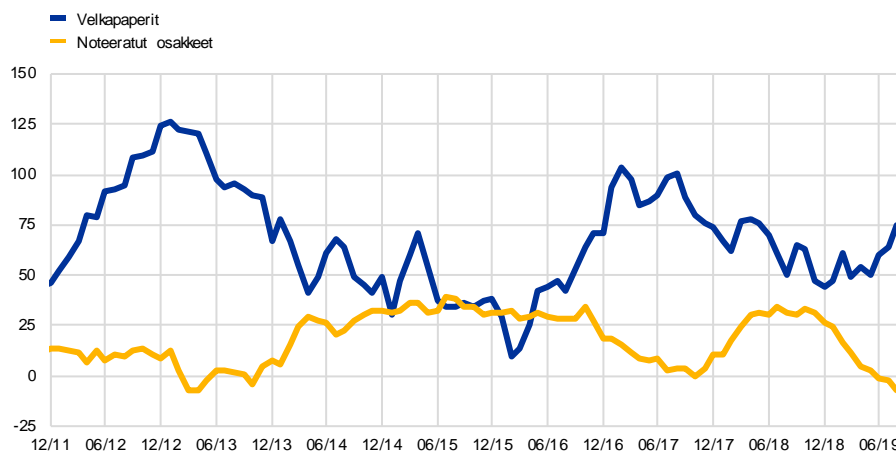
Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä pysyi vahvana vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä.

Vallitsevissa suotuisissa rahoitusoloissa yritysten velkarahoitusvirrat ovat kaiken kaikkiaan kestäneet varsin hyvin nykyisen heikon taloustilanteen. Euroalueen yritysten rahoituksensaantia kartoittavasta SAFE-tutkimuksesta ilmenee, että pk-yritykset, joille pankit ovat olennaisen tärkeä rahoituslähde, ovat ilmoittaneet pankkien olevan edelleen valmiita myöntämään niille lainaa. Yritysten ulkoinen rahoitus kasvoi asteittain vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä rahoitusinstrumenttien alhaisten ja yhä pienenevien kustannusten tukemana. Vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä yritysten velkapaperien nettoemissiot kasvoivat ja nostivat vuoden 2019 tähänastiset velkapaperiemissiot lähelle ennätystasoaan. Velkapaperien nettoemissioiden kasvu vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä tapahtui tilanteessa, jossa kokonaisluotonanto yrityksille, rahalaitosten luotonanto mukaan lukien, elpyi vaihteittain ja yritysten joukkolainarahoituksen tilanne jatkoi kohenemistaan vielä vahvemmin kuin pankkien luotonantotilanne. Keskipitkällä aikavälillä velkapaperien liikkeeseenlaskun elpyminen vuonna 2019 on nostanut vuotuiset nettoemissiot syyskuussa takaisin kevään 2018 tasolle ja selvästi joulukuun 2018 aallonpohjan yläpuolelle (ks. kuvio 23). Osakkeiden nettoemissiot olivat syyskuussa positiiviset, mutta pysyttelivät negatiivisina koko vuoden 2019 kolmannen neljänneksen, mikä johtui sekä fuusioiden ja yritysostojen vaikeudesta että osakerahoituksen kustannuksen kasvusta. Tuoreet markkinatiedot viittaavat siihen, että velkapaperien nettoemissiot pysyivät vahvoina loka-marraskuussa 2019 ja niitä hallitsivat edelleen investointiluokan liikkeeseenlaskijat, joskin myös high yield -lainojen liikkeeseenlasku lisääntyi.

Kuvio 23

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 2019.

Syyskuussa 2019 yritysten rahoituskustannukset olivat lähellä huhtikuun 2019 pitkän aikavälin pohjatasoaan.

Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli syyskuussa 4,6 %. Tämä taso oli 0,09 prosenttiyksikköä korkeampi kuin huhtikuussa 2019, jolloin rahoituskustannusten sarja oli pitkän aikavälin pohjalukemissaan, mutta silti hyvin suotuisa. Marraskuun loppuun mennessä rahoituksen kokonaiskustannusten arvioidaan pysyneen pitkälti ennallaan syyskuun tasolla. Tähän vaikutti osakerahoituksen kustannuksen lievä supistuminen, jonka vastapainoksi puolestaan markkinalähtöisen velan kustannus kasvoi hieman. Osakerahoituksen arvioidun kustannuksen laskun taustalla oli pääosin osakeriskipreemioiden lasku, jota tuki globaalin riski-ilmapiiirin koheneminen. Markkinalähtöisen velan kustannuksen hienoinen kasvu puolestaan johtui riskittömien korkojen noususta, kun taas yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat samalla ajanjaksolla.

6 Julkisen talouden kehitys

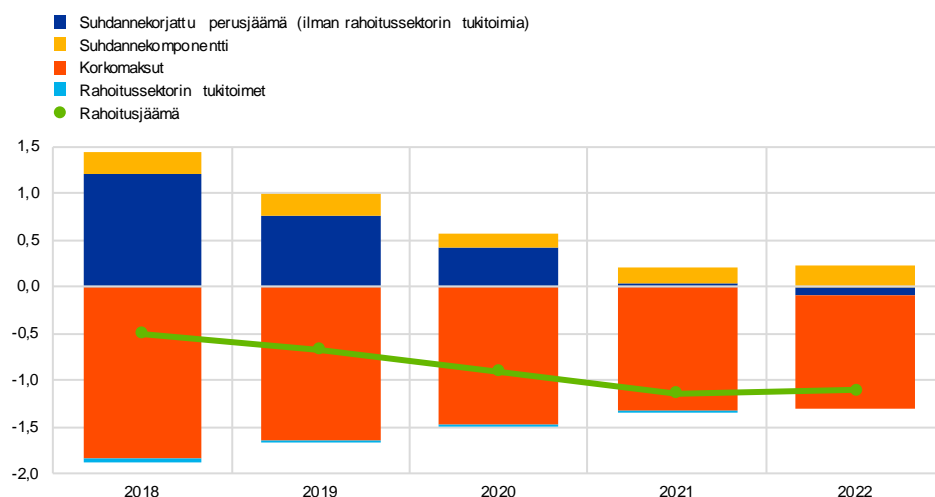
Euroalueen julkisen talouden alijäämän odotetaan vuosina 2019–2021 kasvavan tasaisesti perusjäämien supistumisen vuoksi. Perusjäämän kaventuminen johtuu pääosin finanssipolitiikasta, jonka odotetaan olevan elvyttävää ja tukevan talouskasvua. Euroalueen BKT:hen suhteutetun julkisen talouden kokonaisvelan odotetaan edelleen supistuvan suotuisan velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron ja positiivisen, joskin pienenevän perusjäämän ansiosta. Monissa maissa velan määrä on kuitenkin edelleen suuri. Näissä maissa hallitusten on harjoitettava kurinalaista politiikkaa ja saavutettava rakenteelliselle rahoitusasemalle asetetut tavoitteet. Näin luodaan edellytykset automaattisten vakauttajien vapaalle toiminnalle.

Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän arvioidaan supistuvan tasaisesti vuosina 2019–2021 ja vakautuvan vuonna 2022.¹¹ Eurojärjestelmän

asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen kasvaa 0,7 prosenttiin vuonna 2019. Vuonna 2018 alijäämäsuhte oli 0,5 %. Alijäämän odotetaan edelleen kasvavan vuosina 2020 ja 2021 ja vakautuvan sen jälkeen 1,1 prosenttiin BKT:stä (ks. kuvio 24). Julkisen talouden rahoitusjäämän heikkeneminen vuosina 2019–2021 johtuu pääosin alhaisemmasta suhdannekorjauksesta perusjäämästä. Alhaisemmat korkomenot tasapainottavat sitä osittain, ja suhdannekomponentti pysyy arviointijaksolla pitkälti ennallaan.

Kuvio 24 Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosenttia BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2019. Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Euroalueen julkisen talouden näkymät vuosille 2020–2021 viittaavat siihen, että finanssipolitiikka on jonkin verran suotuisampaa kuin EKP:n

¹¹ Ks. EKP:n verkkosivuilla 12.12.2019 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot (joulukuu 2019)".

asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa. Vuoden 2019 alijäämäsuhte on nyt arvioitu hieman suuremmaksi kuin syyskuussa. Vuosien 2020 ja 2021 julkisen talouden rahoitusjäämää on tarkistettu alaspäin finanssipolitiikan keventämistoimien vuoksi. Suhdannekomponenttia ja korkomenoja koskevat arviot ovat sitä vastoin jokseenkin ennallaan.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan elvyttävää vuosina 2019–2021 ja kutakuinkin neutraalia vuonna 2022.¹² Finanssipolitiikan arvioidaan kevenevän vuonna 2019, ja vuosina 2020–2021 sen ennustetaan pysyvän elvyttävänä ja tukevan talouskasvua. Tähän ovat pääosin syynä välittömien verojen leikkaukset Ranskassa ja Alankomaissa, tulonsiirtojen ja julkisten investointien kasvu Italiassa ja Saksassa sekä julkisten kulutusmenojen kasvu Saksassa, Alankomaissa ja Espanjassa. Vuonna 2022 finanssipolitiikan arvioidaan olevan lähes neutraalia huolimatta pienistä välittömien verojen leikkauksista Ranskassa ja menolisäyksistä Saksassa ja Espanjassa.

Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan.

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2019 arvioissa ennakoidaan, että BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden kokonaisvelka supistuu 81,1 prosenttiin vuoden 2022 loppuun mennessä, kun se vuonna 2018 oli 85,8 %¹³. Supistumisesta tukevat suotuisa velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero¹⁴ sekä perusylijäämä, joka on tosin pienenevässä (ks. kuvio 25). Velkasuhde on arvioitu hieman suuremmaksi kuin syyskuisissa arvioissa, sillä aiempia tilastoja on tarkistettu ylöspäin (0,5 % BKT:stä vuonna 2018), perusylijäämä on arvioitu aiempaa pienemmäksi ja velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero on arvioitu epäsuotuisammaksi vuosina 2020–2021.

¹² Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on tässä muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen käsitettä tarkastellaan lähemmin EKP:n Talouskatsauksen numeron 4/2016 artikkelissa "[The euro area fiscal stance](#)".

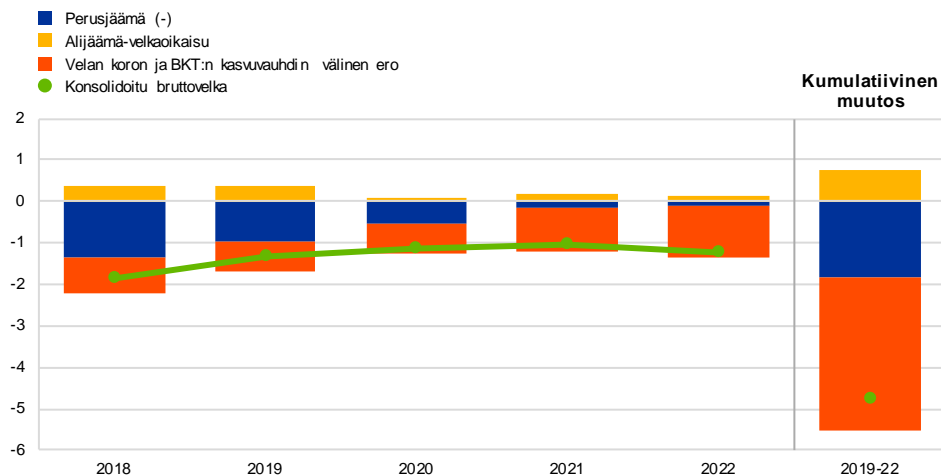
¹³ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

¹⁴ Lisätietoja on Talouskatsauksen 2/2019 kehikossa "[Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja julkishallinnon velkaantuminen](#)".

Kuvio 25

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyelmiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot joulukuulta 2019.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Vaikka velkasuhteen odotetaan supistuvan useimmissa euroalueen maissa, se ylittää joissakin maissa edelleen pitkälti viitearvon, joka on 60 % BKT:stä.

Maissa, joissa julkinen velka on suuri, hallitusten on harjoitettava kurinalaista politiikkaa ja saavutettava rakenteelliselle rahoitusasemalle asetetut tavoitteet, jotta automaattiset vakauttajat voivat toimia vapaasti. Niiden hallitusten, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, on oltava valmiita toimimaan tehokkaasti ja oikea-aikaisesti talousnäkymien heikentyessä ja kasvua hidastavien riskien ollessa edelleen huomattavia. Kaikkien maiden olisi samalla tehostettava toimia, joilla parannetaan julkisen talouden edellytyksiä tukea kasvua.

Kehikot

1 Tuontitullien vaikutukset globaalien arvoketjujen maailmassa

Yhdysvaltojen ja Kiinan välisen ulkomaankauppakiistan taustaa vasten globaalit arvoketjut saattavat voimistaa tuontitullien vaikutusta talouskasvuun.

Tuontitullien korotuksilla voi olla merkittäviä negatiivisia vaikutuksia talouskasvuun globalisoituneessa maailmassa, jossa toimitusketjut ovat kansainvälisiä. Yleisesti ottaen yritysten maailmanlaajuisesti harjoittama hankinta tarkoittaa, että tavallisesti kotimaista teollisuutta suojelemaan asetetut korkeammat tuontitullit saattavat kasvattaa kotimaisten tuottajien tuotantokustannuksia. Lisäksi globaalit arvoketjut saattavat voimistaa korkeampien tuontitullien vaikutuksia erityisesti monivaiheisissa tuotantoprosesseissa, joissa hyödykkeet liikkuvat vaiheittain arvoketjussa eteenpäin siten, että arvonlisäys kasvaa kussakin vaiheessa.¹⁵ Tässä kehikossa tarkastellaan tätä taustaa vasten näyttöä tuontitullien haittavaikutuksista talouskasvuun globaalin hankinnan ja arvoketjujen kontekstissa.

Globaaleihin arvoketjuihin liittyvä ulkomaankauppa on tässä kehikossa määritelty tuotteina, jotka ylittävät vähintään kaksi valtionraja; sen osuus (koko maailmankaupasta) kasvoi talouskriisiä edeltävän vuosikymmenen ajan, minkä jälkeen se vakiintui ja on viime vuosina laskenut (ks. kuvio A).¹⁶

Globaaleihin arvoketjuihin liittyvä ulkomaankauppa voidaan pilkkoa arvoketjussa eteen- ja taaksepäin kytkeytyvään kauppaan. Kytkös eteenpäin tarkoittaa sitä, että viennin arvonlisäys ei kohdistu kohdemaan välittömien kauppakumppanien loppukysyntään, vaan että lopputuotteet viedään jollekin kolmannelle markkinalle (yleensä jatkojalostuksen jälkeen). Kytkös taaksepäin puolestaan viittaa jonkin maan vientituotteisiin sisältyviin ulkomailta tuotuihin panoksiin.¹⁷ Aiempänä toimitusketjun alkupäässä eli ”ylävirrassa” olevilla toimialoilla (esim. kaivosala, tuotekehitys) kytökset eteenpäin ovat tyypillisempiä, kun taas ketjun loppupäässä ”alavirran” toimialoilla, kuten tehdasteollisuudessa, on tyypillisesti enemmän kytköksiä taaksepäin. Tällaisilla tekijöillä on merkitystä, kun tarkastellaan globaalin arvoketjun synnyttämiä tuontitullien korotusten voimistumisvaikutuksia, jotka riippuvat muun muassa ulkomaisen arvonlisäyksen osuudesta viennissä.

¹⁵ Tällaisia vaiheittaisiksi organisoituja arvoketjuja kutsutaan myös ”käärmeiksi”. Toisenlainen arvoketjumalli on ”hämähäkki”, jonka useat raajat (eli osat) yhtyvät vartaloon (kokoonpano) ilman tiettyä järjestystä. R. Baldwin ja A.J. Venables, ”Spiders and snakes: Offshoring and agglomeration in the global economy”, *Journal of International Economics*, 90, Elsevier, Amsterdam, 2013, s. 245-254.

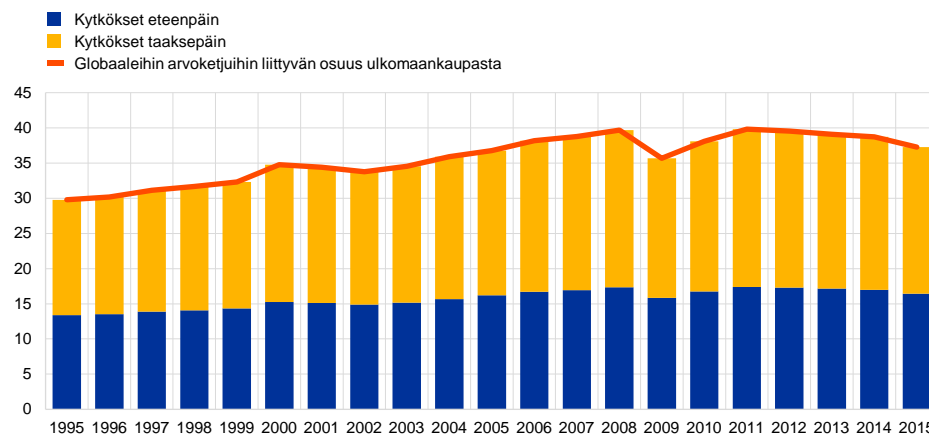
¹⁶ Globaaleihin arvoketjuihin liittyvät vientihyödykkeet on näin ollen uudelleenviety vähintään kerran ennen kuin ne päätyvät loppukysyntään (Borin ja Mancini 2019). Tällaiset ulkomaankauppavirrat voidaan laskea maiden välisten panos-tuotostaulukkojen (inter-country input-output, ICIO) perusteella. Tässä kehikossa käytetään OECD:n julkaisemia ICIO-taulukkoja. Huom. Globaaleihin arvoketjuihin liittyvän ulkomaankaupan taso saattaa riippua käytettävien ICIO-taulukkojen lähteestä (esim. OECD tai World Input Output Tables), mutta niiden kehitys aika-akselilla on tyypillisesti varsin samankaltaista (ks. kuvio A). Tässä kehikossa on yhdistetty kaksi eri aikoina julkaistua OECD:n ICIO-taulukkoa otosjakson pidentämiseksi. A. Borin ja M. Mancini, ”Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade”, *Policy Research working paper*, WPS 8804, Maailmanpankki 2019.

¹⁷ Kytkös taaksepäin sisältää myös kotimaisen arvonlisäyksen, joka lasketaan kahteen kertaan bruttoviennin koostumuksessa. Tällaiset kahteen kertaan lasketut erät ovat yleensä pieniä.

Kuvio A

Globaaleihin arvoketjuihin liittyvän kaupan kehitys vuosina 1995–2015

(Globaaleihin arvoketjuihin liittyvä viennin osuus globaalista (brutto-)viennistä, prosenttia)



Lähteet: OECD:n maiden väliset panos-tuotos-taulukot (inter-country input-output, ICIO) sekä Borinin ja Mancinin menetelmään (2019) perustuvat EKP:n laskelmat.
Huom. Globaaleihin arvoketjuihin liittyvä ulkomaankauppa sisältää kaikki kaupankäynnin kohteena olleet hyödykkeet, jotka ovat ylittäneet ainakin kaksi valtionrajaa. Kuviossa esitetään indikaattorien painotettu keskiarvo 64 maasta.

Väli tuotteiden kauppa voi voimistaa tuontitullien vaikutusta talouteen – erityisesti, jos kyse on kansainvälisestä monivaiheisesta tuotannosta.

Kansainvälisen kaupan mallit, joissa toimialojen väliset kytkökset ja väli tuotteiden kauppa otetaan huomioon, osoittavat ulkomaankaupan vapauttamisen tuottavan suurempia hyvinvointihyötyjä kuin mallit, jotka eivät sisällä näitä ominaisuuksia. Tämä liittyy siihen, että kun maailmanlaajuinen hankinta sallitaan, maailmankaupan kitkojen väheneminen ei alenna ainoastaan lopputuotteiden hintoja, vaan myös yritysten tuotantokustannuksia.¹⁸ Jos tämän lisäksi lasketaan, että kyseessä on globaali monivaiheinen tuotantorakenne, jossa tuotantovaiheet on järjestetty asteittain eri maihin, tuontitullien vaikutukset voivat korostua entisestään.¹⁹ Ensinnäkin, kun monivaiheisessa kansainvälisessä tuotantoprosessissa hyödykkeet kulkevat rajojen yli useita kertoja, niitä voidaan verottaa jokaisen rajanylityksen yhteydessä. Toiseksi tuontitullin perustana on yleisesti hyödykkeen koko tuontiarvo (brutto) eikä edellisen tuotantovaiheen arvonlisäys. Tästä syystä mitä pienempi yksittäisen tuotantoprosessin arvonlisäys on (suhteessa bruttoarvoon), sitä suurempi on tuotantovaiheeseen sovellettu efektiivinen tullikanta.

¹⁸ Ks. esim. L. Caliendo ja F. Parro, "Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA", *The Review of Economic Studies*, 82(1), 2015, s. 1-44. Ks. myös C.I. Jones, "Intermediate goods and weak links in the theory of economic development", *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3(2), 2011, s. 1–28, jossa arvioidaan yleisemmällä tasolla, miten väli tuotteet luovat yritysten välille kytköksiä, jotka voivat aiheuttaa vaikutusten kertautumista.

¹⁹ Näiden voimistusvaikutusten määrällistä merkitystä tutkitaan yleensä ulkomaankaupan yleisen tasapainon mallien avulla vaihtelevin tuloksin. Esimerkiksi Yi sekä Antràs ja de Gortari ovat päätelleet, että tällaiset voimistavat vaikutukset voivat olla mittavia, kun taas Johnsonin ja Moxnesin mukaan näiden vaikutusten merkitys on vähäinen, kun niitä verrataan malliin, jossa huomioidaan globaali tuotantopanosten hankinta. Ks. K.M. Yi, "Can Vertical Specialization Explain the Growth of World Trade?", *Journal of Political Economy*, 111(1), 2003, s. 52–102; K.M. Yi, "Can multistage production explain the home bias in trade?", *American Economic Review*, 100, 2010, s. 364–393; P- Antràs ja A. de Gortari, "On the Geography of Global Value Chains", mimeo, Harvard University, 2019; R.C. Johnson ja A. Moxnes, "GVCs and trade elasticities with multistage production", *NBER Working Paper*, nro 26108, 2019.

Empiirinen analyysi viittaa siihen, että tuontitullien korotukset voivat keskipitkällä aikavälillä heikentää merkittävästi talouskasvua toimialoilla, jotka toimivat ulkomaisten tuotantopanosten varassa. Yritysten globaalin hankinnan myötä voi käydä niin, että joidenkin talouden toimialojen suojelemiseksi asetetut tuontitullit samaan aikaan vahingoittavat muita toimialoja kasvattamalla niiden tuotantopanosten kustannuksia. Lisäksi kansainvälinen monivaiheinen tuotanto tarkoittaa sitä, että tuotantopanosten kustannukset eivät riipu ainoastaan yksittäisen maan tuontitulleista, vaan myös arvoketjun aiemmassa vaiheessa kannetuista tulleista. Esimerkiksi Yhdysvalloissa kiinalaisiin tuontitavaroihin sovellettu tulli voi vahingoittaa tuotantoketjun loppupäässä meksikolaisia yrityksiä, jotka käyttävät kiinalaisia tuotantopanoksia sisältäviä yhdysvaltalaisia tuotantopanoksia. Näin ollen tuontitullien vaikutus talouskasvuun riippuu maan teollisuuden asemasta arvoketjussa. Kuviossa B esitellään teollisuustuotannon määrän impulssivasteita "ylävirran tuontitulleja" kuvaavan muuttujan yhden keskihajonnan suuruiseen kasvuun yksittäisen maan toimialoilla, joilla on joko vähäisiä tai merkittäviä kytköksiä taaksepäin.²⁰ Vaikka arvoketjun alkupään tuontitullien nousu ei vaikuta merkittävästi sellaisten toimialojen tuotannon kasvuun, joiden kytkökset taaksepäin ovat vähäisiä, vaikutukset ovat tuntuva negatiivisia arvoketjun alkupäähän sijoittuvilla toimialoilla (joilla on merkittäviä kytköksiä taaksepäin), mikä onkin ymmärrettävää, sillä niiden tuotantoprosessit perustuvat ulkomaisiin tuotantopanoksiin.²¹ Tällaisilla toimialoilla ylävirran tuontitullien yhden keskihajonnan suuruinen nousu johtaa teollisuustuotannon yhden prosenttiyksikön suuruiseen supistumiseen kolmen vuoden päästä. Vaikutuksesta tulee tilastollisesti merkityksetön kuuden vuoden kuluttua.

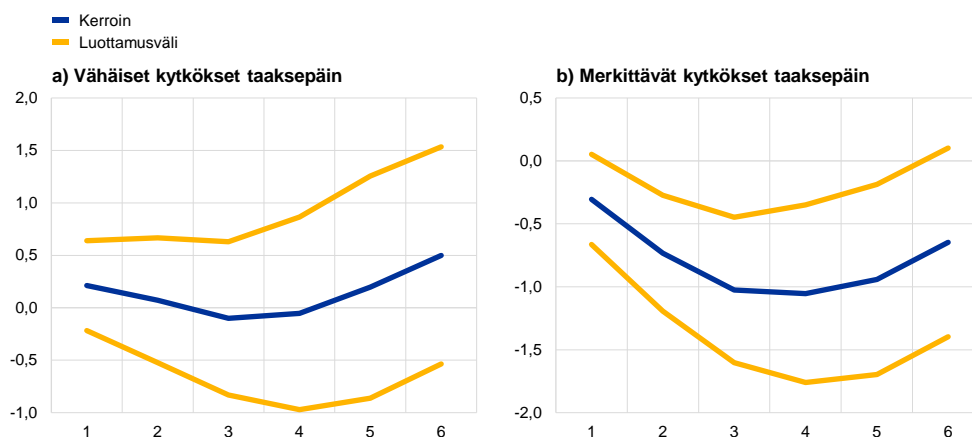
²⁰ Ylävirran tuontitullit lasketaan maan toimialalla käytettyihin välituotteisiin sovellettavien tuontitullien painotettuna keskiarvona siten, että painotustekijöinä käytetään panosten osuuksia maan-toimialan kokonaistuotannosta. Mittaria on laajennettu siten, että se käsittää myös aiempaan arvoketjun alkupäässä olevien maiden kantamat tariffit Rouzetin ja Miroudotin esittelemän kumulatiivisten tuontitullien lähestymistavan mukaan OECD:n ICIO-taulukkojen perusteella. Käytetyt tuontitullitiedot on haettu TRAINSiilta ja WTO:lta Maailmanpankin World Integrated Trade Solution (WITS) -työkalulla yksityiskohtaisella tuotetasolla ja ne on aggregoitu toimialatasolle vakioitujen ulkomaankauppaosuuksien perusteella, jotka on johdettu CEPIIn BACI-tiedoista. Huom. Arvoketjun loppupäässä asetetut tuontitullit saattavat vaikuttaa myös alkupään toimialojen tuotantoon, mutta sitä ei ole tutkittu tässä kehikossa. D. Rouzet ja S. Miroudot, The cumulative impact of trade barriers along the value chain, *June 2013 Conference Paper*, GTAP resource nro 4184, 2013.

²¹ Impulssivasteet perustuvat Jordan paikallisiin ennusteisiin siten, että keskivirheet on klusteroitu maittain toimialatasolla. Tarkkailuysikkö on maa-toimiala yksittäisenä vuonna. Selitettävä muuttuja on teollisuustuotannon määrä (UNIDO:n tietojen perusteella), joka vaihtelee kaksinumeroisen ISIC-toimialan mukaan. Paikalliset ennusteet viittaavat siihen, että tämän muuttujan muutosta regressoidaan suhteessa tuontitullien muutoksiin ja kontrollimuuttujien vektoriin; näihin kuuluvat selitettävän muuttujan muutokset kahdella viipeellä, tuotantopanomuuttujat ja nimellisen arvonlisäyksen kasvu. Lisäksi malliin kuuluu kiinteitä maa-toimiala, toimiala-aika ja maa-aika -vaikutuksia, joilla kontrolloidaan useita muuntotyypisiä tekijöitä, jotka voivat vaikuttaa teollisuustuotantoon. Tuontitullimuuttujien interaktiota tarkastellaan suhteessa vuoden 2005 eli otosjakson keskeltä otettuihin OECD:n ICIO-taulun maa-toimialamittarin kytköksiin taaksepäin. Otos kattaa aikavälin 1995–2017 ja käsittää 54 maata ja 22 toimialaa. Keskittyminen arvoketjun alkupään tuontitullien tarkasteluun saattaa vähentää tuontitullimuuttujan endogeenisyyteen liittyviä huolia, joskin on syytä huomauttaa, ettei analyysi välttämättä osoita kausaalisia vaikutuksia. O. Jorda, "Estimation and inference of impulse responses by local projections", *American Economic Review*, 95(1), 2005, s. 161–182.

Kuvio B

Teollisuustuotannon impulssivasteet (tuotantopanosten) tuontitullien korotukseen arvoketjun alkupäässä kuuden vuoden aikavälillä

(Vastaukset prosenttiyksikkönä, 90 prosentin luottamusväleillä)



Lähteet: UNIDO, OECD, WITS, BACI, EKP:n laskelmat.

Huom. Impulssivaste tarkoittaa yhden keskihajonnan suuruisia tariffisokkia. Maa-toimialat, joiden kytkökset taaksepäin ovat voimakkaita (vähäisiä), ovat muuttujan jakauman 80. (20.) persenttiin kohdalla. Kytkökset taaksepäin mittaavat maa-toimialan viennin ulkomaista sisältöä, ja ne lasketaan Borinin ja Mancinin (2019) menetelmällä. Lisätietoja tiedoista ja estimointimenetelmästä on esitetty alaviitteessä 7.

Tuontitullien voimistumisvaikutus kansainvälisessä monivaiheisessa tuotantoprosessissa tarkoittaa sitä, että tuotantoketjun loppupään toimialoihin liittyvät ulkomaankaupan virrat ovat erityisen herkkiä tuontitulleille, mikä on sopusoinnussa myös gravitaatiomallin tulosten kanssa. Koska tuotoksen arvo kasvaa arvoketjussa, arvoon perustuvat ulkomaankaupan kustannukset (kuten tuontitullit) ovat absoluuttisesti korkeampia tuotantoketjun loppupään tuotteille. Lisäksi kansainvälinen monivaiheinen tuotantoketju viittaa siihen, että tuotantopaikan siirtämisen tuottamat kustannussäästöt koskevat vain kyseisen tuotantovaiheen arvonlisäystä, kun taas arvoon perustuvat ulkomaankaupan kustannukset peritään kyseisen tuotantovaiheen tuotoksen täydestä arvosta. Molemmat näkökohdat viittaavat siihen, että tuotantoketjun loppupään toimialojen voi odottaa olevan erityisen herkkiä tuontitulleille, mikä olisi sopusoinnussa sen kanssa, että monivaiheinen tuotanto voimistaa tuontitullien vaikutuksia.²² Tätä voidaan testata empiirisesti soveltamalla tuontitulleihin empiiristä gravitaatioviitekehystä, jossa kahdenvälistä toimialakohtaista vientiä regressoidaan ajassa vaihtelevilla toimialakohtaisilla tuontitulliprosenteilla ja erilaisilla kiinteillä vaikutuksilla, joilla kontrolloidaan muiden ulkomaankaupan kustannuskomponenttien vaikutusta.²³

²² Ks. lisätietoja R.C. Johnson ja A. Moxnes, A., "GVCs and trade elasticities with multistage production", *NBER Working Paper*, nro 26108, 2019.

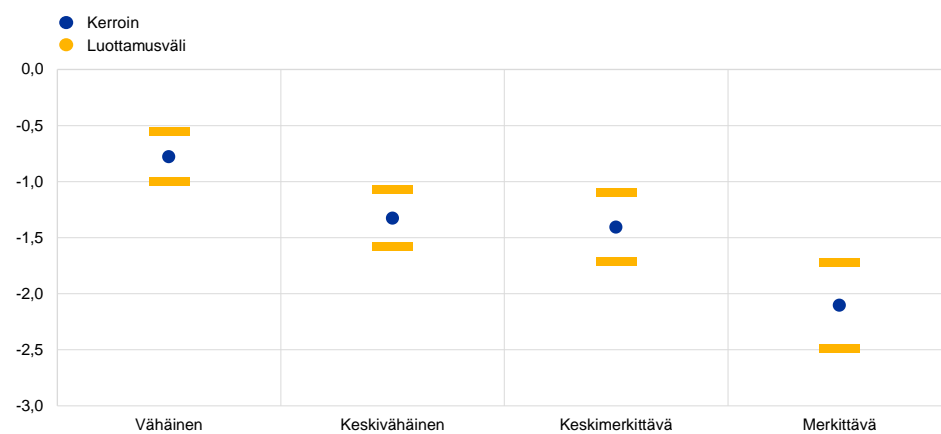
²³ Empiirinen viitekehys on vastaava kuin Bergstrandin ym. rakenteellisten gravitaatiomallien estimointikehikko. Malli käsittää esimerkiksi kiinteät viejä-toimiala-aika-, tuoja-toimiala-aika- ja tuoja-viejä-toimiala-vaikutukset. Malli on estimoitu OECD:n ICIO-taulukkojen toimialakohtaisten ulkomaankauppa- ja tuotantotietojen perusteella ajanjaksolle 1995–2015, ja se kattaa 62 maata ja 18 tehdasteollisuussektoria. Tiedot on poimittu WITS-työkalulla. Keskivirheet on klusteroitu kahdenvälisellä toimialatasolla. Kuviossa C esitetyt tulokset viittaavat OLS:n estimointiin malliin. Mallin estimointi Poisson Pseudo Maximum Likelihood -menetelmällä johtaa laadullisesti samankaltaisiin tuloksiin, joskin yleisesti korkeampiin joustoestimaatteihin. Ks. J.H. Bergstrand, M. Larch ja Y.V. Yotov, "Economic integration agreements, border effects, and distance elasticities in the gravity equation", *European Economic Review*, 78, 2015, s. 307–327.

Tariffikertoimen annetaan vaihdella kahdenvälisen viennin ulkomaisen sisällön osuuden mukaan sen selvittämiseksi, lisääkö korkeampi ulkomaisen sisällön osuus (kytkökset taaksepäin) herkkyyttä ulkomaankaupan kustannuksille. Empiirisen näytön mukaan ulkomaankaupan herkkyys tuontitulleille kasvaakin jyrkästi kahdenvälisen ulkomaankauppavirtojen ulkomaisen sisällön osuuden mukana (ks. kuvio C). Siinä missä vähäisten taaksekytkösten toimialoilla tuontitullijousto on noin -0,8, se on noin -1,4 toimialoilla, joilla ulkomaisen sisällön osuus on keskiparha, ja nousee -2,1:een sellaisien ulkomaankauppavirtojen osalta, jotka ovat voimakkaasti kytkeytyneet taaksepäin.²⁴ Siten nämä havainnot ovat sopuissa sen suhteen, että vaiheittain organisoituihin kansainvälisiin toimitusketjuihin liittyy merkittäviä tuontitullien voimistuvaikutuksia.

Kuvio C

Viennin herkkyys tuontitulleille taaksekytkösten kautta

(Estimoidut kertoimet, 95 prosentin luottamusväli)



Lähteet: OECD, WITS, BACI, EKP:n laskelmat.

Huom. Vähäiset, keskiparhat, keskiarvoiset ja voimakkaat kytökset taaksepäin viittaavat taaksekytköksiä kuvaavan muuttujan kvartileihin. Kytökset taaksepäin mittaavat maa-toimialan viennin ulkomaista sisältöä, ja ne lasketaan Borinin ja Mancinin (2019) menetelmällä. Selitettävä muuttuja viittaa kahdenväliseen toimialatason vientiin, jota regressoidaan kahdenvälisillä toimialakohtaisilla tuontitulleilla siten, että muita vientiin vaikuttavia tekijöitä kontrolloidaan sopivilla kiinteillä vaikutuksilla. Lisätietoja tiedoista ja estimointimenetelmästä on esitetty alaviitteessä 9.

Edellä esitetyn valossa globaaleilla arvoketjuilla arvioidaan usein olevan vaikutusta Yhdysvaltojen ja Kiinan väliseen ulkomaankauppakiistaan, sillä ne voimistavat tuontitullien korotusten vaikutuksia. Yhtäältä aiempi näyttö viittaa siihen, että tuotantokustannuksia kasvattavat tuontitullit voivat merkittävästi vaimentaa tuotantoa toimialoilla, joiden tuotantoprosessit perustuvat ulkomaisten välituotteiden käyttöön. Koska Yhdysvaltojen Kiinaa vastaan asettamat tuontitullit kohdistuivat useisiin välituotteisiin, tällä kanavalla voi todellakin olla merkitystä meneillään olevassa kauppakiistassa.²⁵ Toisaalta globaalien monivaiheisten tuotantoprosessien voimistuvaikutusten merkitys ei ole yhtä selvä, ja se riippuu globaaleihin arvoketjuihin liittyvän ulkomaankaupan asemasta kahdenvälisissä

²⁴ Gravaatiomallissa käytetään pitkää tarkasteluperiodia. Jos jousto on -1, kahdenvälisen tuontitullien 10 prosentin korotus vähentää kahdenvälistä vientiä 10 %.

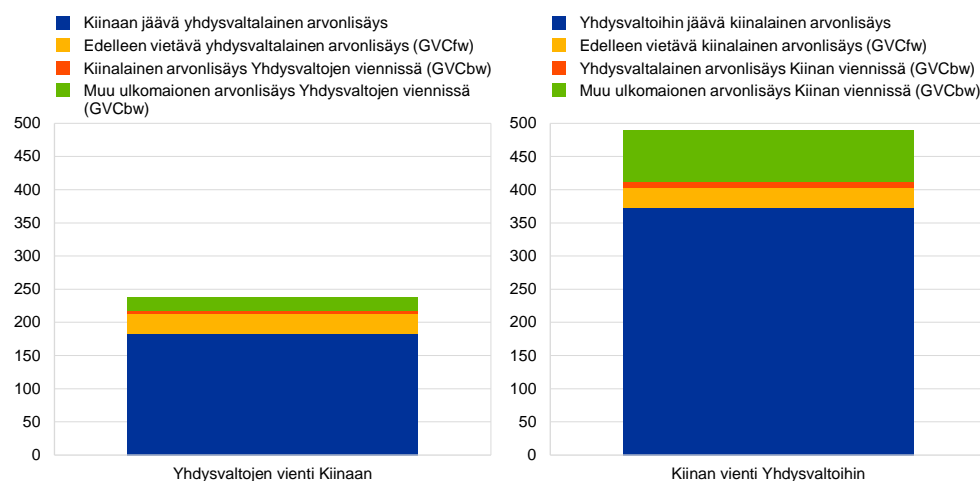
²⁵ Välituotteet muodostivat yli puolet niiden tavaroiden arvosta, joihin Yhdysvaltojen asettamat tullit tuonnille Kiinasta (arvoltaan 250 miljardia Yhdysvaltain dollaria) vaikuttivat vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä. Ks. esim C.P. Bown, E. Jung ja Z. Lu, "Trump and China formalize tariffs on \$260 billion of imports and look ahead to next phase", *Peterson Institute for International Economics Trade and Investment Policy Watch*, 20.9.2018.

kauppasuhteissa. Vuotta 2015 koskevat OECD:n tiedot viittaavat siihen, että kaikkiaan noin 25 % Yhdysvaltojen ja Kiinan välisestä kaupasta kytkeytyy globaaleihin arvoketjuihin (muut kuin siniset palkit kuviossa D).²⁶ Molemmissa maissa tämä osuus on pienempi kuin globaaleihin arvoketjuihin liittyvä kauppa osuutena kokonaisviennistä sekä pienempi kuin globaaleihin arvoketjuihin liittyvän ulkomaankaupan (painotettu) keskimääräinen osuus koko maailmankaupasta (kuvio A), mikä saattaa selittyä näiden kahden maan pitkällä etäisyydellä toisistaan. Lisäksi kytkökset eteenpäin (keltaiset palkit kuviossa D) ovat suhteellisesti merkittävämpiä Yhdysvaltojen Kiinaan suuntautuvassa viennissä, mikä kuvastaa sitä, että Yhdysvaltojen vienti Kiinaan sijoittuu arvoketjussa enemmän alkupäähän.²⁷ Sitä vastoin Kiinan viennissä Yhdysvaltoihin kytkökset taaksepäin ovat merkittävämpiä (vihreät ja oranssit palkit kuviossa D), ja siten nämä ulkomaankaupan virrat ovat potentiaalisesti herkempiä edellä käsitellyille tuotannon vaiheittaiseen organisointiin liittyville tuontitullien korotusten voimistuvaikutuksille.²⁸

Kuvio D

Kiinan ja Yhdysvaltojen kahdenvälisen viennin jakauma vuonna 2015

(mrd. Yhdysvaltain dollaria)



Lähteet: OECD:n maiden väliset panos-tuotostaulukot (inter-country input-output, ICIO) sekä Borinin ja Mancinin menetelmään (2019) perustuvat EKP:n laskelmat.
Huom. Siniset palkit muodostuvat sekä väli- että lopputuotteista. GVCfw ja GVCbw viittaavat eteen- ja taaksekäytäntöihin. Vienti käsittää tavarat ja palvelut.

²⁶ Huom. Maahantuojan arvonnäisyys Kiinassa ja Yhdysvalloissa (kuvion D siniset palkit) käsittävät sekä välituotteet että lopputuotteet.

²⁷ Tällaiset kytkökset eteenpäin viittaavat siihen, että tuontitullien kustannukset siirretään kolmansille maille jäljempänä arvoketjussa. Ks. esim. H. Mao ja H. Görg (2019), Friends like this: The Impact of the US – China Trade War on Global Value Chains. Kiel Center for Globalization Working Paper nro 17.

²⁸ Mitä tulee kahdenvälisen kaupan toimialajakaumaan, OECD:n vuoden 2015 tietojen mukaan 90 % Kiinan kokonaisviennistä (tavarat ja palvelut) Yhdysvaltoihin oli peräisin tehdasteollisuudesta ja alle 10 % palvelualalta; maataloussektorin asema oli mitättömän pieni. Sitä vastoin noin 50 % Yhdysvaltojen kokonaisviennistä Kiinaan tuli tehdasteollisuudesta, noin 7 % maataloussektorilta ja loput pääasiassa palvelutoiminnasta. Tarkasteltaessa vain tavarakauppaa lähes 55 % Kiinan bruttoviennistä Yhdysvaltoihin koostui kulutustavaroista (ml. matkapuhelimet, tietokoneet ja henkilöautot), noin 30 % välituotteista ja 15 % pääomahyödykkeistä. Yhdysvaltojen tavaravienti Kiinaan koostui pääasiassa välituotteista (yli 55 %), kun taas sekä pääomahyödykkeiden että kulutustavarojen osuus oli noin 15 %, ja loput 15 % koostui sekalaisista tavaroista.

Markkinoiden reaktiot kaksiportaisiin varantokorkoihin

EKP muutti 30.10.2019 luottolaitosten varannoille maksettavan koron kaksiportaiseksi. Se merkitsee, että tietty osuus eurojärjestelmän tileille tehdyistä vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävistä talletuksista vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta. Kaksiportaista korkoa sovelletaan ainoastaan vähimmäisvarantovelvoitteen ylittäviin talletuksiin, joita pankeilla on eurojärjestelmän sekkibileillä, ei siis EKP:n talletusmahdollisuudessa oleviin talletuksiin.²⁹ Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien talletusten negatiivisesta korosta vapautetun osuuden korko on 0 %, kun taas talletusmahdollisuuden tämänhetkinen korko on -0,5 %.

Kaksiportaisen koron tavoitteena on tukea rahapolitiikan välittymistä pankkien kautta ja varmistaa, että negatiivisten korkojen myönteinen yleisvaikutus rahapolitiikan kasvua tukevaan mitoitukseen säilyy. EKP:n neuvosto määrittä, että varantovelvoitteen ylittävien talletusten negatiivisesta korosta vapautettu osuus on kuusi kertaa laitoksen vähimmäisvarantovelvoitteet. Kerroin on sama kaikille pankeille, ja sen tarkoitus on tukea EKP:n talletusmahdollisuuden negatiivisen koron välittymistä pankkien asiakkailleen myöntämien lainojen korkoihin tasoittamalla joitakin haittavaikutuksia, joita negatiivisesta korosta aiheutuu pankkien kannattavuudelle. Lisäksi sillä pyritään varmistamaan, että euromääräiset lyhyet rahamarkkinakorot pysyvät lähellä EKP:n talletusmahdollisuuden korkoa. Kerrointa ja vapautetun osuuden korkoa voidaan myöhemmin muuttaa. Näin halutaan varmistaa se, että pankkien asiakkailleen myöntämien lainojen ehdot ovat linjassa toivotun rahapolitiikan mitoituksen kanssa.

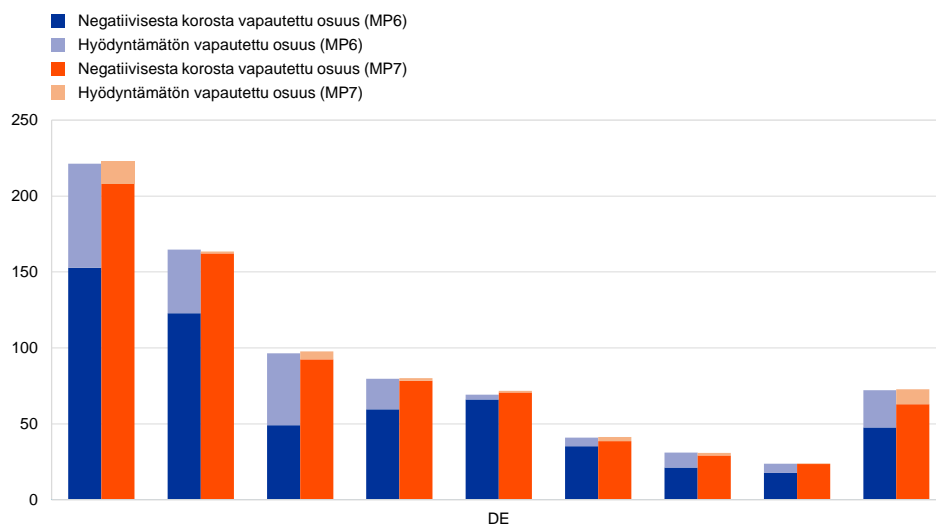
Kaksiportaisen koron käyttöönoton jälkeen pankit, joiden varantovelvoitteen ylittävät talletukset jäivät negatiivisesta korosta vapautettua osuutta pienemmiksi, kartuttivat talletuksiaan ottamalla lainaa pankeilta, joilla kyseisiä talletuksia oli vapautettua osuutta enemmän. Kaksiportaisen koron voimaantulopäivänä 30.10.2019 hyödyntämättä jäänyt vapautettu osuus väheni 28 prosentista 13 prosenttiin vapautetun osuuden kokonaismäärästä. Seuraavien päivien aikana pankit, joilla oli hyödyntämätöntä vapautettua osuutta, lisäsivät edelleen varantovelvoitteen ylittäviä talletuksia vähitellen 11.12.2019 asti, jolloin hyödyntämätön vapautettu osuus pankkijärjestelmän tasolla oli enää alle 5 % (ks. kuvio A). Samaan aikaan vapautetun osuuden ylittäviä talletuksia tehneiden pankkien varantovelvoitteen ylittävät talletukset vähenivät hieman, mikä viittaa siihen, että ylimääräisen likviditeetin uudelleenjakautuminen rahamarkkinoiden ja muiden kanavien kautta toteutui kaksiportaisen korkojärjestelmän kannustimien mukaisella tavalla (ks. kuvio B).

²⁹ Lisätietoja on EKP:n verkkosivuilla ("[Two-tier system for remunerating excess reserve holdings](#)").

Kuvio A

Negatiivisesta talletuskorosta vapautetut varantovelvoitteen ylittävät talletukset ja vapautetut osuudet maittain

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

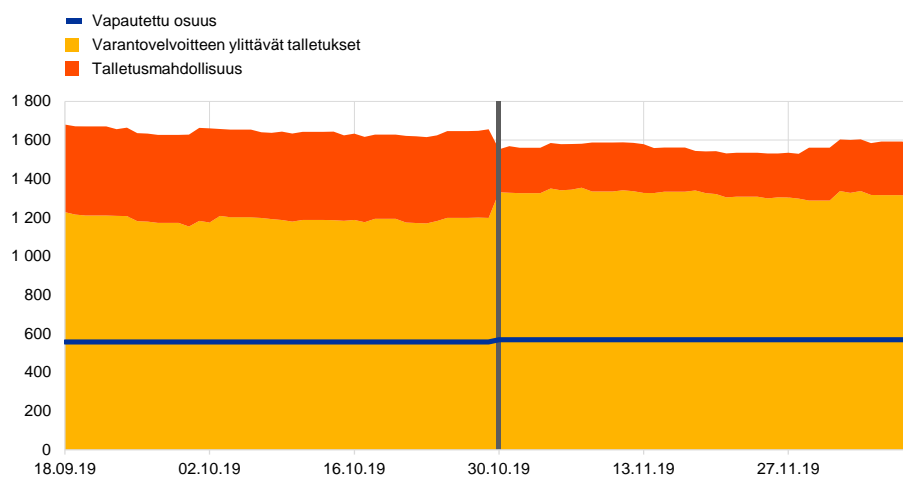
Huom. Negatiivisesta korosta vapautetun osuuden ja hyödyntämättömän vapautetun osuuden laskentaperusteena ovat pankkien keskimääräiset varantovelvoitteen ylittävät talletukset (varantovelvoitteen ylittävät talletukset plus talletusmahdollisuuden käyttö) kuudennella pitoajanjaksolla (MP 6) ja keskimääräiset varantovelvoitteen ylittävät talletukset (24.11.2019 asti) seitsemännellä pitoajanjaksolla (MP 7).

Tuorein havainto: 11.12.2019.

Kuvio B

Ylimääräisen likviditeetin kehitys pankeilla, joiden varantovelvoitteen ylittävät talletukset olivat negatiivisesta korosta vapautettua osuutta suuremmat

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Varantovelvoitteen ylittävät talletukset ja talletusmahdollisuuden käyttö pankeilla, joilla varantovelvoitteen ylittävät talletukset olivat vapautettua osuutta suuremmat kuudennella pitoajanjaksolla (MP 6) ja seitsemännennen pitoajanjakson alussa (MP 7). Harmaa viiva osoittaa seitsemännennen pitoajanjakson alun (30.10.2019).

Tuorein havainto: 11.12.2019.

Pääosa pankkien lisääntyneestä lainanotosta rahamarkkinoilla tapahtui

vakuudellisina kauppoina. Kaupankäyntitiedot pankeilta, joilla oli hyödyntämätöntä vapautettua osuutta, osoittavat, että ensimmäisinä kaksiportaisen koron

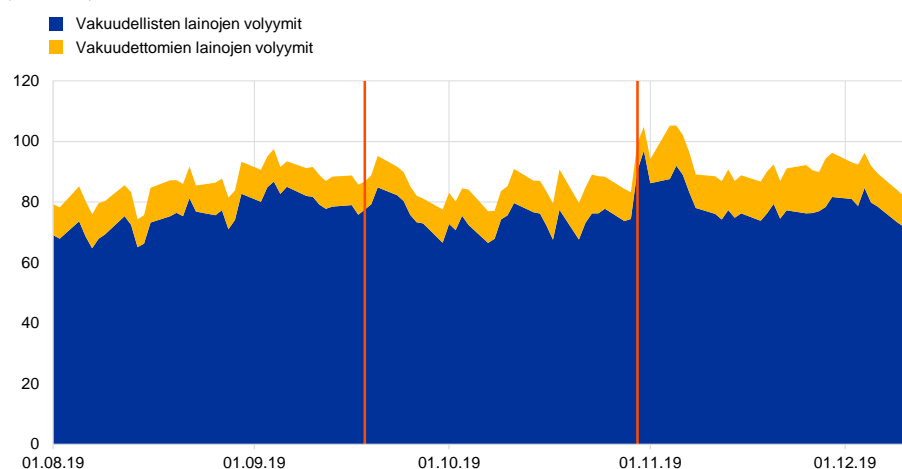
käyttöönoton jälkeisinä päivinä pankkien päivittäinen vakuudellinen keskimääräinen lainanotto lisääntyi noin 15 miljardia euroa. Vakuudeton lainanotto puolestaan pysyi pääosin ennallaan (ks. kuvio C). Sen jälkeen turvautuminen rahamarkkinoihin hyödyntämättömän vapautetun osuuden täydentämiseksi väheni.

Rahamarkkinalainojen lisäksi pankit voivat hankkia varoja täydentääkseen vapautettua osuutta myös muilla tavoilla, esimerkiksi myymällä omaisuuseriä ja käyttämällä muuntotyypistä rahoitusta.

Kuvio C

Lyhytaikaisten vakuudellisten ja vakuudettomien rahamarkkinalainojen volyymit pankeilla, joilla oli hyödyntämätöntä vapautettua osuutta

(mrd. euroa)



Lähteet: EKP, MMSR.

Huom. Lyhyimpien maturiteettien (O/N = overnight, T/N = tomorrow-next ja S/N = spot-next) vakuudelliset ja vakuudettomat rahamarkkinalainat MMSR-raportoinnin piirissä olevilla pankeilla, joilla on hyödyntämätöntä vapautettua osuutta. Vapautetun osuuden laskentaperusteena ovat pankkien varantovelvoitteen ylittävät talletukset kuudennella pitoajanjaksoilla. Punaiset viivat osoittavat kuudennen (18.9.2019) ja seitsemännen (30.10.2019) pitoajanjakson alun.

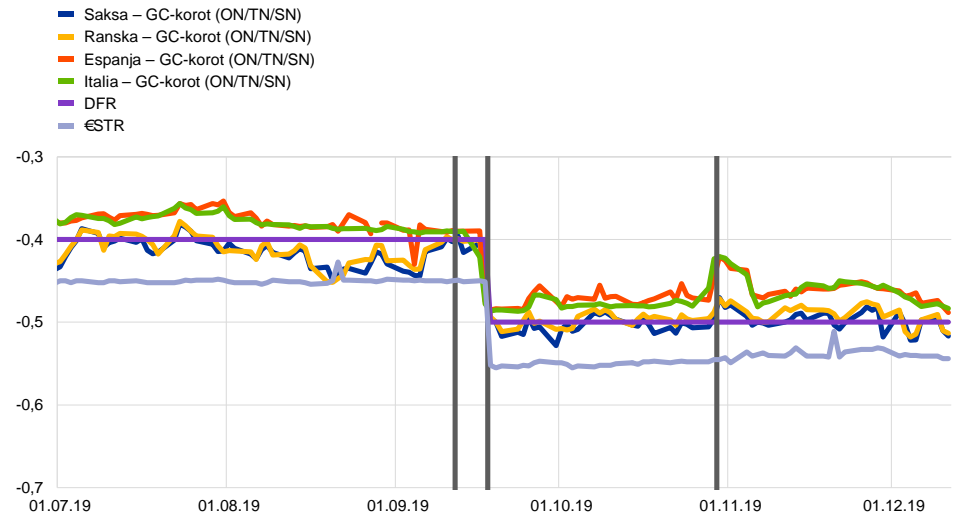
Tuorein havainto: 11.12.2019.

Vaikka transaktioiden määrän kasvu osui tilapäisesti samaan aikaan rahamarkkinakorkojen nousun kanssa, kokemukset kaksiportaisen korkojärjestelmän ensimmäisestä kuudesta viikosta osoittavat, että vaikutus rahamarkkinakorkoihin oli vähäinen ja että rahamarkkinakorot ovat edelleen sopusuunnassa EKP:n talletusmahdollisuuden koron kanssa. Kaksiportaisen koron käyttöönoton jälkeen uusi €STR-korko, joka on vakuudettomien yön yli -tukkulainojen viitekorko, pysyi 1.–29.10.2019 lasketun keskiarvonsa tuntumassa. Vakuudettomien lainojen korot nousivat tilapäisesti jopa 0,06 prosenttiyksikköä euroalueen suurimmissa maissa, mutta ovat sittemmin palautuneet ennen kaksiportaisen korkojärjestelmän käyttöönottoa vallinneeseen vaihteluväliin (ks. kuvio D).

Kuvio D

Vakuudettomien ja vakuudellisten rahamarkkinalainojen korot

(prosentteja)



Lähteet: EKP, MTS, NEX.

Huom. GC-korot eli GC Pooling -markkinan reposopimusten korot ovat samana päivänä tehtyjen O/N-, T/N- ja S/N-maturiteetin lainojen perusteella laskettuja volyympainotettuja keskiporkkoja saksalaiselle, ranskalaiselle, espanjalaiselle ja italialaiselle vakuusmateriaalille. Harmaat viivat osoittavat EKP:n neuvoston syyskuun rahapolitiikkakokouksen (12.9.2019), kuudennen pitoajanjakson alun (18.9.2019), jolloin talletusmahdollisuuden koron 0,10 prosenttiyksikön lasku tuli voimaan, sekä seitsemännen pitoajanjakson alun (30.10.2019), jolloin kaksiportainen korkojärjestelmä tuli voimaan. Alustavat luvut (pre-€STR) 30.9.2019 asti, €STR-korko 1.10.2019 alkaen.
Tuorein havainto: 11.12.2019.

Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.7.–29.10.2019

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita viidennellä ja kuudennella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 31.7.–17.9.2019 ja 18.9.–29.10.2019. Tarkastelujakson aikana 12.9.2019 EKP:n neuvosto päätti toteuttaa viisi huomattavaa rahapoliittista tointa. Nämä rahapoliittiset toimet olivat 1) talletuskoron laskeminen -0,40 prosentista -0,50 prosenttiin alkaen 18.9.2019. Perusrahoitusoperaatioiden korko pysyi ennallaan 0,00 prosentissa ja maksuvalmiusluoton 0,25 prosentissa, 2) muutokset EKP:n ohjaukorkojen kehitystä koskevaan ennakoiivaan viestintään, 3) uusien ostojen aloittaminen 1.11.2019 omaisuuserien osto-ohjelmassa, 4) uudessa eli kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa suoritettavien operaatioiden ehtojen muuttaminen ja 5) pankkien varannoille maksettavan korun muuttaminen kaksiportaiseksi 30.10.2019 eli seitsemännen pitoajanjakson alusta lähtien. Samaan aikaan eurojärjestelmä jatkaa omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntymisen yhteydessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia täysimääräisesti. Lisäksi 2.10.2019 EKP alkoi julkaista €STR-korkoa, joka on uusi euromääräisten rahamarkkinoiden lyhyt viitekorko. Se kuvastaa korkoa, jolla pankki saa ilman vakuuksia yön yli -luottoa rahoitusalan vastapuolilta. Mainitusta päivästä lähtien eoniakoron (euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutunut painotettu keskiporko) laskentamenetelmää muutettiin siten, että eonia on €STR + kiinteä 0,085 prosenttiyksikön korkolisä.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 559,5 miljardia euroa eli 48,2 miljardia euroa suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla (siis vuoden 2019 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla; ks. taulukko A). Likviditeettitarpeiden kasvu johtui pääosin siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 45,6 miljardia euroa 1 426,9 miljardiin euroon.

Riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvu johtui likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvusta, joka oli vahvempaa kuin likviditeettiä lisäävien tekijöiden kasvu. Tärkeimmät tekijät likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvun taustalla olivat muut riippumattomat tekijät, jotka kasvoivat 57,6 miljardia euroa ja olivat keskimäärin 846,4 miljardia euroa. Liikkeessä olevien setelien määrä kasvoi keskimäärin 17,8 miljardia euroa 1 251,8 miljardiin euroon. Valtioiden talletukset kasvoivat tarkastelujakson aikana keskimäärin 11,9 miljardia euroa 282,4 miljardiin euroon ja saavuttivat kuudennella pitoajanjaksolla pitkän aikavälin huippulukemansa eli 298,6 miljardia euroa. Likviditeettiä lisäävistä riippumattomista tekijöistä ulkomaiset nettosaamiset kasvoivat 38,5 miljardia euroa 737,9 miljardiin euroon, kun taas euromääräisten nettosaamisten suuruus oli jokseenkin ennallaan eli 216,1 miljardia euroa (kasvua 3,2 miljardia euroa). Eurojärjestelmän velat

euroalueen ulkopuolelle vähenivät tarkastelujakson aikana, ja niiden kausivaihtelu syyskuun lopussa oli vähäisempää kuin edellisen neljänneksen lopussa ja vuoden 2018 syyskuun lopussa.³⁰

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat – likviditeettitarpeet

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.7.–29.10.2019						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso:		Viides pitoajanjakso: 31.7.–17.9.2019		Kuudes pitoajanjakso: 18.9.–29.10.2019		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	2 380,7	(+87,3)	2 345,3	(+6,3)	2 421,9	(+76,6)	2 293,3	(+57,2)
Liikkeessä olevat setelit	1 251,8	(+17,8)	1 251,1	(+10,2)	1 252,7	(+1,7)	1 234,1	(+21,8)
Valtioiden talletukset	282,4	(+11,9)	268,5	(-27,4)	298,6	(+30,1)	270,5	(+7,2)
Muut riippumattomat tekijät ¹	846,4	(+57,6)	825,7	(+23,4)	870,5	(+44,8)	788,7	(+28,2)
Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävät sekkitilitalletukset	1 225,2	(-17,2)	1 199,5	(-4,8)	1 255,3	(+55,8)	1 242,4	(-0,7)
Rahapoliittiset välineet	642,6	(-74,9)	687,8	(-14,5)	589,8	(-98,0)	717,5	(-40,1)
Vähimmäisvarantovelvoitteet	132,6	(+2,5)	132,0	(+0,6)	133,2	(+1,2)	130,1	(+1,9)
Talletusmahdollisuus	510,0	(-77,4)	555,7	(-15,1)	456,6	(-99,1)	587,4	(-42,0)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Lähde: EKP.

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

1) Arvonmuutostilien saldojen, muiden saamisten euroalueelta ja velkojen euroalueelle sekä varausten ja oman pääoman summa.

³⁰ Eurojärjestelmän velat euroalueen ulkopuolelle ovat pääasiassa euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien euromääräisiä talletuksia eurojärjestelmän kansallisissa keskuspankeissa. Vuosineljänneksen lopussa euroalueen ulkopuoliset keskuspankit tekevät yleensä enemmän talletuksia eurojärjestelmän kansallisiin keskuspankkeihin, sillä liikepankit eivät tuolloin ota niitä mielellään vastaan. Lisäksi euroalueen ulkopuoliset keskuspankit tekevät euroalueen liikepankkeihin käteistalletuksia muulloin kuin taseraportointipäivinä (eli neljänneksen lopussa), jolloin liikepankit pyrkivät usein supistamaan tasettaan. Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat 252,2 miljardiin euroon 30.9.2019, kun ne kuudennella pitoajanjaksolla olivat olleet keskimäärin 223,1 miljardia euroa. Vaikutus oli siis pienempi kuin 30.6.2019, jolloin näiden velkojen määrä kasvoi 277,4 miljardiin euroon, kun se neljännellä pitoajanjaksolla oli ollut keskimäärin 243,7 miljardia euroa. Edellisenä vuonna 30.9.2018 tämä taseen erä kasvoi 301,7 miljardiin euroon, kun se vuoden 2018 kuudennella pitoajanjaksolla oli ollut keskimäärin 264,7 miljardia euroa.

Saamiset – likviditeetin tarjonta

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.7.–29.10.2019						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 31.7.–17.9.2019		Kuudes pitoajanjakso: 18.9.–29.10.2019		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	954,0	(+41,7)	924,7	(+3,9)	988,2	(+63,5)	912,3	(+44,2)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	737,9	(+38,5)	720,2	(+9,9)	758,5	(+38,3)	699,4	(+27,9)
Euromääräiset nettosaamiset	216,1	(+3,2)	204,5	(-6,0)	229,7	(+25,2)	213,0	(+16,3)
Rahapoliittiset välineet	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Avomarkkinaoperaatiot	3 294,6	(-46,6)	3 307,9	(-17,2)	3 279,2	(-28,7)	3 341,2	(-27,9)
Huutokauppaoperaatiot	683,9	(-31,1)	695,5	(-9,3)	670,5	(-25,0)	715,1	(-12,6)
Perusrahoitusoperaatiot	2,5	(-2,6)	3,0	(-1,6)	2,0	(-1,0)	5,1	(-0,8)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	2,9	(-0,3)	3,0	(-0,2)	2,8	(-0,3)	3,3	(-0,7)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	677,2	(-29,5)	689,4	(-7,4)	662,9	(-26,5)	706,7	(-11,2)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	1,3	(+1,3)	0,0	(+0,0)	2,8	(+2,8)	0,0	(+0,0)
Suorat arvopaperisijoitukset	2 610,7	(-15,1)	2 612,4	(-8,0)	2 608,7	(-3,7)	2 625,9	(-15,4)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	2,8	(-0,3)	2,8	(-0,1)	2,8	(-0,1)	3,1	(-1,0)
Toinen katettujen joukkolainojen osto- ohjelma	3,2	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3	(-0,3)	3,5	(-0,4)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto- ohjelma	260,9	(-0,8)	261,2	(-0,3)	260,6	(-0,5)	261,7	(-0,5)
Velkapaperiohjelma	52,8	(-8,6)	54	(-5,7)	51,4	(-2,6)	61,4	(-3,9)
Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto- ohjelma	26,1	(-0,1)	26	(-0,0)	26,2	(+0,2)	26,1	(-0,0)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto- ohjelma	2 087,6	(-4,8)	2 087,8	(-1,4)	2 087,4	(-0,4)	2 092,4	(-9,2)
Yrityssektorin velkapapereiden osto- ohjelma	177,3	(-0,4)	177,2	(-0,4)	177,4	(+0,1)	177,7	(-0,3)
Maksuvalmiusluotto	0,0	(-0,2)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,2	(+0,1)

Lähde: EKP.

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

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.7.–29.10.2019						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 31.7.–17.9.2019		Kuudes pitoajanjakso: 18.9.–29.10.2019		Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä ¹	1 559,5	(+48,2)	1 552,7	(+2,6)	1 567,4	(+14,8)	1 511,3	(+14,9)
Riippumattomat tekijät ²	1 426,9	(+45,6)	1 420,6	(+2,0)	1 434,2	(+13,6)	1 381,3	(+13,0)
Ylimääräinen likviditeetti ³	1 735,2	(-94,5)	1 755,2	(-19,9)	1 711,8	(-43,4)	1 829,6	(-42,9)

Lähde: EKP.

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

1) Riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kokonaisarvon ja vähimmäisvarantovelvoitteiden summa.

2) Velat-puolen riippumattomien tekijöiden ja Saamiset-puolen riippumattomien tekijöiden erotus. Tässä taulukossa riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kokonaisarvoon on luettu mukaan myös "selvitettävänä olevat erät".

3) Vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävien sekkitilitalletusten ja talletusmahdollisuuden käytön summa miinus maksuvalmiusluoton käyttö.

Korkokehitys

(keskikorko; prosenteina)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.7.–29.10.2019						Edellinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019	
	Viides ja kuudes pitoajanjakso		Viides pitoajanjakso: 31.7.–17.9.2019		Kuudes pitoajanjakso: 18.9.–29.10.2019		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	-0,45	(-0,05)	-0,40	(+0,00)	-0,50	(-0,10)	-0,40	(+0,00)
Eonikorko ¹	-0,408	(-0,04)	-0,362	(+0,01)	-0,462	(-0,10)	-0,363	(+0,00)
€STR-korko ²	-0,496	(-0,05)	-0,450	(+0,00)	-0,550	(-0,10)	-0,450	(-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) €STR-viitekorko plus 0,085 prosenttiyksikköä alkaen 1.10.2019.

2) Alustavat luvut (pre-€STR) ovat mukana keskiarvoissa ennen 30.9.2019.

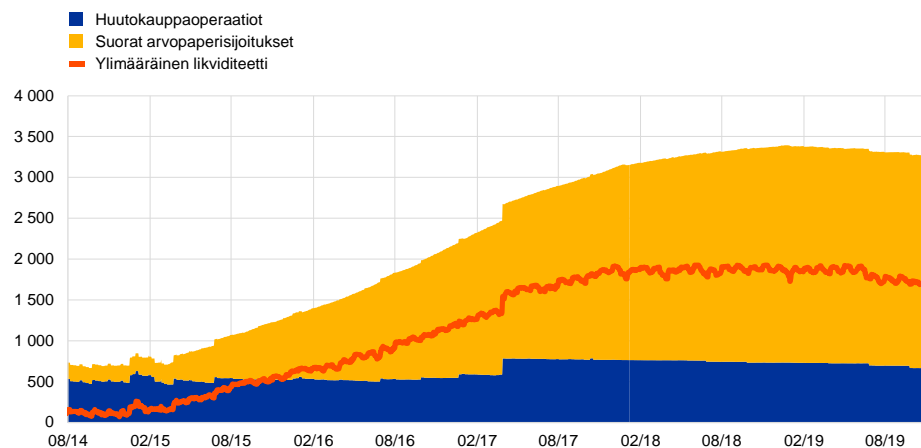
Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni 46,6 miljardia euroa ja oli 3 294,6 miljardia euroa (ks. kuvio A). Vähenemisen taustalla oli likviditeetin vähäisempi kysyntä huutokauppaoperaatioissa, suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin jääminen pienemmäksi velkapaperiohjelmassa (Securities Markets Programme, SMP) ostettujen arvopaperien erääntymisen vuoksi sekä julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien kirjanpitoarvon pienen supistumisen vuoksi.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla 31,1 miljardia euroa ja oli 683,9 miljardia euroa.

Supistuminen johtui pääasiassa siitä, että kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin volyyymi pieneni. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisessa sarjassa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin määrä supistui tarkastelujaksolla keskimäärin 29,5 miljardia euroa 25.9.2019 suoritetun 31,8 miljardin euron suuruisen vapaaehtoisen takaisinmaksun seurauksena. Sen vaikutus oli suurempi kuin kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan ensimmäisessä operaatioissa samana päivänä jaetun 3,4 miljardia euron vaikutus. Pienemmästä kysynnästä seurasi myös perusrahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin väheneminen 2,6 miljardia euroa keskimäärin 2,5 miljardiin euroon sekä kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän väheneminen 0,3 miljardia euroa keskimäärin 2,9 miljardiin euroon.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi supistui 15,1 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 610,7 miljardia euroa velkapaperiohjelmassa (Securities Market Programme, SMP) ostettujen velkakirjojen erääntymisen vuoksi ja julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien kirjanpitoarvon pienen supistumisen vuoksi. Velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittuja joukkolainoja erääntyi tarkastelujaksolla 9,1 miljardin euron arvosta. Laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa jatkettiin 1.1.2019 alkanutta uudelleensijoitusvaihetta, joten netto-ostoja ei tehty 1.1.-31.10.2019 välisenä aikana. Vaikka uudelleensijoitukset ovat täysimääräisiä, laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman koossa ja koostumuksessa saattaa toiminnallisista syistä esiintyä pieniä tilapäisiä poikkeamia.³¹ Sen seurauksena julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien

³¹ Ks. Talouskatsauksen 2/2019 artikkeli ”Taking stock of the Eurosystem’s asset purchase programme after the end of net asset purchases”.

kirjanpitoarvo supistui tarkastelujaksolla hieman eli keskimäärin 4,8 miljardia euroa 2 087,6 miljardiin euroon.

Ylimääräinen likviditeetti

Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi supistui edellisestä tarkastelujaksosta 94,5 miljardia euroa

1 735,2 miljardiin euroon (ks. kuvio A). Supistuminen kuvastaa riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvua sekä eurojärjestelmän huutokauppaoperaatioiden ja suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin vähenemistä. Kuudennella pitoajanjaksolla talletusmahdollisuuden käyttö supistui 99,1 miljardia euroa ja sekkilitalletukset kasvoivat 55,8 miljardia euroa. Muutos viittaa siihen, että jotkin rahoituksenvälittäjät ryhtyivät siirtämään varoja talletusmahdollisuuden tileiltä sekkileille ja varautuivat näin varantoveltoitteen kaksiportaiseen korkojärjestelmään, jossa osa sekkilitalletuksista on vapautettu negatiivisesta korosta ja josta tiedotettiin 12.9.2019. Kaksiportaista korkoa sovelletaan 30.10.2019 alkavasta seitsemännestä pitoajanjaksosta lähtien, joten se ei vaikuta sekkileille talletetun ylimääräisen likviditeetin korkoon tarkastelujaksolla. Vastapuolten negatiivisesta korosta vapautettujen talletusten määrä lasketaan luottolaitoksen sekkileille pitoajanjaksolla talletettujen varojen keskiarvon perusteella.

Korkokehitys

Tarkastelujakson aikana €STR-korko julkaistiin ensi kertaa 2.10.2019.³² Vertailu koron julkaisua edeltäneisiin alustaviin tietoihin osoitti, että €STR-korko pysyi julkaisuajan vaiheilla muuttumattomana.

Syyskuun 18. päivänä voimaantullut talletusmahdollisuuden koron laskeminen -0,50 prosenttiin on välittynyt lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin. Vakuudettomilla markkinoilla talletusmahdollisuuden koron 0,10 prosenttiyksikön lasku välittyi täysimääräisesti €STR-korkoon, joka oli kuudennella pitoajanjaksolla keskimäärin -0,550 prosenttiyksikköä (viidennellä pitoajanjaksolla -0,450 prosenttiyksikköä).³³ Myös eoniakorko laski -0,362 prosenttiyksiköstä -0,462 prosenttiyksikköön samalla ajanjaksolla. Talletusmahdollisuuden koron lasku välittyi myös vakuudellisiin rahamarkkinalainojen korkoihin. Kuudennella pitoajanjaksolla yön yli -reposopimusten keskikorko GC Pooling -markkinalla³⁴ laski perustason vakuuskoria käytettäessä 0,097 prosenttiyksikköä (-0,502%) ja laajennettua koria käytettäessä 0,094 prosenttiyksikköä (-0,491 %) edelliseen pitoajanjaksoon verrattuna.

³² Ks. Talouskatsauksen 7/2019 kehikko "Goodbye EONIA, welcome €STR!".

³³ Vertailun helpottamiseksi mukana ovat alustavat tiedot (pre-€STR) ennen 30.9.2019.

³⁴ Eurex-pörssissä GC Pooling -markkinalla voidaan solmia reposopimuksia käyttäen vakioituja vakuuskoreja.

Euroalueen työmarkkinatilanteen indikaattoreita

Tässä kehitössä esitellään kaksi toisiaan täydentävää työkalua euroalueen työmarkkinakehityksen arvioimiseen. Niistä ensimmäinen on hämähäkinverkkokaavio, joka visualisoi euroalueen vallitsevaa työmarkkinatilannetta 18 muuttujan avulla. Toisessa työkalussa taas sovelletaan pääkomponenttianalyysia hämähäkinverkkokaaviossa kuvattuihin muuttujiin. Tässä lähestymistavassa euroalueen työmarkkinaoloista saatavissa olevat tiedot yhdistetään kahdeksi synteettiseksi indikaattoriksi³⁵, jotka ovat tuotannon taso ja työmarkkinoiden kasvu. Tuotannon tasoa kuvaava indikaattori vertaa työmarkkinoiden kehitystä aika-akselilla, kun taas työmarkkinoiden kasvun indikaattori osoittaa työmarkkinoiden kehityksen muutosvauhtia. Esitetty analyysi koskee euroaluetta kokonaisuutena eikä kuvaa täydellisesti eri maiden työmarkkinoiden eroavaisuuksia.

Euroalueen työmarkkinoiden visualisointityökalu on esitetty kuviossa A, ja se kuvaa työmarkkinaoloja ”moniteholinssin” tapaan.³⁶ Työkalun avulla työmarkkinoista saa nopean yleiskäsityksen, koska sillä voi verrata nykyisiä arvoja kunkin tekijän aikasarjan parhaimpiin ja huonoimpiin tulemiin vuodesta 2005 alkaen. Indikaattorin avulla vallitsevia työmarkkinaoloja voi verrata myös muihin ajankohtiin, kuten talouskriisiä edeltäneeseen suhdannehuippuun (vuoden 2008 ensimmäinen neljännes) ja talouden elpymisjakson alkuun (vuoden 2013 ensimmäinen neljännes). Kuviossa A esitetyt muuttujat osoittavat työmarkkinoiden monimutkaisuutta. Muuttujat eivät ainoastaan kuvaa vallitsevaa työllisyyden ja työttömyyden tilaa, vaan ne myös antavat lisätietoa muista niin työntekijöiden kuin yritystenkin kannalta keskeisistä työmarkkinaoloista luonnehtivista tekijöistä, kuten (i) työttömyyden kestosta ja työttömien iästä, (ii) työmarkkinavirroista ja avoimista työpaikoista, (iii) työpanoksen käyttöasteesta ja siitä, mitä sen perusteella voidaan päätellä työn tuottavuudesta ja reaali-palkoista, sekä (iv) rakenteellisista tekijöistä, jotka voivat vaikuttaa vallitsevaan työmarkkinatilanteeseen.

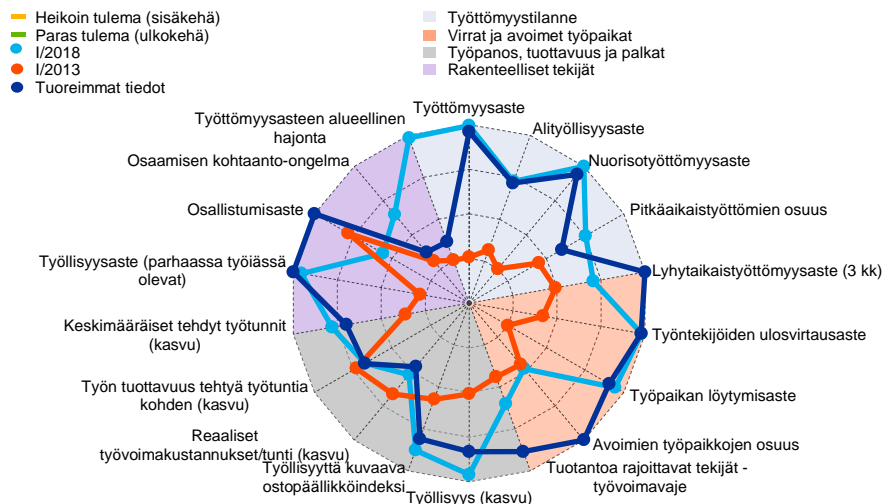
³⁵ Metodologinen lähestymistapa perustuu Federal Reserve Bank of Kansas Cityn ”[Labor Market Conditions Indicators \(LMCI\)](#)” -indikaattorien taustalla oleviin menetelmiin. Muita työmarkkinatilanneindikaattoreita ovat kehittäneet vastaavilla menetelmillä [Reserve Bank of Australia](#), [Bank of Canada](#) sekä [Reserve Bank of New Zealand](#).

³⁶ Työmarkkinoiden kuvaamiseen käytetty hämähäkinverkkokaavio perustuu Federal Reserve Bank of Atlantan ”[Labor Market Distributions Spider Chart](#)” -työkaluun, joka on kehitetty työmarkkinoiden yleisen kehityksen seurantaan ajan mittaan. Visualisointi poikkeaa hieman Atlantan Fedin kaaviosta, sillä tässä kehitössä tietoja ei aseteta suuruusjärjestykseen. Sen sijaan arvot normalisoidaan siten, että otosjakson parhaita ja heikoimpia tulemia voidaan verrata muuttuja kerrallaan. Suhdannevaiheiden ajankohdat eli vuosien 2008–2009 kriisiä edeltänyt suhdannehuippu ja elpymistä edeltänyt aallonpohja on poimittu [Centre for Economic Policy Research \(CEPR\)](#) -tutkimuslaitoksen [Euro Area Business Cycle Dating Committee](#) -komitean tiedotteista.

Kuvio A

Ylätason näkymä euroalueen työmarkkinoihin vuodesta 2005 alkaen

(Sisäkehä: heikoin tulema vuoden 2005 ensimmäisen neljänneksen jälkeen; ulkokehä: paras tulema vuoden 2005 ensimmäisen neljänneksen jälkeen; kunkin muuttujan arvot normalisoitu)



Lähteet: Eurostat (lyhyen aikavälin tilastot ja työvoimatutkimus: kaikki työttömyyteen liittyvät muuttujat, työllisyysaste ja osallistumisaste; avoimia työpaikkoja koskevat tilastot: avoimien työpaikkojen osuus; kansantalouden tilinpidon tiedot: työllisyys, palkat, tehdyt työtunnit ja tuottavuus), Euroopan komissio (yritys- ja kuluttajabarometrit: tuotantoa rajoittavat tekijät / työvoimavaje), Markit (PMI-ostopäälikkötutkimus) ja EKP:n laskelmat. Lisätietoja työpaikan löytymisasteesta ja työntekijöiden ulosvirtausasteesta on esitetty alaviitteessä 3 ja työttömyyden sekä osaamisen kohtaanto-ongelman alueellisesta hajonnasta alaviitteessä 4. Tuorein tuotantoa rajoittavia tekijöitä (työvoimavaje) ja työllisyyttä koskeva ostopäälikkötutkimus on lokakuulta 2019; tuoreimmat havainnot työttömyysasteesta sekä työllisyysasteen ja työttömyyden kasvun alueellisesta hajonnasta (pika-arvio) ovat syyskuulta 2019; muita muuttujia koskevat tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Huom. (i) kaikki kasvuvahdit ovat vuotuisia, (ii) parhaassa työiässä olevat on määritetty 25–54-vuotiaiksi; (iii) nuorisotyöttömyys koskee 15–24-vuotiaita; (iv) alityöllisyysaste on määritetty taannehtivasti vuoden 2005 kolmannesta neljänneksestä vuoden 2007 viimeiseen neljännekseen interpoloimalla vuosittaisista tiedoista kolmannen asteen spline-funktiolla siten, että euroalueen alityöllistettyjen määrän sijaismuuttujana on käytetty tahdonvastaisesti osa-aikaisia työntekijöitä samalla jaksolla; (v) kunkin muuttujan parhaana tulemana pidetään matalinta lukua vuoden 2005 ensimmäisen neljänneksen jälkeen, jota sovelletaan kaikkiin työttömyyttä kuvaaviin muuttujiin, työntekijöiden ulosvirtausasteeseen, pitkäaikaistyöttömien osuuteen, osaamisen kohtaanto-ongelman indikaattoriin sekä työttömyyden alueelliseen hajontaan, tai korkeinta lukua vuoden 2005 ensimmäisen neljänneksen jälkeen; ja (vi) heikoin tulema määritetään päinvastoin kuin paras tulema.

Kuvio A osoittaa, että vaikka jotkut työmarkkinamuuttujat ovatkin lähellä kriisiä edeltäneitä arvojaan, työmarkkinoiden rakenne on muuttunut huomattavasti.

Työttömyysaste, alityöllisyysaste ja nuorisotyöttömyysaste ovat lähellä talouskriisiä edeltäneitä arvojaan, joskin alityöllisyysaste on edelleen hieman korkeampi kuin paras tulema vuoden 2005 jälkeen. Työttömyyden jakautuminen keston mukaan poikkeaa huomattavasti kriisiä edeltäneestä: lyhytaikaistyöttömyys on alimmillaan vuodesta 2005 lähtien, kun taas tämänhetkinen pitkäaikaistyöttömyysaste on edelleen hieman korkeampi kuin ennen kriisiä. Euroalueen työmarkkinoiden tilanne virtoina ja vapaina työpaikkoina mitattuna on vahva, sillä lähes kaikki tämän kategorian muuttujat ovat lähellä parhaita tulemiaan vuodesta 2005 alkaen. Viimeaikaiset työmarkkinoiden virtoja kuvaavat tiedot³⁷ ovat samankaltaisia kuin ennen talouskriisiä, kun taas avoimet työpaikat suhteessa työvoimaan sekä tuotantoa rajoittavien tekijöiden indikaattori ovat aikasarjan korkeimmissa arvoissaan tai lähellä niitä. Työpanoksen, tuottavuuden ja palkkojen kehitys on hieman

³⁷ Työmarkkinavirrat on laskettu menetelmällä, joka on esitelty artikkeleissa R. Shimer, "Reassessing the ins and outs of unemployment", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 15, nro 2, 2012, s. 127–148, sekä M.W.L. Elsby, B. Hobijn ja A. Şahin, "Unemployment dynamics in the OECD", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, nro 2, 2013, s. 530–548. Siinä siirtymät työttömyyteen ja pois työttömyydestä estimoidaan työttömyyden kestosta käytettävissä olevien tietojen perusteella, kun taas virrat työvoimaan osallistumisen ja osallistumattomuuden välillä oletetaan vakioiksi.

heikompaa kuin ennen kriisiä (mutta siihen rinnastettavissa). Mitä tulee rakenteellisiin tekijöihin, kaksi huomattavaa työmarkkinatilanteen kuvaajaa on tällä hetkellä lähellä aikasarjan korkeimpia arvojaan: parhaassa työssä (25–54-vuotiaat) olevien työllisyysaste sekä yleinen osallistumisaste. Sitä vastoin osaamisen kohtaanto-ongelman indikaattori ja työttömyyden alueellinen hajonta³⁸ ovat merkittävästi korkeammalla kuin ennen talouskriisiä ja rinnastettavissa elpymisen alussa vallinneisiin tasoihinsa.

Toisella työkalulla yhdistellään monimutkaista työmarkkinatietoa pääkomponenttianalyysin avulla kahdeksi synteettiseksi indikaattoriksi.

Kyseisessä analyysissä käytetään euroalueen työmarkkinoilta saatavissa olevia tietoja siten, että niistä erotellaan työmarkkinaoloihin vaikuttavia keskeisiä kehityspiirteitä.³⁹ Tässä menetelmässä on tunnistettu kaksi pääkomponenttia. Ensimmäinen liittyy työmarkkinoiden toimeliaisuuden tasoon, ja se kuvaa pääasiassa parhaassa työssä olevien työllisyysasteen, työttömyysasteen, työpaikan löytymisasteen, nuorisotyöttömyysasteen ja pitkäaikaistyöttömien osuuden kehitystä. Toinen komponentti kertoo enemmän työmarkkinoiden kehityssuunnasta, ja se liittyy pääasiassa kokonaistyöllisyyden, tehtyjen keskimääräisten työtuntien, pitkäaikaistyöttömyyden, työllisyyttä kuvaavan ostopäällikköindeksin sekä lyhytaikaistyöttömyysasteen kasvuvauhtiin. Kolmas komponentti saadaan kontrolloimalla mittausvirheitä, joita voi liittyä toimeliaisuutta ja työmarkkinakehitystä kuvaavien synteettisten indikaattorien laskentaan siitä syystä, että eräät euroalueen työmarkkinamuuttajat eivät välttämättä pysy vakioina.⁴⁰

Synteettiset indikaattorit osoittavat, että euroalueen työmarkkinoiden toimeliaisuus vuoden 2019 toisella neljänneksellä on verrattavissa talouskriisiä edeltäneeseen huipputasoonsa ja työmarkkinoiden kasvuvauhti on edelleen koholla, vaikka kasvu onkin hieman hidastunut (ks. kuvio B). Nämä kaksi indikaattoria tuntuvat kuvaavan hyvin euroalueen työmarkkinoiden suhdanneluonteista kehitystä. Työmarkkinoiden toimeliaisuuden indikaattorin

³⁸ Työttömyysasteen maantieteellinen hajonta on mitattu euroalueen maiden työttömyysasteiden variaatiokertoimella niiden työllisyysasteilla painotettuna. Osaamisen kohtaanto-ongelmaa koskeva indikaattori perustuu Euroopan keskuspankkijärjestelmän rahapolitiikan komitean työryhmän menetelmään, ks. ”Euro Area Labour Markets and the Crisis”, *Occasional Paper Series*, nro 138, EKP, Frankfurt am Main, lokakuu 2012.

³⁹ Lähestymistapana on sama menetelmä, jota on käytetty Federal Reserve Bank of Kansas Cityn LMCI-työmarkkinaindikaattorien laskennassa (C.S. Hakkio ja J.L. Willis, ”Assessing Labor Market Conditions: The level of activity and the speed of improvement”, *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, heinäkuu 2013, ja C.S. Hakkio ja J.L. Willis, ”Kansas City Fed’s Labor Market Conditions Indicators”, *The Macro Bulletin*, Federal Reserve Bank of Kansas City, elokuu 2014). Sovellettavat pääkomponentit valitaan seuraavien kahden kriteerin perusteella: (i) valittujen komponenttien on muodostettava yhteensä vähintään 80 prosenttia kaikkien 18 markkinamuuttujan kokonaisvarianssista ja (ii) kunkin komponentin ominaisarvon on oltava selvästi suurempi kuin yksi. Sen jälkeen komponenteille tehdään tulkinnan helpottamiseksi varimax-rotatio, kuten Kansas City Fedin LMCI-menetelmässä. Tässä kehikossa kuvatut euroalueen työmarkkinaolojen indikaattorit pätevät myös minkä tahansa yksittäisen työmarkkinamuuttujan eliminoinnin jälkeen.

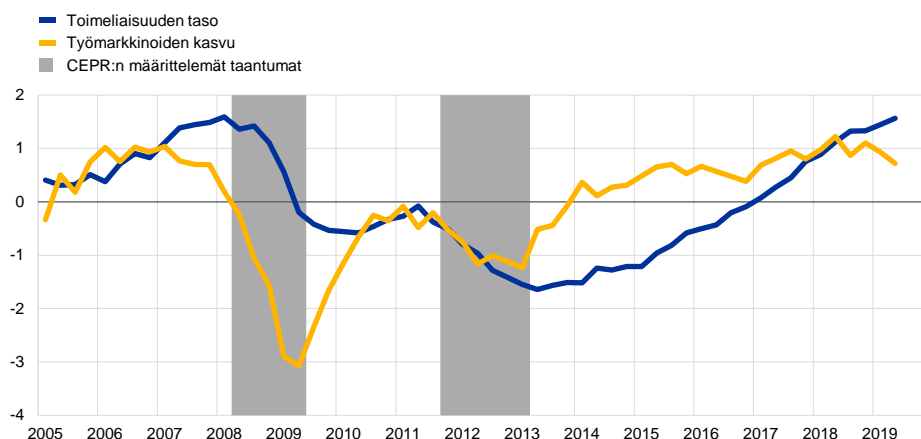
⁴⁰ Tähän komponenttiin (jota ei ole esitetty kuviossa B) vaikuttavat lähinnä trendimäisesti kehittyvät työmarkkinamuuttajat, kuten työvoiman osallistumisaste, osaamisen kohtaanto-ongelma, työttömyyden alueellinen hajonta, avoimien työpaikkojen osuus sekä tuotantoa rajoittavista tekijöistä työvoimaa koskeva indikaattori. Siten tämä komponentti liittyy työmarkkinoilla vuosina 2005–2019 tapahtuneisiin pitkän aikavälin muutoksiin. Kolmannen komponentin pois jättäminen johtaisi siihen, että viime vuosineljänneksillä havaittu työmarkkinoiden toimeliaisuus olisi vähäisempää ja kasvu nopeampaa. Nämä kolme työmarkkinaindikaattoria selittävät yhteensä 84,9 % kuviossa A esitetyistä 18 työmarkkinamuuttajasta. Työllisyysasteen kehitys on sopusoinnussa toimeliaisuuden tasoa kuvaavan indikaattorin kanssa.

huippuarvo saavutettiin juuri ennen vuoden 2008 ensimmäisen neljänneksen taantumaa, minkä jälkeen mittari laski asteittain elpymisen alkuun kunnes taittui nousuun vuoden 2013 toisella neljänneksellä. Mittari palautui pitkän aikavälin keskiarvoonsa vuoden 2016 lopussa samaan aikaan, kun myös kokonaistyöllisyys saavutti kriisiä edeltäneen huipputasonsa, ja edelleen ennen kriisiä olleelle huipputasolle vuoden 2019 toisella neljänneksellä. Työmarkkinoiden kasvun indikaattori alkoi laskea jonkin verran ennen talouskriisiä ja saavutti aallonpohjan vuonna 2009, jolloin työllisyys väheni voimakkaasti. Indikaattori saavutti keskiarvotasonsa vuoden 2013 lopussa ja taittui hieman kriisiä edeltänyttä tasoaan korkeammalta tasolta laskuun vuonna 2018. Mittari on edelleen pitkän aikavälin keskiarvoaan korkeammalla, mikä viittaa siihen, että työmarkkinatilanteen koheneminen lyhyellä aikavälillä voi edelleen jatkua.

Kuvio B

Euroalueen työmarkkinatilanteen indikaattoreita

(keskihajontoja)



Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, Markit ja EKP:n laskelmat. Tuorein havainto on vuoden 2019 toiselta neljännekseltä. Huom. Varjostettu alue kuvaa taantumia, jotka on määritellyt Centre for Economic Policy Research's (CEPR) Euro Area Business Cycle Dating Committee.

Tässä kehikossa on esitetty kaksi toisiaan täydentävää työkalua, jotka auttavat analysoimaan työmarkkinoista saatavilla olevaa monimutkaista tietoa.

Hämähäkinverkkokaavio kuvaa työmarkkinoiden samanaikaisia ulottuvuuksia, kuten työttömyystilannetta, työmarkkinavirtojen ja avoimien työpaikkojen määrän kehitystä, työpanoksen, tuottavuuden ja reaali-palkkojen kehitystä sekä muutoksia euroalueen työmarkkinoiden rakenteellisissa oloissa. Esitellyt kaksi synteettistä työmarkkinaindikaattoria puolestaan tiivistävät hämähäkinverkkokaaviossa kuvattujen 18 muuttujan keskeisimmän sisällön. Ne mittaavat euroalueen työmarkkinoiden toimeliaisuuden tasoa ja kasvua ja siten auttavat arvioimaan niiden kehitystä ja suhdannetilannetta. Analyysin perusteella euroalueen työmarkkinoiden paraneminen voi lyhyellä aikavälillä jatkua, kun se saa tukea työmarkkinoiden positiivisesta kasvusta. Indikaattorit eivät ota kattavasti huomioon euroalueen työmarkkinoiden heterogeenisyyttä, ja työmarkkinaolojen paraneminen riippuu tulevista talouskasvun suhdannesidonnaisista muutoksista.

5 Sosiaaliturvamaksujen ja minimipalkkojen viimeaikainen kehitys euroalueella

Työvoimakustannusten kehitys voi johtua merkittävässä määrin sosiaaliturvamaksujen ja minimipalkkojen maakohtaisista muutoksista.

Tällaisten tekijöiden luonne ja voimakkuus on tärkeä tiedostaa, kun arvioidaan palkkojen kasvun vahvuutta ja sen vaikutusta tuottaja- ja kuluttajahintainflaatioon. Tässä kehikossa tarkastellaan, miten nämä kaksi tekijää ovat vaikuttaneet palkkojen kasvuun koko euroalueella.

Työvoimakustannusten mittarit, kuten työvoimakustannukset työntekijää kohden⁴¹, voivat toisinaan heijastella työnantajien sosiaaliturvamaksuihin liittyviä toimenpiteitä.

Jos työntekijöiden maksamien sosiaaliturvamaksujen muutokset ovat kyllin tuntuvia, niistä voi muodostua kiila erilaisten palkkoja koskevien mittarien välille (ks. kuvio A, kohta a). Esimerkiksi työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun sekä työntekijäkohtaisten palkkojen kasvun välille vuosina 2015–2016 avautunut kuilu johtui siitä, että työnantajien sosiaaliturvamaksuja alennettiin euroalueen neljässä suurimmassa maassa (ks. kuvio A, kohta b).⁴² Vuoden 2019 alusta lähtien tämä kuilu on jälleen avautunut, ja se johtuu pääasiassa sosiaaliturvamaksujen merkittävästä pienenemisestä Ranskassa, kun taas Saksassa, Italiassa ja Espanjassa työnantajan sosiaaliturvamaksut ovat nousseet. Työnantajan sosiaaliturvamaksujen vähennys Ranskassa liittyi kyseisten maksujen pysyvään alennukseen johtaneeseen lakimuutokseen, jolla korvattiin kilpailukykyä ja työllisyyttä tukeva verohelpotus (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE). Lakimuutos hillitsi työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvua vuoden 2019 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin kasvuvauhdit olivat 2,3 %, 2,2 % ja 2,1% – eli vain hieman nopeammat kuin vuodesta 1999 alkaen keskimäärin (2,1 %). Näin ollen ilman työnantajien sosiaaliturvamaksuja – ja siten myös ilman Ranskan lakimuutoksen vaikutusta – lasketut työntekijäkohtaisten palkkojen vuotuiset kasvuvauhdit olivat vuoden 2019 kolmella ensimmäisellä vuosineljänneksellä 2,6 %, 2,5 % ja 2,5 % eli selvästi nopeammat kuin vuodesta 1999 alkaen keskimäärin (2,2 %). Kaiken kaikkiaan palkkojen kasvu on nykyisessä suhdannevaiheessa dynamisempaa kuin työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu.

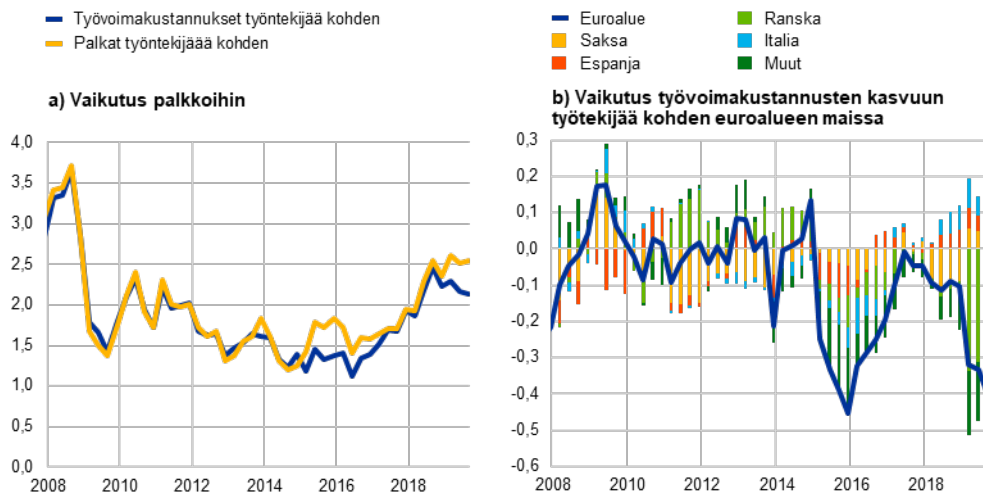
⁴¹ Työntekijää kohden laskettu työvoimakustannus tarkoittaa työnantajan työntekijälle korvauksena tämän työsuorituksesta maksamaa kokonaispalkkaa, joka sisältää rahana ja luontoisetuina maksetun bruttopalkan, henkilökohtaiset palkanlisät, ylityökorvaukset sekä työnantajan sosiaaliturvamaksut, jaettuna työntekijöiden lukumäärällä.

⁴² On syytä huomata, että sosiaaliturvamaksujen vaikutus palkkojen kasvuun voi heijastaa muitakin tekijöitä kuin sosiaaliturvamaksuprosenttien muutoksia.

Kuvio A

Työnantajien sosiaaliturvamaksut ja palkkojen kasvu euroalueella

(Kohta a: vuotuinen prosenttimuutos; kohta b: prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisin havainto vuoden 2019 kolmannelta neljännekseltä.

Minimipalkkojen muutokset voivat vaikuttaa merkittävästi myös palkkakäyttäytymiseen, sillä minimipalkat määräytyvät pikemminkin indeksoinnin tai lainsäädännön muutosten kuin palkkasopimusneuvottelujen kautta. 15:ssä euroalueen 19 maasta on käytössä minimipalkka.⁴³ Heinäkuussa 2019 minimipalkat euroalueella vaihtelivat 430 eurosta (Latvia) 2 071 euroon (Luxemburg) kuukaudessa. Kymmenen viime vuoden aikana minimipalkat ovat nousseet vuosittain keskimäärin 1,5 % (Irlanti) – 7 % (Viro).⁴⁴ Minimipalkkojen asettamisessa käytetään erilaisia menetelmiä, kuten etukäteen sovittuja kaavoja, asiantuntijaryhmien suosituksia sekä työmarkkinaosapuolten kuulemisia, mutta usein myös pelkkää hallituksen harkintavaltaa. Näin ollen muutostiheys vaihtelee maittain. Useimmissa maissa minimipalkkoja kuitenkin tarkistetaan tavallisesti kerran vuodessa tai joka toinen vuosi.

Tähän saakka vuonna 2019 minimipalkat ovat nousseet tuntuvasti enemmän kuin palkat yleensä. Käytettävissä olleiden maakohtaisten tietojen perusteella laadittu euroalueen indeksi⁴⁵ osoittaa, että vuonna 2018 vain 1 % nousseet lakisääteiset minimipalkat nousivat vuoden 2019 alkupuoliskolla 4,6 % vuotta aiemmasta (ks. kuvio B).

⁴³ Neljässä euroalueen maassa (Italia, Kypros, Itävalta ja Suomi) ei ole lakisääteistä minimipalkkaa.

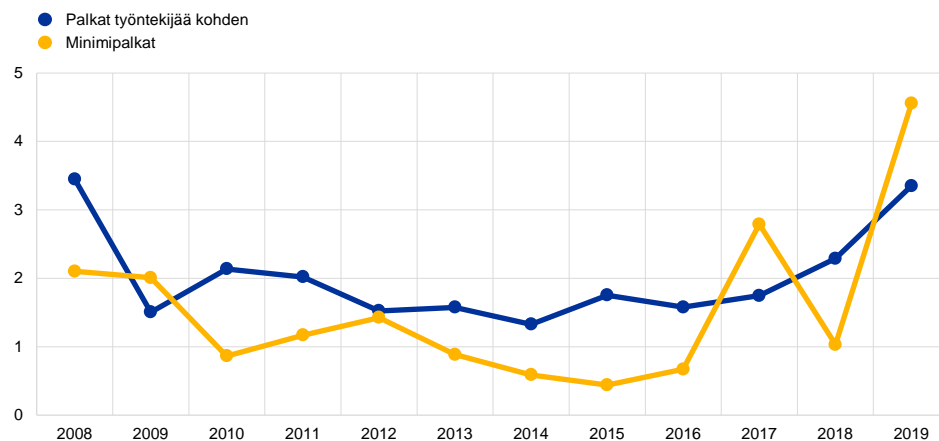
⁴⁴ Lähde: Eurostat.

⁴⁵ Indeksia on painotettu kunkin maan työssäkäyvien lukumäärällä. Maille, joissa ei ole minimipalkkaa, minimipalkaksi on oletettu nolla. Tästä syystä kuviossa B esitetty euroalueen minimipalkkojen kasvuvauhti painottuu todellista pienemmäksi, koska se sisältää maat, joissa ei ole minimipalkkaa.

Kuvio B

Palkkojen ja minimipalkkojen kasvu euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos, vuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

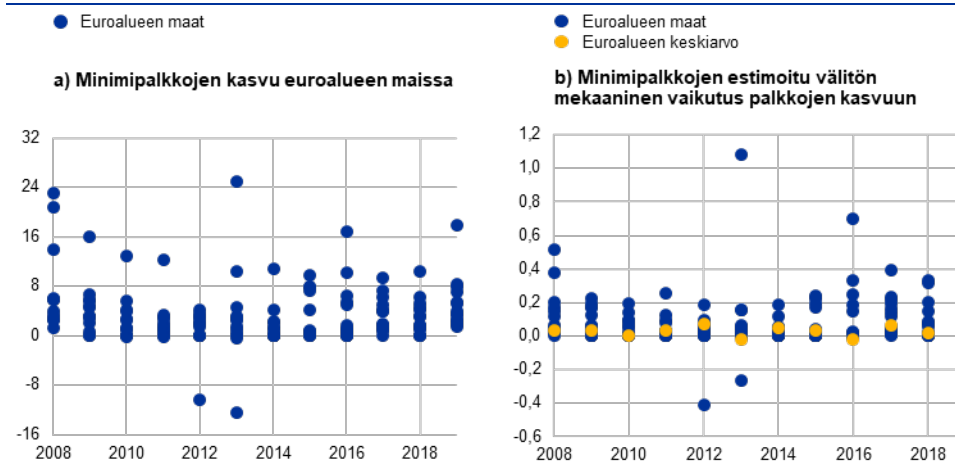
Huom. Vuotta 2019 koskeva havainto perustuu ensimmäisen ja toisen vuosineljänneksen tietoihin.

Minimipalkkojen kasvu vuoden 2019 alkupuoliskolla oli maittain tarkastellen laaja-alaista.⁴⁶ Ensimmäistä kertaa vuoden 2008 jälkeen minimipalkat nousivat

vuonna 2019 kaikissa euroalueen maissa, joissa on minimipalkka. Korotukset vaihtelivat 1,5 prosentista (Ranska) 17,9 prosenttiin (Espanja) (ks. kuvio C, kohta a).

Kuvio C

Minimipalkkojen kehitys ja sen vaikutus palkkojen kasvuun



Lähteet: Eurostat ja EKP.

Huom. Kohta b perustuu estimaatteihin (laskettu EU:n tulo- ja elinolotilastojen (EU-SILC) perusteella) minimipalkkaa saavan ryhmän koosta euroalueen maissa sekä euroalueen aggregaattiluvusta.

Minimipalkan muutosten välitön mekaaninen vaikutus euroalueen palkkojen kasvuun on lähtökohtaisesti vähäinen. Välittömien vaikutusten laskeminen

edellyttää tietoa minimipalkan saajien lukumäärästä. Tässä kehikossa minimipalkan saajien osuus kaikista palkansaajista estimoidaan EU:n tulo- ja elinolotilastotietojen

⁴⁶ Estimoidaan kansallisen minimipalkan kullekin 15:lle euroalueen maalle, jossa on minimipalkka, vuosittain 1.1. ja 1.7. voimassa olleiden minimipalkkojen keskiarvona.

perusteella.⁴⁷ Kun otetaan huomioon tähän mittariin liittyvä merkittävä epävarmuus, euroaluetta koskevat tiedot osoittavat, että minimipalkkojen välitön mekaaninen vaikutus palkkojen kasvuun kasvoi vuonna 2019, mutta oli silti varsin rajallinen – noin 0,1 prosenttiyksikköä (ks. kuvio C, kohta b).

Joissakin maissa minimipalkkojen välitön mekaaninen vaikutus palkkojen kasvuun on todennäköisesti ollut tuntuvampi. Esimerkiksi vuoden 2019 alkupuoliskolla edellä mainittuun sijaismuuttuun perustuvien estimaattien perusteella minimipalkkojen kasvu kasvatti kansallisia kokonaispalkkoja 0,5 prosenttiyksiköllä (ks. kuvio C, kohta b). Nämä estimaatit kuitenkin kattavat ainoastaan minimipalkkojen muutosten välittömät vaikutukset tilinpidollisessa mielessä. Siten niissä ei oteta huomioon minimipalkkojen välillisiä vaikutuksia taulukkopalkkoihin⁴⁸, minimipalkkojen muutosten mahdollisia vaikutuksia työllisyyteen⁴⁹ tai palkan asetannan ja minimipalkkojen muutosten dynaamista vuorovaikutusta.

Kaiken kaikkiaan palkkojen kasvu on viime aikoina ollut varsin voimakasta – erityisesti, jos sosiaaliturvamaksujen kehitys otetaan huomioon. Vaikka työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu on viime vuosineljänneksillä vaimentunut (ks. kuvio A), se johtuu pääasiassa sosiaaliturvamaksujen laskusta. Ilman työnantajien sosiaaliturvamaksuja laskettujen työntekijäkohtaisten palkkojen kasvu pysyi varsin vahvana, ja se on saanut viime aikoina tukea myös minimipalkkojen hieman aiempaa suuremmasta kasvuvaikutuksesta. Kaiken kaikkiaan tämä kehikko tukee käsitystä, että palkkojen kasvun vahvuus johtuu pääasiassa vahvasta työmarkkinoiden tilanteesta, vaikka työnantajien sosiaaliturvamaksujen ja minimipalkkojen viimeaikainen kehitys otettaisiinkin huomioon.

⁴⁷ Ensinnäkin minimipalkan saajien osuus palkansaajista on estimoitu EU-SILC-tietojen perusteella. Minimipalkan saajien osuuden määrittämiseksi laskimme sellaisten työntekijöiden osuuden, joiden tulot ovat 90–110 % minimipalkasta. Sitten tämä osuus on suhteutettu koko talouden työntekijöiden määrään, jotta saadaan minimipalkan saajien lukumäärä taloudessa. Kun tämä lukumäärä kerrotaan kunkin maan minimipalkalla, saadaan minimipalkan saajille kussakin maassa kohdistuvat palkat, jolloin voidaan laskea tämän ryhmän osuus kokonaispalkoista kussakin maassa ja maakohtaisten tulosten aggregoinnin myötä myös euroalueella kokonaisuutena. Vaikka minimipalkan saajien ja kaikkien työllisten tekemien työtuntien erot otettaisiin huomioon, tämä ei muuttaisi tuloksia merkittävästi. Työntekijöiden prosenttiosuudet on estimoitu EU-SILC-tietojen perusteella jokaiselle vuodelle aina tuoreimpaan havaintoon eli vuoteen 2016 saakka. Vuodesta 2016 eteenpäin prosenttiosuus on oletettu jatkuvan kiinteänä paitsi siltä osin kuin analyysin täydentämiseksi on saatavissa maakohtaisia hallinnollisia tietoja. Ks. lisätietoja EU-SILC-mikrotiedoista tämän Talouskatsauksen artikkelista "The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth".

⁴⁸ Näiden tekijöiden vaikutuksia Ranskassa on analysoitu julkaisussa E. Gautier, D. Fougère ja S. Roux, "The Impact of the National Minimum Wage on Industry-Level Wage Bargaining in France", *Working Paper Series*, nro 587, Banque de France, huhtikuu 2016.

⁴⁹ Meta-analyysi varhaisista työllisyysvaikutuksista vertailevista tutkimuksista on esitelty artikkelissa D. Card ja A. B. Krueger, "Time-Series Minimum-Wage Studies: A Meta-analysis", *The American Economic Review*, Vol. 85, nro 2, toukokuu 1995, s. 238–243. Tuoreempi katsaus samasta aiheesta on esitetty artikkelissa D. Cengiz, A. Dube, A. Lindner ja B. Zipperer, "The Effect of Minimum Wages on Low-Wage Jobs", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 134, nro 3, elokuu 2019, s. 1405–1454. Siinä estimoidaan difference-in-differences-menetelmällä työllisyys- ja palkkavaikutuksia koko palkkaskaalalla ja erityisesti jakauman alkupäässä.

6 Euroalueen pk-yritysten vientikauppa SAFE-kyselyn tulosten valossa

Tässä kehikossa tarkastellaan vastauksia, jotka saatiin tuoreimmassa yritysten rahoituksensaantia koskevassa kyselytutkimuksessa (SAFE) esitettyyn erilliseen kysymykseen pienten ja keskisuurten yritysten (pk-yritysten) viennistä.⁵⁰ Vastausten perusteella luodaan katsaus euroalueen pk-yritysten vientiin sekä euroalueelle että sen ulkopuolelle. Lisäksi tarkastellaan vientialan pk-yritysten tärkeimpiä ominaispiirteitä ja erityisesti joitakin rahoituksen ulottuvuuksia, jotka kyselyvastausten perusteella vaikuttavat yrityksen päätökseen lähteä vientimarkkinoille.

Kyselyn tulokset vahvistavat, että ulkomaanmarkkinat ovat tärkeitä euroalueen pk-yrityksille. Yli kolmannes pk-yrityksistä myi tavaroita tai palveluja ulkomaille vuonna 2018. Vientirytyksiä on suhteessa enemmän suuremmissa yrityskokoluokissa, sillä mikroyrityksistä vain neljännes ilmoitti harjoittavansa vientiä kotimarkkinoiden ulkopuolelle, mutta keskikokoisista ja suurista yrityksistä näin ilmoitti yli puolet. Pk-yrityksiä, jotka veivät tavaroita ja palveluja ulkomaille vuonna 2018, oli toimialoista suhteellisesti eniten teollisuudessa, ja seuraavina olivat kaupan ala ja palveluala.⁵¹

Pk-yritysten vientimarkkinat olivat enimmäkseen euroalueella, mutta merkittävä osa niistä harjoitti vientiä myös euroalueen ulkopuolelle, ja lähes puolet pk-vientirytyksistä toimi Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla (ks. kuvio A, kohta a). Tavallisin Euroopan ulkopuolinen vientimarkkina-alue on Pohjois-Amerikka, jonka jälkeen tulevat Aasia ja Tyynenmeren alue sekä Lähi-itä ja Pohjois-Afrikka (ks. kuvio A, kohta b). Järjestys vaihtelee toimialoittain. Euroalueen ulkopuoliset markkinat ovat erityisen tärkeitä teollisuudessa toimiville pk-yrityksille, ja Pohjois-Amerikka on tavallisin vientikohde sekä teollisuuden että palvelualojen pk-yrityksille.

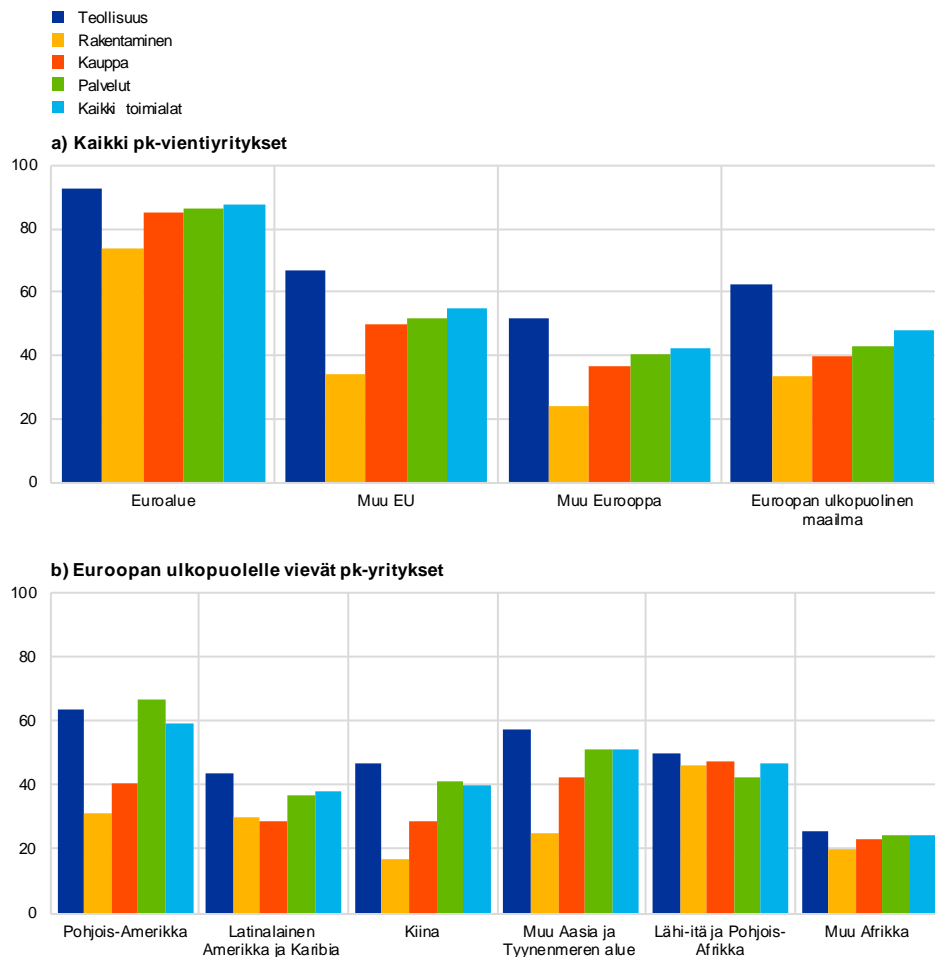
⁵⁰ EKP ja Euroopan komissio ovat toteuttaneet yritysten rahoituksensaantia koskevan SAFE-kyselytutkimuksen puolivuositain vuodesta 2009 asti. Tutkimuksella saadaan tietoa euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen saannista ja käytöstä yritysten koon ja toimialan mukaan eriteltynä. Kyselyn tuorein eli 21. jakso toteutettiin aikavälillä 16.9.–25.10.2019. Euroalueen kokonaisotokseen sisältyi 11 204 yritystä, joista 10 241 (91 %) oli alle 250 työntekijän yrityksiä. Kysely ja sen keskeiset tulokset on julkaistu [EKP:n verkkosivuilla](#).

⁵¹ Tarkempia tietoja otoksen koostumuksesta on sivulla ”[Survey on the access to finance of enterprises – Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#)”. Kyselyn tulokset on painotettu yritysten henkilömäärän mukaan, ja painotukset on kalibroitu 1) maittain ja kokoluokittain ja 2) maittain ja toimialoittain.

Kuvio A

Euroalueen pk-yritysten vientimarkkinat toimialoittain

(painotetut prosenttiosuudet vastaajista)



Lähteet: SAFE ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kohta a viittaa kaikkiin euroalueen pk-vientiyrityksiin ja kohta b niihin euroalueen pk-yrityksiin, jotka harjoittivat vientiä Euroopan ulkopuolelle. Tulokset ovat kyselyn jaksolta 21 (huhti–syyskuu 2019).

Rahoituksesta saadut tiedot puolestaan osoittavat, että vientikauppaan ryhtyminen asettaa pk-yrityksille monia haasteita.

Ulkomaanmarkkinoille pääsyyn liittyy kustannuksia, ja vientitilauksissa lopullisen maksusuorituksen saaminen kestää kauemmin kuin kotimaanmyynnissä. Lisäksi kustannukset ovat usein kiinteitä kustannuksia, jotka on maksettava välittömästi, ja vientiyrityksillä on oltava riittävästi taloudellista joustovaraa haasteista selviytymiseksi. Näistä syistä on esitetty, että vientiyritykset saattavat kärsiä erityisen paljon rahoituksensaannin rajoituksista, ja alan kirjallisuudessa on monia julkaisuja, joissa on etsitty todisteita tämän näkemyksen tueksi.⁵²

⁵² Tuore artikkeli aiheesta on J. Wagner, "Access to Finance and Exports – Comparable Evidence for Small and Medium Enterprises from Industry and Services in 25 European Countries", *Open Economies Review*, Vol. 30 (4), 2019, s. 739–757. Merkittävä tutkimus siitä, miten luotonsaannin rajoitukset voivat haitata vientiä tai jopa estää sen, on D. Greenaway, A. Guariglia ja R. Kneller, "Financial factors and exporting decisions", *Journal of International Economics*, Vol. 73 (2), 2007, s. 377–395.

Vientiä harjoittavat pk-yritykset ovat usein kannattavampia ja

innovatiivisempia kuin vain kotimarkkinoille myyvät pk-yritykset. Kyselyn vientiyrityksiä koskeva vakiokysymys⁵³ auttaa luomaan kokonaiskuvan pk-vientiyritysten rahoituksen ominaispiirteistä. Taulukossa A esitetään tiedot siitä, esiintyykö tiettyjä ominaisuuksia pk-vientiyrityksissä useammin kuin kotimarkkinoilla toimivissa yrityksissä (ks. taulukko A, kohta A). Taulukosta ilmenevät myös eri vientimarkkinoilla eli Euroopassa ja Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla toimivien pk-yritysten väliset erot (ks. taulukko A, kohta B).⁵⁴ Taulukossa on esitetty ne ominaisuudet, joiden yleisesti katsotaan selittävän yrityksen lähtöä vientimarkkinoille: yrityksen omistus, vakavaraisuus, innovatiivisuus ja rahoituslähteiden monipuolisuus.⁵⁵ Taulukon sisältöä ei pidä tulkita viitteiksi syy-seuraussuhteista vaan pelkäksi esitykseksi siitä tietoaineistosta, joka yritysten vastauksista saatiin. Esimerkiksi negatiivinen merkintä ”perheyriityksiä”-muuttujan kohdalla osoittaa, että perheyriitysten osuus pk-yrityksistä on vientiyrityksissä pienempi kuin kotimarkkinayrityksissä (ks. taulukon A kohdan A ensimmäinen sarake), ja asteriskit osoittavat, että ero kotimarkkinoilla toimiviin pk-yrityksiin on tilastollisesti merkitsevä (ks. taulukon A kohdan A toinen sarake).

Vientiä harjoittavat pk-yritykset ovat muita useammin listautuneet pörssiin. Lisäksi suurempi osuus pk-vientiyrityksistä on kannattavia⁵⁶ ja innovatiivisia. Vientiyritykset myös käyttävät muita enemmän ulkoista rahoitusta, etenkin subventoituja lainoja – usein lainatakuiden tai korkotuettujen lainojen muodossa – sekä tavanomaisia pankkilainoja. Kauppaluotot ovat nekin merkittävä ulkoinen käyttöpääoman lähde, koska ne sallivat enemmän joustoa pääomavaatimuksissa.

Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla toimivat pk-vientiyritykset käyttävät yleensä enemmän omia varoja ja osakerahoitusta kuin ne pk-yritykset, joiden vienti rajoittuu Eurooppaan. Erilliskysymykseen saadut vastaukset valottavat myös sitä, mitkä muut ominaisuudet saattavat olla tyypillisiä niille pk-yrityksille, jotka eivät rajoitu Euroopan markkinoihin vaan harjoittavat vientiä Euroopan ulkopuolelle.⁵⁷ Koska Euroopan ulkopuolisille markkinoille pääsyyn liittyy lisäesteitä, kuten teknisiä vaatimuksia, säännöstöjä ja rahoitusvaatimuksia, jotka voivat erota EU:n vaatimuksista, sekä ylimääräisiä rajat ylittävän kaupan kustannuksia, lähtöoletuksena on, että näiden yritysten pitäisi olla vielä vakavaraisempia kuin ne pk-yritykset, jotka toimivat vain Euroopan markkinoilla. Taulukko A:n kohdassa B esitetyt tulokset vahvistavat sen, että Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla toimivat pk-vientiyritykset ovat innovatiivisempia ja rahoittavat toimintaansa enemmän omilla varoilla ja subventoiduilla lainoilla kuin yritykset, jotka vievät vain Euroopan

⁵³ Ks. tarkemmin [SAFE-kyselylomakkeen](#) kysymys D7.

⁵⁴ Kaikki taulukossa A esitetyt tulokset perustuvat yksimuuttujaisiin analyyseihin. Ne vahvistetaan probit-malleihin perustuvilla monimuuttujaisilla regressioanalyyseillä.

⁵⁵ Ks. J. Paul, S. Parthasarathy ja P. Gupta, ”Exporting challenges of SMEs: A review and future research agenda”, *Journal of World Business*, Vol. 52 (3), 2017, s. 327–342.

⁵⁶ Tämä viittaa SAFE-kyselyn tiedoista laskettuun kattavaan indikaattoriin, jolla arvioidaan, ovatko yritykset liikevaihdossa, voitossa, korkokuluissa ja velkaantuneisuudessa mitaten vakavaraisia. Lisätietoja on sivulla ”[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2019](#)”.

⁵⁷ Erilliskysymys oli muotoiltu siten, että Euroopan ulkopuolelle vievät pk-yritykset saattavat toimia myös Euroopan markkinoilla.

markkinoille. Suurempi osuus ensin mainituista myös ilmoitti hankkineensa osakepääomaa.

Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla toimivat teollisuuden pk-vientirytykset ovat vielä innovatiivisempia ja hyödyntävät subventoituja lainoja ja kauppaluottoja enemmän kuin pelkästään Euroopan markkinoilla toimivat vastaavat yritykset (ks. taulukko A). Se, että Euroopan ulkopuolelle vievät pk-yritykset käyttävät subventoituja lainoja (tai avustuksia) ja kauppaluottoja enemmän kuin vain Eurooppaan vievät pk-yritykset, saattaa kertoa siitä, että EU:n ulkopuolisilla markkinoilla toimiville vientirytyksille on tarjolla subventoitua rahoitusta.

Taulukko A

Pk-vientirytysten rahoituksen ominaispiirteet

	A. Vientirytykset verrattuna kotimarkkinayrityksiin	Tilastollinen merkitsevyys	B. Euroopan ulkopuolelle vievät pk- yritykset verrattuna vain Eurooppaan vieviin	Tilastollinen merkitsevyys
Yritysten ominaispiirteet				
Perheyriytyksiä	-	***	-	***
Pörssiyrityksiä	+	***	+	***
Rahoitukseen liittyviä rajoitteita	+	ei	+	ei
Kannattavuus	+	***	+	ei
Innovatiivisuus	+	***	+	***
Pääomarakenne				
Omat varat	+	ei	+	***
Subventoidut lainat	+	***	+	**
Tilinylitykset	+	***	+	ei
Pankkilainat	+	***	+	ei
Kauppaluotot	+	***	+	***
Velkapaperit	+	ei	-	ei
Osakerahoitus	+	**	+	**

Lähteet: SAFE ja EKP:n laskelmat.

Huom. Perustuu kahden otoksen t-testiin yhtä suurilla variansseilla. Asteriskit osoittavat merkitsevyyden tason: *** = 1 %, ** = 5 %, * = 10 %, ei = ei tilastollisesti merkitsevä.

Kaiken kaikkiaan SAFE-kyselyn tuoreimman jakson erilliskysymykseen saadut vastaukset kertovat, että vientikauppa on euroalueen pk-yrityksille tärkeää.

Lisäksi huomattava osuus varsinkin teollisuuden pk-vientirytyksistä toimii Euroopan ulkopuolisilla markkinoilla. Pk-vientirytykset ovat yleisesti ottaen kannattavampia ja innovatiivisempia kuin vain kotimarkkinoilla toimivat pk-yritykset. Nämä pk-yritysten viennistä saadut tiedot selventävät kuvaa kaikkien euroalueen yritysten viennin yleisestä dynamiikasta ja ulkoisen taloustilanteen vaikutuksesta euroalueen talouteen. On kuitenkin huomattava, että erilliskysymyksessä keskityttiin vain pk-yritysten harjoittamaan suoraan vientiin, mutta pk-yritykset voivat myös kuulua osana toimitusketjuun, jonka päässä olevat suuremmat yritykset vuorostaan vievät muita tuotteita.

Kyselytuloksista ilmenee myös joitakin merkittäviä euroalueen pk-vientirytysten ominaispiirteitä. Vientirytysten osuus esimerkiksi kasvaa yrityskoon kasvaessa, mikä

on todennäköisesti yhteydessä edellä mainittuihin vientiyriytysten lisäkustannuksiin ja rahoitustarpeisiin. Vientiyriytysten ulkoinen rahoitus on myös muita yrityksiä monipuolisempaa, mikä yhdessä niiden suuremman innovatiivisuuden kanssa voi viitata siihen, että kansainvälisillä markkinoilla kilpailemiseen vaaditaan pääomavaltaisuutta. Tämä korostaa tarvetta toimiville ja kehittyneille rahoitusmarkkinoille, joilta pk-yritykset voivat saada tehokkaasti rahoitusta vientitoimintansa tueksi.

Vuoden 2020 alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi – kohti finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän uudistusta

Euroopan komissio julkisti 21.11.2019 lausuntonsa euroalueen hallitusten vuoden 2020 alustavista talousarviosuunnitelmista sekä arvion euroalueen julkisen talouden kokonaistilanteesta. Kuhunkin lausuntoon sisältyy komission syksyn 2019 talousennusteeseen perustuva arvio siitä, onko asianomainen suunnitelma vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukainen. Näissä arvioissa tarkastellaan myös sitä, ovatko maat sisällyttäneet suunnitelmiinsa niille talouspolitiikan eurooppalaisella ohjausjaksolla 2019 annetut finanssipolitiikkaa koskevat maakohtaiset suositukset, jotka Ecofin-neuvosto hyväksyi 9.7.2019.⁵⁸ Suosituksissa kehoitetaan maita, joiden julkisen talouden velan suhde BKT:hen on suuri, pienentämään velkasuhteitaan riittävän nopeasti. Joitakin maita, joilla on talousarvioissaan liikkumavaraa, kehoitetaan hyödyntämään sitä muun muassa lisäämällä julkisia investointeja. Alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnissa on havaittu heikkouksia suositusten noudattamisessa. Näihin puutteisiin olisi tärkeää vastata muun muassa komission tulevassa arvioinnissa ns. six pack- ja two pack -asetuksista, joista ensimmäiset pantiin täytäntöön vuonna 2011 ja jälkimmäiset vuonna 2013 finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän lujittamiseksi.

Vuoden 2020 alustavissa talousarviosuunnitelmissa euroalueen finanssipolitiikka kokonaisuudessaan on lievästi elvyttävää, mutta julkisen talouden kehityksessä näkyy suuria maakohtaisia eroja. Vuodelle 2020 suunniteltu finanssipolitiikka, joka merkitsisi rakenteellisen perusjäämän heikkenemistä 0,4 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen, tukisi euroalueen talouskasvua. Finanssipolitiikan eriytymisen osalta komissio kuitenkin totesi, että ”jos euroalueen jäsenvaltiot, jotka eivät ole julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteensa tasalla, noudattaisivat vakaus- ja kasvusopimusta, ja euroalueen jäsenvaltiot, joilla on julkisen talouden liikkumavaraa, lisääisivät elvytystä, euroalueen jäsenvaltioiden välinen eriytyminen olisi selkeämpää”.⁵⁹ Euroalueen heikentyneiden kasvunäkymien ja lisääntyneen epävarmuuden taustaa vasten euroryhmä ilmoitti olevansa ”valmis koordinoimaan” eriytettyä finanssipoliittista vastausta siinä tapauksessa, että heikomman talouskehityksen riskit toteutuvat.⁶⁰

Komission lausunnoissa yhdeksän euroalueen maan alustavat talousarviosuunnitelmat katsotaan vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisiksi.

Näitä maita ovat Saksa, Irlanti, Kreikka, Kypros, Liettua, Luxemburg, Malta, Alankomaat ja Itävalta. Maiden julkisen talouden odotetaan pysyttelevän kestäväällä pohjalla vuonna 2020 niiden julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteiden mukaisesti. Tässä tilanteessa euroryhmä kiitti sitä, että ”eräät jäsenvaltiot, joiden julkisen talouden tilanne on suotuisa, ovat hyödyntäneet ja aikovat edelleen

⁵⁸ Ks. tarkemmin [vuoden 2019 talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson maakohtaiset suositukset](#). Lisää taustaa ja yksityiskohtaisempia tietoja on Talouskatsauksen 5/2019 kehikossa ”Priorities for fiscal policies under the 2019 European Semester”.

⁵⁹ Ks. [komission tiedonanto vuoden 2020 alustavien talousarviosuunnitelmien kokonaisarviointista](#).

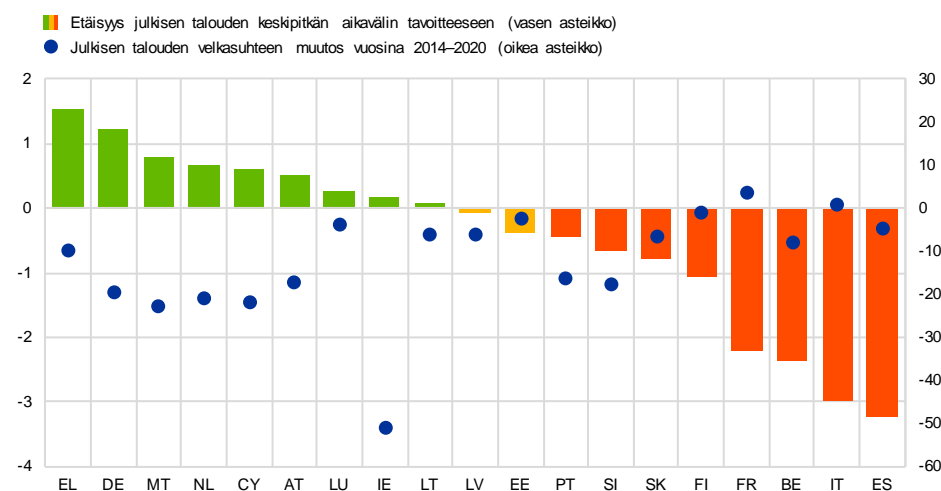
⁶⁰ Ks. [Euroryhmän lausunto vuoden 2020 alustavista talousarviosuunnitelmista](#) (englanniksi).

hyödyntää sitä investointien ja kasvun vauhdittamiseksi samalla, kun ne turvaavat julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyuden". Komissio katsoo myös, että Viron ja Latvian alustavat talousarviosuunnitelmat ovat "pitkälti" vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisia.⁶¹ Euroryhmä kehotti näitä kahta maata "varmistamaan talousarvioprosessissaan vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten täyttymisen".

Kuvio A

Julkisen talouden velka ja rakenteellisten rahoitusasemien ja julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoitteiden väliset erot vuonna 2020

(prosenttia BKT:stä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2019 talousennuste ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa esitetään maiden rakenteellisten rahoitusasemien poikkeamat niiden keskipitkän ajan tavoitteista vuonna 2020. Vihreät (oranssit) palkit edustavat maita, joiden vuoden 2020 alustavat talousarviosuunnitelmat komissio katsoo (pitkälti) vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten mukaisiksi. Punaiset palkit edustavat maita, joiden kohdalla komissio katsoo, että niiden alustaviin vuoden 2020 talousarviosuunnitelmiin liittyy vaara vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten noudattamatta jättämisestä.

Useiden euroalueen maiden alustaviin talousarviosuunnitelmiin arvioidaan liittyvän vaara poiketa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksista, mikä on erityisen huolestuttavaa niiden maiden kohdalla, joiden velkasuhde on korkea.⁶²

Komission ennusteen mukaan suunnitelmiin sisältyvän rakenteellisen vakauttamisen arvioidaan alittavan vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimukset merkittävästi kahdeksassa maassa. Näitä maita ovat Belgia, Espanja, Ranska, Italia, Portugali, Slovenia, Slovakia ja Suomi (ks. kuvio B). Belgia, Espanja ja Portugali toimittivat muuttumattomaan politiikkaan perustuvat suunnitelmat, koska Espanjassa ja Portugalissa valittiin uudet hallitukset ja Belgiassa oli liittovaltion hallituksen muodostaminen meneillään. Euroryhmä kehotti kaikkia kahdeksaa maata "hyvissä ajoin harkitsemaan tarvittavia lisätoimenpiteitä komission nimeämiin riskeihin puuttumiseksi ja sen varmistamiseksi, että niiden vuoden 2020 talousarvio on

⁶¹ Sopimuksen 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.

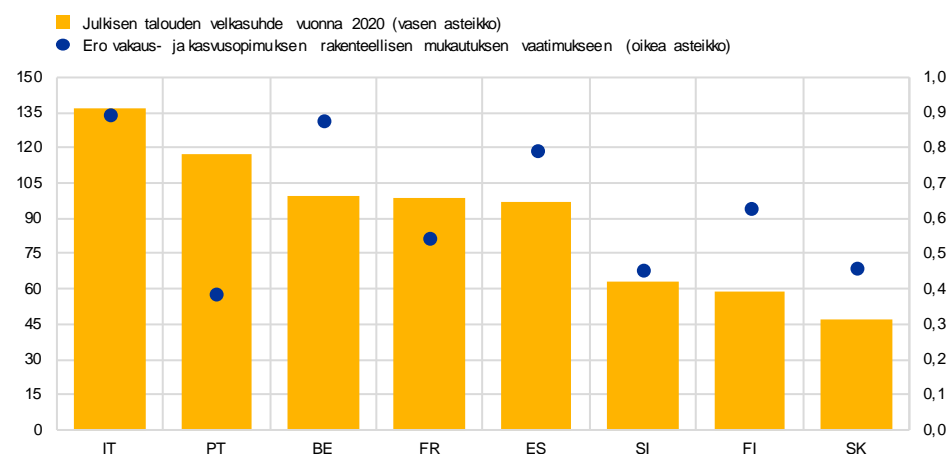
⁶² Vakaus- ja kasvusopimuksen ennaltaehkäisevän osan piirissä olevien maiden kohdalla komissio arvioi olevan vaarana, että maan alustava talousarviosuunnitelma ei vastaa sopimuksen vaatimuksia, jos komission ennusteen mukaan on todennäköistä, että keskipitkän aikavälin tavoitteesta tai siihen johtavalta sopeutusuralta poiketaan merkittävästi vuonna 2020 ja/tai että velan supistamisen viitearvo liittyy niissä maissa, joihin sitä sovelletaan.

vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten mukainen”. Se toisti myös tärkeän näkökohdan, että ”eräiden jäsenvaltioiden suuren velan hidas supistumistahti herättää yhä huolta, ja siihen olisi reagoitava päättäväisesti, myös hyödyntämällä alhaisten korkojen tuomia windfall-voittoja”. Tämä koskee etenkin Belgiaa, Espanjaa, Ranskaa ja Italiaa, joiden velkasuhteet ovat edelleen hyvin korkeat eivätkä ole vielä lähteneet vakaasti supistumaan. Slovakian ja Suomen ennustetaan sitä vastoin saavan velkasuhteensa perussopimusten vaatimusten mukaiselle tasolle eli alle 60 prosenttiin BKT:stä vuonna 2020, kun taas Portugalissa ja Sloveniassa julkisen talouden velka on saatu jatkuvasti pienenemään.

Kuvio B

Julkisen talouden velka ja erot vakaus- ja kasvusopimuksen rakenteellisen mukauttamisen vaatimukseen jäsenvaltioissa, joiden alustaviin talousarviosuunnitelmiin arvioidaan liittyvän vaara poiketa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimuksista.

(prosenttia BKT:stä)



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2019 talousennuste ja Ecofin-neuvoston 9.7.2019 antamat finanssipolitiikkaa koskevat maakohtaiset suositukset päivitettyinä komission asiantuntijoiden työpapereilla, joissa analysoidaan vuoden 2020 alustavia talousarviosuunnitelmia.

Huom. Italian rakenteellisen mukauttamisen vaatimus ei vielä sisällä joustoa, jota Italian viranomaiset pyysivät vakaus- ja kasvusopimuksen poikkeuksellisia olosuhteita koskevan lausekkeen nojalla.

Alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi muistuttaa siitä, että EU:n finanssipolitiikan ohjausjärjestelmää tulisi parantaa talous- ja rahaliitossa (EMU) harjoitettavan politiikan sujuvoittamiseksi.

Erityisesti vakaus- ja kasvusopimuksen säännöt ovat yhä epäsymmetriset eivätkä siis voi ohjata koko euroalueen finanssipolitiikkaa. Maiden, jotka eivät vielä ole saavuttaneet keskipitkän aikavälin tavoitettaan, on jatkettava etenemistä sitä kohti, kun taas niiden maiden, jotka ovat saavuttaneet tavoitteensa, ei tarvitse käyttää puskureitaan. Tämä voi johtaa suhdannevaihtelua voimistavaan raha- ja finanssipolitiikkaan tilanteessa, jossa euroalueen talous kokonaisuudessaan hyötyisi kasvua tukevasta talousarviopolitiikasta. Lisäksi useiden maiden suuren julkisen velan supistumisvauhti ei ole läheskään riittävä, vaikka vuonna 2011 toteutetussa sääntöjen tiukennuksessa otettiin käyttöön velkasääntö, jotta velkasuhteet saataisiin supistumaan nopeammin kohti perussopimusten mukaista viitearvoa (60 prosenttia BKT:stä). On huomattava, että jouston eri muotojen kumuloituvien vaikutusten vuoksi on mahdotonta varmistaa, että etenkin suuresti velkaantuneet maat etenevät kohti

keskipitkän aikavälin tavoitetaan riittävän nopeasti. Lopuksi se, että useiden suuresti velkaantuneiden maiden suunnitelmissa on rakenteellisen mukauttamisen osalta merkittäviä puutteita neuvoston suosituksiin verrattuna, osoittaa, että two pack -asetuksilla käyttöön otettu alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi ei tuota tarvittavaa painetta finanssipolitiikan epätasapainojen korjaamiseksi.⁶³

Euroopan finanssipoliittinen komitea, jolle komissio antoi tehtäväksi arvioida EU:n finanssipoliittisten sääntöjen toimintaa six pack- ja two pack -asetusten arvioinnin valossa, on ehdottanut vaihtoehtoja EU:n finanssipolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamiseksi.⁶⁴ Komitea ehdotti, että säännöt ankkuroitaisiin keskipitkän aikavälin tavoitteiden sijasta perussopimusten mukaiseen viitearvoon eli 60 prosenttiin BKT:stä, joka olisi velkasuhteen suurin sallittu taso. Se ehdotti myös, että tähän yhdistettäisiin menosääntö, joka olisi ainoa finanssipolitiikkaa ohjaava operatiivinen indikaattori. Komitean mukaan nykyiset joustolausekkeet olisi yhdistettävä yhdeksi ainoaksi poikkeuslausekkeeksi, jota käytettäisiin talousanalyysiin perustuvan riippumattoman arvioinnin perusteella. Tällöin riippumattomien finanssipoliittisten neuvostojen roolia olisi vahvistettava, ja komission olisi laadittava arvionsa entistä itsenäisemmin. Koska seuraamusten täytäntöönpano on osoittautunut hankalaksi, niitä voitaisiin täydentää tai ne voitaisiin korvata kannustinmekanismeilla. Näissä mekanismeissa mahdollisuus käyttää euroalueen yhteistä rahoituskapasiteettia, joka voi auttaa vakauttamaan makrotaloutta, voitaisiin sitoa finanssipoliittisten sääntöjen noudattamiseen. Kaikkia näitä ehdotuksia on syytä pohtia perusteellisesti six pack- ja two pack -asetusten tulevan arvioinnin yhteydessä.⁶⁵

Tulevaisuudessa EU:n finanssipoliittisen ohjausjärjestelmän täysimittainen toiminta on edellytys sille, että talous- ja rahaliittoa voidaan edelleen syventää. Äskettäin hyväksytyyn lähentymistä ja kilpailukykyä edistävän talousarviovälineen⁶⁶ lisäksi on välttämätöntä edetä kohti aidon makrotalouden vakautusjärjestelyn perustamista euroalueelle. Tällainen järjestely on tyypillinen muissa rahaliitoissa, joissa se auttaa vastaamaan sellaisiin talouden häiriöihin, joita on mahdoton hallita kansallisella tasolla.⁶⁷ Tämän tyyppinen keskitetty finanssipoliittinen vakautusväline vähentäisi vaaraa EKP:n rahapoliittisten välineiden ylikuormittumisesta vakavissa euroalueen laajuisissa taantumissa.⁶⁸

⁶³ Syytä siihen, että alustavien talousarviosuunnitelmien arviointi on ajan mittaan menettänyt tehoaan, käsitellään Talouskatsauksen numeron 8/2017 kehikossa "Huomioita alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnista vuoden 2018 arvioinnin perusteella".

⁶⁴ Ks. Euroopan finanssipoliittisen komitean raportti "Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation", elokuu 2019.

⁶⁵ Yleiskatsaus aiheeseen on myös C. Kampsin ja N. Leiner-Killingerin artikkelissa "Taking stock of the functioning of the EU's fiscal rules and options for reform", EKP:n Occasional Paper Series - julkaisusarja, nro 231, Frankfurt am Main, elokuu 2019.

⁶⁶ Tarkempia tietoja on [määritelmässä](#), jotka euroryhmä hyväksyi laajennetussa kokouksessaan 10.10.2019.

⁶⁷ Ks. Talouskatsauksen 3/2019 artikkeli "Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions".

⁶⁸ Ks. Talouskatsauksen 1/2019 artikkeli "Fiscal spillovers in a monetary union".

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
2016	3.3	1.6	1.9	0.6	6.7	1.9	1.1	1.9	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.9	2.4	1.9	1.9	6.8	2.5	2.3	1.9	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2018	3.7	2.9	1.4	0.8	6.6	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2018 Q4	0.7	0.3	0.3	0.4	1.5	0.3	2.8	2.3	2.2	2.3	0.8	2.2	1.9
2019 Q1	0.8	0.8	0.6	0.5	1.4	0.4	2.2	2.2	1.6	1.9	0.3	1.8	1.4
Q2	0.7	0.5	-0.2	0.4	1.6	0.2	2.3	2.2	1.8	2.0	0.8	2.6	1.4
Q3	.	0.5	0.3	0.1	1.5	0.2	1.9	2.2	1.8	1.8	0.3	2.9	1.0
2019 June	.	.	.	.	.	.	2.1	2.2	1.6	2.0	0.7	2.7	1.3
July	.	.	.	.	.	.	2.1	2.3	1.8	2.1	0.5	2.8	1.0
Aug.	.	.	.	.	.	.	1.9	2.3	1.7	1.7	0.3	2.8	1.0
Sep.	.	.	.	.	.	.	1.6	2.1	1.7	1.7	0.2	3.0	0.8
Oct.	.	.	.	.	.	.	1.6	2.0	1.8	1.5	0.2	3.8	0.7
Nov. ³⁾	1.0

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
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.7	52.0	50.1	1.2	1.4	1.0
2017	53.2	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.8	53.8	52.8	5.8	3.1	7.6
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.9	4.4	3.1	5.2
2018 Q4	53.1	54.7	51.4	52.3	51.5	52.3	52.0	53.5	49.9	-0.8	1.5	-2.2
2019 Q1	52.8	54.8	50.6	50.6	51.5	51.5	50.9	53.4	49.6	-0.7	0.0	-1.1
Q2	51.5	51.8	50.5	50.8	51.6	51.8	50.4	51.8	49.4	-0.6	-1.4	-0.2
Q3	51.4	51.4	50.1	51.3	51.4	51.2	50.4	51.7	48.5	0.8	1.3	0.5
2019 June	51.0	51.5	49.7	50.8	50.6	52.2	49.6	51.5	49.2	-0.6	-1.4	-0.2
July	51.7	52.6	50.7	50.6	50.9	51.5	49.9	52.4	49.0	-0.9	0.3	-1.6
Aug.	51.1	50.7	50.2	51.9	51.6	51.9	50.4	51.4	47.7	-0.5	0.1	-0.9
Sep.	51.2	51.0	49.3	51.5	51.9	50.1	50.9	51.4	48.6	0.8	1.3	0.5
Oct.	50.8	50.9	50.0	49.1	52.0	50.6	51.0	50.7	49.5	.	.	.
Nov.	51.6	52.0	49.3	49.8	53.2	50.6	51.6	51.6	49.4	.	.	.

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
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	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	8
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	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019 May	-0.45	-0.37	-0.37	-0.31	-0.24	-0.13	2.53	-0.07
June	-0.45	-0.36	-0.38	-0.33	-0.28	-0.19	2.40	-0.07
July	-0.45	-0.37	-0.40	-0.36	-0.35	-0.28	2.29	-0.07
Aug.	-0.45	-0.36	-0.41	-0.41	-0.40	-0.36	2.16	-0.10
Sep.	-0.49	-0.40	-0.45	-0.42	-0.39	-0.34	2.13	-0.09
Oct.	-0.55	-0.46	-0.46	-0.41	-0.36	-0.30	1.98	-0.11
Nov.	-0.54	-0.45	-0.45	-0.40	-0.34	-0.27	1.90	-0.10

Source: ECB.

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

2) The ECB published the euro short-term rate (€STR) for the first time on 2 October 2019, reflecting trading activity on 1 October 2019. Data on previous periods refer to the pre-€STR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

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	
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	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019 May	-0.57	-0.64	-0.69	-0.56	-0.13	0.51	-0.08	0.24	-0.72	-0.72	-0.17	0.64
June	-0.60	-0.69	-0.75	-0.64	-0.26	0.43	0.07	0.14	-0.78	-0.79	-0.29	0.44
July	-0.67	-0.74	-0.79	-0.72	-0.39	0.35	0.02	0.09	-0.82	-0.84	-0.45	0.25
Aug.	-0.84	-0.88	-0.93	-0.92	-0.65	0.23	-0.27	0.03	-0.94	-1.00	-0.73	-0.12
Sep.	-0.70	-0.76	-0.81	-0.77	-0.52	0.24	-0.10	0.03	-0.83	-0.86	-0.58	-0.02
Oct.	-0.67	-0.69	-0.69	-0.62	-0.36	0.32	0.17	-0.01	-0.70	-0.69	-0.41	0.14
Nov.	-0.61	-0.63	-0.65	-0.57	-0.30	0.34	0.18	0.04	-0.66	-0.65	-0.33	0.23

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	
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	375.5	3,386.6	766.3	264.9	697.3	336.0	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019 May	369.4	3,385.4	710.2	267.4	721.6	324.7	157.0	643.9	519.6	312.0	290.9	732.7	2,854.7	21,218.4
June	369.7	3,406.0	722.6	264.9	728.5	323.2	152.0	652.3	517.5	323.9	296.6	734.0	2,890.2	21,060.2
July	380.0	3,507.8	739.6	271.8	752.7	329.3	155.8	666.2	548.2	326.4	292.2	769.2	2,996.1	21,593.7
Aug.	363.6	3,355.3	704.2	262.0	722.8	303.0	144.1	639.4	523.4	325.7	281.9	778.9	2,897.5	20,629.7
Sep.	379.7	3,514.5	738.2	271.3	751.1	319.7	151.8	669.4	545.0	338.5	294.7	804.3	2,982.2	21,585.5
Oct.	382.8	3,551.2	748.2	273.3	742.2	316.6	157.0	671.1	556.8	341.4	306.7	791.7	2,977.7	22,197.5
Nov.	398.4	3,693.1	794.5	283.0	761.3	328.8	163.6	711.6	585.2	339.4	304.8	837.7	3,104.9	23,278.1

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⁾			
			Up to 2 years	Over 2 years					Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	Floating rate and up to 1 year		Over 1 and up to 5 years		Over 5 and up to 10 years	Over 10 years
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Nov.	0.04	0.45	0.29	0.73	5.93	16.67	4.94	5.68	6.19	2.37	1.61	1.85	1.94	1.88	2.11	1.81
Dec.	0.03	0.44	0.30	0.78	5.87	16.68	4.92	5.47	5.99	2.27	1.61	1.80	1.91	1.84	2.11	1.80
2019 Jan.	0.03	0.43	0.33	0.74	5.92	16.63	5.32	5.82	6.33	2.36	1.61	1.81	1.89	1.86	2.09	1.82
Feb.	0.03	0.43	0.32	0.70	5.97	16.61	5.28	5.71	6.27	2.41	1.59	1.84	1.87	1.84	2.09	1.80
Mar.	0.03	0.41	0.30	0.76	5.90	16.65	5.41	5.61	6.18	2.36	1.60	1.80	1.83	1.81	2.06	1.78
Apr.	0.03	0.41	0.32	0.75	5.88	16.66	5.56	5.63	6.19	2.36	1.60	1.77	1.77	1.77	2.02	1.75
May	0.03	0.44	0.31	0.79	5.81	16.67	5.61	5.76	6.34	2.33	1.58	1.79	1.73	1.74	1.99	1.72
June	0.03	0.44	0.32	0.82	5.81	16.63	5.42	5.67	6.25	2.31	1.56	1.73	1.67	1.65	1.95	1.67
July	0.03	0.43	0.31	0.80	5.75	16.58	5.74	5.74	6.31	2.34	1.56	1.71	1.59	1.57	1.90	1.61
Aug.	0.03	0.43	0.28	0.78	5.75	16.60	6.15	5.76	6.35	2.25	1.52	1.68	1.53	1.50	1.84	1.56
Sep.	0.03	0.43	0.27	0.78	5.82	16.61	5.65	5.62	6.17	2.22	1.47	1.63	1.49	1.43	1.77	1.48
Oct. ^(p)	0.03	0.42	0.24	0.83	5.70	16.63	5.87	5.55	6.19	2.26	1.45	1.59	1.44	1.39	1.74	1.44

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	
2018 Nov.	0.03	0.06	0.63	2.19	2.19	2.40	2.34	1.67	1.60	1.67	1.20	1.35	1.69	1.66
Dec.	0.03	0.07	0.53	2.18	2.20	2.29	2.25	1.60	1.59	1.67	1.21	1.39	1.59	1.63
2019 Jan.	0.03	0.05	0.54	2.22	2.15	2.40	2.32	1.67	1.62	1.72	1.13	1.30	1.61	1.63
Feb.	0.03	0.03	0.52	2.21	2.15	2.41	2.33	1.65	1.64	1.69	1.13	1.39	1.56	1.64
Mar.	0.03	0.07	0.62	2.17	2.17	2.38	2.30	1.66	1.58	1.68	1.19	1.36	1.57	1.65
Apr.	0.03	0.06	0.54	2.19	2.19	2.36	2.26	1.67	1.60	1.64	1.16	1.33	1.44	1.62
May	0.03	0.04	0.46	2.15	2.18	2.38	2.29	1.66	1.59	1.63	1.09	1.17	1.50	1.57
June	0.03	0.03	0.56	2.17	2.13	2.33	2.25	1.63	1.55	1.56	1.09	1.28	1.39	1.55
July	0.03	0.04	0.57	2.11	2.07	2.50	2.20	1.66	1.57	1.54	1.16	1.32	1.39	1.56
Aug.	0.03	-0.04	0.54	2.08	2.07	2.36	2.19	1.64	1.59	1.53	1.06	1.32	1.40	1.52
Sep.	0.03	-0.05	0.88	2.16	2.03	2.25	2.15	1.61	1.51	1.44	1.10	1.26	1.29	1.54
Oct. ^(p)	0.02	-0.03	0.44	2.08	2.01	2.41	2.10	1.61	1.54	1.40	1.14	1.40	1.27	1.56

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
Short-term														
2016	1,241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1,240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1,217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019 May	1,339	574	170	.	115	422	59	447	196	75	.	56	83	37
June	1,314	557	173	.	100	428	56	380	152	78	.	45	71	35
July	1,340	577	173	.	110	424	57	457	205	75	.	56	76	45
Aug.	1,368	588	180	.	113	424	63	405	181	76	.	39	71	38
Sep.	1,387	593	182	.	106	439	66	404	153	81	.	48	81	41
Oct.	1,349	576	173	.	106	424	69	422	197	53	.	52	75	45
Long-term														
2016	15,373	3,695	3,173	.	1,176	6,686	642	219	62	53	.	19	78	8
2017	15,353	3,560	3,048	.	1,235	6,866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15,745	3,688	3,149	.	1,260	7,022	627	228	64	68	.	16	75	6
2019 May	16,052	3,767	3,199	.	1,297	7,153	636	246	62	79	.	13	86	7
June	16,113	3,768	3,217	.	1,305	7,190	633	245	61	76	.	23	80	5
July	16,182	3,789	3,257	.	1,315	7,184	636	253	70	72	.	25	78	8
Aug.	16,191	3,784	3,255	.	1,312	7,200	639	120	25	40	.	8	41	6
Sep.	16,264	3,805	3,285	.	1,339	7,200	634	277	82	83	.	34	74	4
Oct.	16,202	3,795	3,292	.	1,339	7,153	623	260	60	84	.	24	85	6

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				
Outstanding amount											
2016	16,613.8	4,213.4	3,308.6	.	1,235.2	7,151.7	704.9	7,089.5	537.6	1,084.2	5,467.7
2017	16,593.1	4,079.4	3,203.3	.	1,304.8	7,304.7	700.8	7,954.7	612.5	1,249.6	6,092.6
2018	16,961.8	4,192.1	3,318.4	.	1,332.1	7,445.8	673.4	7,027.2	465.1	1,099.4	5,462.7
2019 May	17,390.8	4,341.0	3,369.2	.	1,412.0	7,574.3	694.5	7,586.6	470.9	1,208.1	5,907.6
June	17,426.9	4,324.6	3,390.4	.	1,405.1	7,617.7	689.1	7,940.6	493.3	1,246.0	6,201.3
July	17,522.2	4,366.2	3,429.6	.	1,425.5	7,607.8	693.1	7,980.2	484.0	1,252.8	6,243.4
Aug.	17,559.1	4,372.7	3,435.0	.	1,425.0	7,624.6	702.0	7,841.0	462.4	1,183.0	6,195.6
Sep.	17,650.6	4,398.7	3,467.3	.	1,445.4	7,639.6	699.8	8,182.3	496.1	1,335.6	6,350.6
Oct.	17,550.8	4,370.6	3,464.6	.	1,445.4	7,577.4	692.8	8,257.7	508.2	1,348.6	6,400.8
Growth rate											
2016	0.3	-3.0	-1.2	.	6.2	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	0.1	.	6.0	2.2	0.4	1.0	6.1	2.8	0.2
2018	1.9	1.7	2.9	.	3.4	1.9	-4.3	0.7	-0.1	2.4	0.4
2019 May	2.6	3.9	2.2	.	3.7	2.1	0.6	0.0	-0.2	-0.2	0.0
June	2.9	4.5	2.3	.	4.5	2.3	1.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
July	3.0	5.2	2.0	.	4.7	2.0	1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Aug.	3.2	5.0	2.9	.	5.6	2.2	1.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Sep.	3.1	4.3	3.6	.	5.3	1.8	3.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
Oct.	2.9	3.9	3.9	.	5.3	1.5	1.3	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2

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	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94.4	89.5	90.9	85.2	80.0	90.2	109.7	88.9
2017	96.6	91.4	91.9	86.0	78.8	90.6	112.0	90.0
2018	98.9	93.4	93.4	87.4	79.2	91.5	117.9	93.8
2018 Q4	98.5	93.0	92.9	86.9	79.1	91.0	118.4	93.8
2019 Q1	97.4	91.7	92.1	85.7	78.3	89.6	116.7	92.1
Q2	97.3	91.4	91.7	85.5	78.6	89.3	116.8	91.8
Q3	97.7	91.4	91.8	.	.	.	116.9	91.5
2019 June	97.9	91.9	92.1	-	-	-	117.4	92.2
July	97.5	91.3	91.6	-	-	-	116.5	91.3
Aug.	98.1	91.9	92.1	-	-	-	117.6	92.0
Sep.	97.4	91.1	91.7	-	-	-	116.7	91.2
Oct.	97.4	90.8	91.6	-	-	-	116.6	90.9
Nov.	96.7	90.2	91.1	-	-	-	116.0	90.3
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2019 Nov.	-0.6	-0.7	-0.6	-	-	-	-0.6	-0.7
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2019 Nov.	-1.6	-2.9	-1.8	-	-	-	-1.6	-3.4

Source: ECB.

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

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
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
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2018 Q4	7.895	7.420	25.864	7.462	322.995	128.816	4.299	0.887	4.6605	10.320	1.137	1.141
2019 Q1	7.663	7.422	25.683	7.464	317.907	125.083	4.302	0.873	4.7358	10.419	1.132	1.136
Q2	7.672	7.418	25.686	7.467	322.973	123.471	4.282	0.875	4.7480	10.619	1.126	1.124
Q3	7.800	7.394	25.734	7.463	328.099	119.323	4.318	0.902	4.7314	10.662	1.096	1.112
2019 June	7.794	7.408	25.605	7.467	322.559	122.081	4.264	0.891	4.7250	10.626	1.117	1.129
July	7.715	7.390	25.548	7.466	325.269	121.406	4.260	0.899	4.7286	10.560	1.108	1.122
Aug.	7.858	7.390	25.802	7.460	326.906	118.179	4.347	0.916	4.7280	10.736	1.089	1.113
Sep.	7.832	7.401	25.868	7.463	332.448	118.242	4.353	0.891	4.7381	10.697	1.090	1.100
Oct.	7.845	7.436	25.689	7.469	331.462	119.511	4.301	0.875	4.7538	10.802	1.098	1.105
Nov.	7.757	7.440	25.531	7.472	333.617	120.338	4.285	0.858	4.7698	10.650	1.098	1.105
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2019 Nov.	-1.1	0.0	-0.6	0.0	0.7	0.7	-0.4	-2.0	0.3	-1.4	0.0	0.0
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2019 Nov.	-1.7	0.2	-1.6	0.1	3.5	-6.6	-0.4	-2.7	2.3	3.5	-3.5	-2.8

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>												
2018 Q3	26,129.9	26,707.7	-577.8	11,198.5	9,161.6	8,890.1	11,147.7	-72.5	5,439.9	6,398.4	673.9	14,502.9
2018 Q4	25,399.7	25,891.3	-491.6	10,895.1	9,041.6	8,475.2	10,508.5	-87.9	5,398.2	6,341.2	719.1	14,197.4
2019 Q1	26,652.9	26,908.5	-255.6	11,179.5	9,124.4	9,114.2	11,251.0	-91.4	5,709.4	6,533.1	741.1	14,629.3
2019 Q2	26,837.0	27,084.1	-247.1	11,064.3	9,096.4	9,232.2	11,424.4	-78.2	5,847.8	6,563.3	770.8	14,695.5
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2019 Q2	229.0	231.1	-2.1	94.4	77.6	78.8	97.5	-0.7	49.9	56.0	6.6	125.4
<i>Transactions</i>												
2018 Q4	-407.0	-470.9	63.8	-303.9	-195.0	-28.2	-158.2	29.6	-110.4	-117.6	5.8	-
2019 Q1	355.0	303.6	51.4	90.6	35.7	58.6	141.8	2.2	200.7	126.1	2.8	-
2019 Q2	217.7	180.7	37.0	-47.3	12.0	49.5	91.3	30.2	182.6	77.4	2.6	-
2019 Q3	251.7	174.4	77.2	-23.0	-8.1	154.4	170.6	5.3	113.4	11.9	1.7	-
2019 Apr.	157.3	173.7	-16.3	21.4	49.0	-7.6	-10.6	10.6	129.8	135.3	3.2	-
2019 May	86.0	73.8	12.2	9.0	16.1	-0.5	60.3	12.6	63.2	-2.6	1.8	-
2019 June	-25.6	-66.8	41.2	-77.7	-53.1	57.6	41.7	7.1	-10.3	-55.4	-2.3	-
2019 July	184.1	172.3	11.8	-16.7	1.4	50.1	74.3	8.1	135.5	96.6	7.1	-
2019 Aug.	43.8	13.8	30.0	-20.2	-24.9	28.8	12.9	3.4	31.1	25.7	0.7	-
2019 Sep.	23.8	-11.6	35.4	14.0	15.4	75.5	83.4	-6.3	-53.3	-110.4	-6.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2019 Sep.	417.4	187.8	229.6	-283.6	-155.4	234.4	245.5	67.3	386.3	97.8	13.0	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2019 Sep.	3.5	1.6	1.9	-2.4	-1.3	2.0	2.1	0.6	3.3	0.8	0.1	-

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⁾			
	1	2	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2016	10,817.0	10,339.5	5,858.7	2,235.3	2,193.0	1,038.2	675.1	473.5	52.5	477.5	4,928.9	4,451.4
2017	11,200.9	10,707.5	6,036.9	2,296.7	2,304.3	1,101.6	707.0	489.2	69.6	493.4	5,297.9	4,804.5
2018	11,561.2	11,060.8	6,207.5	2,363.9	2,405.9	1,175.2	742.2	481.7	83.5	500.4	5,547.4	5,047.0
2018 Q4	2,922.9	2,805.7	1,566.8	597.5	619.7	302.8	189.0	126.2	21.6	117.2	1,410.5	1,293.3
2019 Q1	2,945.1	2,814.9	1,575.3	602.3	626.0	310.8	190.2	123.3	11.3	130.2	1,422.3	1,292.2
Q2	2,967.3	2,868.9	1,588.8	608.6	661.4	311.4	192.2	155.9	10.1	98.4	1,426.5	1,328.1
Q3	2,981.9	2,878.3	1,599.6	613.0	666.4	314.1	192.0	158.5	-0.6	103.6	1,432.7	1,329.2
<i>as a percentage of GDP</i>												
2018	100.0	95.7	53.7	20.4	20.8	10.2	6.4	4.2	0.7	4.3	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2018 Q4	0.3	0.4	0.4	0.4	1.6	1.2	0.4	4.5	-	-	0.9	1.2
2019 Q1	0.4	0.2	0.4	0.4	0.4	1.6	0.5	-2.6	-	-	0.9	0.3
Q2	0.2	1.4	0.2	0.5	5.7	0.0	1.4	26.5	-	-	0.2	2.8
Q3	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3	-0.5	1.2	-	-	0.4	0.6
<i>annual percentage changes</i>												
2016	1.9	2.4	2.0	1.9	4.0	2.7	5.8	4.5	-	-	2.9	4.1
2017	2.5	2.2	1.7	1.3	3.5	3.6	4.0	2.4	-	-	5.5	5.0
2018	1.9	1.6	1.4	1.1	2.3	3.4	4.3	-2.8	-	-	3.3	2.7
2018 Q4	1.2	1.8	1.1	1.1	4.1	3.3	2.3	8.8	-	-	1.7	3.1
2019 Q1	1.4	1.5	1.1	1.4	4.1	4.9	3.2	3.6	-	-	3.0	3.6
Q2	1.2	2.5	1.1	1.5	8.8	3.4	3.2	30.7	-	-	2.3	5.3
Q3	1.2	2.3	1.5	1.7	8.1	3.2	1.8	30.2	-	-	2.4	5.0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2018 Q4	0.3	0.4	0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	0.2	-0.2	-0.1	-	-
2019 Q1	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-	-
Q2	0.2	1.4	0.1	0.1	1.2	0.0	0.1	1.1	-0.1	-1.2	-	-
Q3	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2016	1.9	2.3	1.1	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.0	-0.4	-	-
2017	2.5	2.1	0.9	0.3	0.7	0.3	0.3	0.1	0.2	0.5	-	-
2018	1.9	1.5	0.7	0.2	0.5	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.4	-	-
2018 Q4	1.2	1.7	0.6	0.2	0.8	0.3	0.2	0.4	0.0	-0.5	-	-
2019 Q1	1.4	1.5	0.6	0.3	0.8	0.5	0.2	0.1	-0.3	-0.1	-	-
Q2	1.2	2.4	0.6	0.3	1.8	0.3	0.2	1.3	-0.3	-1.2	-	-
Q3	1.2	2.2	0.8	0.4	1.7	0.3	0.1	1.3	-0.6	-1.0	-	-

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)												
2016	9,703.7	161.1	1,931.6	479.2	1,834.9	444.3	473.7	1,106.3	1,084.7	1,847.2	340.6	1,113.3
2017	10,040.0	176.2	1,991.7	502.2	1,909.8	468.8	465.8	1,133.7	1,143.7	1,897.4	350.6	1,160.9
2018	10,356.2	177.7	2,041.5	537.2	1,968.4	488.5	469.8	1,168.0	1,195.2	1,954.7	355.3	1,205.0
2018 Q4	2,618.9	44.6	512.5	138.7	497.3	124.5	118.6	295.1	304.0	494.2	89.4	303.9
2019 Q1	2,638.7	44.9	514.6	142.6	502.3	125.5	117.7	297.9	305.6	497.4	90.2	306.4
Q2	2,658.5	45.2	513.4	144.1	506.0	127.9	118.9	300.2	309.0	502.6	91.2	308.8
Q3	2,669.0	44.9	512.0	146.2	509.1	128.4	119.5	302.0	310.7	504.9	91.2	312.8
<i>as a percentage of value added</i>												
2018	100.0	1.7	19.7	5.2	19.0	4.7	4.5	11.3	11.5	18.9	3.4	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2018 Q4	0.3	0.7	-0.4	1.3	0.5	0.6	-0.3	0.3	1.0	0.4	0.3	0.4
2019 Q1	0.4	-0.1	0.0	1.6	1.0	1.5	0.7	0.5	-0.1	0.1	0.6	0.4
Q2	0.1	-0.9	-0.5	-0.2	0.1	1.3	0.9	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5
Q3	0.2	0.1	-0.4	0.6	0.3	1.1	0.4	0.4	0.2	0.2	0.0	0.7
<i>annual percentage changes</i>												
2016	1.8	-2.0	2.9	1.9	1.9	4.2	-1.0	0.6	2.6	1.6	0.0	2.7
2017	2.6	0.7	3.4	2.4	3.0	5.8	1.0	0.8	4.3	1.6	1.5	2.1
2018	2.0	1.2	1.8	3.4	2.1	4.4	1.1	1.6	3.3	1.0	0.4	1.5
2018 Q4	1.2	-0.4	-0.6	3.5	1.5	3.7	0.5	1.4	2.8	0.9	0.2	1.1
2019 Q1	1.4	-0.6	-0.4	4.9	2.0	4.8	1.2	1.4	1.7	1.0	1.0	1.1
Q2	1.2	-1.4	-1.1	3.4	1.6	5.1	1.8	1.5	1.6	1.1	1.4	1.3
Q3	1.1	-0.2	-1.3	3.2	1.9	4.4	1.6	1.5	1.4	1.1	1.2	2.0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2018 Q4	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2019 Q1	0.4	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
Q3	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2016	1.8	0.0	0.6	0.1	0.4	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017	2.6	0.0	0.7	0.1	0.6	0.3	0.1	0.1	0.5	0.3	0.1	-
2018	2.0	0.0	0.4	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.4	0.2	0.0	-
2018 Q4	1.2	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.3	0.2	0.0	-
2019 Q1	1.4	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
Q2	1.2	0.0	-0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
Q3	1.1	0.0	-0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	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>													
2016	100.0	85.2	14.8	3.3	14.7	6.0	24.9	2.8	2.6	1.0	13.6	24.4	7.0
2017	100.0	85.6	14.4	3.2	14.6	6.0	24.9	2.8	2.5	1.0	13.8	24.3	6.9
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	24.9	2.9	2.4	1.0	14.0	24.2	6.9
<i>annual percentage changes</i>													
2016	1.3	1.6	-0.2	-0.2	0.8	0.3	1.4	3.0	-0.5	2.2	2.9	1.3	0.7
2017	1.6	2.0	-0.7	-0.5	1.1	1.5	1.8	3.4	-1.5	1.8	3.7	1.1	1.0
2018	1.5	1.8	-0.2	-0.4	1.5	2.4	1.4	3.4	-0.7	1.7	2.8	1.3	0.6
2018 Q4	1.4	1.6	0.0	-0.4	1.3	3.0	1.3	3.8	-0.4	1.8	1.9	1.3	0.3
2019 Q1	1.4	1.6	0.1	0.1	1.3	2.5	1.2	4.1	-0.1	2.1	1.8	1.3	0.5
Q2	1.2	1.4	-0.4	-2.0	1.0	1.5	1.2	4.1	-0.4	1.0	1.3	1.4	1.0
Q3	1.0	1.3	-0.7	-1.1	0.8	0.9	0.9	3.3	-0.1	0.1	1.3	1.2	1.2
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2016	100.0	80.3	19.7	4.4	15.1	6.7	25.8	2.9	2.6	1.0	13.3	21.9	6.3
2017	100.0	80.7	19.3	4.3	15.1	6.7	25.8	3.0	2.5	1.0	13.6	21.8	6.2
2018	100.0	81.1	18.9	4.2	15.0	6.8	25.7	3.0	2.5	1.0	13.8	21.8	6.1
<i>annual percentage changes</i>													
2016	1.4	1.9	-0.3	0.0	0.9	0.5	1.6	3.0	-0.1	2.9	3.0	1.3	0.7
2017	1.1	1.7	-1.2	-1.1	0.8	1.3	1.3	3.2	-2.0	1.5	3.4	0.5	0.4
2018	1.4	1.9	-0.4	0.4	1.2	2.7	1.1	3.2	-1.0	2.4	2.7	1.3	0.4
2018 Q4	1.5	1.9	-0.1	0.3	1.2	3.3	1.4	3.8	-0.1	1.9	2.2	1.4	0.4
2019 Q1	1.6	1.9	0.2	1.2	1.5	3.1	1.4	4.1	0.0	1.6	1.9	1.4	0.5
Q2	0.9	1.2	-0.6	-1.9	0.6	1.5	0.9	3.5	-0.4	1.1	1.3	1.0	0.1
Q3	0.7	1.1	-1.1	-1.3	0.5	0.8	0.5	3.1	-0.2	1.8	1.1	1.0	0.3
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2016	0.1	0.3	-0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.0	0.4	0.7	0.1	0.0	0.0
2017	-0.5	-0.3	-0.5	-0.6	-0.3	-0.1	-0.5	-0.1	-0.5	-0.3	-0.3	-0.6	-0.6
2018	-0.1	0.1	-0.2	0.8	-0.2	0.2	-0.3	-0.3	-0.3	0.6	-0.1	0.0	-0.2
2018 Q4	0.1	0.3	-0.1	0.7	-0.1	0.2	0.0	0.1	0.3	0.1	0.3	0.1	0.2
2019 Q1	0.2	0.3	0.1	1.1	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	-0.5	0.1	0.1	-0.1
Q2	-0.3	-0.2	-0.3	0.0	-0.4	0.0	-0.3	-0.5	0.0	0.2	0.0	-0.3	-0.8
Q3	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-0.2	-0.1	1.7	-0.1	-0.2	-0.8

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			
2016	162.028	4.3	16.259	10.0	5.0	13.294	9.0	2.964	20.9	8.484	9.7	7.775	10.4	1.7
2017	162.659	4.1	14.761	9.1	4.4	12.093	8.1	2.668	18.8	7.637	8.7	7.124	9.5	1.9
2018	163.305	3.8	13.393	8.2	3.8	10.965	7.4	2.429	17.0	6.900	7.9	6.493	8.6	2.1
2018 Q4	163.707	3.7	12.956	7.9	3.6	10.590	7.1	2.366	16.4	6.642	7.6	6.314	8.3	2.3
2019 Q1	163.284	3.6	12.678	7.7	3.5	10.362	6.9	2.315	16.1	6.471	7.4	6.206	8.2	2.3
Q2	163.765	3.6	12.419	7.6	3.3	10.158	6.8	2.260	15.7	6.381	7.3	6.038	7.9	2.3
Q3	-	-	12.366	7.6	-	10.106	6.8	2.260	15.7	6.346	7.2	6.020	7.9	2.2
2019 May	-	-	12.412	7.6	-	10.143	6.8	2.269	15.7	6.388	7.3	6.025	7.9	-
June	-	-	12.361	7.5	-	10.117	6.8	2.243	15.6	6.350	7.2	6.011	7.9	-
July	-	-	12.404	7.6	-	10.134	6.8	2.270	15.8	6.357	7.2	6.047	8.0	-
Aug.	-	-	12.330	7.5	-	10.086	6.8	2.244	15.6	6.332	7.2	5.998	7.9	-
Sep.	-	-	12.365	7.6	-	10.098	6.8	2.267	15.7	6.350	7.2	6.016	7.9	-
Oct.	-	-	12.334	7.5	-	10.073	6.7	2.261	15.6	6.298	7.2	6.036	7.9	-

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													
2016	1.6	1.8	1.8	2.0	1.8	0.5	3.0	0.7	1.7	1.0	2.3	1.1	7.1
2017	2.9	3.2	3.4	3.8	1.4	1.2	3.1	7.9	2.5	1.6	3.5	0.8	5.7
2018	0.9	1.2	0.6	1.8	1.3	-1.5	2.1	2.7	1.6	1.3	1.9	0.5	0.9
2018 Q4	-1.9	-1.7	-2.1	-2.0	-0.4	-3.7	1.9	-1.0	1.6	1.4	1.8	1.6	-9.0
2019 Q1	-0.5	-0.2	-0.6	-0.6	1.3	-2.7	4.7	-3.2	2.5	1.0	3.5	2.8	-3.1
Q2	-1.3	-1.4	-2.3	-2.7	2.1	-0.1	2.2	-3.5	2.1	1.1	3.0	0.5	-0.7
Q3	-2.1	-2.2	-3.4	-2.5	0.3	-2.4	0.9	-4.8	2.6	0.9	4.1	1.3	0.6
2019 May	-0.8	-0.8	-2.4	-1.8	3.0	0.4	1.5	-5.1	1.3	-0.3	2.5	-1.0	-2.1
June	-2.4	-2.5	-3.4	-4.0	1.4	-0.9	1.5	-3.6	2.8	1.2	4.5	0.9	1.1
July	-2.1	-2.2	-2.9	-3.2	0.7	-1.3	1.6	-4.5	2.4	1.0	3.6	1.2	-3.8
Aug.	-2.8	-2.7	-3.3	-3.2	-1.1	-3.3	0.8	-5.6	2.8	1.2	4.2	1.9	-6.1
Sep.	-1.7	-1.7	-3.9	-1.4	1.2	-2.6	-0.7	-4.4	2.7	0.6	4.7	0.7	14.8
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4	0.3	2.3	1.4	9.8
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2019 May	0.8	0.8	-0.3	0.9	2.0	0.4	-0.5	-2.0	-0.3	-0.7	0.0	-1.4	0.2
June	-1.4	-1.4	-1.2	-3.8	-1.3	-0.8	0.7	0.5	1.0	1.0	1.1	1.5	2.5
July	-0.5	-0.5	-0.3	2.3	-1.4	-0.2	-0.5	-1.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.1	-1.8
Aug.	0.4	0.4	0.1	1.1	0.4	-0.2	-0.8	0.7	0.6	0.6	0.7	0.2	13.3
Sep.	0.1	0.3	-0.9	0.6	0.6	-0.8	0.7	0.2	-0.2	-0.8	0.1	-0.3	-17.2
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.6	0.3	-1.1	0.6	3.8

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
1999-15	99.2	-5.3	80.7	-11.7	-15.0	-8.7	7.2	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2016	104.1	-1.8	81.7	-8.1	-16.4	0.6	11.3	88.9	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.1	5.5	83.2	-5.4	-4.2	2.3	14.6	89.8	57.4	58.5	55.6	56.4
2018	111.2	6.6	83.8	-4.9	6.1	1.3	15.2	90.3	54.9	54.7	54.5	54.6
2018 Q4	108.8	3.6	83.6	-6.4	7.9	-0.3	13.4	90.4	51.7	51.0	52.8	52.3
2019 Q1	106.0	-0.5	83.2	-7.0	7.5	-1.0	11.6	90.7	49.1	49.0	52.4	51.5
Q2	104.1	-4.3	82.4	-7.0	6.1	-0.7	11.6	90.5	47.7	48.5	53.1	51.8
Q3	102.5	-7.4	81.6	-6.7	4.1	0.0	9.8	90.3	46.4	47.0	52.8	51.2
2019 June	103.3	-5.6	-	-7.2	7.6	0.1	11.0	-	47.6	48.5	53.6	52.2
July	102.7	-7.3	82.0	-6.6	5.0	-0.7	10.6	90.5	46.5	46.9	53.2	51.5
Aug.	103.1	-5.8	-	-7.1	3.9	0.6	9.2	-	47.0	47.9	53.5	51.9
Sep.	101.7	-8.9	-	-6.5	3.4	0.2	9.5	-	45.7	46.1	51.6	50.1
Oct.	100.8	-9.5	81.2	-7.6	4.4	-0.9	9.0	90.2	45.9	46.6	52.2	50.6
Nov.	101.3	-9.2	-	-7.2	3.1	-0.2	9.3	-	46.9	47.4	51.9	50.6

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)	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) ¹⁾	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
2016	12.3	94.0	2.0	2.0	5.4	3.4	2.8	35.0	7.4	79.7	4.2	5.6	2.5
2017	12.1	93.8	1.4	2.2	5.4	4.4	4.4	34.4	7.1	77.2	4.5	7.7	2.9
2018	12.3	93.6	1.8	2.0	6.9	2.6	4.6	33.8	5.9	76.6	2.3	5.5	1.6
2018 Q3	12.2	93.6	1.3	2.0	7.5	3.5	4.5	33.9	6.4	77.3	3.3	7.1	2.1
Q4	12.3	93.6	1.6	2.0	8.7	2.6	4.6	33.8	5.9	76.6	2.3	20.9	1.6
2019 Q1	12.6	93.3	2.0	2.2	7.7	3.9	4.4	33.7	6.1	76.7	2.2	7.4	1.7
Q2	12.9	93.5	2.1	2.4	4.4	4.3	4.2	33.4	5.9	77.1	1.6	16.1	1.4

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt 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) Defined as consolidated loans and debt securities 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	
2018 Q4	1,058.5	977.4	81.2	599.3	527.1	234.6	210.4	195.2	166.4	29.4	73.4	22.0	64.4
2019 Q1	1,065.8	974.4	91.4	604.7	520.5	235.6	210.0	196.7	175.5	28.8	68.3	10.7	14.9
Q2	1,061.1	990.5	70.7	600.2	519.3	241.1	233.2	193.2	175.0	26.6	63.0	8.7	24.0
Q3	1,057.6	979.9	77.7	603.0	519.7	240.7	221.8	188.6	172.7	25.3	65.7	9.1	6.9
2019 Apr.	352.9	330.8	22.1	199.3	173.5	80.1	77.8	64.6	58.9	8.9	20.6	2.4	7.8
May	355.2	329.1	26.1	200.6	172.8	80.1	76.9	65.4	59.5	9.1	20.0	3.0	8.0
June	353.0	330.6	22.5	200.3	173.1	80.8	78.5	63.2	56.6	8.7	22.4	3.4	8.2
July	353.2	332.2	21.0	200.3	172.2	79.7	77.7	64.1	59.5	9.0	22.7	3.5	2.4
Aug.	352.1	323.5	28.5	200.3	171.9	81.1	74.5	62.3	55.0	8.4	22.1	3.1	1.9
Sep.	352.3	324.2	28.2	202.4	175.6	80.0	69.5	62.1	58.2	7.8	20.9	2.5	2.6
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2019 Sep.	4,243.0	3,922.1	320.9	2,407.2	2,086.7	952.1	875.4	773.6	689.5	110.1	270.5	50.6	110.2
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2019 Sep.	35.9	33.2	2.7	20.4	17.7	8.1	7.4	6.5	5.8	0.9	2.3	0.4	0.9

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>													
2018 Q4	4.0	8.3	579.6	278.2	123.2	168.3	485.1	538.1	310.3	89.4	131.0	382.0	66.1
2019 Q1	3.6	5.4	586.1	283.3	121.0	172.3	492.8	533.1	307.1	86.1	133.2	382.6	64.2
Q2	2.2	2.4	582.4	276.0	119.8	175.8	486.4	530.5	302.6	84.9	134.3	380.6	65.6
Q3	3.0	0.2	583.6	.	.	.	486.9	528.4	.	.	.	384.2	.
2019 Apr.	5.4	6.7	193.1	92.3	39.4	58.1	160.0	177.5	101.4	28.3	45.0	127.1	21.8
May	7.0	5.2	195.4	91.7	40.7	59.0	163.3	176.8	101.9	28.6	44.2	125.3	22.5
June	-5.3	-4.2	193.8	92.0	39.6	58.6	163.1	176.2	99.3	28.1	45.1	128.2	21.3
July	6.0	2.6	193.7	92.8	38.8	58.3	162.0	176.6	100.8	28.8	44.5	128.6	20.3
Aug.	-2.7	-4.2	194.3	93.0	38.7	58.8	162.8	174.6	98.2	28.5	44.7	127.7	20.2
Sep.	5.2	2.1	195.6	.	.	.	162.0	177.2	.	.	.	128.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2018 Q4	0.2	2.2	107.6	110.1	109.9	103.7	107.6	109.9	109.0	112.7	110.9	111.7	98.2
2019 Q1	-0.3	1.7	108.0	111.7	107.4	104.9	108.0	110.1	110.4	108.6	112.2	111.4	105.2
Q2	-1.4	-0.2	106.5	108.4	105.6	105.4	106.2	109.0	107.6	108.3	112.9	111.1	97.3
Q3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Mar.	-1.1	0.9	108.2	111.9	106.1	106.3	108.0	110.2	109.9	106.9	114.4	111.8	103.9
Apr.	0.9	2.3	105.9	108.5	103.6	105.3	104.7	109.2	108.1	106.7	113.6	111.3	96.6
May	3.2	1.6	107.0	107.8	108.3	105.8	106.9	108.8	107.9	110.1	111.9	110.0	97.1
June	-7.8	-4.6	106.7	109.1	105.1	105.1	107.0	109.1	106.8	108.1	113.2	112.1	98.1
July	3.7	3.0	106.4	109.4	102.8	104.9	106.1	109.8	109.5	110.5	111.4	112.4	94.9
Aug.	-4.7	-3.9	106.4	109.5	101.9	105.3	106.0	107.9	107.9	103.6	110.2	109.3	98.9

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⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2											Total excluding food and energy	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2019	100.0	100.0	70.9	55.5	44.5	100.0	14.5	4.5	26.4	10.1	44.5	86.7	13.3
2016	100.2	0.2	0.8	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.6	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.2
2018 Q4	104.3	1.9	1.0	2.3	1.5	0.3	0.3	0.3	0.1	1.6	0.2	1.8	2.8
2019 Q1	103.5	1.4	1.0	1.5	1.4	0.0	0.6	0.2	0.1	-2.4	0.3	1.3	2.4
Q2	105.3	1.4	1.1	1.3	1.5	0.5	0.6	-0.2	0.1	1.6	0.6	1.3	2.1
Q3	105.1	1.0	0.9	0.7	1.3	0.2	0.5	1.3	0.1	-1.5	0.4	0.9	1.4
2019 June	105.4	1.3	1.1	1.0	1.6	0.1	0.1	0.4	0.0	-1.2	0.4	1.1	2.2
July	104.9	1.0	0.9	0.9	1.2	0.0	0.2	0.5	0.1	-0.6	0.1	1.0	1.3
Aug.	105.1	1.0	0.9	0.8	1.3	0.1	0.1	0.8	0.0	-0.6	0.1	0.9	1.5
Sep.	105.3	0.8	1.0	0.3	1.5	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.1	0.7	1.4
Oct.	105.4	0.7	1.1	0.1	1.5	0.1	0.1	-0.3	0.0	0.4	0.1	0.7	1.0
Nov. ³⁾	105.1	1.0	1.3	.	1.9	0.2	0.4	0.6	0.2	0.0	0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2019	19.0	14.5	4.5	36.5	26.4	10.1	11.0	6.5	7.2	2.6	15.3	8.4	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.3	1.2	
2017	1.8	1.5	2.4	1.5	0.3	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.1	2.1	0.8	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2018 Q4	2.0	1.9	2.0	2.4	0.2	8.4	1.2	1.1	1.5	-0.3	1.9	1.7	
2019 Q1	2.0	1.9	1.9	1.3	0.3	3.9	1.2	1.2	1.3	-0.6	1.7	1.5	
Q2	1.5	1.8	0.6	1.2	0.3	3.6	1.3	1.3	2.1	-1.2	2.0	1.5	
Q3	1.8	1.9	1.6	0.0	0.3	-0.7	1.5	1.5	2.2	-0.8	1.1	1.5	
2019 June	1.6	1.9	0.7	0.6	0.3	1.7	1.5	1.4	2.2	-0.9	2.1	1.4	
July	1.9	2.0	1.7	0.4	0.4	0.5	1.5	1.5	2.1	-1.1	0.8	1.4	
Aug.	2.1	1.9	2.5	0.1	0.3	-0.6	1.5	1.5	2.3	-0.8	0.9	1.7	
Sep.	1.6	1.8	0.7	-0.3	0.2	-1.8	1.5	1.5	2.1	-0.6	1.5	1.6	
Oct.	1.5	1.8	0.7	-0.7	0.3	-3.1	1.5	1.5	2.4	-0.4	1.5	1.6	
Nov. ³⁾	2.0	2.1	1.8	.	0.4	-3.2	.	.	.	.	.	.

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/ebu/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 ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods							
						Total	Food, beverages and tobacco	Non- food					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2016	97.9	-2.1	-1.4	-0.5	-1.6	0.5	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.7	4.0	5.0
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.9	0.2	5.6	2.0	4.3	4.8
2018	104.0	3.2	2.4	1.5	2.6	1.0	0.4	0.2	0.6	8.1	2.5	4.8	4.2
2018 Q4	105.7	4.0	2.3	1.4	2.5	1.1	0.3	-0.2	0.8	11.1	2.4	4.7	3.0
2019 Q1	105.4	3.0	1.3	1.1	1.3	1.5	0.4	-0.1	1.0	7.7	2.5	4.1	4.4
Q2	104.8	1.6	1.0	0.9	0.7	1.5	1.0	0.9	0.9	3.0	2.2	4.1	6.5
Q3	104.2	-0.6	0.0	0.5	-0.4	1.5	1.0	1.2	0.8	-4.3	.	.	.
2019 May	105.0	1.6	1.2	1.0	0.8	1.6	1.0	0.9	0.9	3.0	-	-	-
June	104.4	0.7	0.3	0.8	0.2	1.5	1.2	1.2	0.9	-0.2	-	-	-
July	104.5	0.1	0.4	0.6	-0.3	1.6	1.0	1.1	0.8	-2.0	-	-	-
Aug.	104.0	-0.8	-0.2	0.5	-0.4	1.5	1.0	1.3	0.8	-4.9	-	-	-
Sep.	104.1	-1.2	-0.3	0.4	-0.7	1.5	1.2	1.4	0.8	-6.1	-	-	-
Oct.	104.2	-1.9	-0.7	0.3	-1.0	1.4	1.5	1.8	0.8	-7.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

3) 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: 2015 = 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	
2016	100.9	0.9	0.4	0.4	0.4	0.7	-1.3	-2.4	39.9	-2.0	-1.4	-2.8	-3.1	-3.7	-2.3
2017	101.8	1.0	1.3	1.3	1.4	1.6	1.9	2.8	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.7	-1.6	17.8
2018	103.1	1.3	1.7	1.4	1.8	2.0	1.4	2.3	60.4	-0.7	-5.8	4.3	-0.1	-5.3	5.7
2018 Q4	103.8	1.5	2.0	1.7	1.9	2.3	1.8	2.9	59.5	2.1	0.4	3.6	2.3	0.4	4.4
2019 Q1	104.1	1.5	1.7	1.3	1.7	2.6	1.2	1.5	55.6	3.1	3.4	2.8	3.9	5.1	2.7
Q2	104.7	1.7	1.7	1.5	1.7	2.1	1.0	0.9	61.0	-1.8	-0.7	-2.8	-0.1	4.7	-4.9
Q3	105.0	1.7	1.2	1.3	1.7	1.5	0.1	-1.0	55.7	1.9	3.8	0.2	1.7	6.6	-3.1
2019 June	-	-	-	-	-	-	-	-	56.0	-3.1	0.1	-5.8	-2.1	4.2	-8.4
July	-	-	-	-	-	-	-	-	57.1	2.7	3.7	1.8	2.9	7.4	-1.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-1.2	0.5	-2.7	-1.3	3.1	-5.7
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6	4.3	7.4	1.7	3.6	9.3	-2.0
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.7	1.3	5.7	-2.4	2.1	9.7	-5.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.8	4.0	10.5	-1.6	6.6	17.4	-4.2

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
1999-15	4.2	-	-	-3.6	32.0	56.7	56.3	-	49.7
2016	-0.4	2.3	4.4	-7.1	0.6	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	9.2	5.1	6.9	2.5	12.7	64.6	56.3	55.1	51.6
2018	11.5	7.4	9.4	12.1	20.3	65.4	57.9	56.1	52.7
2018 Q4	11.9	8.5	10.0	13.0	23.9	62.6	58.4	54.5	52.7
2019 Q1	8.9	8.2	10.4	11.4	20.4	53.9	57.7	53.0	53.1
Q2	4.6	7.2	9.1	6.1	19.7	50.6	57.1	51.2	52.3
Q3	1.7	6.6	8.3	4.5	17.9	46.4	56.5	48.9	52.0
2019 June	3.2	5.5	9.0	3.9	21.0	48.0	56.2	50.6	52.3
July	1.4	6.8	8.5	4.0	18.7	46.3	56.7	48.8	52.3
Aug.	2.3	6.1	8.8	4.4	18.1	46.7	56.8	49.4	52.1
Sep.	1.4	7.0	7.6	5.0	17.0	46.3	55.9	48.6	51.7
Oct.	1.1	6.5	7.9	4.8	16.0	43.7	57.3	48.7	52.1
Nov.	0.7	6.3	7.4	5.3	14.0	43.9	56.8	48.3	52.1

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 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 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2016	100.0	1.3	1.4	1.0	1.1	1.6	1.4
2017	101.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.6	1.5
2018	104.0	2.2	2.1	2.3	2.3	1.9	2.0
2018 Q4	110.5	2.2	2.2	2.0	2.1	2.3	2.1
2019 Q1	99.6	2.5	2.7	2.0	2.6	2.5	2.3
Q2	110.5	2.7	2.7	2.9	2.7	3.0	2.0
Q3	.	.	.	.	.	.	2.6

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: 2015 =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												
2016	105.4	0.7	1.9	-0.8	0.1	1.1	-0.7	2.3	4.5	0.9	1.1	2.3
2017	106.2	0.7	-0.1	-0.6	1.0	0.3	0.0	-1.3	3.2	1.9	1.4	1.0
2018	108.2	1.8	0.7	1.7	1.0	1.7	1.6	-0.5	3.3	2.2	2.3	2.5
2018 Q4	109.0	2.5	1.8	3.8	1.2	2.3	2.2	0.4	5.0	2.2	2.5	3.0
2019 Q1	109.4	2.3	2.7	3.8	0.8	2.1	1.3	-0.4	5.1	2.0	2.4	1.9
Q2	110.1	2.2	1.3	3.4	1.2	2.0	0.5	-0.7	3.3	2.1	2.6	2.6
Q3	110.7	1.9	0.1	4.3	0.4	1.4	0.3	-0.4	1.7	1.8	2.4	1.6
Compensation per employee												
2016	109.5	1.3	0.1	1.4	1.7	1.6	0.5	1.8	2.9	0.6	1.4	1.5
2017	111.3	1.7	1.1	1.6	2.0	1.4	2.3	1.2	2.2	2.5	1.8	1.6
2018	113.8	2.2	2.4	2.0	1.9	2.4	2.5	1.4	3.2	2.7	2.0	2.3
2018 Q4	114.9	2.3	1.9	1.8	1.7	2.4	2.1	1.4	4.6	3.0	2.1	2.9
2019 Q1	115.4	2.3	1.9	2.1	3.1	2.9	2.0	1.0	4.4	1.8	2.1	2.3
Q2	116.1	2.2	1.8	1.3	3.1	2.4	1.5	1.5	3.8	2.3	2.3	3.0
Q3	116.8	2.1	1.1	2.1	2.7	2.4	1.4	1.3	3.2	1.9	2.2	1.6
Labour productivity per person employed												
2016	103.9	0.6	-1.8	2.2	1.6	0.5	1.2	-0.5	-1.5	-0.2	0.3	-0.8
2017	104.8	0.9	1.2	2.2	0.9	1.1	2.3	2.6	-1.0	0.6	0.5	0.6
2018	105.2	0.4	1.6	0.3	0.9	0.7	0.9	1.9	-0.2	0.5	-0.3	-0.2
2018 Q4	105.3	-0.2	0.0	-1.9	0.5	0.2	-0.1	0.9	-0.4	0.9	-0.4	-0.1
2019 Q1	105.4	0.0	-0.7	-1.6	2.4	0.8	0.7	1.4	-0.6	-0.1	-0.3	0.4
Q2	105.4	0.0	0.6	-2.1	1.9	0.4	1.0	2.2	0.6	0.3	-0.2	0.4
Q3	105.5	0.2	0.9	-2.1	2.2	1.0	1.1	1.7	1.4	0.1	-0.2	0.0
Compensation per hour worked												
2016	111.2	1.0	-0.6	1.2	1.8	0.9	0.5	1.4	2.5	0.2	1.4	1.5
2017	113.3	2.0	1.3	1.8	2.0	1.8	2.4	1.8	2.1	2.4	2.4	2.1
2018	115.8	2.1	1.9	2.1	1.4	2.5	2.6	1.7	2.4	2.7	1.9	2.2
2018 Q4	116.2	2.0	1.4	1.8	1.2	2.0	1.9	1.1	4.3	2.8	1.9	2.4
2019 Q1	116.8	2.0	0.1	1.9	2.4	2.3	1.8	0.9	4.5	1.8	1.9	2.4
Q2	117.6	2.4	2.9	1.6	3.1	2.4	2.0	1.5	3.6	2.3	2.6	3.9
Q3	118.3	2.3	1.7	2.4	2.9	2.5	1.4	1.5	1.6	1.9	2.4	2.5
Hourly labour productivity												
2016	105.7	0.5	-2.1	2.0	1.4	0.3	1.2	-0.9	-2.2	-0.4	0.3	-0.8
2017	107.2	1.4	1.8	2.5	1.1	1.7	2.5	3.1	-0.8	0.9	1.1	1.1
2018	107.7	0.5	0.8	0.5	0.7	1.0	1.1	2.1	-0.8	0.6	-0.3	0.0
2018 Q4	107.3	-0.4	-0.6	-1.8	0.3	0.1	-0.1	0.6	-0.5	0.6	-0.6	-0.2
2019 Q1	107.5	-0.2	-1.8	-1.8	1.8	0.6	0.7	1.2	-0.2	-0.2	-0.4	0.5
Q2	107.6	0.3	0.5	-1.7	1.9	0.7	1.5	2.2	0.4	0.2	0.1	1.3
Q3	107.7	0.5	1.1	-1.8	2.4	1.4	1.3	1.8	-0.3	0.2	0.0	0.8

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												
2016	1,076.0	6,082.7	7,158.7	1,329.1	2,221.6	3,550.7	10,709.5	69.3	522.6	87.9	679.9	11,389.4
2017	1,112.0	6,638.1	7,750.1	1,196.7	2,261.8	3,458.4	11,208.5	74.4	511.7	72.2	658.3	11,866.9
2018	1,163.3	7,119.0	8,282.3	1,125.2	2,299.0	3,424.1	11,706.5	74.3	523.2	71.5	669.0	12,375.4
2018 Q4	1,163.3	7,119.0	8,282.3	1,125.2	2,299.0	3,424.1	11,706.5	74.3	523.2	71.5	669.0	12,375.4
2019 Q1	1,179.2	7,277.1	8,456.3	1,114.8	2,318.1	3,432.8	11,889.1	74.2	509.3	39.5	623.1	12,512.2
Q2	1,189.0	7,415.3	8,604.3	1,111.2	2,338.5	3,449.7	12,054.1	74.5	513.5	35.3	623.2	12,677.3
Q3	1,204.0	7,605.1	8,809.2	1,110.1	2,354.7	3,464.8	12,274.0	74.5	534.8	19.7	629.1	12,903.0
2019 May	1,185.9	7,364.7	8,550.6	1,122.6	2,333.9	3,456.4	12,007.1	71.1	513.6	44.8	629.4	12,636.5
June	1,189.0	7,415.3	8,604.3	1,111.2	2,338.5	3,449.7	12,054.1	74.5	513.5	35.3	623.2	12,677.3
July	1,193.7	7,486.4	8,680.1	1,104.5	2,344.3	3,448.9	12,129.0	75.7	523.5	37.6	636.9	12,765.8
Aug.	1,198.7	7,572.2	8,770.9	1,114.0	2,347.1	3,461.1	12,232.1	72.3	534.9	25.6	632.7	12,864.8
Sep.	1,204.0	7,605.1	8,809.2	1,110.1	2,354.7	3,464.8	12,274.0	74.5	534.8	19.7	629.1	12,903.0
Oct. ^(p)	1,209.4	7,673.9	8,883.3	1,094.2	2,357.0	3,451.2	12,334.5	79.6	518.0	27.7	625.4	12,959.9
Transactions												
2016	38.5	539.6	578.0	-105.9	16.0	-90.0	488.1	-4.3	34.1	18.9	48.7	536.8
2017	36.0	592.6	628.6	-109.5	34.5	-74.9	553.7	6.5	-10.8	-18.9	-23.1	530.5
2018	50.3	465.3	515.6	-74.2	45.1	-29.1	486.5	-0.9	11.6	-4.5	6.2	492.7
2018 Q4	13.1	112.4	125.5	-8.3	14.2	5.9	131.4	2.5	26.9	7.6	37.0	168.4
2019 Q1	15.9	156.3	172.2	-12.7	19.6	6.8	179.0	-0.3	-20.8	-28.5	-49.5	129.5
Q2	9.8	143.0	152.7	-4.4	20.3	15.8	168.6	0.4	4.5	-3.8	1.1	169.7
Q3	15.1	180.8	195.8	-4.6	16.4	11.8	207.6	-0.6	20.0	-15.2	4.2	211.8
2019 May	3.4	56.4	59.8	-3.7	7.9	4.1	63.9	-2.4	-0.2	2.8	0.2	64.1
June	3.1	54.9	57.9	-10.6	4.7	-5.9	52.0	3.6	0.0	-7.5	-3.8	48.1
July	4.7	68.0	72.7	-8.1	5.8	-2.3	70.4	1.1	8.8	1.2	11.1	81.5
Aug.	5.0	83.1	88.1	8.3	2.8	11.1	99.2	-3.7	11.3	-11.5	-3.8	95.4
Sep.	5.3	29.7	35.1	-4.8	7.8	3.1	38.1	2.0	-0.2	-5.0	-3.1	35.0
Oct. ^(p)	5.4	71.8	77.1	-14.1	3.0	-11.1	66.0	5.5	-16.8	9.3	-2.0	64.0
Growth rates												
2016	3.7	9.7	8.7	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.9	7.0	26.5	7.7	5.0
2017	3.3	9.8	8.8	-8.3	1.6	-2.1	5.2	9.5	-2.1	-21.5	-3.4	4.7
2018	4.5	7.0	6.6	-6.2	2.0	-0.8	4.3	-1.3	2.3	-6.3	0.9	4.2
2018 Q4	4.5	7.0	6.6	-6.2	2.0	-0.8	4.3	-1.3	2.3	-6.3	0.9	4.2
2019 Q1	5.9	7.7	7.5	-5.3	2.6	-0.1	5.2	2.4	-1.7	-43.0	-5.8	4.6
Q2	4.7	7.7	7.2	-6.1	3.0	-0.1	5.0	1.1	-0.9	-43.9	-5.0	4.5
Q3	4.7	8.5	7.9	-2.6	3.1	1.2	5.9	3.0	6.1	-65.2	-1.1	5.6
2019 May	4.9	7.5	7.2	-3.7	3.0	0.7	5.2	-2.4	-0.3	-31.0	-3.6	4.7
June	4.7	7.7	7.2	-6.1	3.0	-0.1	5.0	1.1	-0.9	-43.9	-5.0	4.5
July	4.9	8.3	7.8	-5.4	3.0	0.2	5.5	10.4	1.1	-38.1	-1.7	5.1
Aug.	4.8	9.0	8.4	-3.1	2.9	0.9	6.2	-1.1	4.9	-59.7	-2.4	5.7
Sep.	4.7	8.5	7.9	-2.6	3.1	1.2	5.9	3.0	6.1	-65.2	-1.1	5.6
Oct. ^(p)	4.8	9.0	8.4	-4.3	3.0	0.6	6.1	10.1	1.4	-48.0	-2.4	5.6

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													
2016	2,093.8	1,632.5	293.3	159.9	8.0	6,057.4	3,403.3	645.6	2,006.2	2.3	964.3	200.8	386.6
2017	2,240.3	1,797.4	285.0	149.1	8.8	6,317.7	3,702.8	562.2	2,051.9	0.8	991.1	206.6	415.3
2018	2,335.5	1,902.9	277.2	147.8	7.6	6,645.0	4,035.9	517.6	2,090.1	1.4	998.5	203.1	435.4
2018 Q4	2,335.5	1,902.9	277.2	147.8	7.6	6,645.0	4,035.9	517.6	2,090.1	1.4	998.5	203.1	435.4
2019 Q1	2,380.3	1,956.0	270.1	148.1	6.1	6,752.9	4,126.3	514.9	2,110.4	1.4	978.0	213.0	460.0
Q2	2,406.1	1,983.7	265.3	150.0	7.1	6,847.0	4,207.8	509.9	2,127.6	1.7	1,009.5	216.6	460.4
Q3	2,450.3	2,030.7	262.2	151.4	5.9	6,965.1	4,318.3	504.6	2,141.3	1.0	1,042.3	221.3	465.4
2019 May	2,401.5	1,976.1	269.2	149.3	6.9	6,824.1	4,186.6	512.1	2,123.9	1.6	992.7	215.4	458.5
June	2,406.1	1,983.7	265.3	150.0	7.1	6,847.0	4,207.8	509.9	2,127.6	1.7	1,009.5	216.6	460.4
July	2,429.0	2,008.1	264.1	150.4	6.4	6,894.2	4,250.7	508.8	2,132.9	1.8	1,009.3	220.7	457.8
Aug.	2,462.0	2,040.0	264.4	151.0	6.6	6,927.8	4,283.4	507.4	2,135.4	1.7	1,022.9	231.5	461.3
Sep.	2,450.3	2,030.7	262.2	151.4	5.9	6,965.1	4,318.3	504.6	2,141.3	1.0	1,042.3	221.3	465.4
Oct. (p)	2,471.9	2,052.8	260.2	150.9	7.9	6,994.7	4,349.3	500.5	2,143.3	1.7	1,047.5	223.1	467.4
Transactions													
2016	131.9	157.0	-25.5	0.3	0.1	301.1	334.8	-46.3	13.6	-0.9	21.0	-28.3	19.6
2017	180.7	182.4	-1.9	-0.8	0.9	254.7	304.7	-82.1	33.6	-1.5	54.9	7.2	26.7
2018	92.8	105.0	-9.8	-1.1	-1.4	326.5	324.8	-45.0	46.1	0.5	0.8	-4.2	19.3
2018 Q4	28.9	21.2	7.4	-0.2	0.4	95.1	87.2	-7.1	14.8	0.2	4.2	-8.2	0.8
2019 Q1	47.4	54.8	-7.2	0.7	-0.9	106.7	89.7	-3.2	20.3	0.0	-24.6	9.3	24.1
Q2	29.4	30.5	-4.4	2.2	1.1	94.1	82.1	-5.0	16.7	0.3	31.7	3.9	0.1
Q3	40.5	43.3	-2.8	1.4	-1.3	117.2	109.8	-6.0	13.9	-0.6	25.5	4.2	4.6
2019 May	15.2	16.3	-1.3	0.4	-0.1	36.3	30.8	-1.3	6.9	0.0	2.9	3.3	0.3
June	7.3	9.3	-3.3	1.0	0.3	23.7	21.9	-1.8	3.5	0.1	18.5	1.5	1.7
July	22.2	23.2	-0.4	0.2	-0.8	46.8	42.8	-1.4	5.3	0.1	-3.6	4.0	-2.7
Aug.	31.1	30.5	-0.1	0.6	0.1	33.4	32.6	-1.6	2.5	-0.1	11.8	10.6	3.6
Sep.	-12.8	-10.4	-2.3	0.5	-0.7	37.0	34.5	-2.9	6.1	-0.7	17.3	-10.4	3.7
Oct. (p)	24.6	24.5	-1.4	-0.5	2.1	29.7	30.1	-3.7	2.7	0.7	7.8	2.1	1.9
Growth rates													
2016	6.8	10.4	-8.0	0.2	0.8	5.2	10.9	-6.7	0.6	-28.4	2.2	-12.4	5.3
2017	8.6	11.2	-0.7	-0.5	11.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.1	5.8	3.6	6.9
2018	4.1	5.8	-3.5	-0.7	-16.5	5.2	8.8	-8.0	2.3	67.7	0.1	-2.0	4.6
2018 Q4	4.1	5.8	-3.5	-0.7	-16.5	5.2	8.8	-8.0	2.3	67.7	0.1	-2.0	4.6
2019 Q1	5.9	7.6	-2.3	0.2	-17.1	5.7	8.9	-5.6	2.9	-17.2	-2.2	0.5	10.4
Q2	5.8	7.6	-4.6	2.3	12.2	5.8	8.6	-4.9	3.1	72.0	-0.9	-1.5	7.7
Q3	6.3	8.0	-2.6	2.8	-11.8	6.3	9.3	-4.0	3.2	-10.1	3.7	4.3	6.8
2019 May	5.5	6.7	-0.8	1.4	8.8	5.9	8.9	-4.7	3.2	20.5	-0.5	0.0	8.7
June	5.8	7.6	-4.6	2.3	12.2	5.8	8.6	-4.9	3.1	72.0	-0.9	-1.5	7.7
July	6.8	8.6	-2.5	2.4	-8.1	6.1	9.1	-4.5	3.1	13.9	0.0	1.8	6.9
Aug.	7.8	9.6	-2.0	2.4	3.2	6.2	9.2	-4.0	3.0	6.1	3.2	8.7	6.2
Sep.	6.3	8.0	-2.6	2.8	-11.8	6.3	9.3	-4.0	3.2	-10.1	3.7	4.3	6.8
Oct. (p)	7.2	9.1	-3.8	2.5	31.9	6.2	9.2	-4.1	3.1	30.9	4.3	6.8	6.3

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			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans ²⁾	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2016	4,382.4	1,083.1	3,286.0	12,879.6	10,708.6	10,980.9	4,310.3	5,449.8	835.8	112.8	1,385.8	785.2
2017	4,617.2	1,032.3	3,571.0	13,114.1	10,870.5	11,165.0	4,323.5	5,600.2	838.0	108.7	1,440.4	803.2
2018	4,675.5	1,006.3	3,657.8	13,415.1	11,122.7	11,478.4	4,405.9	5,742.1	847.9	126.8	1,517.4	774.9
2018 Q4	4,675.5	1,006.3	3,657.8	13,415.1	11,122.7	11,478.4	4,405.9	5,742.1	847.9	126.8	1,517.4	774.9
2019 Q1	4,661.4	1,001.5	3,648.5	13,526.5	11,201.0	11,553.1	4,426.5	5,787.7	856.1	130.7	1,526.8	798.7
Q2	4,639.5	1,000.7	3,627.1	13,639.5	11,290.7	11,665.4	4,462.5	5,825.8	870.3	132.1	1,546.3	802.5
Q3	4,696.4	999.8	3,685.0	13,774.2	11,394.4	11,762.8	4,488.5	5,876.3	883.5	146.2	1,569.5	810.2
2019 May	4,634.5	1,004.1	3,618.7	13,595.3	11,261.6	11,625.4	4,462.2	5,806.8	867.7	124.9	1,533.6	800.1
June	4,639.5	1,000.7	3,627.1	13,639.5	11,290.7	11,665.4	4,462.5	5,825.8	870.3	132.1	1,546.3	802.5
July	4,672.9	1,000.5	3,660.7	13,682.2	11,335.0	11,706.1	4,483.6	5,843.4	873.6	134.4	1,541.0	806.2
Aug.	4,707.4	1,003.8	3,691.9	13,735.7	11,388.3	11,748.2	4,505.0	5,864.6	878.3	140.4	1,544.6	802.8
Sep.	4,696.4	999.8	3,685.0	13,774.2	11,394.4	11,762.8	4,488.5	5,876.3	883.5	146.2	1,569.5	810.2
Oct. ^(p)	4,665.5	1,001.8	3,652.1	13,801.7	11,423.2	11,786.2	4,503.2	5,895.0	886.2	138.9	1,562.7	815.8
Transactions												
2016	484.2	-34.4	518.5	318.8	234.5	258.2	81.7	121.0	43.0	-11.1	79.9	4.4
2017	287.5	-43.7	330.6	363.3	274.2	315.8	84.9	173.2	19.7	-3.5	63.7	25.4
2018	89.5	-28.4	117.9	375.6	307.8	380.0	124.0	166.4	-0.3	17.8	88.6	-20.7
2018 Q4	29.6	2.4	27.3	65.1	58.0	88.6	16.2	42.4	-4.1	3.5	11.2	-4.1
2019 Q1	-30.7	-5.5	-25.2	110.1	92.1	91.0	32.3	49.1	8.4	2.3	0.5	17.5
Q2	-49.2	-1.5	-48.0	123.6	105.7	126.0	50.7	38.8	17.8	-1.5	17.6	0.3
Q3	-1.5	-0.9	-0.6	128.6	102.2	104.7	27.1	52.1	9.2	13.9	20.2	6.2
2019 May	-7.5	5.4	-13.1	34.5	25.9	34.5	19.7	6.4	1.4	-1.6	11.6	-3.0
June	-22.4	-3.9	-18.4	46.2	39.0	48.9	8.4	18.7	7.6	4.4	9.9	-2.7
July	7.0	-0.3	7.2	39.7	44.3	41.9	22.3	17.8	2.0	2.2	-7.2	2.5
Aug.	5.4	3.2	2.2	50.8	51.5	43.8	20.8	21.3	3.5	5.9	1.5	-2.3
Sep.	-13.9	-3.8	-10.0	38.2	6.4	19.0	-16.0	13.0	3.6	5.7	25.8	6.0
Oct. ^(p)	-17.1	2.2	-19.3	35.8	36.6	35.6	18.8	20.4	4.6	-7.2	-6.3	5.5
Growth rates												
2016	12.4	-3.1	18.6	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.1	0.6
2017	6.6	-4.1	10.2	2.8	2.6	2.9	2.0	3.2	2.4	-3.2	4.6	3.2
2018	2.0	-2.8	3.3	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.4	6.2	-2.6
2018 Q4	2.0	-2.8	3.3	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.4	6.2	-2.6
2019 Q1	1.8	-2.4	3.0	2.8	2.7	3.3	2.5	3.1	-1.0	14.7	4.1	1.8
Q2	-0.2	-2.0	0.3	3.1	3.2	3.5	3.3	3.2	1.8	5.9	3.2	1.3
Q3	-1.1	-0.6	-1.3	3.2	3.2	3.6	2.9	3.2	3.6	14.4	3.3	2.5
2019 May	0.6	-2.2	1.5	2.6	2.7	3.3	2.7	3.1	-0.3	1.7	3.0	0.4
June	-0.2	-2.0	0.3	3.1	3.2	3.5	3.3	3.2	1.8	5.9	3.2	1.3
July	-0.5	-1.5	-0.3	2.9	3.2	3.6	3.3	3.2	2.6	7.2	1.4	1.8
Aug.	-0.6	-0.4	-0.7	3.1	3.5	3.8	3.5	3.3	3.2	12.9	1.2	2.1
Sep.	-1.1	-0.6	-1.3	3.2	3.2	3.6	2.9	3.2	3.6	14.4	3.3	2.5
Oct. ^(p)	-1.4	-0.1	-1.7	3.2	3.3	3.7	3.1	3.3	3.7	11.0	2.2	3.3

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										
2016	4,310.3	4,308.4	1,012.2	796.5	2,501.6	5,449.8	5,729.0	616.5	4,083.7	749.6
2017	4,323.5	4,358.8	986.2	821.2	2,516.2	5,600.2	5,866.6	654.9	4,216.3	729.0
2018	4,405.9	4,489.0	993.2	845.4	2,567.3	5,742.1	6,023.0	684.6	4,353.0	704.5
2018 Q4	4,405.9	4,489.0	993.2	845.4	2,567.3	5,742.1	6,023.0	684.6	4,353.0	704.5
2019 Q1	4,426.5	4,511.6	980.7	853.1	2,592.7	5,787.7	6,065.6	694.5	4,391.1	702.2
Q2	4,462.5	4,554.2	977.6	867.2	2,617.7	5,825.8	6,113.9	705.4	4,422.2	698.1
Q3	4,488.5	4,581.9	982.0	873.5	2,633.0	5,876.3	6,164.6	713.1	4,468.9	694.3
2019 May	4,462.2	4,544.2	981.2	865.3	2,615.7	5,806.8	6,098.5	700.7	4,408.9	697.3
June	4,462.5	4,554.2	977.6	867.2	2,617.7	5,825.8	6,113.9	705.4	4,422.2	698.1
July	4,483.6	4,569.8	983.3	872.9	2,627.4	5,843.4	6,133.3	708.6	4,437.6	697.2
Aug.	4,505.0	4,591.9	995.8	876.3	2,632.9	5,864.6	6,150.7	711.7	4,456.5	696.5
Sep.	4,488.5	4,581.9	982.0	873.5	2,633.0	5,876.3	6,164.6	713.1	4,468.9	694.3
Oct. ^(p)	4,503.2	4,593.3	983.4	878.3	2,641.5	5,895.0	6,181.4	715.2	4,488.3	691.5
Transactions										
2016	81.7	99.6	-14.3	43.4	52.6	121.0	113.8	24.2	105.2	-8.5
2017	84.9	134.8	0.6	39.1	45.2	173.2	164.9	45.1	134.0	-5.9
2018	124.0	174.7	18.7	33.9	71.5	166.4	187.6	40.2	136.1	-9.9
2018 Q4	16.2	38.1	-1.4	8.3	9.4	42.4	49.7	8.9	38.0	-4.5
2019 Q1	32.3	32.5	-10.9	10.3	32.9	49.1	49.2	10.8	39.1	-0.8
Q2	50.7	54.1	0.8	17.1	32.8	38.8	49.9	12.1	28.8	-2.1
Q3	27.1	33.5	3.7	6.2	17.2	52.1	55.6	8.5	46.3	-2.7
2019 May	19.7	17.1	-2.3	6.2	15.8	6.4	16.9	4.8	3.3	-1.7
June	8.4	16.6	-1.2	4.3	5.3	18.7	15.7	4.2	14.5	0.1
July	22.3	17.5	5.2	5.9	11.2	17.8	19.8	3.5	15.1	-0.9
Aug.	20.8	24.4	12.0	3.2	5.7	21.3	17.9	3.2	18.5	-0.4
Sep.	-16.0	-8.4	-13.5	-2.8	0.3	13.0	18.0	1.8	12.6	-1.4
Oct. ^(p)	18.8	17.6	3.4	5.7	9.8	20.4	20.6	2.4	20.4	-2.3
Growth rates										
2016	1.9	2.3	-1.4	5.7	2.1	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.1
2017	2.0	3.2	0.1	5.0	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2018	2.9	4.0	1.9	4.2	2.9	3.0	3.2	6.2	3.2	-1.4
2018 Q4	2.9	4.0	1.9	4.2	2.9	3.0	3.2	6.2	3.2	-1.4
2019 Q1	2.5	3.7	-1.2	4.6	3.3	3.1	3.3	6.0	3.5	-1.5
Q2	3.3	3.9	0.2	5.6	3.8	3.2	3.3	6.3	3.4	-1.1
Q3	2.9	3.6	-0.8	5.0	3.6	3.2	3.4	6.0	3.5	-1.4
2019 May	2.7	3.9	-1.6	5.5	3.5	3.1	3.3	6.1	3.4	-1.6
June	3.3	3.9	0.2	5.6	3.8	3.2	3.3	6.3	3.4	-1.1
July	3.3	4.0	-0.4	5.7	3.9	3.2	3.4	6.2	3.5	-1.2
Aug.	3.5	4.2	0.6	5.8	3.8	3.3	3.4	6.1	3.5	-1.2
Sep.	2.9	3.6	-0.8	5.0	3.6	3.2	3.4	6.0	3.5	-1.4
Oct. ^(p)	3.1	3.8	0.6	4.8	3.5	3.3	3.5	5.8	3.7	-1.7

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										
2016	306.5	6,957.3	2,088.6	71.0	2,148.4	2,649.3	1,127.6	263.5	205.9	121.6
2017	342.7	6,771.0	1,967.4	59.8	2,017.5	2,726.2	938.5	310.8	143.5	92.5
2018	379.3	6,819.0	1,940.5	56.1	2,099.3	2,723.1	1,029.8	453.4	187.0	194.9
2018 Q4	379.3	6,819.0	1,940.5	56.1	2,099.3	2,723.1	1,029.8	453.4	187.0	194.9
2019 Q1	370.0	6,906.3	1,937.1	55.9	2,145.8	2,767.6	1,180.5	420.2	199.0	212.3
Q2	373.7	6,984.2	1,956.6	57.5	2,135.0	2,835.2	1,322.1	434.2	191.5	207.8
Q3	388.0	7,100.2	1,947.3	57.2	2,162.2	2,933.6	1,478.5	442.2	184.2	198.1
2019 May	368.1	6,913.4	1,932.6	56.5	2,138.0	2,786.3	1,277.9	410.3	212.8	229.2
June	373.7	6,984.2	1,956.6	57.5	2,135.0	2,835.2	1,322.1	434.2	191.5	207.8
July	374.5	7,018.2	1,931.1	57.7	2,150.5	2,878.9	1,404.1	399.4	206.5	224.1
Aug.	403.5	7,060.0	1,916.5	57.3	2,148.4	2,937.7	1,461.2	423.9	212.6	231.5
Sep.	388.0	7,100.2	1,947.3	57.2	2,162.2	2,933.6	1,478.5	442.2	184.2	198.1
Oct. ^(p)	380.6	7,057.4	1,947.8	55.0	2,131.1	2,923.5	1,490.2	440.4	221.4	236.2
Transactions										
2016	21.6	-123.0	-71.3	-8.6	-118.5	75.4	-277.6	-90.0	12.8	-12.0
2017	39.0	-73.4	-83.5	-6.6	-71.1	87.8	-92.8	-61.9	-61.2	-28.5
2018	40.5	50.6	-37.9	-4.9	22.8	70.7	77.7	41.0	16.2	23.6
2018 Q4	-22.2	23.7	-1.7	-0.8	11.2	15.0	34.4	40.8	9.7	11.9
2019 Q1	-9.1	43.9	-10.4	-0.2	37.0	17.5	116.5	-31.5	2.7	5.5
Q2	3.8	46.0	21.9	1.6	-0.1	22.6	109.7	35.4	-7.1	-4.5
Q3	14.6	13.3	-15.2	-0.6	5.1	24.0	83.8	28.8	6.9	7.4
2019 May	1.0	6.3	-1.3	0.4	0.4	6.8	59.5	-15.1	-4.1	-2.9
June	5.7	42.7	25.3	1.0	8.0	8.4	23.7	49.0	-20.8	-21.4
July	0.7	-5.2	-26.8	0.2	9.3	12.1	56.3	-25.9	14.9	16.3
Aug.	29.1	-20.5	-17.2	-0.4	-7.8	4.8	8.4	39.4	6.1	7.4
Sep.	-15.2	39.0	28.7	-0.4	3.6	7.0	19.2	15.3	-14.1	-16.3
Oct. ^(p)	-7.2	-12.6	2.0	-1.5	-22.4	9.3	34.1	-8.6	37.3	38.1
Growth rates										
2016	7.7	-1.7	-3.4	-10.9	-5.3	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	12.6	-1.1	-4.0	-9.6	-3.4	3.4	-	-	-29.8	-23.5
2018	11.8	0.8	-1.9	-8.1	1.1	2.7	-	-	8.1	7.7
2018 Q4	11.8	0.8	-1.9	-8.1	1.1	2.7	-	-	8.1	7.7
2019 Q1	8.9	1.3	-1.6	-6.4	2.8	2.6	-	-	17.8	21.2
Q2	12.6	2.2	-0.4	-1.3	3.5	3.1	-	-	5.1	6.7
Q3	-3.2	1.9	-0.3	0.1	2.5	2.9	-	-	6.9	11.0
2019 May	9.1	1.4	-1.6	-3.8	2.8	2.7	-	-	14.4	15.9
June	12.6	2.2	-0.4	-1.3	3.5	3.1	-	-	5.1	6.7
July	5.8	2.0	-1.8	0.4	4.1	3.2	-	-	7.1	9.9
Aug.	5.7	1.7	-2.2	0.4	3.7	3.0	-	-	11.9	15.6
Sep.	-3.2	1.9	-0.3	0.1	2.5	2.9	-	-	6.9	11.0
Oct. ^(p)	-2.9	1.5	-0.1	-2.0	1.2	2.9	-	-	36.4	38.9

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
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.2	-0.1	0.3
2016	-1.4	-1.7	0.0	0.2	0.1	0.7
2017	-0.9	-1.3	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.1	0.1	0.2	0.3	1.3
2018 Q3	-0.4	.	.	.	.	1.5
Q4	-0.5	.	.	.	.	1.3
2019 Q1	-0.6	.	.	.	.	1.2
Q2	-0.7	.	.	.	.	1.0

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
2015	46.4	45.8	12.5	13.0	15.2	0.6	48.4	44.5	10.1	5.3	2.3	22.7	3.9
2016	46.2	45.7	12.6	13.0	15.3	0.5	47.7	44.1	10.0	5.3	2.1	22.7	3.6
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.4	9.9	5.3	1.9	22.5	3.8
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2018 Q3	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.4	46.8	43.2	9.9	5.3	1.9	22.3	3.7
Q4	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7
2019 Q1	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.8	22.4	3.7
Q2	46.4	45.9	12.9	13.0	15.2	0.4	47.1	43.4	9.9	5.3	1.8	22.5	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	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90.8	3.4	16.5	71.0	45.0	27.6	45.8	9.7	81.2	18.3	31.1	41.4	88.8	2.1
2016	90.0	3.3	15.7	71.0	47.5	30.8	42.5	9.4	80.6	17.9	29.8	42.3	87.9	2.1
2017	87.8	3.2	14.5	70.1	48.2	32.2	39.5	8.6	79.1	16.4	29.0	42.3	86.0	1.8
2018	85.9	3.1	13.8	69.0	48.0	32.4	37.8	8.0	77.8	16.1	28.3	41.4	84.5	1.4
2018 Q3	87.1	3.2	13.9	70.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85.9	3.1	13.8	69.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	86.5	3.1	13.6	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86.4	3.1	13.5	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.3	-0.8	1.2
2016	-0.8	-0.7	0.2	0.1	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.3	1.6
2017	-2.3	-1.0	-0.1	0.3	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-1.1	0.9
2018	-1.9	-1.3	0.4	0.3	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	-0.9	0.8
2018 Q3	-2.2	-1.5	0.5	0.7	0.6	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.2	-1.2	0.9
Q4	-1.9	-1.3	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.9	0.8
2019 Q1	-1.3	-1.2	0.7	0.6	0.6	-0.2	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.8	1.2
Q2	-0.9	-1.0	0.8	0.7	0.7	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	-0.6	1.4

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	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
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
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2018 Q3	12.7	11.1	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9
Q4	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019 Q1	12.7	11.2	3.8	1.5	0.4	7.4	2.3	1.1	0.0	2.6	2.5	0.5	1.0
Q2	12.9	11.4	3.7	1.5	0.4	7.4	2.3	1.3	0.0	2.6	2.3	0.5	0.9
2019 May	12.9	11.4	3.5	1.5	0.4	7.4	2.3	1.2	0.0	2.6	2.5	0.5	1.0
June	12.9	11.4	3.7	1.5	0.4	7.4	2.3	1.3	0.0	2.6	2.3	0.5	0.9
July	13.0	11.5	4.1	1.5	0.4	7.5	2.3	1.3	-0.1	2.6	2.3	0.4	1.0
Aug.	12.9	11.4	4.2	1.5	0.4	7.4	2.2	1.3	-0.1	2.6	2.3	0.4	1.1
Sep.	13.1	11.6	3.9	1.5	0.4	7.4	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.0
Oct.	12.8	11.3	3.4	1.5	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.2

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2015	-2.4	0.9	0.1	-1.9	-5.6	-5.2	-3.6	-2.6	-1.0	
2016	-2.4	1.2	-0.5	-0.7	0.5	-4.3	-3.5	-2.4	0.1	
2017	-0.7	1.2	-0.8	-0.3	0.7	-3.0	-2.8	-2.4	1.7	
2018	-0.7	1.9	-0.6	0.1	1.0	-2.5	-2.5	-2.2	-4.4	
2018 Q3	-0.2	2.1	0.2	-0.5	0.8	-2.7	-2.5	-2.0	-4.2	
Q4	-0.8	1.9	-0.6	0.1	1.0	-2.5	-2.5	-2.2	-4.4	
2019 Q1	-1.1	1.8	-0.7	0.1	0.3	-2.6	-3.0	-2.2	-3.9	
Q2	-1.6	1.7	-0.6	0.7	0.5	-2.8	-3.3	-2.1	-3.7	
Government debt										
2015	105.2	72.1	10.0	76.7	175.9	99.3	95.6	135.3	107.5	
2016	104.9	69.2	10.2	73.9	178.5	99.2	98.0	134.8	103.4	
2017	101.8	65.3	9.3	67.8	176.2	98.6	98.4	134.1	93.9	
2018	100.0	61.9	8.4	63.6	181.2	97.6	98.4	134.8	100.6	
2018 Q3	105.4	62.7	8.5	67.2	182.3	98.9	99.4	136.1	107.9	
Q4	102.1	61.9	8.4	63.6	181.2	97.6	98.4	134.8	100.6	
2019 Q1	105.3	61.7	8.0	65.4	182.1	98.9	99.7	136.6	103.2	
Q2	104.7	61.2	9.3	63.9	180.2	98.9	99.6	138.0	107.2	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2015	-1.4	-0.3	1.4	-1.0	-2.0	-1.0	-4.4	-2.8	-2.7	-2.4
2016	0.1	0.2	1.8	0.9	0.0	-1.5	-1.9	-1.9	-2.5	-1.7
2017	-0.5	0.5	1.4	3.4	1.3	-0.7	-3.0	0.0	-1.0	-0.7
2018	-0.7	0.6	2.7	1.9	1.5	0.2	-0.4	0.8	-1.1	-0.8
2018 Q3	-0.4	0.5	2.2	3.4	2.0	0.1	-0.1	0.5	-0.7	-0.7
Q4	-0.7	0.6	2.7	1.9	1.5	0.2	-0.4	0.8	-1.1	-0.8
2019 Q1	-0.7	0.2	3.1	1.8	1.7	-0.1	-0.2	0.6	-1.0	-0.9
Q2	-0.9	0.0	3.2	1.0	1.8	0.0	0.2	0.6	-1.0	-1.0
Government debt										
2015	36.7	42.7	22.0	57.8	64.6	84.9	131.2	82.6	51.9	63.0
2016	40.2	39.9	20.1	55.5	61.9	82.9	131.5	78.7	52.0	62.6
2017	38.6	39.3	22.3	50.3	56.9	78.3	126.0	74.1	51.3	60.9
2018	36.4	34.1	21.0	45.8	52.4	74.0	122.2	70.4	49.4	59.0
2018 Q3	37.5	34.9	21.2	45.9	52.9	75.7	125.5	71.4	51.7	58.9
Q4	36.4	34.1	21.0	45.8	52.4	74.0	122.2	70.4	49.1	59.0
2019 Q1	37.7	34.0	20.8	46.4	50.9	72.7	123.7	68.1	49.0	58.7
Q2	36.7	36.1	20.3	45.7	50.9	71.8	121.2	67.7	48.4	60.5

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2019

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 11.12.2019 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-19-008-FI-N