

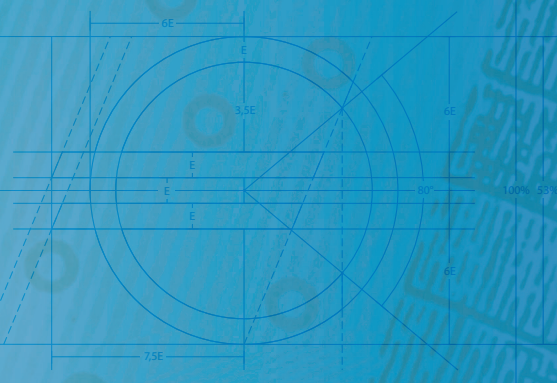


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

6/2018



Sisällys

Raha- ja reaalityalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	5
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	12
3 Talouskehitys euroalueella	17
4 Hinnat ja kustannukset	21
5 Rahan määrä ja luotonanto	26
6 Julkisen talouden kehitys	33
Kehikot	36
1 Protektionismin lisääntymisen makrotaloudelliset vaikutukset	36
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 3.5.–31.7.2018	40
3 Öljyn hinta, ulkomaankaupan vaihtosuhte ja yksityinen kulutus	46
4 Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen: tilanne kymmenen vuotta finanssikriisin puhkeamisen jälkeen	49
Artikkelit	
(Saatavissa englanninkielisinä EKP:n verkkopalvelusta http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/html/index.en.html)	
1 The global financial cycle: implications for the global economy and the euro area	
2 Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations	
3 Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years	
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalitalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto totesi 13.9.2018 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa, että EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arviot ja muut saadut tiedot pitkälti vahvistavat edelliskertaisen arvion, jonka mukaan euroalueen talouskasvu jatkuu laaja-alaisena ja inflaatio nopeutuu vähitellen. Talouden vahva kasvuvire pitää edelleen yllä luottamusta siihen, että inflaation kestävä palautuminen tavoitteen mukaiseksi jatkuu eikä pysähdy omaisuuseräostojen asteittaisen lopettamisen jälkeenkään. Protektionismin lisääntymiseen, kehittyvien markkinoiden heikkouksiin ja rahoitusmarkkinoiden heilahteluihin liittyvät epävarmuustekijät ovat kuitenkin nousseet viime aikoina vahvemmin esiin. Runsas rahapolitiittinen elvytys onkin edelleen tarpeen, jotta voidaan tukea kotimaisten hintapaineiden lisäkasvua ja kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Tukivaikutusta ylläpidetään edelleen vuoden loppuun asti jatkettavilla omaisuuseräostoilla, jo ennestään mittavilla arvopaperiomistuksilla ja takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksilla sekä EKP:n ohjauskorkojen kehitystä koskevalla tehostetulla ennakoivalla viestinnällä. Joka tapauksessa EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan sen varmistamiseksi, että inflaatiiovauhti palautuu edelleen kestävästi kohti EKP:n neuvoston tavoitetta.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Vuoden 2018 alkupuoliskolla maailmantalous kasvoi edelleen vakaasti, mutta kasvun odotetaan rauhoittuvan. Kehittyneet taloudet hyötyvät edelleen kasvua tukevasta rahapolitiikasta ja Yhdysvaltain finanssipoliittisesta elvytyksestä, ja raaka-aineiden viejämaissa talouskehitys on saanut vetoapua raaka-aineiden hintojen noususta kuluneena vuonna. Rahoitusolot ovat kuitenkin tiukentuneet erityisesti eräissä nousevissa markkinatalousmaissa. Lisäksi kansainvälisen kaupan kasvu on hidastunut ja tulevia kauppasuhteita koskeva epävarmuus on lisääntynyt. Keskipitkällä aikavälillä maailmantalouden odotetaan kasvavan lähes potentiaalista kasvuvauhtiaan, sillä useimmissa kehittyneissä talouksissa tuotantokuilut ovat jo sulkeutuneet tai sulkeutumassa. Maailmantalouden inflaatiopaineiden odotetaan kasvavan vähin erin sitä mukaa kun käyttämätön kapasiteetti vähenee.

Euroalueen riskittömät pitkät korot ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina EKP:n neuvoston kesäkuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen. Valtion joukkolainojen riskilisät ovat heilahdelleet Italian jatkuvan poliittisen epävarmuuden takia. Vaikka yritysten tulokset ovat edelleen vahvoja, euroalueen rahoituslaitosten osakkeiden ja joukkolainojen hinnat ovat laskeneet geopolitiittisen epävarmuuden ja joillakin kehittyvillä markkinoilla lisääntyneiden heilahtelujen vuoksi. Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotettu valuuttakurssi on laajalti vahvistunut.

Tuoreimmat talousindikaattorit ja kyselytulokset vahvistavat, että euroalueen talouskasvu jatkuu laaja-alaisena, vaikka se on jonkin verran rauhoittunut vuoden 2017 vahvoista lukemista.

Euroalueen BKT:n neljännesvuosikasvu oli vuoden 2018 toisella neljänneksellä 0,4 % eli sama kuin ensimmäisellä neljänneksellä. EKP:n rahapoliittisten toimien vaikutus pönkittää edelleen kotimaista kysyntää. Yksityinen kulutus saa tukea palkkojen noususta sekä työllisyyden jatkuvasta kohenemisestä, joka perustuu osin aiempiin työmarkkinauudistuksiin. Suotuisat rahoitusolot, kannattavuuden paraneminen ja vahva kysyntä edistävät yritysten investointeja, ja asuinrakennusinvestointien kehitys on edelleen vahvaa. Lisäksi maailmantalouden kasvun odotetaan jatkuvan ja tukevan siten euroalueen vientiä.

Euroalueen talouskehitystä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa euroalueen BKT:n vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 2,0 % vuonna 2018 ja 1,8 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020.

BKT:n kasvu vuosina 2018 ja 2019 on siis arvioitu hieman hitaammaksi kuin kesäkuuisissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa – pääasiassa siksi, että vientikysynnän kasvuvaikutus on nyt pienempi. Vaikka protektionismin lisääntymiseen, kehittyvien markkinoiden heikkouksiin ja rahoitusmarkkinoiden heilahteluihin liittyvät riskit ovat nousseet viime aikoina vahvemmin esiin, euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvien riskien voidaan edelleen katsoa olevan jokseenkin tasapainossa.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui elokuussa 2,0 prosenttiin (heinäkuussa 2,1 %).

Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan pysyttelevän vuoden loppuun asti suunnilleen samoissa lukemissa. Pohjainflaatio on indikaattorien mukaan edelleen yleisesti ottaen vaimeaa, mutta se on nopeutunut aiemmista pohjalukemistaan. Kotimaiset kustannuspaineet ovat vahvistumassa ja laajentumassa kapasiteetin korkean käyttöasteen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä, mikä vauhdittaa palkkojen nousua. Pohjainflaation odotetaan vauhdittuvan loppuvuodesta ja nopeutuvan sen jälkeen maltillisesti keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella.

Samankaltainen kuva välittyy EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,7 % vuosina 2018, 2019 ja 2020.

Arvio vastaa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuuisia arvioita. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,1 % vuonna 2018 ja nopeutuvan sen jälkeen vähin erin niin, että se on 1,5 % vuonna 2019 ja 1,8 % vuonna 2020.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuutena jokseenkin neutraalia vuonna 2018, lievästi elvyttävää vuonna 2019 ja jälleen jokseenkin neutraalia vuonna 2020.

Euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhteen odotetaan kaiken kaikkiaan edelleen supistuvan arviointijakson aikana lähinnä suotuisan suhdannetilanteen ja korkomenojen pienenemisen ansiosta. Euroalueen julkisen talouden velkasuhteen supistuminen jatkuu, mutta velan määrä on edelleen suuri suhteessa BKT:hen.

Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu hidastui omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien kuukausittaisten ostojen pienentämisen myötä.

M3 kasvoi heinäkuussa 4,0 % (kesäkuussa 4,5 %). Kuukausitason heilahteluista huolimatta M3:n kasvu nojaa yhä vahvemmin pankkien luotonantoon. Suppea raha-aggregaatti M1 on silti edelleen merkittävin lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä. Yksityisen sektorin lainakanta jatkoi vuoden 2014 alussa alkanutta elpymistä. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli heinäkuussa 4,1 % ja kotitalouksien lainakannan 3,0 %, eli ne eivät muuttuneet kesäkuusta. Vuoden 2014 kesäkuusta lähtien käyttöön otettujen rahapoliittisten toimien vaikutuksen välittyminen edistää edelleen merkittävästi kotitalouksien ja etenkin pienten ja keskisuurten yritysten lainansaannin helpottumista ja luotonannon lisääntymistä koko euroalueella. Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen kokonaismäärä kasvoi merkittävästi vuoden 2018 toisella neljänneksellä.

Rahapoliittiset päätökset

EKP:n neuvosto teki taloudellisen ja rahatalouden analyysin perusteella seuraavat päätökset.

Se päätti ensinnäkin jättää EKP:n ohjauskorot ennalleen. Niiden odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla ainakin vuoden 2019 kesän ajan ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvassa omaisuuserien osto-ohjelmassa jatketaan nykyisiä 30 miljardin euron suuruisia kuukausittaisia ostoja syyskuun 2018 loppuun saakka. Sitten omaisuuseräostojen määrää vähennetään siten, että ostoja tehdään joulukuun 2018 loppuun asti 15 miljardilla eurolla kuukaudessa. EKP:n neuvosto odottaa ostojen sen jälkeen päättyvän, jos tulevat tiedot vahvistavat sen keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset. EKP:n neuvosto aikoo jatkaa ohjelmassa ostettujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman sijoittamista uudelleen vielä pidemmän aikaa ostojen päättymisen jälkeen ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.

Ulkoinen ympäristö

Vaikka maailmantalous jatkoi vakaata kasvua vuoden 2018 alkupuoliskolla, kasvuvauhdin odotetaan maltillistuvan protektionismin kasvuun, kehittyvien talouksien haavoittuvuuksiin ja rahoitusmarkkinoiden epävarmuuteen liittyvien riskien ja epävarmuustekijöiden myötä. Kehittyneet taloudet hyötyvät jatkossakin kasvua tukevasta rahapolitiikasta ja Yhdysvaltojen elvyttävästä finanssipolitiikasta, ja raaka-aineiden viejämaiden kasvu on saanut tukea raaka-aineiden hintojen elpymisestä kuluvana vuonna. Rahoitusolot ovat kuitenkin vaikeutuneet erityisesti joillakin kehittyvillä markkinoilla. Maailmankaupan kasvu on myös hidastunut ja epävarmuus kauppasuhteiden kehityksestä on kasvanut. Keskipitkällä aikavälillä maailmantalouden odotetaan kasvavan jokseenkin potentiaalisen kasvun vauhtia. Tuotantokuilut ovat jo umpeutuneet tai umpeutumassa useimmissa kehittyneissä talouksissa, talouspoliittinen tuki vähenee asteittain ja Kiina on siirtymässä hitaamman kasvun uralle. Maailmantalouden inflaatiopaineiden odotetaan kasvavan vähin erin käyttämättömän kapasiteetin vähetessä. Maailmantalouden kasvuun liittyvät riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan.

Maailmantalouden ja kaupan kehitys

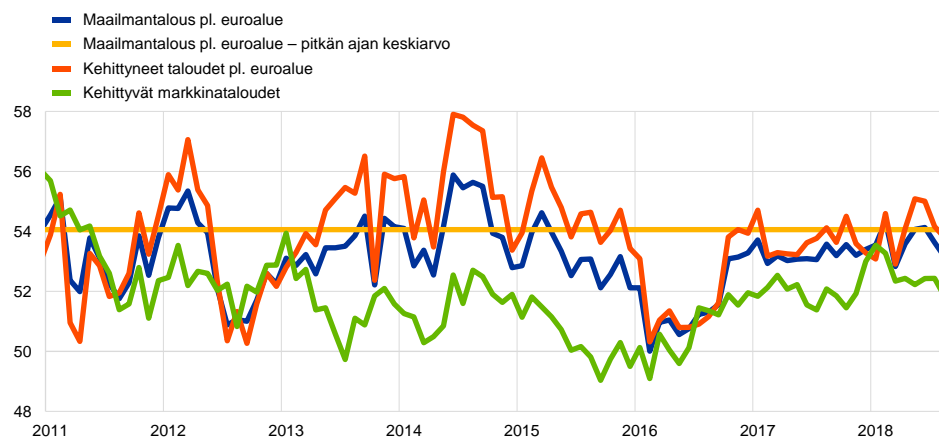
Maailmantalouden vakaa kasvu jatkui vuoden 2018 alkupuoliskolla riskien ja epävarmuuden lisääntymisestä huolimatta. Ensimmäisellä neljänneksellä hidastunut Yhdysvaltojen ja Japanin kasvu elpyi voimakkaasti toisella neljänneksellä. Myös Ison-Britannian BKT:n kasvu elpyi maltillisesti. Kehittyvien markkinatalouksien kasvu on saanut tukea Intian ja Kiinan nopean kasvun jatkumisesta. Venäjän kasvu virkistyi vuoden alkupuoliskolla öljyn hinnan nousun tukemana, mutta kasvu heikkeni Brasiliassa, jossa lakkoihin ja poliittiseen epävarmuuteen liittyvät häiriöt ovat rasittaneet luottamusta.

Kyselytutkimukset viittaavat maailmantalouden kasvun mahdolliseen maltillistumiseen. Globaalin tehdasteollisuuden kasvu on vaimentunut viime kuukausina, ja ilman euroaluetta laskettu maailman kokonaistuotantoa kuvaava ostopäälliköiden yhdistelmäindeksi (PMI) laski elokuussa jonkin verran pitkän aikavälin keskitasonsa alapuolelle (kuvio 1). Kuluttajien luottamusindikaattorit ovat kuitenkin edelleen koholla viimeaikaisesta laskustaan huolimatta.

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköjen yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksi)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2018. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 elokuuhun 2018.

Uudet lisätullien korotukset ja epävarmuus tulevista kauppasuhteista todennäköisesti rasittavat jatkossa maailmantalouden kasvua.

Kolmen viime kuukauden aikana Yhdysvalloissa on otettu käyttöön uusia lisätulleja. EU:n, Kanadan ja Meksikon alkuperäinen vapautus teräksen ja alumiinin tuonnin lisätulleista päättyi kesäkuussa. Lisätullien kohteena olevat maat ovat ilmoittaneet vastatoimista. Lisäksi vuoden 1974 ulkomaankauppalaain 301 §:n mukaiset lisätullit – jotka perustuvat huoliin teknologian siirtymisestä Kiinaan – astuivat voimaan heinä- ja elokuussa ja vaikuttivat yhteensä 50 miljardin dollarin arvoiseen osuuteen Kiinan viennistä Yhdysvaltoihin. Kiina vastasi niihin asettamalla vastaavan lisätullin Yhdysvaltojen viennille. Vaikka tähän mennessä käyttöön otetut lisätullit vaikuttavat vain verrattain pieneen osaan maailmankauppaa, jännitteet ovat merkittäviä ja ovat lisänneet näkyviin liittyvää epävarmuutta. Yhdysvaltojen ja Kiinan väliset suhteet ovat jännittyneet, ja Yhdysvaltojen hallinto laatii luetteloa 200 miljardin dollarin arvoisesta ryhmästä kiinalaisia tuontituotteita, joihin odotettiin kohdistuvan toinen aalto lisätulleja EKP:n neuvoston syyskuun kokouksen aikaan¹. Yhdysvalloissa on aloitettu selvitys myös autoteollisuuden ulkomaankaupan vaikutuksista kansalliseen turvallisuuteen.

Ulkomaankauppaa koskevat huolet, kehittyneiden talouksien rahapolitiikan asteittainen normalisoituminen ja joidenkin kehittyvien markkinatalouksien poliittinen epävarmuus ovat lisänneet rahoitusmarkkinoiden jännitteitä viime kuukausina.

Rahapolitiikan asteittainen normalisoituminen Yhdysvalloissa on jatkunut: kesäkuun 2018 koronnostojen jälkeen Federal funds -futuurisopimusten hintakäyrä on viitannut siihen, että markkinaosapuolet odottavat uusia koronnostoja lähikuukausina. Korkeiden nousu ja dollarin vahvistuminen yhdessä johtivat rahoitusolojen kiristymiseen joissakin kehittyvissä markkinatalouksissa kesän

¹ EKP:n neuvoston 13.9. pidetyn kokouksen jälkeen Yhdysvaltojen hallinto on ilmoittanut lisätulleista, jotka kohdistuvat 200 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoiseen tuontiin Kiinasta Yhdysvaltoihin, ja Kiina on niiden johdosta lisätullit 60 miljardin dollarin arvoiselle tuonnille Yhdysvalloista. Molemmat lisätullit tulevat voimaan 24.9.2018.

alkukuukausina. Eräissä kehittyvissä markkinatalouksissa, erityisesti Argentiinassa ja Turkissa, on ollut voimakkaita jännitteitä, jotka ovat liittyneet talouspolitiikan uskottavuuteen ja suuriin ulkopuolisen rahoituksen tarpeisiin. Vaikka suuret heilahtelut ovat lyhyellä aikavälillä rajoittuneet näihin maihin, muissakin kehittyvissä markkinatalouksissa on havaittu jonkin verran kerrannaisvaikutuksia, sillä valtionlainojen riskilisät ovat nousseet ja valuuttakursseihin on kohdistunut painetta.

Lyhyellä aikavälillä maailmantalouden kasvun odotetaan vaimenevan.

Kehittyneissä talouksissa rahapolitiikka tukee edelleen kasvua. Samalla Yhdysvaltojen merkittävä finanssipoliittinen elvytys vauhdittaa maailmantalouden kasvua. Lisäksi öljyn hinnan nousu on osaltaan vakauttanut investointeja monissa öljynviejämaissa. Maailmankaupan hiipumisen ja tulevia kauppasuhteita koskevan epävarmuuden kasvun odotetaan kuitenkin rasittavan luottamusta ja investointeja. Joidenkin kehittyvien markkinatalouksien rahoitusolojen kiristyminen viime kuukausien aikana hillinnee myös maailmantalouden kasvua.

Keskipitkällä aikavälillä maailmantalouden odotetaan kasvavan jokseenkin potentiaalisen kasvun vauhtia.

Tuotantokuilut ovat jo umpeutuneet monissa kehittyneissä talouksissa. Lisäksi talouspoliittinen tuki vähenee jatkossa asteittain. Globaalia kysyntää vaimentaa myös Kiinan siirtyminen hitaamman kasvun tielle, jolla kasvu on vähemmän riippuvaista velkarahoituksesta ja finanssipoliittisesta tuesta. Toisaalta kehittyvien markkinatalouksien näkymien odotettu vakaantuminen tukee jatkossa maailmantalouden kasvua. Keskipitkällä aikavälillä maailmantalouden kasvuvauhdin odotetaan asettuvan kriisiä edeltänyttä hitaammalle tasolle.

Yksittäisistä maista Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana tänä vuonna.

Kireä työmarkkinatilanne, jota luonnehtii historiallisesti katsoen alhainen työttömyys, vakaa osallistumisaste ja nouseva palkkakehitys, tukee kotitalouksien tulojen kehitystä ja kulutusta, kun taas investointien odotetaan saavan tukea yritysten vahvoista tuloksista ja edelleen suotuisista rahoitusoloista. Verouudistusten ja julkisten menojen lisäysten odotetaan tukevan kasvunäkymiä kuluvana ja ensi vuonna ja sitten hiipuvan vuonna 2020.

Japanin talouden kasvun arvioidaan hiljalleen hidastuvan.

Vaikka talouskasvun voi odottaa saavan vauhtia kasvua tukevasta rahapolitiikasta, finanssipoliittisen tuen heikkenemisen ja kapasiteettirajoitteiden kiristymisen odotetaan rasittavan kasvua. Palkat nousevat maltillisesti ja työmarkkinatilanne kiristyy yksityistä kulutusta tukien. Inflaation arvioidaan kuitenkin pysyvän Japanin keskuspankin 2 prosentin tavoitevauhtia hitaampana.

Ison-Britannian näkymät ovat vaimean kotimaisen kysynnän myötä maltillisemmat.

Kun inflaatio hidastuu, yksityisen kulutuksen voi odottaa saavan tukea epävarmoista talousnäkyistä huolimatta. Ison-Britannian EU-eroa koskeviin neuvotteluihin liittyvän epävarmuuden kuitenkin odotetaan sillä välin vaikuttavan investointeihin.

Keski- ja Itä-Euroopan maiden BKT:n kasvun odotetaan jatkuvan vahvana lyhyellä aikavälillä.

Kasvu saa tukea voimakkaista investoinneista EU-rahoituksen myötä, vakaasta yksityisestä kulutuksesta sekä työmarkkinatilanteen

kohenemisestä. Keskipitkällä aikavälillä talouskasvun odotetaan hidastuvan kohti potentiaalista kasvuvauhtia.

Tuoreet tiedot viittaavat Kiinan talouskasvun hidastumiseen

lähitulevaisuudessa. Asuntomarkkinoiden viileneminen ja rahoitusolojen aikaisemman kiristymisen viipeelliset vaikutukset saattavat hillitä kasvua, ja Yhdysvaltojen asettamien lisätullien odotetaan rasittavan ulkomaankauppaa. Rahapoliittisen ja jossain määrin finanssipoliittisen elvytyksen voi kuitenkin odottaa ylläpitävän positiivista kasvua lyhyellä aikavälillä. Keskipitkällä aikavälillä rakenneuudistusten etenemisen oletetaan johtavan Kiinan talouskasvun hillittyyn hidastumiseen ja tasapainottumiseen.

Raaka-aineiden viejäm maiden talouskasvun arvioidaan vahvistuvan maltillisesti.

Venäjän kasvunäkymät saavat tänä vuonna tukea öljyn hinnan noususta, suhteellisen hitaasta inflaatiosta sekä yritysten ja kuluttajien luottamuksen paranemisesta. Toisaalta Yhdysvaltojen viimeaikaiset pakotteet todennäköisesti rasittavat kasvua lyhyellä aikavälillä poliittisen epävarmuuden lisääntymisen myötä. Keskipitkällä aikavälillä talouden odotetaan kasvavan maltillisesti, kun liiketoimintaympäristö on haastava, kiinteät investoinnit ovat heikkoja ja rakenneuudistusten puute heikentää Venäjän kasvupotentiaalia. Brasilian lyhyen aikavälin näkymiä varjostavat poliittinen epävarmuus ja lakkojen aiheuttamat häiriöt. Jatkossa kuitenkin työmarkkinatilanteen paraneminen ja kasvua edistävä rahapolitiikka tukenevat kulutusta, kun inflaatiopaineet pysyvät maltillisina.

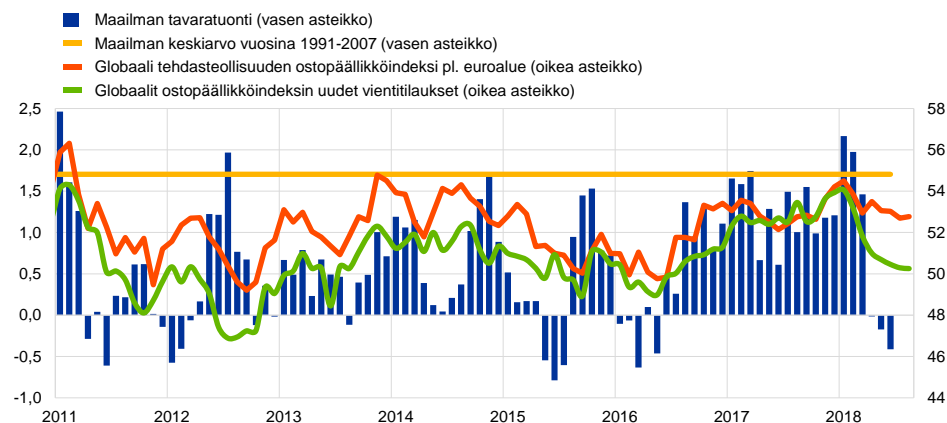
Turkin odotetaan sopeutuvan vaikeuksien kautta lähikuukausina. Kuluneen vuoden nopea kasvu on johtanut merkittävään ylikuumenemiseen. Valuutan viimeaikainen heikkeneminen, pääomien pako maasta ja korkeat inflaatiopaineet kertovat taloudellisen ympäristön nopeasta heikkenemisestä. Indikaattorit osoittavat jo kasvun heikkenemistä, jonka odotetaan syvenevän lyhyellä aikavälillä.

Indikaattorien perusteella kansainvälisen kaupan kasvu hidastui vuoden alkupuoliskolla hieman viime vuoden vahvan kasvun jälkeen. CPB:n tietojen mukaan koko maailman tavaratuonnin määrä supistui toisella vuosineljänneksellä 0,4 %. Käsitys maailmankaupan heikkenemisestä on yhdenmukainen muiden indikaattorien kanssa (kuvio 2).

Kuvio 2

Tavaroiden maailmankauppa

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



Lähteet: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis ja ECB calculations.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2018 (maailmanlaajuisen ostopääällikköindeksi: tehdasteollisuus ja uudet vientitilaukset) sekä kesäkuulta 2018 (ulkomaankauppa).

Lyhyellä aikavälillä maailmankaupan odotetaan jatkuvan vaimeana.

Protektionismin lisääntymisen odotetaan heikentävän ulkomaankaupan näkymiä. Tähän mennessä käyttöön otetut lisätullit vaikuttavat suhteellisen pieneen osaan maailmankaupasta. Vaikka lisätullien välitön vaikutus useimpiin maihin on pieni, ne ovat lisänneet huolta ulkomaankauppapolitiikan ja maailmantalouden yleisemmistä näkymistä. Kauppasuhteisiin liittyvän epävarmuuden odotetaan rasittavan luottamusta ja investointeja ja sitä kautta myös maailmankaupan näkymiä. Keskipitkällä aikavälillä maailmankaupan odotetaan kasvavan jokseenkin maailmantalouden kasvun mukaisesti.

Kaiken kaikkiaan maailman kokonaistuotannon kasvun arvioidaan hidastuvan

arviointijaksolla. EKP:n asiantuntijoiden syyskuussa 2018 laatimien talousnäkymiä koskevien arvioiden mukaan maailmanlaajuisen BKT:n kasvuvauhdin (laskettuna ilman euroaluetta) odotetaan nopeutuvan 3,9 prosenttiin vuonna 2018 ja sitten hidastuvan 3,7 prosenttiin vuosina 2019 ja 2020. Tämä ennuste heijastaa joidenkin kehittyvien talouksien kasvun hidastumista lähitulevaisuudessa rahoitusolojen kiristymisen myötä. Jatkossa kehittyneiden talouksien kasvun odotetaan hidastuvan potentiaalista trendikasvu-uraa kohti. Samaan aikaan Kiinan kasvun odotetaan hidastuvan asteittain. Euroalueen vientikysynnän kasvun ennustetaan olevan 4,1 % vuonna 2018 ja hidastuvan sen jälkeen 3,6 prosenttiin vuosiksi 2019 ja 2020. Kesäkuun 2018 arvioihin verrattuna maailmantalouden kasvu vuosina 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hitaammaksi joidenkin kehittyvien markkinatalouksien näkymien heikkenemisen myötä. Euroalueen viennin ulkomaista kysyntää koskevaa arviota on myös korjattu aiempaa vaimeammaksi ulkomaankaupan tilastotietojen heikkenemisen ja talouskasvun odotetun hidastumisen myötä.

Globaaleja talousnäkymiä koskevat riskit painottuvat odotettua heikomman

kasvun suuntaan. Positiiviselta kannalta Yhdysvaltojen finanssipoliittinen paketti voi vaikuttaa talouskasvuun odotettua voimakkaamminkin. Lyhyellä aikavälillä protektionismin kasvun todennäköisyys on kuitenkin lisääntynyt, mikä saattaa

vaikuttaa maailmantalouden ja -kaupan kasvuun merkittävästi. Muita kasvua hidastavia riskejä voisi aiheutua globaalien rahoitusolojen kiristymisestä erityisesti kehittyvissä markkinatalouksissa, Kiinan uudistusohjelmaan liittyvistä häiriöistä ja erityisesti Ison-Britannian EU-eroon liittyvistä geopolittisistä epävarmuustekijöistä.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

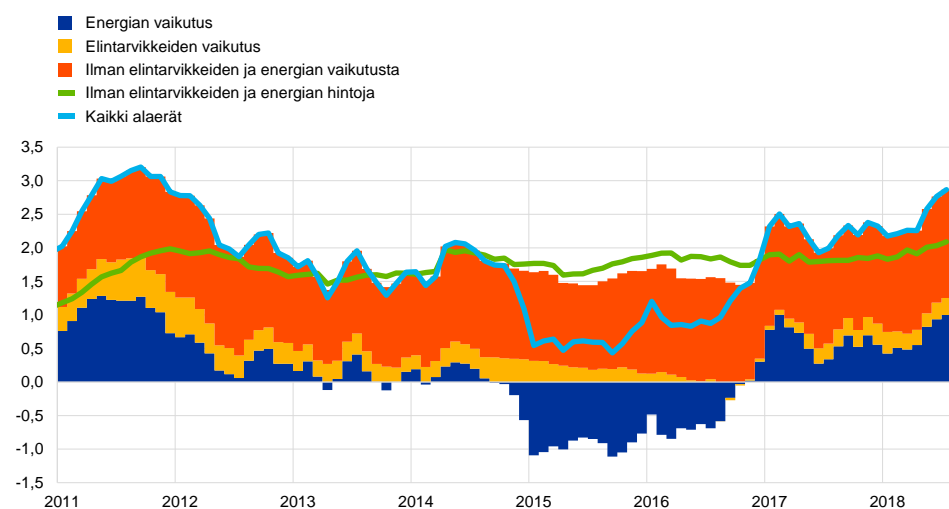
Öljyn hinta on viime viikkoina heilahdellut. Kesän ensimmäisinä kuukausina öljyn hinta laski, kun tarjontanäkymät paranivat Libyan häiriöiden päättymisen myötä ja OPEC-maiden ja Venäjän tarjonnan odotettiin kasvavan. Tästä syystä EKP:n asiantuntijoiden syyskuun arvioiden taustaoletus öljyn lyhyen aikavälin hinnasta oli noin 7,5 % alhaisempi kuin edellisessä arviossa. Arvioiden laatimisen jälkeen öljyn hinta on kuitenkin jälleen noussut, ja 12.9. se oli 80 dollaria barreilta. Viimeaikainen hinnannousu johtuu markkinoiden reaktiosta odotettua niukempaan Yhdysvaltojen raakaöljyvarastotilanteeseen, minkä perusteella markkinatilanne saattaa kiristyä odotettua nopeammin.

Öljyn hinnan nousu on aiheuttanut globaalin kuluttajahintainflaation nousupaineita. OECD-alueen kuluttajahintainflaatio kiihtyi 2,9 prosenttiin heinäkuussa. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu inflaatiövauhti kiihtyi 2,1 prosenttiin jatkaen kuluneen vuoden hyvin maltillista nousutrendiä (kuvio 3). Samaan aikaan kehittyneiden talouksien työmarkkinatilanteen kiristymisestä huolimatta palkkapaineet pysyivät varsin vaimeina.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

Gloaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä. Lyhyellä aikavälillä euroalueen kilpailijoiden vientihintojen odotetaan nousevan edelleen öljyn hinnan viimeaikaisen nousun myötä. Pidemmällä aikavälillä öljyfutuurit kuitenkin ennakoivat

öljyn hinnan maltillista laskua, mikä viittaa siihen, että energian hintojen vaikutus globaaliin inflaatioon vähenee. Toisaalta maailmanlaajuisesti taloudessa olevan käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen arvioidaan tukevan inflaation kiihtymistä jonkin verran.

Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Euroalueen pitkät riskittömät korot ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina EKP:n neuvoston kesäkuun rahapolitiikkakokouksesta lähtien. Valtion joukkolainojen tuottoerot ovat vaihdelleet huomattavasti Italian epävarmana jatkuvan poliittisen tilanteen vaikutuksesta. Vaikka yritysten tuloskehitys onkin pysynyt vahvana, euroalueen rahoituslaitosten osakkeiden ja joukkolainojen hinnat ovat laskeneet geopoliittisen epävarmuuden ja nousevien markkinatalousmaiden lisääntyneen volatiliiteetin vuoksi. Kauppapainotteinen euron kurssi on pääosin vahvistunut valuuttamarkkinoilla.

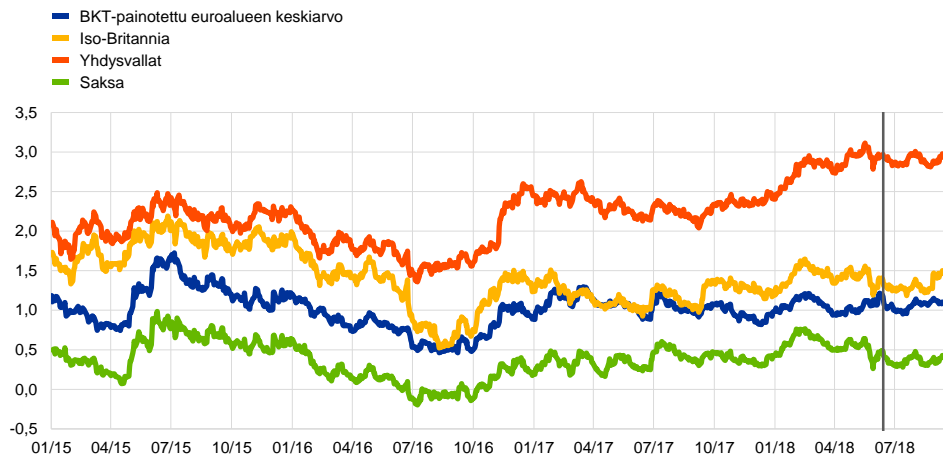
Valtion pitkien joukkolainojen tuotot ovat pysyneet jokseenkin muuttumattomina sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.

Euroalueen 10 vuoden riskitön yön yli -indeksiswapkäyrä (overnight index swap, OIS) pysytteli 0,75 prosentissa ja valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo 1,10 prosentissa tarkastelujaksolla (14.6.–12.9.2018). Yhdysvalloissa valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot nousivat 0,03 prosenttiyksikköä 2,96 prosenttiin, joten niiden tuottoero euroalueen vastaaviin joukkolainoihin nähden kasvoi entisestään ja nousi historiallisesti tarkasteltuna suureksi.

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 14.6.2018. Tuoreimmat tiedot 12.9.2018.

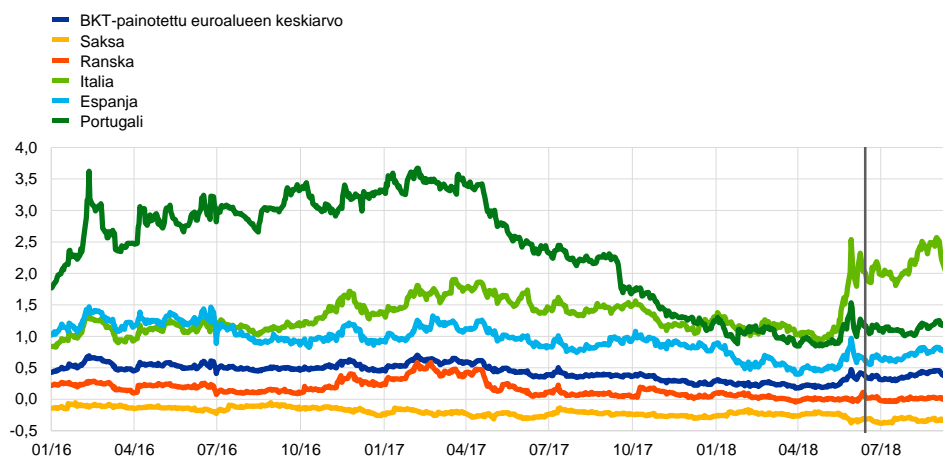
Euroalueen valtioiden joukkolainojen BKT-painotetut tuottoerot riskittömään yön yli -indeksiswapkorkoon nähden ovat vaihdelleet mutta pysyneet yleisesti samalla tasolla kesäkuun tuottoeroihin nähden.

Valtion joukkolainamarkkinoilla on ollut vaihtelua koko tarkastelujaksolla, ja Italian valtion joukkolainojen tuottoerot kasvoivat markkinoiden uudelleen lisääntyneiden jännitteiden vuoksi (ks. kuvio 5). Myös muissa euroalueen maissa valtioiden joukkolainamarkkinoilla on näkynyt eriasteisia vaikutuksia. Yleisesti valtioiden kymmenen vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo pysyi jokseenkin muuttumattomana 14.6.2018 lähtien ja oli 0,36 prosenttiyksikköä 12.9.2018.

Kuvio 5

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorke valtion joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.6.2018. Tuoreimmat tiedot 12.9.2018.

Eoniakoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen

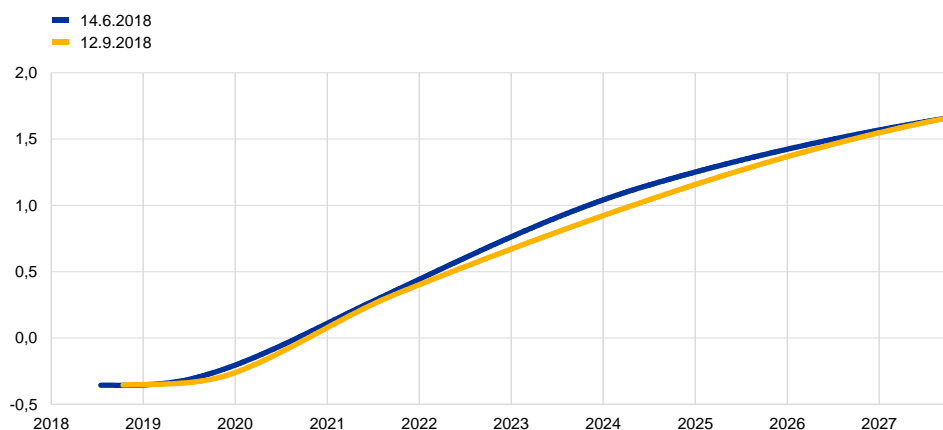
toteutuneen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä pysyi

tarkastelujaksolla pääosin ennallaan. Keskipitkän aikavälin korkoja koskevat markkinaosapuolten odotukset ovat muuttuneet, joten eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä loiveni hieman (ks. kuvio 6). Käyrä on pysynyt nollan alapuolella vuotta 2020 edeltäville maturiteeteille, mikä kuvastaa sitä, että markkinat odottavat korkojen pysyvän negatiivisina melko pitkään.

Kuvio 6

Eoniatermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Euroalueen osakehinnoissa tapahtui korjausliike laajoilla indekseillä mitattuna

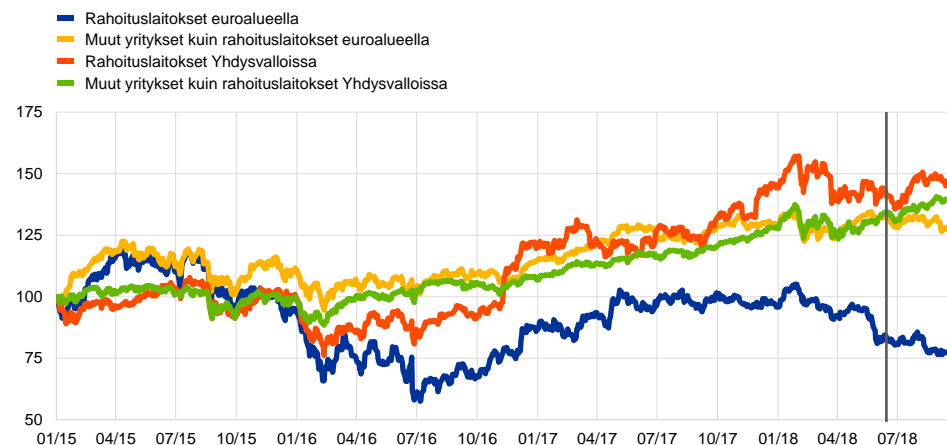
geopoliittisen tilanteen muututtua entistä epävarmemmaksi. Tarkastelujaksolla euroalueen rahoitussektorin yritysten osakehinnat laskivat noin 4,0 % ja muiden

yritysten osakehinnat noin 5,0 % (ks. kuvio 7). Euroalueen osakemarkkinoiden volatiliiteetti lisääntyi tarkastelujakson aikana. Taustalla olivat valtion joukkolainamarkkinoiden jatkuva vaihtelu, geopoliittinen epävarmuus ja nousevien markkinatalousmaiden lisääntynyt volatiliiteetti. Yleisesti euroalueen osakehintoja tukevat edelleen yritysten vahvat tulospöytäkirjat, jotka liittyvät euroalueen makrotalouden tilanteen suotuisaan kehitykseen.

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 14.6.2018. Tuoreimmat tiedot 12.9.2018.

Eoniakorko pysytteli tarkastelujaksolla -0,36 prosentin vaiheilla. Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi suunnilleen 87 miljardilla eurolla ja oli noin 1 909 miljardia euroa. Kasvun taustalla ovat eurojärjestelmän omaisuuserien osto-ohjelmassa toteutettavat ostot sekä riippumattomien tekijöiden määrän supistuminen.

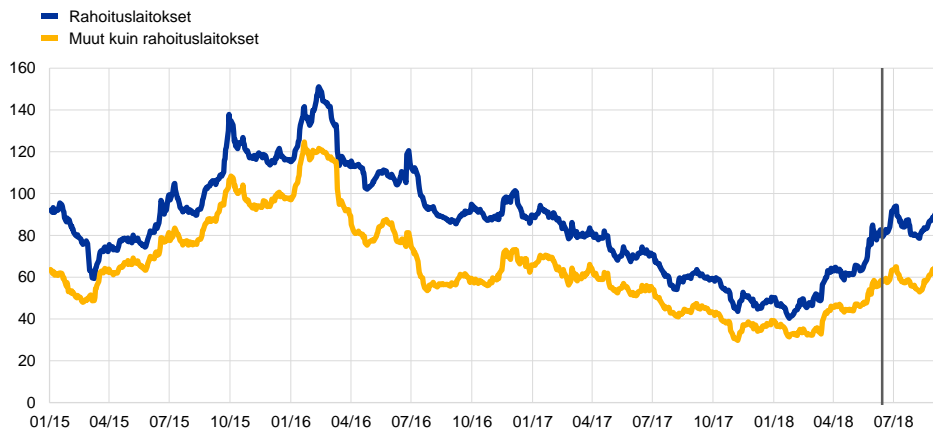
Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot suurenevät tarkastelujaksolla.

Kesäkuusta lähtien rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten investointiluokan joukkolainojen tuottoero suhteessa riskittömään korkoon kasvoi 0,10 prosenttiyksikköä ja oli 0,69 prosenttiyksikköä (ks. kuvio 8). Rahoitussektorin joukkolainojen tuottoero on ollut jonkin verran suurempaa, ja tuottoero on laajentunut noin 0,12 prosenttiyksikköön. Tuottoeron suurentumisen taustalla on enemmänkin riskien uudelleenhinnoittelu kuin maksukyvyttömyysriskin suureneminen. Yleisesti rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten joukkolainojen tuottoerot ovat huomattavasti alempana kuin maaliskuussa 2016 eli ennen yrityssektorin velkapaperien osto-ohjelmasta ilmoittamista ja sen aloittamista.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 14. kesäkuuta 2018. Tuoreimmat tiedot 12.9.2018.

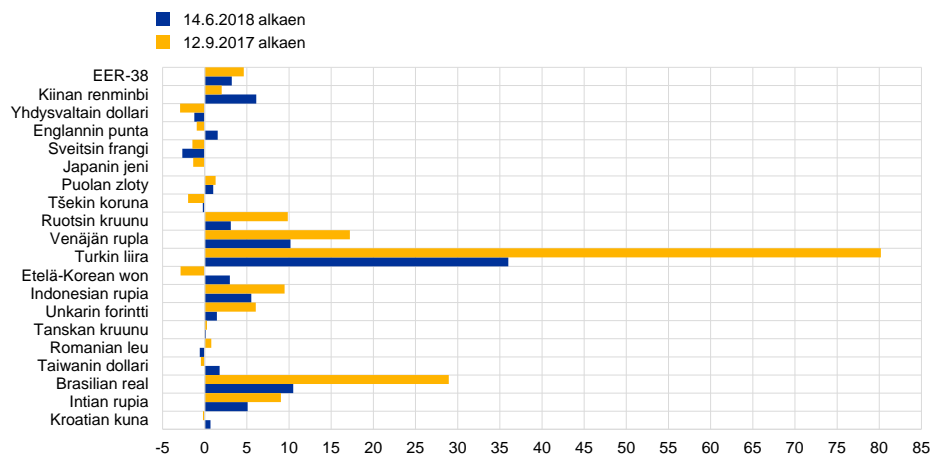
Valuuttamarkkinoilla euron kauppapainotteinen valuuttakurssi vahvistui yleisesti (ks. kuvio 9).

Tarkastelujakson aikana euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 38 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin vahvistui 3,3 %. Euron efektiivinen valuuttakurssi vahvistui huolimatta euron heikkenemisestä Yhdysvaltain dollariin ja Sveitsin frangiin nähden. Heikkeneminen näihin valuuttoihin nähden johtui siitä, että sijoituksia suunnattiin entistä enemmän turvallisina pidettyihin valuuttoihin ja joidenkin nousevien markkinatalousmaiden valuuttakurssit heikkenivät jyrkästi. Euron kahdenvälinen kurssi heikkeni Yhdysvaltain dollariin nähden (1,2 %) osaksi Yhdysvaltain ja Euroopan keskuspankin tulevaan rahapolitiikkaan kohdistuvien odotusten vuoksi ja myös Sveitsin frangiin nähden (2,7 %), mutta pysyi muuttumattomana Japanin jeniin nähden. Sen sijaan euro vahvistui yleisesti suhteessa useimpien nousevien markkinatalousmaiden valuuttoihin, kuten Kiinan renminbiin (5,4 %) ja etenkin Turkin liiraan, Brasilian realiin ja Venäjän ruplaan. Nämä nousevat markkinatalousmaat ovat niitä, joiden valuutoilla on suurimmat kauppapainot euron efektiivisen valuuttakurssin laskennassa. Euro vahvistui myös Englannin puntaan (1,5 %) ja useimpien muiden euroalueen ulkopuolisten EU-jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Muutokset on laskettu 12.9.2018 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

Talousokehitys euroalueella

Vaikka kasvu on hieman hidastunut vuoden 2017 nopeasta vauhdistaan, tuoreimmat talousindikaattorit ja kyselytulokset kaiken kaikkiaan vahvistavat käsitystä euroalueen talouden laaja-alaisesta kasvusta. Euroalueen BKT:n kasvu saa ponnita pääasiassa yksityisen kulutuksen ja investointien kasvusta. Syyskuun 2018 euroaluetta koskevissa EKP:n asiantuntijoiden kokonaistaloudellisissa arvioissa BKT:n odotetaan kasvavan 2,0 % vuonna 2018 ja 1,8 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020. BKT:n kasvunäkymät vuosiksi 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman vaimeammiksi kuin maaliskuun 2018 eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa pääasiassa ulkomaisen kysynnän heikomman kasvuvaiikutuksen myötä.

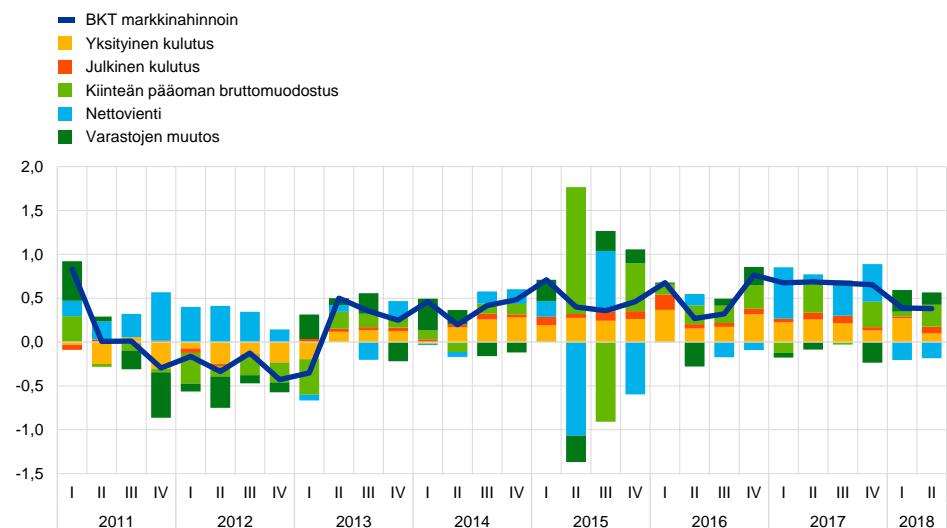
Talousokasvu hidastui vuoden 2018 alkupuoliskolla mutta pysyi maittain tarkastellen laaja-alaisena. BKT kasvoi 0,4 % kuluvan vuoden kahdella ensimmäisellä neljänneksellä, kun edellisten viiden vuosineljänneksen keskimääräinen kasvuvauhti oli ollut 0,7 % (ks. kuvio 10). Kasvun hidastuminen

alkuvuonna näyttää johtuneen pitkälti ulkomaisen kysynnän heikkoudesta ja kapasiteettirajoitteiden asteittaisesta kiristymisestä. Kotimainen kysyntä (erityisesti kiinteät investoinnit) pysyi tärkeimpänä kasvun lähteenä vuoden 2018 toisella neljänneksellä. Edellisen neljänneksen tapaan varastojen muutoksella oli positiivinen vaikutus BKT:n kasvuun myös toisella neljänneksellä, kun taas nettoviennin vaikutus oli negatiivinen. Tuotantopuolella talousokasvu sai ponnita pääasiassa palvelu- ja rakennusalan vahvasta kasvusta, kun taas teollisuuden (pl. rakentaminen) arvonlisäyksen kasvu oli hieman vähäisempää.

Kuvio 10

Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaiikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2018 toiselta neljännekseltä.

Työllisyyden kasvu pysyi vahvana toisella vuosineljänneksellä. Työllisyyden kasvu jatkui vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin työllisyys kasvoi 0,4 % edellisestä neljänneksestä (ks. kuvio 11), ja se on nyt 2,4 % suurempi kuin

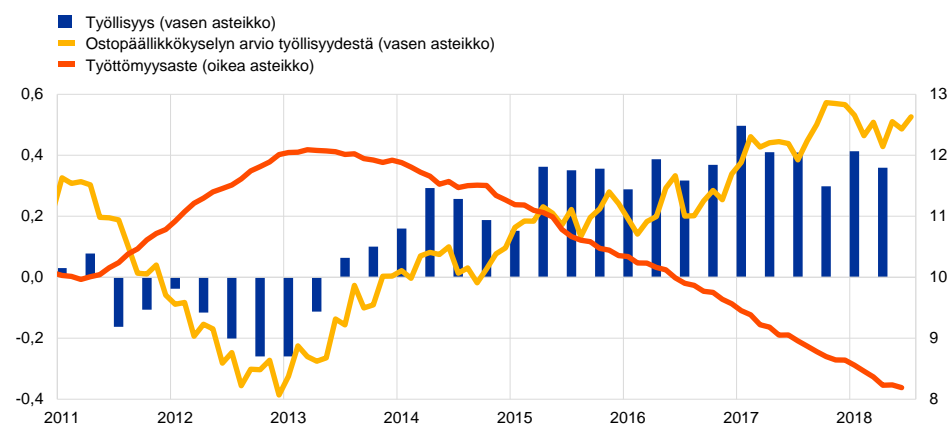
talouskriisiä edeltäneen huipun aikana vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Työllisyyden kasvu oli maittain ja toimialoitain tarkastellen laaja-alaista. Sen myötä kumulatiivinen työllisten määrän kasvu euroalueella vuoden 2013 toisen neljänneksen työllisyyden aallonpohjan jälkeen kasvoi 9,2 miljoonaa. Työntekijää kohden tehtyjen työtuntien määrä kasvoi toisella neljänneksellä 0,3 %, kun se oli ensimmäisellä neljänneksellä vähentynyt. Työntekijää kohden laskettuna keskimääräiset työtunnit ovat pysyneet jokseenkin ennallaan elpymisen alusta alkaen, mikä heijastaa useita rakenteellisia tekijöitä, kuten osa-aikaisten työntekijöiden suurta osuutta kokonaistyövoimasta ja muita koostumukseen liittyviä tekijöitä.

Lyhyen aikavälin indikaattorit viittaavat työmarkkinatilanteen vahvistumisen jatkumiseen vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä. Euroalueen työttömyysaste oli heinäkuussa 8,2 % eli alimmillaan sitten marraskuun 2008. Kyselypohjaiset mittarit ovat maltillistuneet jonkin verran erittäin korkeilta tasoiltaan mutta viittaavat edelleen työllisyyden kasvun jatkumiseen vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä. Vaikka työvoimapulasta kertovat mittarit ovat maltillistuneet monilla toimialoilla ja monissa maissa, ne ovat edelleen historiallisesti katsoen korkealla tasolla.

Kuvio 11

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääällikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosentti muutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

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

Yksityisen kulutuksen kasvu saa edelleen pontta työmarkkinoiden elpymisestä ja kotitalouksien rahoitusaseman vahvistumisesta. Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2018 toisella neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin kasvu oli ollut jonkin verran voimakkaampaa. Vähittäiskaupan ja henkilöautojen rekisteröintien viimeaikainen kehitys tukevat käsitystä kulutuksen vakaasta kasvusta lähitulevaisuudessa. Pidemmällä aikavälillä tulojen kasvu tukee yksityisen kulutuksen vahvaa kasvuvirettä, joka näkyy myös vahvana kuluttajien luottamuksena. Lisäksi kotitalouksien rahoitusaseman vahvistuminen on keskeinen kulutuksen kasvun taustatekijä, sillä kotitalouksien luottokelpoisuus määrittää olennaisesti, miten luottoa on niiden saatavilla. Öljyn hinnan viimeaikainen nousu

tuskin rasittaa merkittävässä määrin käytettävissä olevien reaalityulojen ja yksityisen kulutuksen kasvua (ks. kehikko 3).

Meneillään olevan asuntomarkkinoiden elpymisen odotetaan tukevan talouskasvua jatkossakin, joskin vaimenevasti. Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat 0,8 % vuoden 2018 toisella neljänneksellä, kun elpyminen jatkui monissa euroalueen maissa ja euroalueella kokonaisuutena. Viimeaikaiset lyhyen aikavälin indikaattorit ja kyselyjen tulokset kertovat positiivisesta mutta hidastuvasta kasvusta. Talonrakentamissegmentin rakennustuotanto vilkastui jälleen ja nousi lähelle korkeinta tasoaan seitsemään vuoteen kesäkuussa, jolloin sen kasvu oli 0,1 prosenttiyksikköä toukokuusta ja 0,3 prosenttiyksikköä edellisestä neljänneksestä. Euroopan komission rakennusalan luottamusindikaattorit ovat viime kuukausina viitanneet positiiviseen, joskin vaimenevaan kasvuun vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä. Sitä vastoin rakennustuotantoa koskeva ostopääallikköindeksi vajosi heinäkuussa 50,3:een eli alimmilleen 21 kuukauteen mutta nousi 51,0:aan elokuussa. Asuinrakentamista kuvaava mittari heikkeni nopeammin kahden viimeisen kuukauden aikana. Sekä ostopääallikköindeksi että luottamusindikaattori ovat kuitenkin selvästi pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella.

Yritysten investointien odotetaan jatkavan kasvuaan, kun ne saavat tukea tuloskasvuodotuksista, kasvua tukevista rahoitusoloista ja yritysten tarpeesta kasvattaa tuotantokapasiteettiaan. Yritysten investointien odotetaan kasvavan vahvasti ja noudattelevan yritysten markkina-arvon nousua. Euroalueen pörssiyritysten tulosodotukset tukevat edelleen investointeja, ja suotuisat rahoitusolot näkyvät yrityksille myönnettyjen lainojen kasvussa. Investoinnit ovat kasvussa myös toimialoilla, jotka kärsivät kapasiteettirajoitteista. Esimerkiksi kuljetusalan koneiden ja laitteiden valmistajat kasvattavat tuotantoaan lisääntyvän kysynnän tyydyttämiseksi.

Euroalueen vienti elpyi hieman ja kasvoi 0,6 % vuoden 2018 toisella neljänneksellä, kun se oli ensimmäisellä neljänneksellä supistunut. Elpyminen perustui pitkälti tavaravientiin ja vähäisemmässä määrin palvelujen vientiin (ensimmäinen kasvoi 0,7 % ja jälkimmäinen 0,3 % edellisestä neljänneksestä). Alustavien tietojen mukaan kyse oli pääasiassa euroalueen sisäisen viennin elpymisestä. Vienti euroalueen ulkopuolelle oli vaisua: vienti Aasiaan elpyi vain hieman ja vienti Pohjois-Amerikkaan supistui, kompensoiden edellisten neljännten voimakasta kehitystä. Globaaleja ja euroalueen uusia tehdasteollisuuden tilauksia koskevat kyselytutkimukset viittaavat viennin kasvun hiipumiseen edelleen kolmannella neljänneksellä.

Tuoreimmat talousindikaattorit ja kyselytulokset yleisesti ottaen vahvistavat käsitystä euroalueen talouden laaja-alaisesta kasvusta. Ilman rakentamista laskettu teollisuustuotanto supistui heinäkuussa, joskin eri toimialoilta ja suurimmista euroalueen maista saatiin epäyhtenäisiä merkkejä. Kyselytiedoista talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission indikaattori (ESI) heikkeni edelleen heinäkuussa ja elokuussa mutta pysyi kuitenkin selvästi pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella. Koko tuotantoa kuvaava ostopääallikköjen yhdistelmäindeksi vakaantui toisella neljänneksellä ja pysyi heinä-elokuussa muuttumattomana tasolla, joka viittaa vahvan kasvun jatkumiseen.

Meneillään olevan vahvan ja laaja-alaisen talouskasvun ennakoitaan jatkuvan.

EKP:n rahapolitiikka tukee edelleen kotimaista kysyntää. Yksityinen kulutus saa vetoapua työllisyyden kohenemisesta, joka puolestaan perustuu osin aiempiin työmarkkinauudistuksiin, sekä palkkojen kasvusta. Suotuisat rahoitusolot, kannattavuuden paraneminen ja vahva kysyntä puoltavat yritysten investointeja. Kotitalouksien investoinnit pysyvät vahvalla tasolla. Lisäksi globaalin kysynnän kasvun odotetaan jatkuvan ja antavan siten pontta euroalueen viennille.

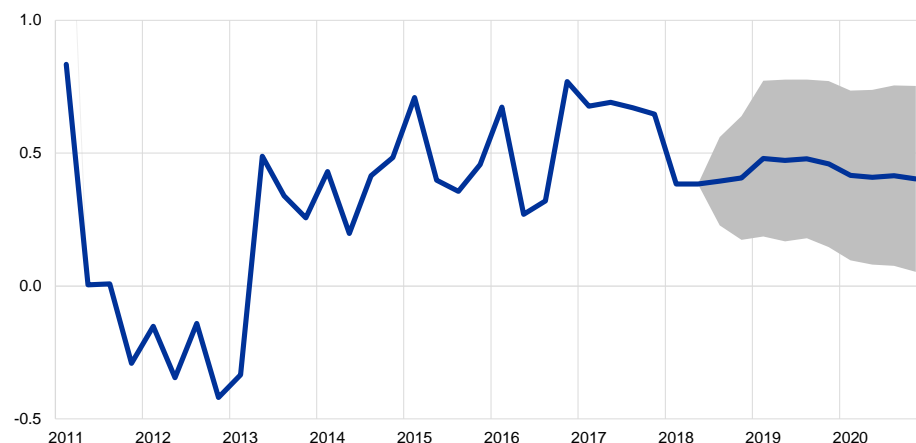
EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 2,0 % vuonna 2018 ja 1,8 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020 (ks. kuvio 12).

BKT:n kasvunäkymät vuosiksi 2018 ja 2019 on nyt arvioitu hieman vaimeammiksi kuin kesäkuun 2018 eurojärjestelmän asiantuntija-arvioissa, mikä johtuu pääasiassa ulkomaisen kysynnän heikommasta kasvuvaihtelusta. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvien riskien voidaan edelleen katsoa olevan jokseenkin tasapainossa. Protektionismin nousuun, kehittyvien markkinoiden haavoittuvuuksiin ja rahoitusmarkkinoiden volatiliiteettiin liittyvät riskit ovat kuitenkin viime aikoina olleet yhä enemmän esillä.

Kuvio 12

Euroalueen BKT:n määrä

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 13.9.2018 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2018)".

Huom. Arvion vaihteluväli perustuu toteutuneiden arvojen ja useiden aiempien arvioiden välisiin eroihin. Vaihteluvälin leveys on kaksi kertaa näiden erojen keskimääräinen absoluuttinen arvo. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään EKP:n verkkosivuilla julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" (EKP, joulukuu 2009).

Hinnat ja kustannukset

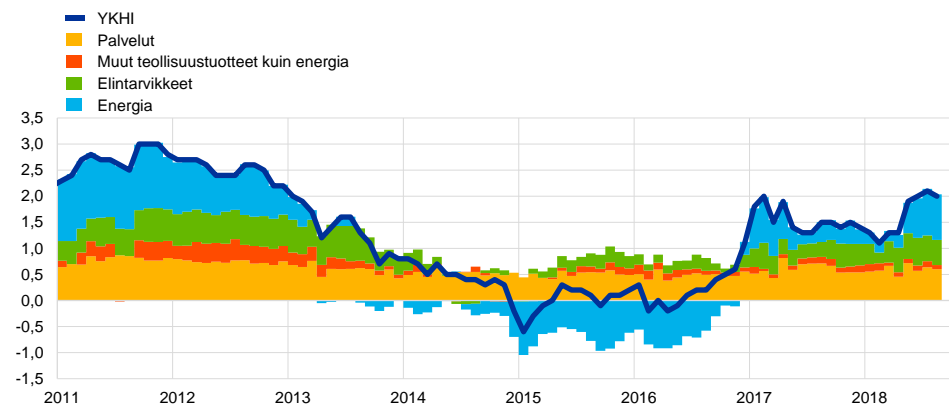
Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui elokuussa 2,1 prosenttiin, kun se oli heinäkuussa ollut 2,0 %. Pohjainflaatio on indikaattorien mukaan edelleen yleisesti ottaen vaimeaa, mutta se on nopeutunut aiemmista pohjalukemistaan. Kotimaiset kustannuspaineet ovat vahvistumaan ja laajenemaan päin korkean kapasiteetin käyttöasteen ja palkkasvua ruokkivan työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä. Pohjainflaation odotetaan nopeutuvan vuoden loppua kohti ja sen jälkeen kiihtyvän asteittain keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella. Samankaltainen kuva välittyi euroalueen talousnäkyymiä koskevasta EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on vuosina 2018–2020 samalla 1,7 prosentin tasolla kuin kesäkuun 2018 eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa.

Kokonaisinflaatio hidastui hieman elokuussa. Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui elokuussa 2,0 prosenttiin, kun se oli heinäkuussa ollut 2,1 % (ks. kuvio 13). Tämä johtui ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation (HICPX) sekä energian hintojen nousuvauhdin hidastumisesta. Kaiken kaikkiaan energian hintakehitys kuitenkin myötävaikutti edelleen merkittävästi kokonaisinflaatioon, sillä energian hinnat nousivat noin 9 % pääasiassa viime kuukausina nousseen öljyn hinnan ja vertailuajankohdan vaikutusten myötä.

Kuvio 13

Euroalueen YKHI-inflaation alaerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

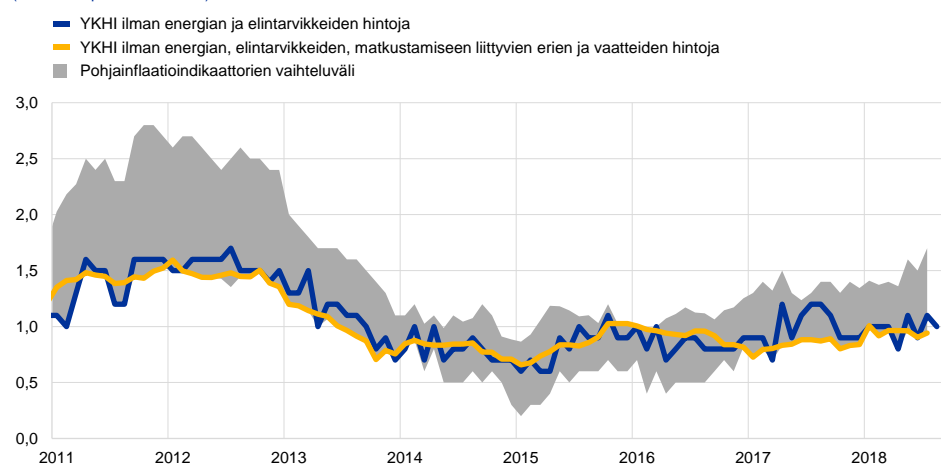
Huom. Tuoreimmat havainnot elokuulta 2018 (pika-arviot).

Pohjainflaatiomittarit pysyivät yleisesti ottaen vaimeina mutta ovat vilkastumaan päin. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintaa laskettu YKHI-inflaatio oli elokuussa 1,0 %, kun se heinäkuussa oli ollut 1,1 %. Sekä muiden teollisuustuotteiden kuin energian että palvelujen hintakehitys vaikutti ilman energian ja elintarvikkeiden hintaa lasketun YKHI-inflaatiovauhdin hidastumiseen elokuussa. Käytettävissä olevien tietojen mukaan tämä pieni hidastuminen johtuu ainakin osittain tilapäisistä tekijöistä, kuten matkustukseen liittyvien erien

kalenterivaikutuksista ja muutoksista kesäalennusmyyntien ajoittumisessa. Kun tarkastellaan kuukausittaista heilahtelua pidemmälle, pohjainflaation eri mittarit osoittavat nousutrendiä vuoden 2016 pohjalukemien jälkeen (ks. kuvio 14). Energian hinnoilla on todennäköisesti jatkossakin pohjainflaatiomittareita nostava vaikutus, joka johtuu energian perustavanlaatuisesta roolista muiden tavaroiden ja palvelujen tuotannossa. Nämä välilliset inflaatiovaikutukset näkyvät hitaammin kuin energiaerien, kuten liikenne- ja lämmityspolttoaineiden, välittömät vaikutukset YKHI-inflaatioon, sillä ne suodattuvat tarjontaketjujen kautta.²

Kuvio 14
Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

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

Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousupaineet kasvoivat asteittain.

Vaikka tilapäiset tekijät kiihdyttivät muiden teollisuustuotteiden kuin energian kuluttajahintojen nousua 0,5 prosenttiyksikköä heinäkuussa ja 0,3 prosenttiyksikköä elokuussa, inflaatiopaineet hinnoitteluketjussa jatkoivat kasvuaan. Muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden vuotuinen tuottajahintainflaatio kiihtyi heinäkuussa 0,6 prosenttiin kesäkuussa olleesta 0,5 prosentista. Tämä on nopein vauhti sitten vuoden 2012 lopun, ja se on jatkoa asteittaiselle kiihtymiselle vuoden 2016 noin 0,0 prosentin pohjalukemista. Tuontihintojen alenemismuutos on hidastunut toukokuusta 2018 ja saavutti heinäkuussa 0,0 prosentin tason, mikä vähentää tämän tekijän aiheuttamaa laskupainetta muiden teollisuustuotteiden kuin energian hinnoitteluketjussa. Ylempänä tarjontaketjussa olevien välituotteiden tuottajahintainflaatio kiihtyi kesäkuussa olleesta 3,0 prosentista 3,2 prosenttiin heinäkuussa, ja niiden tuontihintainflaatio kiihtyi samaan aikaan 3,0 prosentista 3,4 prosenttiin.

² Lisätietoja on esitetty joulukuun 2014 Kuukausikatsauksen kehikossa ”Öljyn hintakehityksen välilliset vaikutukset euroalueen inflaatioon”.

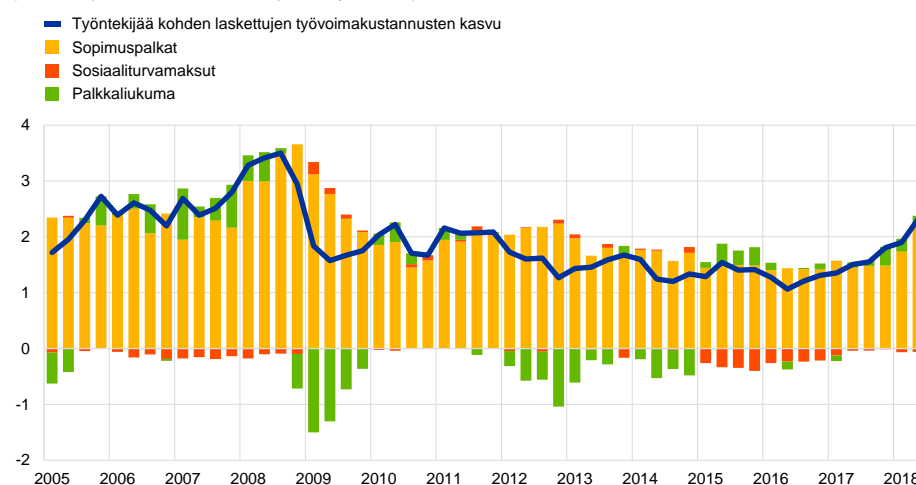
Tuoreet palkkakehitystä koskevat tiedot viittaavat kasvun jatkumiseen ja tukevat käsitystä kotimaisten kustannuspaineiden asteittaisesta lisääntymisestä.

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvu kiihtyi vuoden 2017 viimeisen neljänneksen 1,8 prosentista ja vuoden 2018 ensimmäisen neljänneksen 1,9 prosentista 2,3 prosenttiin vuoden 2018 toisella neljänneksellä. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu on nyt huomattavasti voimakkaampaa kuin vuoden 2016 alkupuoliskolla (ks. kuvio 15). Niiden viimeaikainen kasvu heijastelee sopimuspalkkojen vuotuisen kasvun kiihtymistä 2,2 prosenttiin vuoden 2018 toisella neljänneksellä edellisen neljänneksen 1,7 prosentista ja vuoden 2017 kahden viimeisen neljänneksen 1,5 prosentista. Voidaan odottaa, että työehtosopimukset ja palkkojen nousun laajeneminen eri toimialoille tukevat jatkossa palkkojen kasvua edelleen. Kaiken kaikkiaan viimeaikainen palkkakehitys myötäilee työmarkkinatilanteen kohenemistä samalla, kun palkkakehitystä aiemmin painaneet tekijät, kuten hidas inflaatio ja joissakin maissa kriisin aikana toteutettujen työmarkkinaudistusten vaikutus, alkavat hävitä.

Kuvio 15

Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset aluerittäin

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat vuoden 2018 toiselta neljännekseltä.

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

Johdannaissovimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua oli 1,69 % 12.9.2018 (ks. kuvio 16).

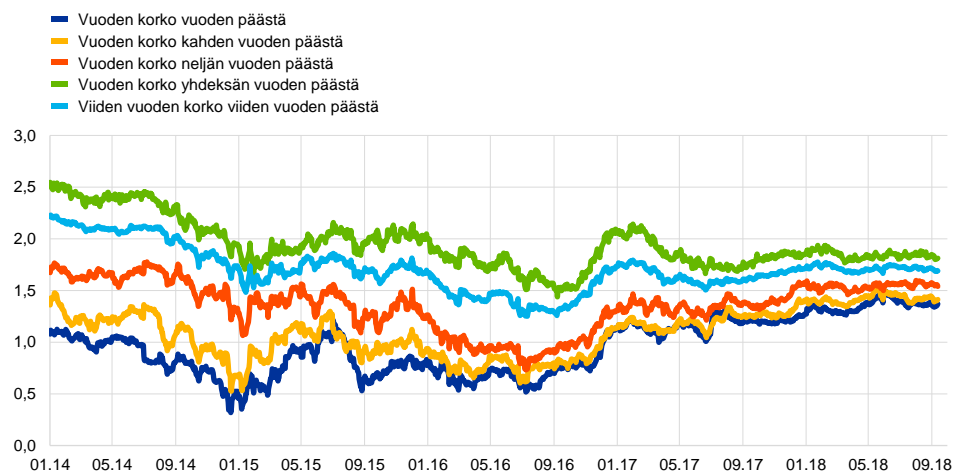
Markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa ja palaa vasta hyvin asteittain lähelle 2 prosentin tasoa mutta sen alle.

Negatiivisen keskimääräisen inflaation riskineutraali todennäköisyys viiden seuraavan vuoden ajan inflaatio-odotusten markkinahinnoista johdettuna on mitättömän pieni, mikä viittaa siihen, että markkinoilla deflaation riskiä pidetään tällä hetkellä hyvin vähäisenä. Vuoden 2018 kolmannen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli pysynyt jokseenkin ennallaan 1,9 prosentissa.

Kuvio 16

Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Huom. Tuoreimmat havainnot 12.9.2018

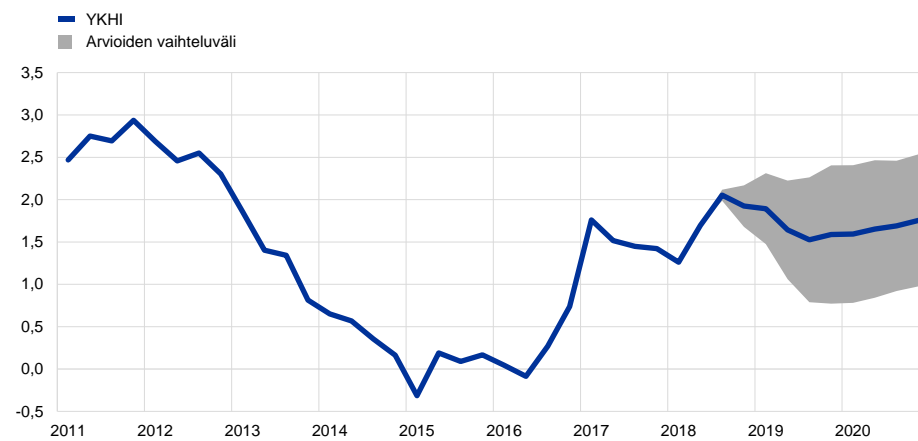
EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa YKHI-inflaation ennakoitaan pysyvän vakaana ja pohjainflaation ennakoitaan kiihtyvän asteittain ennustejakson kuluessa.

Elokuun lopussa saatavilla olleiden tietojen perusteella YKHI-inflaatiovauhdin arvioidaan olevan keskimäärin 1,7 % kunakin ennustejakson vuonna, eli arvio on yhdenmukainen eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2018 arvioiden kanssa (ks. kuvio 17). Keskimääräinen vuotuinen inflaatiovauhti pysyy arvion mukaan tasaisena, sillä vaikka energian hintojen perusteella laskettu vuotuinen inflaatio hidastuu öljyn hinnan taannoisen nousun vaikutuksen väistyessä, pohjainflaatio vastaavasti nopeutuu saatavuusongelmien käydessä yhä kahlitsevammiksi. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nopeutuvan 1,1 prosentista vuonna 2018 ja olevan 1,5 % vuonna 2019 ja 1,8 % vuonna 2020.

Kuvio 17

Euroalueen YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2018)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 13.9.2018. Huom. Tuorein havainto vuoden 2018 toiselta neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2020 viimeiseltä neljännekseltä (arvio).

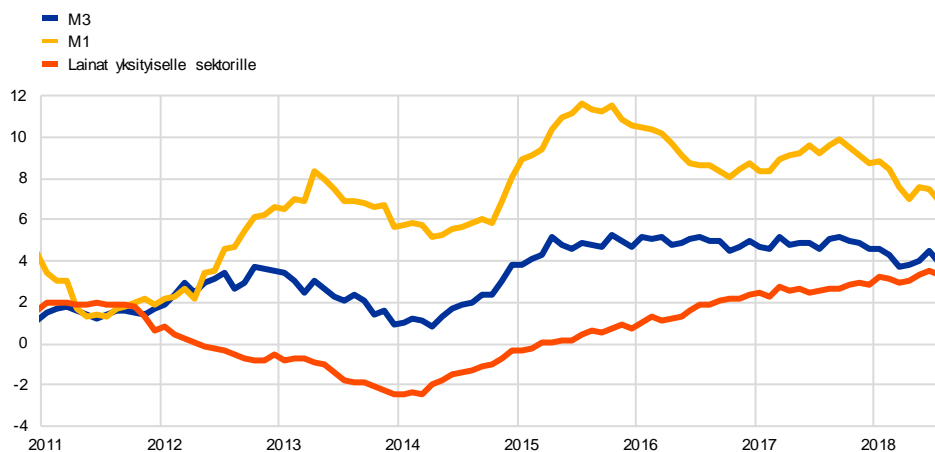
5 Rahan määrä ja luotonanto

Heinäkuussa 2018 lavean rahan kasvu maltillistui omaisuuserien osto-ohjelman kuukausittaisten netto-ostojen supistumisen myötä. Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille kasvoi edelleen, eikä hidastumisen merkkejä ollut nähtävissä. Tässä yhteydessä myös yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä kasvoi huomattavasti vuoden 2018 toisella neljänneksellä.

Lavean rahan kasvu hidastui heinäkuussa. M3:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui 4,0 prosenttiin heinäkuussa 2018. Kesäkuussa se oli ollut 4,5 % (ks. kuvio 18). Tämä kehitys heijastaa osittain viimeaikaisessa kuukausittaisessa kasvussa esiintynyttä heilahtelua ja vertailuajankohdan vaikutuksia. Lisäksi omaisuuserien netto-ostojen supistuminen (80 miljardista eurosta 60 miljardiin euroon huhtikuussa 2017 ja edelleen 30 miljardiin euroon tammikuussa 2018) on merkinnyt, että omaisuuserien osto-ohjelman positiivinen vaikutus M3:n kasvuun on pienentynyt.³ M3:n likvideimpien erien eli suppean raha-aggregaatin M1:n vuotuinen kasvuvauhti tuki jälleen merkittävästi lavean rahan kasvua, mutta hidastui heinäkuussa 6,9 prosenttiin (kesäkuun 7,5 prosentista). Rahan määrän kasvu sai edelleen tukea talouskasvun jatkumisesta ja likvideimpien instrumenttien hallussapidon alhaisesta vaihtoehtoiskustannuksesta korkotason ollessa hyvin matala.

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 heinäkuulta 2018.

M3:n kasvun pääasiallisena veturina olivat edelleen yön yli -talletukset. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui heinäkuussa 7,5 prosenttiin (kesäkuun 8,2 prosentista). Lasku oli erityisen voimakasta muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten hallussaan pitämien yön yli -talletusten kasvuvauhdissa, jolla on taipumus heilahdella. Yritysten hallussaan pitämien yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti heikkeni niin ikään, kun taas kotitalouksien yön yli -talletusten vuotuinen

³ Ks. esimerkiksi EKP:n Talouskatsauksen numeron 7/2015 artikkeli ”The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures”.

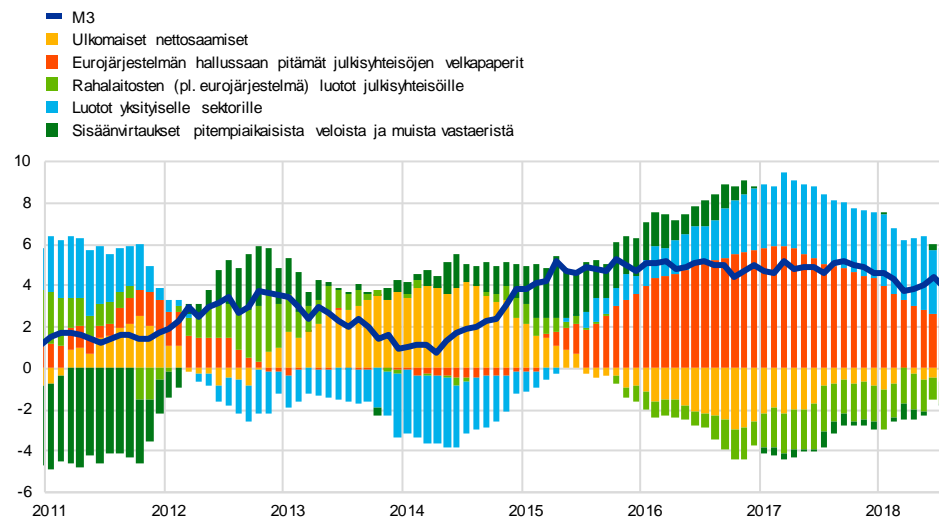
kasvuvauhti pysyi pitkälti ennallaan. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti pysyi vakaana. Ei toisin sanoen ole merkkejä siitä, että rahaa hallussa pitävällä sektorilla korvattaisiin talletuksia käteisellä hyvin alhaisten tai negatiivisten korkojen vuoksi. Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 - M1) hidastivat edelleen M3:n kasvua, vaikka lyhytaikaisten talletusten ja yön yli -talletusten välinen korkoero onkin vuoden 2017 lopun jälkeen vakautunut. M3:een pienenä eränä kuuluvien jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien (M3 - M2) kasvuvauhti jatkoi supistumistaan näille instrumenteille maksettavan tuoton pysytellessä alhaisella tasolla.

Rahan luomisessa kotimaiset lähteet olivat jälleen tärkein lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä (ks. kuvio 19). Vastaerien kannalta katsottuna eurojärjestelmän hallussaan pitämien julkisyhteisöjen velkapaperien positiivinen vaikutus M3:n kasvuun supistui edelleen (ks. kuvion 19 palkkien punaiset osat) omaisuuserien osto-ohjelman kuukausittaisten netto-ostojen edellä mainitun supistumisen myötä. Eurojärjestelmän omaisuuseräostojen heikentyvää vaikutusta M3:n kasvuun on pehmentänyt yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen varsin vakaa ja vahva vaikutus vuoden 2017 lopulta asti (ks. kuvion 19 palkkien siniset osat). Näihin luottoihin sisältyvät sekä rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat että rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahalaitossektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Ne kattavat siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Euroalueella olevien ei-rahallaitosten hallussa olevien rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen (pl. oma pääoma ja varaukset) trendinomainen supistuminen edisti M3:n kasvua (sisältyy muiden vastaerien ohella kuvion 19 palkkien tummanvihreisiin osiin). Tämä kehitys liittyy rahoituslähteiden korvaamiseen toisilla tilanteessa, jossa houkuttelevampia rahoituslähteitä olivat kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden varat sekä eurojärjestelmän toteuttamat katettujen joukkolainojen ostot osana kolmatta katettujen joukkolainojen osto-ohjelmaa. Rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) luotot julkisyhteisöille vaimensivat edelleen M3:n kasvua (ks. kuvion 19 palkkien vaaleanvihreät osat). Rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset (ks. kuvion 19 palkkien keltaiset osat) hidastivat nekin edelleen M3:n vuotuista kasvua.

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-rahallisosaston liikkeesen laskemat velkapaperit. Näin ollen se sisältää eurojärjestelmän hallussaan pitämät, yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hankitut velkapaperit. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

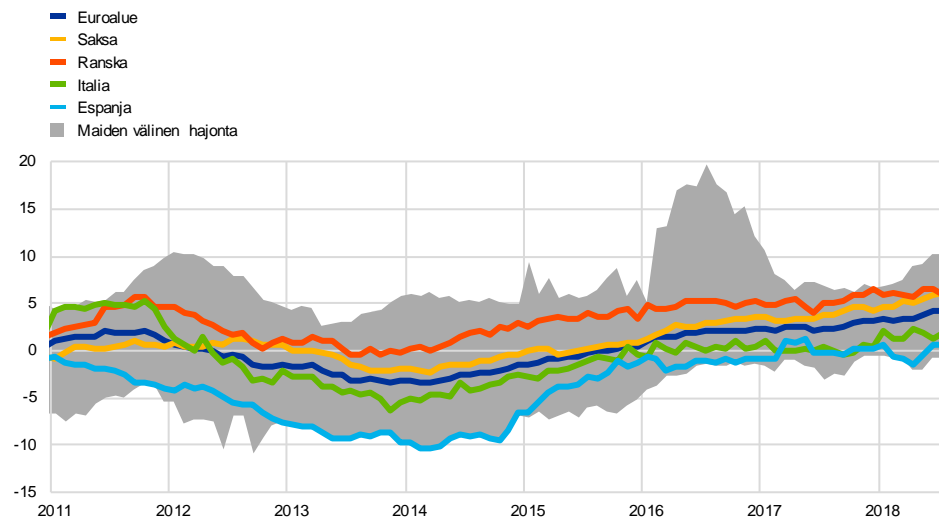
Yksityisen sektorin lainakanta jatkaa vuoden 2014 alussa alkanutta elpymistä.

Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) oli heinäkuussa 3,4 % (oltuaan kesäkuussa 3,5 %; ks. kuvio 18). Eri toimialojen yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti pysyi vakaana ja oli heinäkuussa 4,1 %. Se on elpynyt huomattavasti vuoden 2014 ensimmäisen neljänneksen alhaisesta tasosta, joskin siinä on edelleen maakohtaista vaihtelua (ks. kuvio 20). Yrityksille suunnatun luotonannon kasvua tukevat erittäin suotuisat rahoitusolot sekä yritysten investointien voimakas kasvu. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi muuttumattomana ja oli heinäkuussa 3,0 %. Siinä oli huomattavaa vaihtelua maiden välillä (ks. kuvio 21). Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kehitystä tukevat erittäin suotuisat rahoitusolot, työmarkkinatilanteen paraneminen, kypsät asuntomarkkinat ja sekä asuinrakentamisen että yksityisen kulutuksen kasvu. Lisäksi pankit ovat edistyneet taseidensa vakauttamisessa, kannattavuuden parantamisessa ja järjestämättömien saamisten vähentämisessä, joskin näiden saamisten osuus on joissakin maissa pysynyt edelleen korkeana.

Kuvio 20

Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



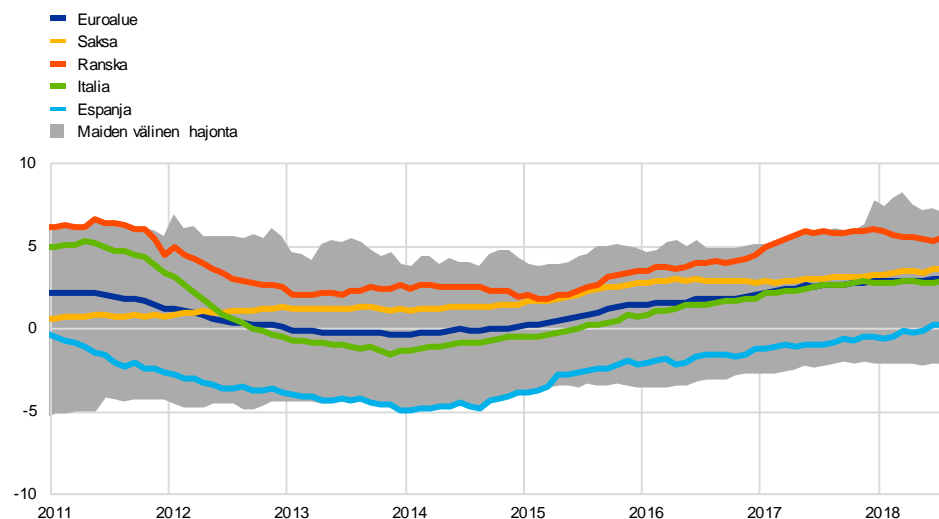
Lähde: EKP.

Huom. Lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla korjattuna. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

Kuvio 21

Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

Huom. Lainojen myyntiä ja arvopaperistamista koskevilla tiedoilla korjattuna. Maiden välinen hajonta on laskettu vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

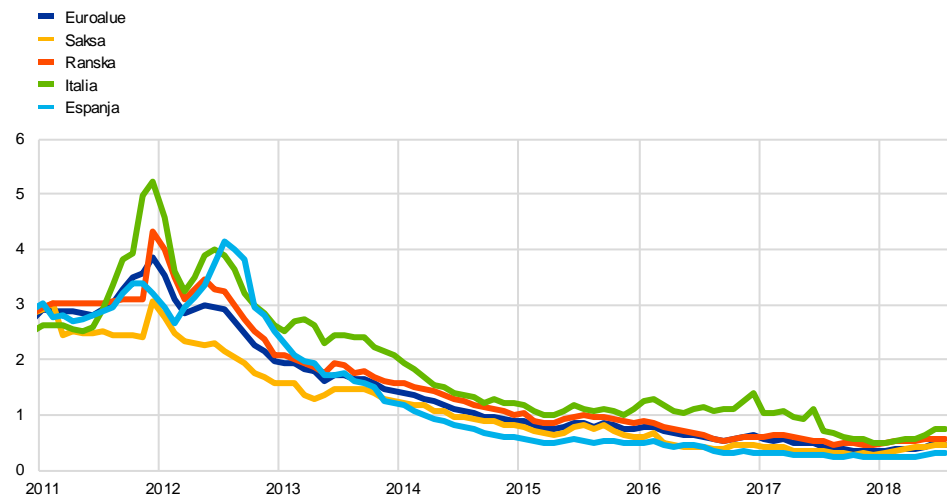
Pankkien rahoitusolot pysyvät suotuisina. Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus pysyi heinäkuussa jokseenkin ennallaan (ks. kuvio 22). Tämä kehitys johtui pankkien joukkolainojen tuottojen vakautumisesta ja talletusrahoituksen kustannusten pysymisestä muuttumattomina. Vuoden 2018 alusta alkaen euroalueen keskimääräiset pankkirahoituskustannukset ovat kasvaneet. Tämä kasvu johtuu pääosin pankkien joukkolainojen tuottojen

kehityksestä, josta on tullut vaihtelevampaa eri maiden välillä, ja poliittisen epävarmuuden lisääntymisestä. Yleisellä tasolla kasvua tukeva EKP:n rahapolitiikka, rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen nettolunastukset sekä pankkitaseiden vahvistuminen vaikuttivat edelleen suotuisasti pankkien rahoitusoloihin.

Kuvio 22

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisen 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 määrillä. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

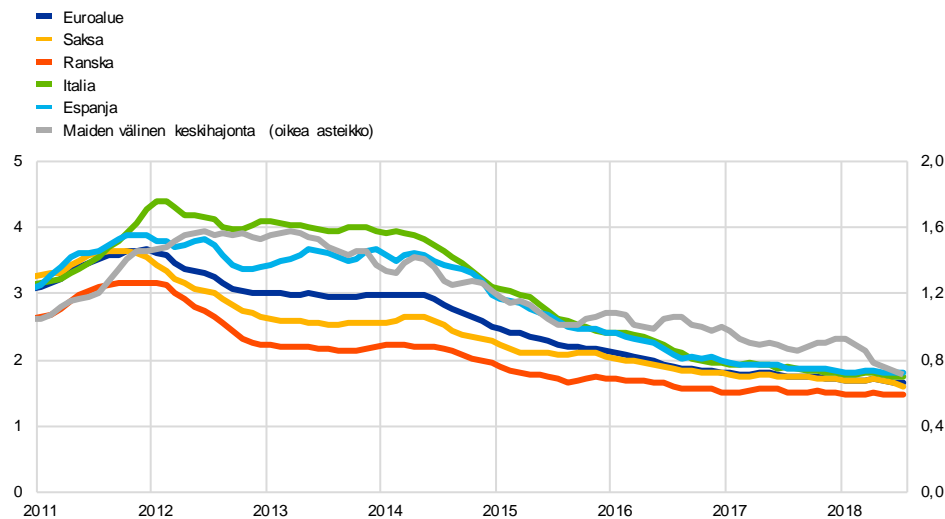
Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen korot pysyttelivät lähellä

ennätysmäisen alhaista tasoa. Pankkien myöntämien yritysainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 23) laskivat heinäkuussa 1,64 prosenttiin, lähelle toukokuun 2018 ennätysmäisen alhaista 1,62 prosentin tasoa. Pankkien kotitalouksille myöntämien asuntolainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 24) pysyivät jokseenkin muuttumattomina 1,81 prosentissa, vain hieman joulukuun 2016 ennätysmäisen alhaisen 1,78 prosentin tason yläpuolella. Kaiken kaikkiaan pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkoro ovat laskeneet huomattavasti markkinaviitekorkoja enemmän sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä. Tämä viittaa siihen, että rahapoliittiset toimenpiteet ovat välittyneet paremmin pankkien antolainauskorkoihin. Edellä mainittu pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannusten pieneneminen on vahvistanut yhdistelmäkorkojen laskua. Toukokuusta 2014 heinäkuuhun 2018 yritysainojen yhdistelmäkoro laskivat 1,29 prosenttiyksikköä ja kotitalouslainojen yhdistelmäkoro 1,10 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yritysainojen korot laskivat erityisen voimakkaasti finanssikriisistä eniten kärsineissä euroalueen maissa, mikä johti rahapolitiikan tasapuolisempaan välittymiseen. Samalla ajanjaksolla hyvin pienten (enintään 0,25 miljoonan euron) lainojen korkojen ero suurten (yli 1 miljoonan euron) lainojen korkoihin supistui euroalueella huomattavasti. Tämä viittaa siihen, että pienet ja keskiuuret yritykset ovat yleisesti hyötyneet pankkien antolainauskorkojen alenemisesta suuryrityksiä enemmän.

Kuvio 23

Yrityslainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



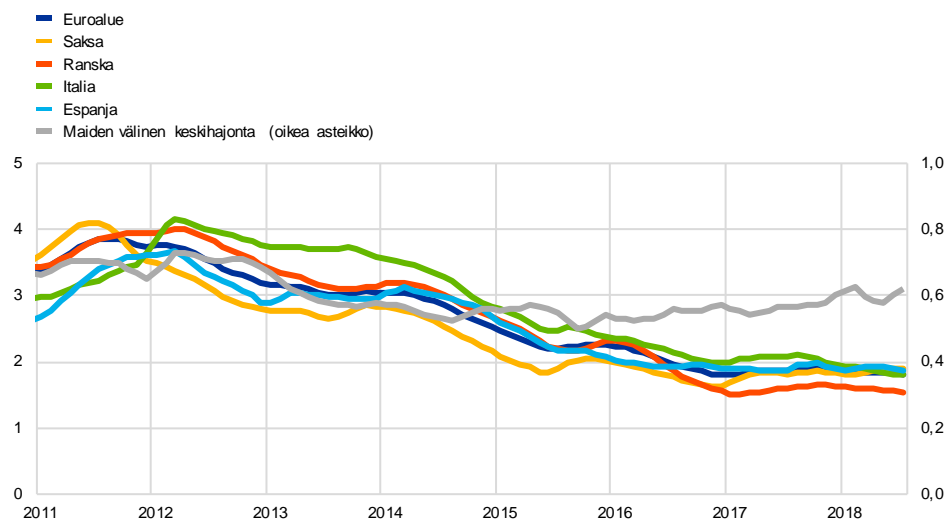
Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

Kuvio 24

Asuntolainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on heinäkuulta 2018.

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan kasvanut huomattavasti vuoden 2018 toisella neljänneksellä.

Tämä kertoo ennen kaikkea siitä, että pankkien antolainausdynamiikka on vahvistunut entisestään, mitä ovat tukeneet muun muassa luotonantokriteerien lieventäminen edelleen ja pankkilainojen suhteellisten kustannusten aleneminen. Kaiken kaikkiaan vuoden 2014 alun jälkeen havaittua

yri­tysten ulkoisen rahoituksen elpymistä ovat vahvistaneet talouden toimeliaisuuden voimistuminen, käyttöön otettujen rahapoliittisten toimenpiteiden vaikutuksen välittyminen (lainansaannin helpottumisena) sekä fuusioiden ja yritysostojen määrän kasvuun liittyvät rahoitustarpeet. Myös yritysten suuret jakamattomat voittovarot ovat vähentäneet ulkoisen rahoituksen tarvetta.

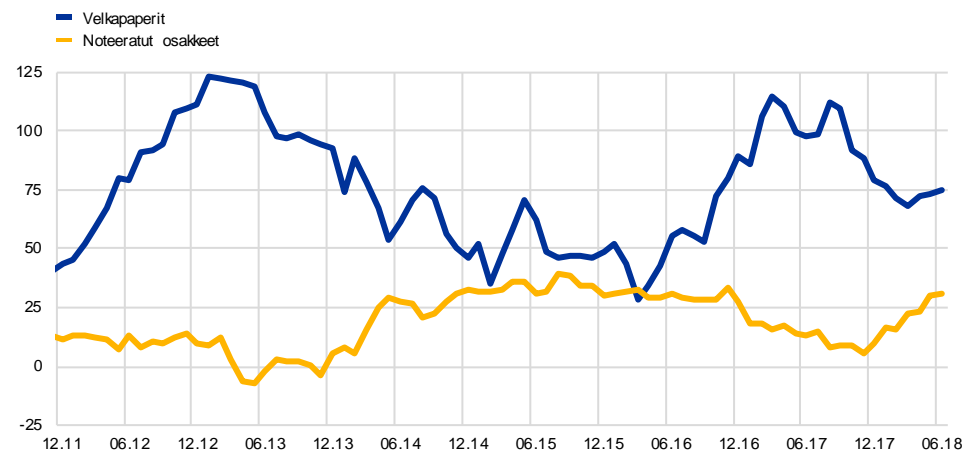
Vuoden 2018 toisella neljänneksellä yritysten velkapaperien nettoemissiot jäivät vähäisemmiksi kuin vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä.

Kuukausitasolla nettoemissiot pysyivät vuoden 2018 toisella neljänneksellä vahvoina huhti- ja toukokuussa, mutta kääntyivät negatiivisiksi kesäkuussa, kun lunastukset ylittivät bruttoemissiot. Vuositasolla (ks. kuvio 25) velkapaperien nettoemissiot ovat vakiintuneet vuoden alkupuolella saavutetuille tasoille, kun taas noteerattujen osakkeiden nettoemissiot kasvoivat edelleen. Markkinatiedot viittaavat siihen, että heinä- ja elokuun liikkeeseenlaskut noudattivat pitkän aikavälin kausivaihteluita. Yritysten osakkeiden nettoemissiot sitä vastoin lisääntyivät huomattavasti vuoden 2018 toisella neljänneksellä.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten velkapaperien ja noteerattujen osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku

(vuositasolla, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

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

Yritysten rahoituskustannukset ovat pysytelleet lähellä vuoden alun suotuisaa tasoa.

Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli heinäkuussa 4,4 % eli jokseenkin entisellään kesäkuuhun 2018 nähden. Elokuussa rahoituskustannusten arvioidaan pysyneen vakaina. Ulkoisen rahoituksen nykyiset kustannukset ovat vain noin 0,37 prosenttiyksikköä heinäkuun 2016 ennätysellisen alhaisen tason yläpuolella ja siis alempana kuin vuoden 2014 puolessavälissä, jolloin markkinoiden odotukset julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käyttöönotosta alkoivat näkyä.

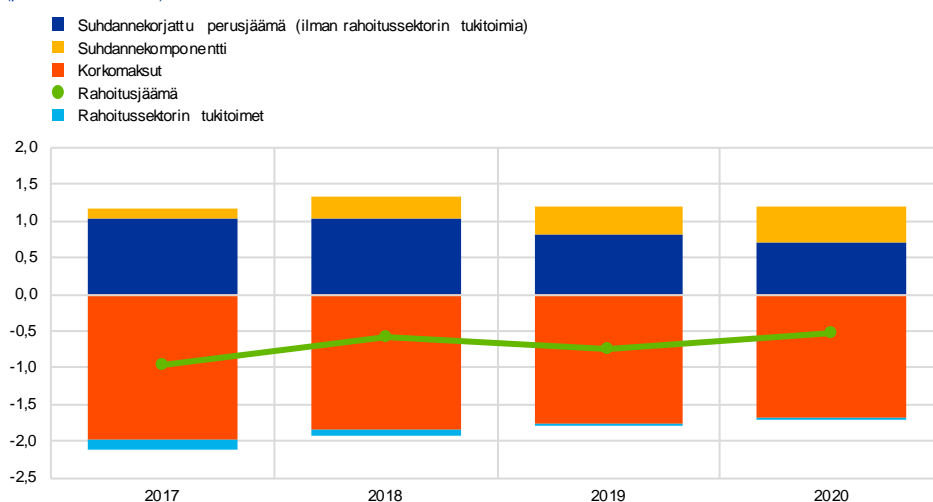
6 Julkisen talouden kehitys

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan entisestään pienenevän arviointijakson (2018–2020) aikana lähinnä suotuisten suhdanteiden ja korkomenojen vähenemisen ansiosta. Kustannuksiltaan korkeaa velkaa korvataan edelleen uudella, matalakorkoisemmalla velalla. Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kokonaisuudessaan jokseenkin neutraalia vuonna 2018, jonkin verran elvyttävää vuonna 2019 ja jälleen kutakuinkin neutraalia vuonna 2020. Euroalueen julkisen talouden velkasuhteen supistuminen jatkuu, mutta velan määrä on edelleen suuri suhteessa BKT:hen. Vakauttamistoimien lisääminen olisikin hyödyksi varsinkin suuresti velkaantuneille maille, jotta niiden julkisen talouden velkasuhteet saadaan vakaasti pieneneväksi.

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan edelleen pienenevän arviointijaksolla (2018–2020). EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioiden⁴ mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen supistunee 0,5 prosenttiin vuonna 2020. Vuonna 2017⁵ alijäämäsuhte oli 1,0 %. Tämän kohenemisen odotetaan keskeytyvän väliaikaisesti vuonna 2019, mikä johtuu kuitenkin vain tilapäisluontoisista tekijöistä. Julkisen talouden näkymien yleinen parannus johtuu lähinnä suotuisasta suhdannekehityksestä ja alenevista korkomenoista. Tätä vaikutusta on osittain kumoamassa suhdannekorjatun perusjäämän supistuminen vuosina 2019 ja 2020 (ks. kuvio 26). Euroalueen julkisen talouden alijäämän näkymät ovat eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2018 arvioihin verrattuna kutakuinkin ennallaan.

Kuvio 26 Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2018.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

⁴ Ks. euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2018, EKP, 2018.

⁵ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

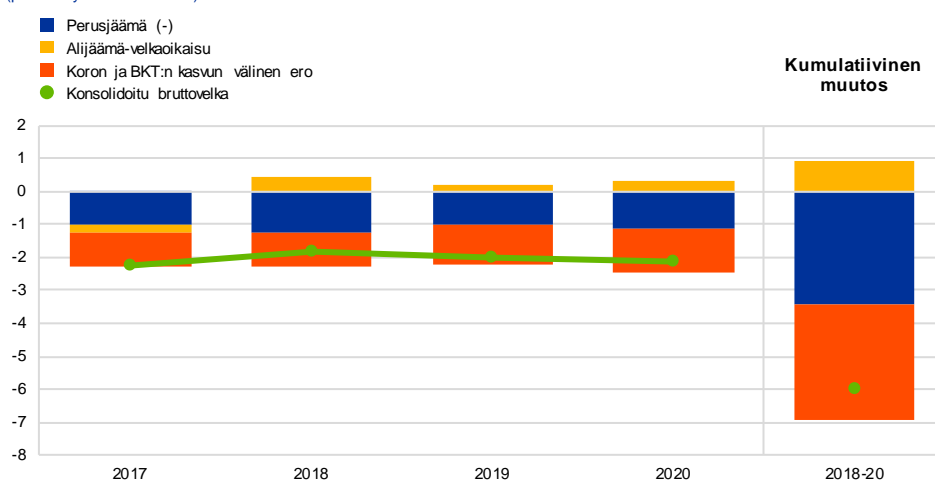
Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kutakuinkin neutraalia vuonna 2018, jonkin verran elvyttävää vuonna 2019 ja jälleen jokseenkin neutraalia vuonna 2020.⁶ Välittömien verojen ja sosiaaliturvamaksujen leikkausten odotetaan vaikuttavan osaltaan finanssipolitiikan lievään kevenemiseen koko arviointijaksolla ja etenkin vuonna 2019.

Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2018 arvioissa ennakoidaan, että BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden kokonaisvelka supistuu 80,6 prosenttiin vuoden 2020 loppuun mennessä, kun se vuonna 2017 oli 86,6 %⁷. Arvioita julkisen talouden velan pienenemisestä tukee velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron sekä peruslyijäämien suotuisa kehitys (ks. kuvio 27). Alijäämä-velkakoikaisujen odotetaan kuitenkin osittain kumoavan näiden tekijöiden vaikutuksen. Euroalueen kokonaisvelkasuhteen odotetaan pienenevän hieman hitaammin kuin mitä kesäkuussa 2018 arvioitiin. Tämä johtuu pääosin velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron kasvusta, jonka peruslyijäämien suureneminen kumoaa vain osittain. Velkanäkymien arvioidaan paranevan useimmissa euroalueen maissa, joskin muutamassa maassa velkatasot edelleen ylittävät pitkälti viitearvon, joka on 60 % BKT:stä.

Kuvio 27

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot syyskuulta 2018.
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

Maiden olisi jatkettava finanssipoliittisia toimiaan vakaus- ja kasvusopimusta täysimääräisesti noudattaen. Vakauttamistoimet ovat jatkossa välttämättömiä varsinkin suuresti velkaantuneissa maissa, jotta niiden velkasuhteet saataisiin

⁶ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on rakenteellisen perusjäämän muutos eli BKT:hen suhteutettu suhdannekorjattu perusjäämä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan käsitettä tarkastellaan lähemmin EKP:n Talouskatsauksen numeron 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

⁷ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

vakaasti pienenemään. Tällaiset maat ovat nimittäin erityisen haavoittuvia tuleville talouden laskusuhdanteille ja rahoitusmarkkinoiden mahdollisille uusille epävakauseroille. Yhtenä velan tason kasvuun merkittävästi vaikuttavana tekijänä ovat useissa maissa olleet rahoitussektorin tukitoimet. Tämän Talouskatsauksen keuhkosta 4 ilmenee, että vaikka näiden tukitoimien velkaan kohdistuvan vaikutuksen kasvu näyttää taittuneen, vaikutus on edelleen olemassa. Lisäksi rahoitussektoria koskevat vastuusitoumukset ovat edelleen korkealla tasolla useissa maissa, mikä viittaa siihen, että jatkossa tarvitaan kurinalaista finanssipolitiikkaa ja että lisäksi on tärkeää lujittaa euroalueen institutionaalisia rakenteita.

1 Protektionismin lisääntymisen makrotaloudelliset vaikutukset

Maailmankaupan ympäristö on muuttunut nopeasti viime kuukausina. Yhdysvaltojen hallinnon ilmoittamat lisätullit ja sen kauppakumppanien vastatoimet ovat herättäneet huolia mahdollisesta ”kauppasodasta” ja mahdollisesti yleisemmästä globalisaation taantumisesta. Yhdysvaltojen hallinto ilmoitti 1.3. asettavansa 25 prosentin lisätullin teräksen tuonnille ja 10 prosentin lisätullin alumiinin tuonnille useista eri maista. Ensimmäiset Kiinan epäreiluilla käytännöillä teknologian siirrossa perustellut Kiinan tuonnille asetetut lisätullit tulivat voimaan 6.7. Tämän jälkeen Kiinan viranomaiset ilmoittivat vastatoimenpiteistään, joiden seurauksena Yhdysvaltojen hallinto uhkasi asettaa uusia lisätulleja. Samaan aikaan EU ja Kanada toteuttivat vastatoimia Yhdysvaltojen asettamien teräs- ja alumiinitullien takia. Lopuksi Yhdysvaltojen hallinto käynnisti uuden selvityksen henkilö- ja kuorma-autojen ja niiden osien tuonnista (selvittääkseen sen vaikutusta kansalliseen turvallisuuteen), ja tämä saattaa johtaa jälleen uusiin lisätulleihin. Viime aikoina on kuitenkin ollut myös merkkejä ulkomaankaupan jännitteiden vähenemisestä Yhdysvaltojen ja EU:n viranomaisten tapaamisen sekä Yhdysvaltojen ja Meksikon välisen uuden NAFTA-järjestelyn myötä.

Tässä kehikossa tarkastellaan ulkomaankaupan jännitteiden mahdollisen kiristymisen vaikutuksia maailmantalouteen. Erityisesti siinä tarkastellaan protektionismin välittymiskanavia talouteen sekä kvantifioidaan mahdollisia globaaleja vaikutuksia. Tarkastelu perustuu EKP:n globaaliin malliin⁸ ja IMF:n globaaliin integroituun raha- ja finanssipolittiseen malliin (Global Integrated Monetary and Fiscal Model, GIMF)⁹, joka kattaa useita eri maita ja toimialoja. Kuten kaikissa malleissa, skenaarioihin liittyviin arvioihin on tässäkin syytä suhtautua varauksella epävarmuustekijöiden vuoksi, mutta niitä voi käyttää karkeana kuvauksena olennaisista kanavista.

Lyhyellä aikavälillä korkeampien lisätullien välittömät vaikutukset niitä asettavan maan talouskasvuun riippuvat kahdesta pääkanavasta: kulutuksen substituutiokanavasta – jonka vaikutus on BKT:hen on positiivinen – ja kokonaistulovaikutuksesta – jonka vaikutus on negatiivinen. Toisaalta korkeammat tuontitullit saattavat heikentää kotitalouksien ostovoimaa pienentämällä niiden käytettävissä olevia reaalityuloja, mikä lannistaisi kotimaista kulutusta ja investointia sekä supistaisi BKT:tä. Toisaalta tuontitavaroiden hintojen nousu voisi saada kuluttajat ja yritykset vaihtamaan kotimaassa tuotettuihin tavaroihin, mikä lisäisi kotimaista kysyntää ja vähentäisi tuontia. Näiden kahden kanavan suhteellinen merkittävyys ja vastaavasti niiden yhteenlaskettu vaikutus BKT:hen riippuu olennaisella tavalla kotimaassa tuotettujen tavaroiden ja ulkomaisten tavaroiden keskinäisestä korvaavuudesta. Suurempi korvaavuus voisi johtaa siihen, että vaihtaminen kotimaisten tavaroiden kulutukseen tulisi kuluttajalle edullisemmaksi,

⁸ Ks. A. Dieppe, G. Georgiadis, M. Ricci, I. Van Robays ja B. van Roye, ”ECB-Global: Introducing the ECB’s global macroeconomic model for spillover analysis”, *Economic Modelling*, Vol. 72, kesäkuu 2018, s. 78–98.

⁹ Ks. M. Kumhof, D. Laxton, D. Muir ja S. Mursula, ”The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure”, IMF Working Papers, nro 10/34, helmikuu 2010.

mikä vahvistaisi kulutuksen substituutiokanavaa. Kuitenkin välituotteisiin sovellettuna korkeammat lisätullit voisivat myös kasvattaa kotimaisen tuotannon hintaa ja johtaa siten investointien lykkäämiseen. Samaan aikaan vastavuoroiset kaupanrajoitteet voivat vähentää vientiä ja pahentaa kauppakiistojen negatiivista vaikutusta.

Yritysten ja kuluttajien luottamuksen heikkenemisen välilliset negatiiviset vaikutukset voisivat voimistaa vaikutusta talouskasvuun. Välittömässä kauppavaikutuksessa ei oteta huomioon mahdollisia luottamusvaikutuksia ja rahoitusmarkkinoiden jännitteitä, joita lisääntynyt epävarmuus politiikan kehityksestä aiheuttaa. Epävarmuus ja luottamusvaikutukset voivat vaikuttaa huomattavan negatiivisesti globaaleihin investointeihin ja talouskasvuun. Yritysten investointipäätökset eivät riipu pelkästään senhetkisestä ulkomaankauppapolitiikasta, vaan myös tulevasta politiikasta Yhdysvalloissa ja muualla maailmassa. Epävarmuus tulevasta ulkomaankauppapolitiikasta voi vaikuttaa vastaavasti myös kotitalouksien kulutuskäyttäytymiseen. Kun huoli protektionismin lisääntymisen haittavaikutuksista kasvaa, kotitaloudet saattavat lisätä varovaisuussäästämistä ja lykätä kulutusta. Lisäksi rahoitusmarkkinat saattavat reagoida negatiivisiin reaalikorkoihin. Jyrkkä muutos ulkomaankauppapolitiikassa voisi laukaista osakkeiden ja joukkolainojen arvon uudelleenarvioinnin, mikä voisi voimistaa edellä kuvattuja vaikutuksia.

Tähän mennessä toteutetuilla protektionistisilla toimilla on maailmantalouden kasvuun vain vähäinen vaikutus, sillä niiden kohteena olevat tuotteet muodostavat vain pienen osan maailmankaupasta. Tähänastiset hyvin valikoivat toimenpiteet, kuten teräksen lisätulli (25 %) ja alumiinin lisätulli (10 %) sekä 50 miljardin Yhdysvaltain dollarin osuus Yhdysvaltojen ja Kiinan välisestä kaupasta (25 %) koskevat vain pientä murto-osaa maailmankaupasta. Lisäksi tähän saakka niiden vaikutus rahoitusmarkkinoihin sekä yritysten ja kuluttajien luottamukseen on ollut rajallinen.

Jännitteiden kiristymisellä voi kuitenkin olla merkittäviä globaaleja haittavaikutuksia, joita havainnollistaa hypoteettinen skenaario, jossa Yhdysvallat korottaa kaiken tuonnin tulleja 10 prosenttiyksiköllä ja sen kauppakumppanit asettavat vastavuoroisen 10 prosenttiyksikön lisätullin tuonnilleen Yhdysvalloista.¹⁰ Edellä kuvattu välitön kanava on simuloitu GIMF-mallissa siten, että Yhdysvallat asettaa kaiken loppu- ja välituotteiden tuonnin kattavan 10 prosentin lisätullin kaikille kauppakumppaneilleen, jotka vastaavat asettamalla vastaavan lisätullin Yhdysvaltojen viennille (mutta eivät toisilleen). On hyvin vaikeaa kuvata tällaisten lisätullien vaikutuksia luottamukseen, joten yksinkertaisuuden vuoksi oletetaan, että joukkolainojen riskilisät nousevat 50 peruspistettä ja osakemarkkinat laskevat kaikissa maissa kahden keskihajonnan verran. Yhdysvalloissa tämä tarkoittaa osakemarkkinoiden 16 prosentin pudotusta. Vaikka tällainen kehitys kuvaa kohonnutta volatiliiteettia rahoitusmarkkinoilla, se on silti vähäisempää kuin globaalien finanssikriisin huipussa (vuoden 2008 viimeisellä

¹⁰ Nämä kaksi skenaariota ovat toisistaan riippumattomat, joten 10 prosentin lisätulli koskee myös terästä ja alumiinia.

neljänneksellä), jolloin S&P 500 putosi 28 % ja joukkolainojen riskilisät nousivat 230 peruspistettä.

Simuloinneissamme on tehty olennaisia mallintamisvalintoja. Ensinnäkin oletamme, että kauppakiistat kestävät vain kaksi vuotta.¹¹ Toiseksi oletamme, että lisätullien tuottamat tulot käytetään budjettialijäämien supistamiseen eikä kysynnän tukemiseen. Kolmanneksi rahapolitiikan ja valuuttakurssien odotetaan kaikissa maissa reagoivan endogeenisesti.¹² Neljänneksi mallinamme luottamusvaikutusta osakemarkkinamuutoksilla ja joukkolainojen riskilisillä.

Kaikissa skenaarioissa vastatoimenpiteiden oletettu muoto on

ulkoisvaikutusten kannalta olennainen. Esimerkiksi jos Kiinan ja Yhdysvaltojen keskinäinen kauppakiista kiristyy mutta ei koske mitään muuta maata, syntyy kauppavirtojen uudelleenohjautumista. Tällaisessa skenaariossa lisätullit tekevät yhdysvaltalaisista tavaroista kalliimpia Kiinassa ja kiinalaisista tavaroista kalliimpia Yhdysvalloissa. Näin ollen kolmansissa maissa valmistettujen kauppakiistan ulkopuolisten tuotteiden kilpailukyky paranee Kiinassa suhteessa yhdysvaltalaisiin tavaroihin ja Yhdysvalloissa suhteessa kiinalaisiin tavaroihin. Se, missä määrin kiistan ulkopuolinen talous hyötyy tästä, riippuu siitä, miten helposti maat voivat korvata tavaroiden tuontia jostakin maasta tuomalla niitä toisesta maasta. Jos korvattavuus on vähäistä, kaupan kiertovaikutuskin on vähäisempää. Tämä vaikutus riippuu myös siitä, noudattavatko valuuttakurssimuutokset mallin ennusteita.

Kauppakanava

Tämä skenaario ennakoii merkittävän epäedullisia vaikutuksia Yhdysvalloille.

Välitön kauppakanava heikentää Yhdysvaltojen taloutta 1,5 prosenttia ensimmäisenä vuonna (ks. siniset palkit kuviossa A). Vähäisemmällä tuonnilla Yhdysvaltoihin ja kotimaisten tuottajien kotimarkkinaosuuden kasvulla on pienempi vaikutus kuin viennin supistumisella. Arvion mukaan Yhdysvaltojen nettovientiasema heikentyisi olennaisesti. Tässä mallissa yhdysvaltalaiset yritykset myös investoivat ja rekrytoivat vähemmän, mikä vahvistaa haitallisia vaikutuksia Yhdysvaltojen talouteen kotimaisen kysynnän vähenemisen kautta. Asteittainen sopeutuminen ja vaihtaminen kotimaiseen tuotantoon tasoittaa tilannetta ajan myötä vain osittain, ja korkeampien lisätullien välittömän kauppavaikutuksen vuoksi BKT olisi kolmantena simulaatiovuonna 1 prosentin pienempi.

Kiinan kannalta kauppavaikutus BKT:hen olisi sitä vastoin aluksi hieman

positiivinen mutta hyöty häviäisi ajan mittaan. Ensimmäisenä simulaatiovuonna Kiinan kotimainen kulutus ja investoinnit supistuisivat. Kiinan nettovientiaseman paranemisella olisi kuitenkin näitä haittavaikutuksia suurempi positiivinen vaikutus: Yhdysvallat toisi vähemmän kiinalaisia tavaroita, mutta tämä kompensoituisi kaupan kiertovaikutusten myötä, kun kiinalaisten viejien markkinaosuus kolmansissa maissa

¹¹ Tämä mallintamisvalinta johtuu teknisistä syistä. Olettamalla lisätullit tilapäisiksi kuvaamme lyhytkatseista käyttäytymistä.

¹² Sellaisissa maissa, joissa korot rikkovat nollarajan, negatiivisia korkoja voidaan pitää epätavanomaisina rahapolittisia toimenpiteitä heijastelevina varjokorkoina.

paranisi yhdysvaltaisten viejien kustannuksella. Ajan myötä nämä vaikutukset kuitenkin pienenisivät: kun Yhdysvaltojen tuotanto sopeutuisi korkeampiin lisätulleihin, kiinalaisten tavaroiden kysyntä vähenisi ja hyöty Kiinan BKT:n kannalta häviäisi.¹³

Luottamuskanava

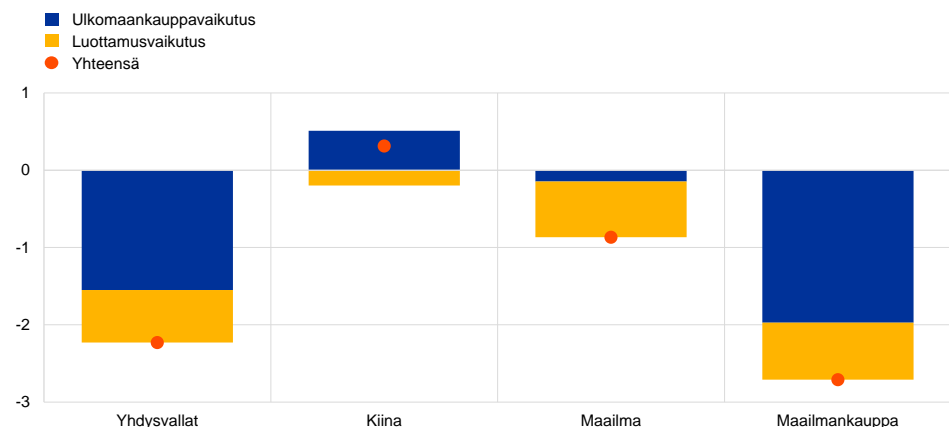
Luottamuksen heikkenemisellä on merkittäviä haitallisia vaikutuksia maailmantalouden kasvuun. Globaalien rahoitusmarkkinoiden reaktioilla on merkittävä ja laaja-alainen vaikutus tuotantoon eri maissa, ja maailmantalouden tuotanto supistuisi noin 0,75 % ensimmäisenä vuonna (ks. keltaiset palkit kuviossa A). Rahoitusolojen kiristyminen heikentäisi Yhdysvaltojen BKT:tä noin 0,7 % ja maailmankauppaa noin 0,75 %. Epävarmuuden lisääntyminen ja luottamuksen heikkeneminen rasittaisivat Kiinan talouskasvua.¹⁴

Yhteensä tämä tarkoittaa, että Yhdysvaltojen reaalityalouden kasvu voisi olla yli 2 % vaimeampaa kuin perusskenaariossa jo ensimmäisenä vuonna ja maailmankauppa voisi supistua yli 3 % perusskenaariosta. Kaiken kaikkiaan, kunkin edellä mainitun vaikutuskanavan suhteellisesta merkityksestä ja niiden yhteisvaikutuksesta talouskasvuun voi kiistellä, mutta laadulliset tulokset ovat kiistattomat: lisätulleja asettava maa, jota kohtaan muut maat asettavat vastatoimia, kärsii selvästi. Sen elintaso laskee ja työpaikkoja häviää.

Kuvio A

Ulkomaankaupan jännitteiden lisääntymisen arvioidut seuraukset – ensimmäisen vuoden vaikutukset

(Vaikutus BKT:hen vuonna 2018, poikkeama perusuran tasosta, prosenttia).



Lähde: EKP:n laskelmat.

Huom. Tulokset ovat GIMF-mallilla mallinnettujen välittömien ulkomaankauppavaikutusten ja ECB-Global Model -mallin luottamusvaikutusten yhdistelmä.

¹³ Esimerkiksi kestää jonkin aikaa, että tuottajat löytävät yhdysvaltalaisia toimittajia aiemmin maahantuomilleen välituotteille ja että kuluttajat muuttavat tottumuksiaan ja alkavat ostaa Yhdysvalloissa tuotettuja tavaroita.

¹⁴ Kiinan finanssipolitiikka voi reagoida GIMF-mallissa tavanomaisen finanssipoliittisen säännön mukaisesti.

2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 3.5.–31.7.2018

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita vuoden 2018 kolmannella ja neljännellä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 3.5.–19.6. ja 20.6.–31.7.2018. Perusrahoitusoperaatioiden korko oli koko tämänkin tarkastelujakson ajan 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletusmahdollisuuden korko -0,40 %.

Lisäksi eurojärjestelmä jatkoi julkisen sektorin velkapaperien, katettujen joukkolainojen, omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja yrityssektorin velkapaperien ostoja osana laajennettua omaisuuserien osto-ohjelmaansa, jossa ostoja pyritään tekemään keskimäärin 30 miljardilla eurolla kuukaudessa.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 427,5 miljardia euroa eli 64,5 miljardia euroa suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla (siis vuoden 2018 ensimmäisellä ja toisella pitoajanjaksolla). Likviditeettitarpeiden kasvu johtui lähes yksinomaan siitä, että riippumattomien tekijöiden nettovaikutus kasvoi 64,4 miljardia euroa 1 303,3 miljardiin euroon, kun taas vähimmäisvarantovelvoitteet suurenivat keskimäärin alle 0,1 miljardia euroa ja olivat 124,2 miljardia euroa.

Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvu, joka viittaa likviditeetin vähentymiseen, johtui likviditeettiä lisäävien erien pienentymisestä ja likviditeettiä vähentävien erien suurentumisesta. Likviditeettiä lisäävien erien pienentyminen johtui erityisesti euromääräisten nettosaamisten pienentymisestä keskimäärin 21,6 miljardilla eurolla 191,2 miljardiin euroon. Tämä johtui pääasiassa siitä, että eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat tarkastelujakson aikana keskimäärin 12,8 miljardia euroa ja vaikuttivat siis negatiivisesti euromääräisiin nettosaamisiin¹⁵, sekä siitä, että eurojärjestelmän muista kuin rahapoliittisista syistä hallussaan pitämät rahoitusvarat vähenivät keskimäärin 7,8 miljardia euroa. Likviditeettiä vähentävien erien osalta olennaisin vaikutus oli liikkeessä olevien setelien määrällä, joka kasvoi keskimäärin 22,5 miljardia euroa (jossain määrin kesään liittyvän kausiluonteisen kasvun vuoksi), ja valtioiden talletuksilla, jotka lisääntyivät keskimäärin 11,9 miljardilla eurolla ja olivat 239,4 miljardia euroa.

¹⁵ Eurojärjestelmän velat euroalueen ulkopuolelle ovat pääasiassa euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien talletuksia eurojärjestelmän kansallisissa keskuspankeissa. Näiden talletusten lisääntyminen vaikuttaa erityisesti neljänneksen lopussa ja jossain määrin myös kuukauden lopussa, koska liikepankit eivät mielellään ota vastaan vakuudettomia tai vakuudellisia käteisvaroja juuri ennen taseraportointia. Esimerkiksi 29.3.2018 euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat 339,8 miljardiin euroon, kun ne toisella pitoajanjaksolla olivat olleet keskimäärin 270,4 miljardia, ja 30.6.2018 ne kasvoivat 348 miljardiin euroon, kun ne neljännellä pitoajanjaksolla olivat olleet keskimäärin 279,7 miljardia.

Riippumattomien tekijöiden vaihtelu säilyi suunnilleen ennallaan verrattuna edelliseen tarkastelujaksoon. Riippumattomien tekijöiden päivittäinen vaihtelu johtui pääosin valtioiden talletuksista ja euromääräisistä nettosaamisista. Suurempaa vaihtelua tarkastelujaksolla havaittiin kesäkuun lopussa vuosineljänneksen päättyessä sekä muiden tarkastelujakson kuukausien lopussa.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat – likviditeettitarpeet (keskiarvoja; mrd. euroa)

	3.5.2018– 31.7.2018	31.1.2018– 2.5.2018	Neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso
Riippumattomat tekijät	2 12 (+43, 3,9 8)	2 080,1	2 16 (+81, 7,4 5)	2 08 (- 5,9 16,9)
Liikkeessä olevat setelit	1 17 (+22, 6,5 5)	1 154,1	1 18 (+13, 3,6 2)	1 17 (+11, 0,4 3)
Valtioiden talletukset	239, (+11, 4 9)	227,5	263, (+45, 8 7)	218, (- 0 29,5)
Muut riippumattomat tekijät	708, (+9,4 0)	698,6	720, (+22, 0 5)	697, (+1,3 5)
Sekkitilitalletukset	1 33 (+27, 1,9 3)	1 304,6	1 30 (- 6,7 47,3)	1 35 (+58, 3,9 6)
Rahapoliittiset välineet	780, (- 1 20,4)	800,5	776, (-6,7) 5	783, (-9,2) 2
Vähimmäisvarantovelvoitteet ¹	124, (+0,0 2)	124,2	124, (+0,9 7)	123, (-0,7) 8
Talletusmahdollisuus	655, (- 9 20,4)	676,4	651, (-7,7) 8	659, (-8,5) 5
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

Saamiset – likviditeetin tarjonta (keskiarvoja; mrd. euroa)

	3.5.2018– 31.7.2018	31.1.2018– 2.5.2018	Neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso
Riippumattomat tekijät	821, (- 0 20,6)	841,7	821, (+0,8 5)	820, (-7,5 6)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	629, (+1,0 8)	628,9	635, (+9,9 1)	625, (-1,9 2)
Euromääräiset nettosaamiset	191, (21,6 2)	212,8	186, (-9,1 3)	195, (-5,6 4)
Rahapoliittiset välineet	3 29 (+71, 1,1 3)	3 219,8	3 30 (+26, 5,2 1)	3 27 (+40, 9,1 7)
Avomarkkinaoperaatiot	3 29 (+71, 1,0 3)	3 219,7	3 30 (+26, 5,1 1)	3 27 (+40, 9,0 7)
Huutokauppaoperaatiot	753, (-8,6 2)	761,7	746, (- 4 12,6)	759, (-2,4 1)
Perusrahoitusoperaatiot	1,9 (+0,2)	1,7	2,1 (+0,3)	1,8 (-0,1)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	7,4 (-0,3)	7,7	7,2 (-0,2)	7,5 (-0,2)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (ensimmäinen sarja)	11,1 (-1,9)	13,0	9,5 (-2,9)	12,4 (-0,3)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	732, (-6,5 8)	739,3	727, (-9,7 6)	737, (-1,8 3)
Suorat arvopaperisijoitukset	2 53 (+79, 7,8 8)	2 458,0	2 55 (+38, 8,7 8)	2 51 (+43, 9,9 1)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	4,7 (-1,1)	5,8	4,5 (-0,4)	4,9 (-0,7)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	4,2 (-0,3)	4,5	4,1 (-0,2)	4,3 (-0,1)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	254, (+5,7 6)	248,8	255, (+1,6 4)	253, (+3,3 8)
Velkapaperiohjelma	83,5 (-1,5)	85,0	82,3 (-2,1)	84,5 (-0,5)
Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	27,5 (+1,7)	25,8	27,7 (+0,3)	27,4 (+1,1)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 00 (+61, 4,1 8)	1 942,3	2 02 (+32, 1,6 4)	1 98 (+33, 9,2 6)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	159, (+13, 2 5)	145,7	163, (+7,2 1)	155, (+6,5 9)
Maksuvalmiusluotto	0,1 (+0,0)	0,1	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)

Muut likviditeettiä koskevat tiedot (keskiarvoja; mrd. euroa)

	3.5.2018– 31.7.2018	31.1.2018– 2.5.2018	Neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 42 (+64, 7,5 5)	1 363,0	1 47 (+81, 1,0 6)	1 38 (- 9,4 10,1)
Riippumattomat tekijät²	1 30 (+64, 3,3 4)	1 238,8	1 34 (+80, 6,3 6)	1 26 (-9,4) 5,6
Ylimääräinen likviditeetti	1 86 (+6,8 3,5)	1 856,7	1 83 (- 3,7 55,9)	1 88 (+50, 9,6 8)

Korkokehitys (keskikorko; prosentteina)

	3.5.2018– 31.7.2018	31.1.2018– 2.5.2018	Neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso
Perusrahoitusoperaatiot	0,00 (+0,0 0)	0,00	0,00 (+0,0 0)	0,00 (+0,0 0)
Maksuvalmiusluotto	0,25 (+0,0 0)	0,25	0,25 (+0,0 0)	0,25 (+0,0 0)
Talletusmahdollisuus	-0,40 (+0,0 0)	-0,40	-0,40 (+0,0 0)	-0,40 (+0,0 0)
Eoniakorko	- (+0,0 0,36 01) 3	-0,364	- (- 0,36 0,00 4 2)	- (+0,0 0,36 02) 2

Lähde: EKP.

Huom. Kaikki taulukon luvut on pyöristetty lähimpään 0,1 miljardiin euroon.

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

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

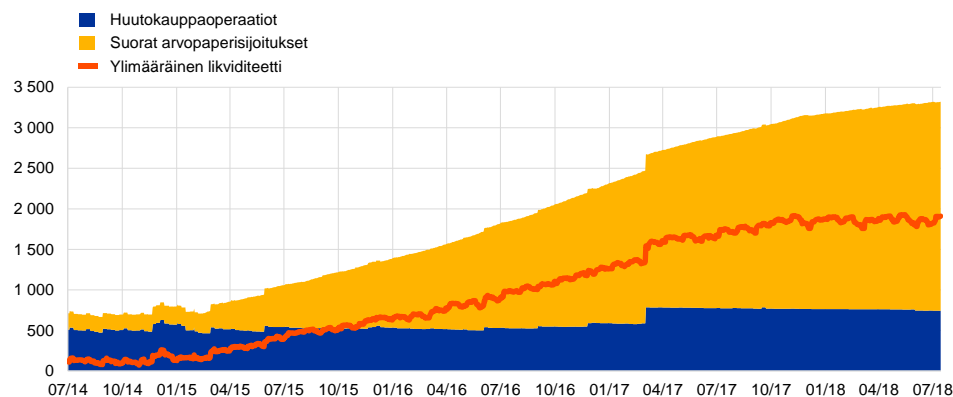
Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 71,3 miljardia euroa ja oli 3 291,1 miljardia euroa (ks. kuvio A). Kasvu johtui kokonaisuudessaan laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä netto-ostoista, kun taas likviditeetin kysyntä huutokauppaoperaatioissa puolestaan väheni hieman.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioiden volyymin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 8,6 miljardilla eurolla ja oli 753,2 miljardia euroa. Tämä johtui pääosin kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin keskimääräisen volyymin pienenemisestä 8,4 miljardilla eurolla. Volyymin pienenemiseen vaikuttivat ensimmäisen sarjan useissa operaatioissa ja toisen sarjan ensimmäisessä operaatioissa kesäkuussa 2018 jaetun likviditeetin vapaaehtoiset takaisinmaksut, joiden määrä oli yhteensä 14,5 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioiden kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi 0,2 miljardia euroa ja oli 1,9 miljardia euroa. Kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi pieneni 0,3 miljardia euroa ja oli 7,4 miljardia euroa.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyymi kasvoi 79,8 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 537,8 miljardia euroa laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen netto-ostojen jatkuessa. Julkisen sektorin velkapaperien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi 61,8 miljardia euroa. Kolmannen katettujen joukkolainojen osto-ohjelman osuus kokonaisvolyymin kasvusta oli 5,7 miljardia euroa, omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelman osuus 1,7 miljardia euroa ja yrityssektorin velkapaperien osto-ohjelman osuus 13,5 miljardia euroa. Likviditeettiä vähensivät velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittujen joukkolainojen takaisinmaksut, joiden määrä oli yhteensä 2,9 miljardia euroa.

Ylimääräinen likviditeetti

Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi pysyi edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna pääosin ennallaan ja kasvoi vain hieman eli 6,8 miljardia euroa 1 863,5 miljardiin euroon (ks. kuvio A). Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta jaetun likviditeetin

lisääntymisen vaikutuksen kumosi lähes täysin riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvu ennen kaikkea neljännellä pitoajanjaksolla. Ylimääräisen likviditeetin määrä lisääntyi kolmannella pitoajanjaksolla 50,8 miljardia euroa ja riippumattomien tekijöiden nettovaikutus väheni 9,4 miljardia euroa. Neljännellä pitoajanjaksolla tämä kehitys kääntyi, ja ylimääräisen likviditeetin määrä väheni 55,9 miljardia euroa ja riippumattomien tekijöiden nettovaikutus lisääntyi 80,6 miljardia euroa.

Ylimääräisen likviditeetin tallettaminen sekkitileille ja talletusmahdollisuuden kautta jakautui siten, että keskimääräiset sekkitilitalletukset kasvoivat tarkastelujaksolla 27,3 miljardia euroa ja olivat 1 331,9 miljardia euroa, kun taas talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö supistui 20,4 miljardia euroa ja oli 655,9 miljardia euroa.

Korkokehitys

Sekä vakuudettomat että vakuudelliset yön yli -rahamarkkinakorot pysyivät tarkastelujaksolla lähellä EKP:n talletusmahdollisuuden korkoa ja vakuudellisilla markkinoilla joitakin vakuuskoreja käytettäessä laskivat jopa sitä alemmas. Vakuudettomilla markkinoilla eoniakorko oli keskimäärin -0,363% eli hieman alempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla, jolloin se oli keskimäärin -0,364%. Eonia oli alimmillaan -0,371 % toukokuun 21. päivää 2018 edeltäneen viikonlopun vaiheilla ja korkeimmillaan -0,353 % kesäkuun viimeisenä päivänä 2018. Vakuudellisilla markkinoilla GC pooling -markkina-alustalla yön yli -reposopimusten keskikorko¹⁶ pysyi edelliseen tarkastelujaksoon nähden ennallaan. Yön yli -reposopimusten keskikorko oli perustason vakuuskoria käytettäessä -0,441 % ja laajennettua koria käytettäessä -0,394 %.

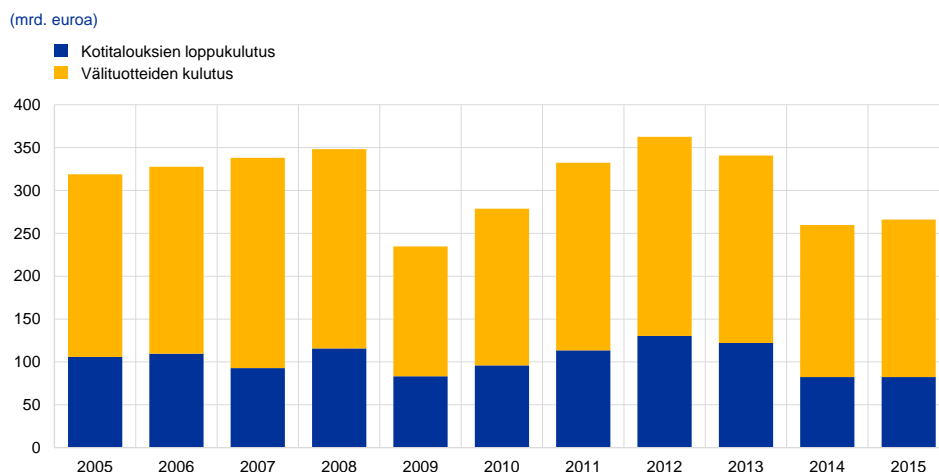
Toisen neljänneksen lopussa kesäkuussa 2018 tapahtunut euroalueen ydinmaiden repokorkojen lasku oli huomattavasti vähäisempää verrattuna vuoden 2017 toisen neljänneksen loppuun, ja yleisen käsityksen mukaan sillä ei juuri ollut merkitystä. Esimerkiksi kesäkuun 2017 lopussa Ranskan vakuuksien yön yli -reposopimusten keskikorko GC pooling -alustalla laski 0,29 prosenttiyksikköä ja oli -0,75 %, kun taas Saksan vakuuksien vastaava korko laski 0,41 prosenttiyksikköä ja oli -0,90 %. Kesäkuun 2018 lopussa Ranskan vakuuksien korko laski vain 0,02 prosenttiyksikköä -0,48 prosenttiin ja Saksan vakuuksien korko 0,05 prosenttiyksikköä -0,53 prosenttiin. Tämä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ovat ottaneet käyttöön tehokkaampia vakuushallintakäytäntöjä. Saattaa myös olla, että julkisen sektorin velkapaperien osto-ohjelman arvopaperien lainausjärjestely tukee edelleen reposopimusten markkinoiden toimintaa.

¹⁶ Eurex-markkina-alustalla voidaan GC pooling -alustan avulla solmia reposopimuksia käyttäen vakioituja vakuuskoreja.

Öljyn hinta, ulkomaankaupan vaihtosuhte ja yksityinen kulutus

Öljyn hinta vaikuttaa yksityiseen kulutukseen välittömän ja välillisen kanavan kautta. Öljyn hinnan nousu vaikuttaa kotitalouksien ostovoimaan välittömästi öljypohjaisten energiatuotteiden (kuten bensiini ja lämmitysöljy) hintojen nousun kautta. Euroalueella noin kolmasosa talouden koko öljynkäytöstä on loppukulutusta eli edellä mainittujen tuotteiden kuluttajakäyttöä (kuvio A). Muut kaksi kolmasosaa öljystä kuluu muiden tuotteiden kuin energian valmistukseen. Öljyn hinnan nousu aiheuttaa tuotantokustannusten nousua näillä toimialoilla. Jos kustannuksia ei kyetä siirtämään kyseisten tuotteiden loppuhintoihin, siitä aiheutuu välillinen vaikutus kotitalouksien ostovoimaan, sillä se johtaa joko palkkojen tai voittojen pienenemiseen näillä toimialoilla.¹⁷ Öljyä tuottavissa kehittyneissä talouksissa (kuten Kanada, Norja, Iso-Britannia ja Yhdysvallat) öljysektorin palkkojen ja voittojen välillinen vaikutus on vieläkin tärkeämpi.

Kuvio A
Öljyn käyttö euroalueella



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat
Huom. Tiedot koskevat koksia sekä jalostettuja öljytuotteita, ja ne on ilmaistu käyvin perushinnoin.

Ulkomaankaupan vaihtosuhte korreloi voimakkaasti öljyn hinnan muutosten kanssa. Viennin ja tuonnin suhteellisten hintojen eli vaihtosuhteen muutokset vaikuttavat tyypillisesti yksityiseen kulutukseen. Vaihtosuhdetta voidaan pitää sinä tuontitavaroiden määränä, jonka talous voi ostaa yhtä vientitavarayksikköä vastaan. Kuvio B osoittaa, että euroalueen vaihtosuhte korreloi voimakkaasti öljyn hinnan kanssa.¹⁸ Kun öljyn hinta nousee, vaihtosuhte heikkenee ja kotitalouksien ostovoima laskee. Öljyn hinnan ja vaihtosuhteen voimakas korrelaatio on

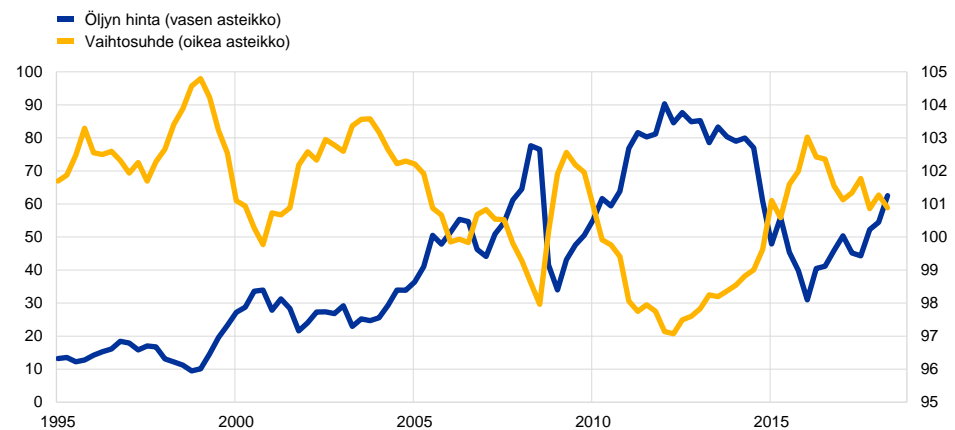
¹⁷ Siltä osin kuin muiden tuotteiden kuin energian valmistajat kykenevät sopeuttamaan hintojaan öljyn hinnan muutoksiin, se heijastuu välittömästi kotitalouksien ostovoimaan samalla tavoin kuin öljypohjaisten energiatuotteiden tapauksessa.

¹⁸ Periaatteessa vaihtosuhte voi heijastella myös muita tekijöitä (kuten nimellinen valuuttakurssi sekä muiden tavaroiden ja palvelujen kuin öljyn hinta). Empiirisesti on kuitenkin havaittu, että euroalueen vaihtosuhteen vaihtelut selittyvät suurimmalta osin öljyn hinnalla.

maailmanlaajuinen ilmiö.¹⁹ Öljyn nettotuojujen kannalta korrelaatio on tyypillisesti negatiivinen ja nettoviejien kannalta positiivinen. Tämä suhde voi muuttua ajan mittaan joko kulutuksen ja muiden tuotteiden kuin energian tuotannon öljyintensivisyyden muutosten taikka öljyn tuotannon muutosten seurauksena. Öljyn hinnan ja kulutuksen suhde on siten luonteeltaan epävakaa.

Kuvio B Öljyn hinta ja vaihtosuhte

(euroa/barreli; 2010 = 100)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Vaihtosuhte lasketaan vientihintadeflaattorin ja tuontihintadeflaattorin suhteena.

Öljyn hinnan vaikutusta käytettävissä oleviin reaalitytuloihin voidaan tarkastella BKT:n ja kulutuksen deflaattorien erotuksen kautta. Kuviossa C on eritelty kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen muodostuminen eli kotitalouksien verojen ja etuuksien jälkeiset tulot hintojen muutoksella tarkistettuna. Se kuvaa BKT:n ja kulutuksen deflaattorien erotuksen kautta öljyn hintaan liittyvien muutosten vaikutusta vaihtosuhteeseen; euroalueella öljyn hinnan ja tämän erotuksen korrelaatio on negatiivinen. Mittari on teoreettisesti pätevä ja se kuvaa sekä välittömiä että välillisiä kanavia, joiden kautta öljyn hinta vaikuttaa kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin.²⁰ Vaikka kanavat, joiden kautta öljyn hinta vaikuttaa talouteen, muuttuisivat, tämä lähestymistapa kuvaa silti vakaasti öljyn hintaan perustuvien muutosten vaikutusta ostovoimaan ja yksityiseen kulutukseen. Tämä on olennaista kulutuksen öljyintensivisyyden muutosten sekä öljyn ja ei-energiatuotteiden tuotantoon liittyvien innovaatioiden, kuten energiatehokkuuden parannusten tai uusien liuskeöljyn tuotantomenetelmien, vuoksi.²¹

¹⁹ Ks. D. Backus ja M. Crucini, "Oil prices and the terms of trade", *Journal of International Economics*, Vol. 50, nro 1, s. 185-213.

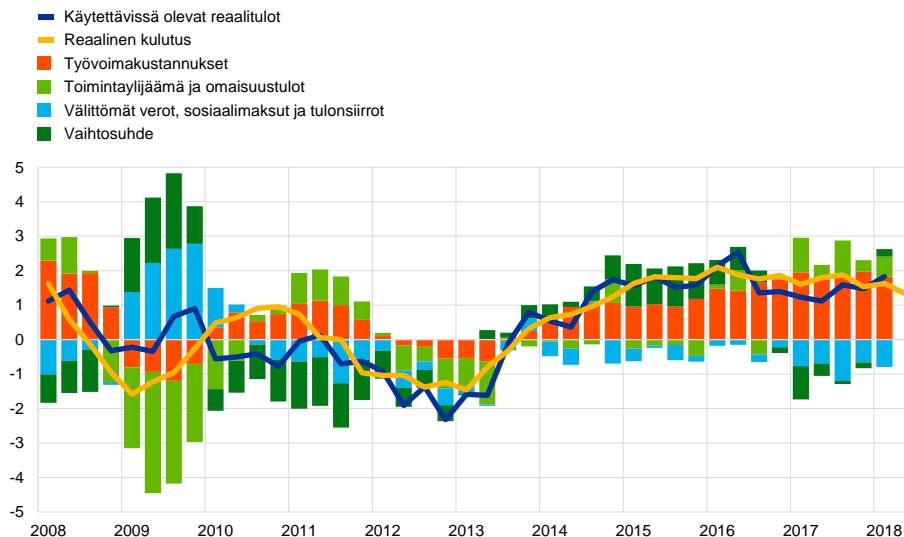
²⁰ Ks. O. Blanchard ja J. Galí, "The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?", teoksessa J. Galí ja M. Gertler (toim.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, s. 373-421.

²¹ Ks. M. Fosco ja T. Klitgaard, "Recycling Oil Revenue", Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 14.5.2018.

Kuvio C

Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ja kulutus

(vuotuinen prosenttimuutos, prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Kaikki tuloerät on deflaatoitu BKT:n deflaattorilla. Vaihtosuhteen vaikutusta on kuvattu BKT:n ja kulutuksen deflaattorien erotuksella. Kulutus ja käytettävissä olevat tulot on deflaatoitu kulutuksen deflaattorilla.

Öljyn hinnan viimeaikaisen nousun ei odoteta tyrehtyttävän yksityisen

kulutuksen kasvua. Vaikka öljyn hinnan lasku vuosina 2014 ja 2015 selvästi

edistikin yksityisen kulutuksen kasvua, käytettävissä olevien reaalityulojen yleinen kasvu vuoden 2013 jälkeen on suurelta osin perustunut työtulojen kehitykseen (kuvio C). Vuoden 2017 puolivälistä vuoden 2018 puoliväliin öljyn hinta on noussut noin 50 Yhdysvaltain dollarista barrelia kohti noin 75 dollariin. Jos se pysyy nykytasollaan, toteutunut hintojen nousu tuskin heikentää merkittävästi käytettävissä olevien reaalityulojen ja yksityisen kulutuksen kasvua. Lisäksi öljyn hinta on edelleen selvästi alempi kuin vuosina 2011–2014. Työmarkkinatilanteen parantuessa edelleen yksityisen kulutuksen odotetaan pysyvän vahvana.²²

²² Ks. Talouskatsauksen 5/2018 artikkeli ”Private consumption and its drivers in the current economic expansion”.

4 Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset julkiseen talouteen: tilanne kymmenen vuotta finanssikriisin puhkeamisen jälkeen

Tässä kehikossa tarkastellaan lähemmin, miten finanssikriisin puhkeamisen jälkeisenä vuosikymmenenä toteutetut rahoitussektorin tukitoimet ovat vaikuttaneet julkiseen talouteen. Euroalueen talouden kasvaessa jo viidettä vuotta peräkkäin on nyt paikallaan luoda katsaus kriisin julkisiin kustannuksiin ja siihen, missä määrin niiden kattaminen on helpottunut talouden elyessä. Tarkastelussa keskitytään siihen, miten tukitoimet ovat vaikuttaneet alijäämiin ja velkaan, sekä pankeille ja muille rahoituslaitoksille myönnettyihin valtiontakauksiin.²³ Kriisin jälkeen on pyritty parantamaan rahoitussektorin valvontaa, rahoituslaitosten hallittua kriisinratkaisua, julkisen talouden kestävyttä ja valtioiden häiriönsietokykyä esimerkiksi perustamalla yhteinen valvontamekanismi, yhteinen kriisinratkaisumekanismi ja Euroopan finanssipoliittinen komitea.

Rahoitussektorin tukitoimet voivat vaikuttaa alijäämään ja velkaan eri tavoin.

Ellei rahoitussektorin tukitoimia rahoiteta käteisvarannoista, ne kasvattavat julkisen talouden bruttovelkaa. Niiden vaikutus rahoitusjäämään taas riippuu siitä, merkitseekö tukitoimi julkiselle taloudelle selvää tappiota.²⁴ Jos näin on, toimet luokitellaan tilastoissa pääomansiirroiksi, jolloin ne vaikuttavat rahoitusjäämään ja velkasuhteeseen. Tyypillisiä esimerkkejä tästä ovat rahoitusvarojen hankkiminen markkinahintaa korkeampaan hintaan sekä pankkien tappioiden kattamiseksi tehtävät pääomasijoitukset. Jos valtio kuitenkin saa tekemänsä pääomasijoituksen arvoa vastaavan määrän pankin osakkeita tai velkapapereita, tukitoimi luokitellaan rahoitustoimeksi, joka vaikuttaa ainoastaan julkisen talouden bruttovelkaan. Kun rahoitussektorin laitoksia luokitellaan tilastoissa uudelleen julkisyhteisösektoriin, kuten etenkin pankkien kansallistamisen yhteydessä tapahtuu, tämäkin kasvattaa julkisen talouden velkaa, mutta ei julkisen talouden alijäämää.

Euroalueen valtioiden vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen toteuttamat rahoitussektorin tukitoimet vaikuttivat julkiseen talouteen laajasti ja eri maissa huomattavan vaihtelevasti. Tämä vaikutus on vasta osittain kääntynyt laskusuuntaan (ks. kuvio A). Lehman Brothersin 15.9.2008 tapahtuneesta kaatumisesta alkaneen maailmanlaajuisen finanssikriisin aikana ja sen jälkeen useimmat euroalueen valtiot antoivat tukea yksittäisille rahoituslaitoksille

²³ Tässä kehikossa ei tarkastella rahoitussektorin vakauden ja julkisen talouden rahoitusolojen välisten negatiivisten korrelaatioiden myötävaikutusta valtionvelkakriiseihin eräissä euroalueen maissa vuodesta 2010 alkaen. Rahoitussektorin ja julkisen talouden välisen negatiivisen keskinäisvaikutuksen kanavia ja riskejä on kuvattu EKP:n heinäkuun 2009 Kuukausikatsauksen artikkelissa "[The impact of government support to the banking sector on euro area public finances](#)" ja heinäkuun 2012 Kuukausikatsauksen artikkelissa "[Monetary and fiscal policy interaction in a monetary union](#)".

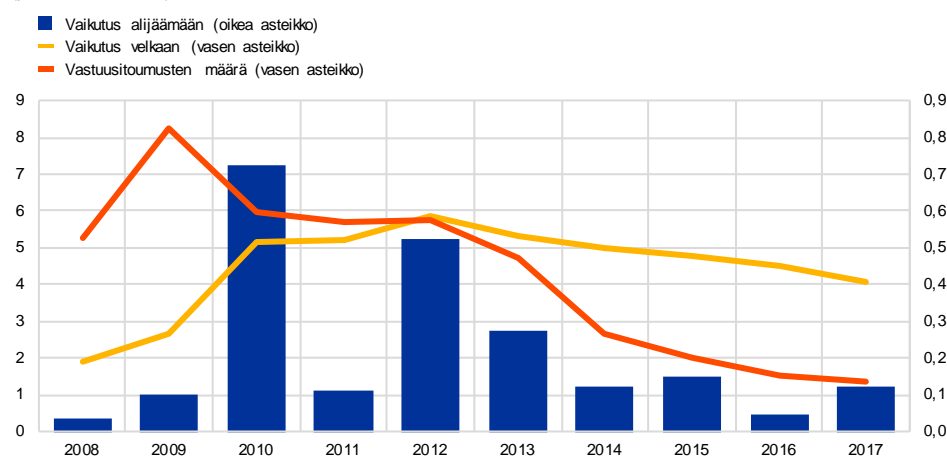
²⁴ Lisätietoja rahoitussektorin tukitoimien tilastoluokittelusta on EKP:n kesäkuun 2015 Talouskatsauksen artikkelissa "[The fiscal impact of financial sector support during the crisis](#)" sekä julkaisussa H. Maurer ja P. Grussenmeyer, "[Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#)", EKP:n Statistics Paper -sarjan julkaisu nro 7, 2015.

turvataksien rahoitusjärjestelmän vakauden.²⁵ Tuen suuruus ja ajoitus vaihtelivat laajalti eri maiden välillä (ks. kuviot B ja C).²⁶

Kuvio A

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutukset euroalueen alijäämään ja velkaan sekä vastuusitoumusten määrä

(prosentteina BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Positiiviset luvut tarkoittavat velan kasvua. Vaikutus velkaan esitetään puhdistettuna rahoitussektorin tukitoimien tuottamista tuloista, kuten rahoituslaitosten osakkeista saaduista osingoista ja julkisista takauksista saaduista maksuista.

Euroalueen tasolla rahoitussektorin tukitoimet vaikuttivat huomattavassa määrin julkisen talouden kokonaisalijäämään vuosina 2010 (0,7 % BKT:stä), 2012 (0,5 % BKT:stä) ja 2013 (0,3 % BKT:stä) (ks. kuvio A). Vuonna 2008 vain yhden maan eli Saksan alijäämä kasvoi merkittävästi rahoitussektorin tukitoimien vuoksi. Vuonna 2009 tällaisia maita oli jo kuusi, ja enimmillään vuonna 2012 niitä oli yhdeksän (ks. kuvio B). Vaikka rahoitussektorin tukitoimien vaikutus euroalueen alijäämään on ollut viime aikoihin asti vähenemään päin, se ei ole kymmenen viime vuoden aikana käynyt kertaakaan nollassa, ja vuonna 2017 se jälleen kasvoi Italian, Portugalin ja Kyproksen pääomansiirtojen vuoksi. Usean vuoden aikavälillä tarkasteltuna vaikutus on monessa tapauksessa ollut samansuuruinen tai paljon suurempikin kuin tavanomaisten talousarviosyönteiden aikana toteutettujen finanssipoliittisten toimien vaikutus. Vuosina 2008–2017 tukitoimien kumulatiivinen vaikutus oli kahdeksassa maassa euroalueen keskiarvoa suurempi. Näissä maissa tukitoimien aiheuttama julkisen talouden alijäämän kasvu oli pienimmilläänkin yli 4 % BKT:stä (Espanjassa, Itävallassa ja Latviassa) ja suurimmillaan yli 27 % BKT:stä (Irlannissa) (ks. kuvio B).

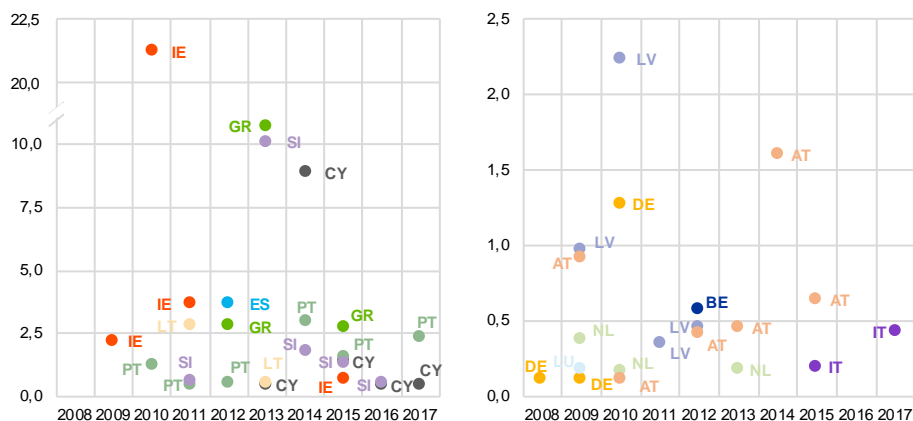
²⁵ Finanssikriisiä ja toteutettuja finanssipoliittisia toimia ja rahoitustoimia on käsitelty julkaisuissa A. Riet (ed.), "Euro area fiscal policies and the crisis", EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 109, 2010, sekä S. Stolz ja M. Wedow, "Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States", EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 117, 2010.

²⁶ Vain neljässä maassa – Virossa, Maltassa, Slovakiassa ja Suomessa, joiden osuus euroalueen BKT:stä on yhteensä 3 % – ei jouduttu turvautumaan toimiin, jotka olisivat vaikuttaneet maiden alijäämään tai velkaan.

Kuvio B

Rahoitussektorin tukitoimien nettovaikutus julkisen talouden alijäämään

(prosentteina BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Kuvio ei sisällä maita, joissa tukitoimet eivät ole vaikuttaneet alijäämään (Viro, Malta, Slovakia ja Suomi) tai joissa niillä on ollut vain marginaalinen vaikutus (0,1 % BKT:stä Ranskassa vuonna 2012). Positiiviset luvut tarkoittavat alijäämän kasvua. Vaikutus alijäämään esitetään puhdistettuna rahoitussektorin tukitoimien tuottamista tuloista, kuten rahoituslaitosten osakkeista saaduista osingoista ja julkisista takauksista saaduista maksuista. Selvyyden vuoksi maat on jaettu kahteen ryhmään siten, että kuvion kummassakin puoliskossa on yhtä monta tapausta: vasemmasta puoliskosta on jätetty pois havainnot, joissa vaikutus alijäämään jää alle 0,4 prosenttiin BKT:stä, ja oikeasta puoliskosta havainnot, joissa vaikutus jää alle 0,1 prosenttiin BKT:stä.

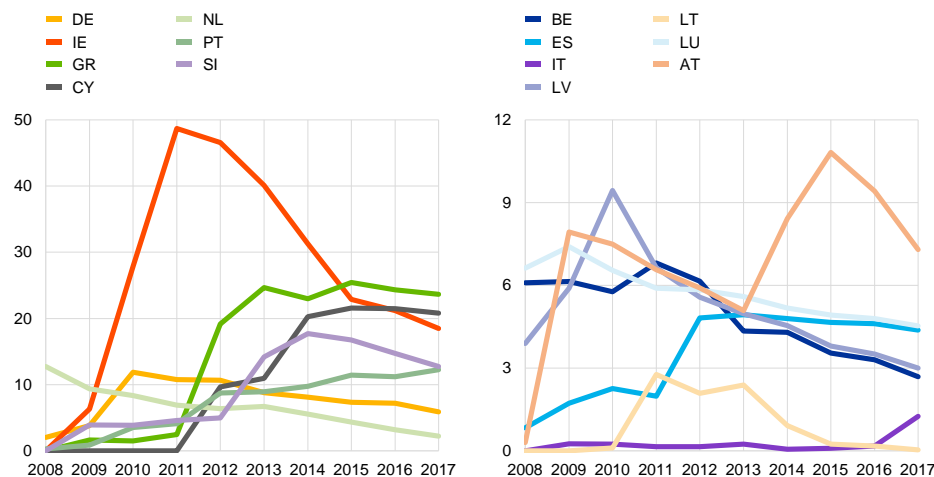
Tukitoimien vaikutus euroalueen velkasuhteeseen oli suurimmillaan lähes 5,9 % BKT:stä vuonna 2012. Vuonna 2017 vaikutus oli 4,1 % BKT:stä.

Kahdeksassa euroalueen maassa tukitoimien vaikutus velkasuhteeseen oli suurimmillaan 10 % tai enemmän (ks. kuvio C). Näitä maita olivat Saksa, Alankomaat, Itävalta ja Slovenia sekä ne neljä euroalueen maata, joissa jouduttiin toteuttamaan EU:n ja IMF:n sopeutusohjelma (Irlanti, Kreikka, Kypros ja Portugal). Tukitoimien vaikutuksessa julkisen talouden bruttovelkaan on huomattavaa ajallista vaihtelua. Useimmissa maissa sekä euroalueella kokonaisuutena vaikutus on alkanut hitaasti ja osittaisesti kumoutua tukitoimista syntyneiden tulojen ansiosta. Näitä tuloja ovat esimerkiksi rahoituslaitosten osakkeista saadut osingot ja julkisista takauksista saadut maksut sekä rahoitusomaisuuden myyntitulot. Julkisen talouden palautuminen tuen vaikutuksista on ollut yksittäisistä maista erityisen vahvaa Irlannissa, missä rahoitussektorin tukitoimien vaikutus velkasuhteeseen oli vuoteen 2017 mennessä laskenut 30 prosenttiyksiköllä suurimmasta tasostaan, sekä Alankomaissa (10 prosenttiyksikön lasku huipputasosta), Latviassa ja Saksassa (6 prosenttiyksikön lasku huipputasosta). Italiassa, Kyproksessa ja Portugalissa tukitoimet kuitenkin kasvattivat velkaa vuonna 2017.

Kuvio C

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutus julkisen talouden bruttovelkaan

(prosentteina BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Kuvio ei sisällä maita, joissa tukitoimet eivät ole vaikuttaneet bruttovelkaan (Viro, Malta, Slovakia ja Suomi) tai joissa niillä on ollut vain marginaalinen vaikutus (0,6 % BKT:stä Ranskassa vuonna 2012).

Euroalueen vastuusitoumukset laskivat 1,4 prosenttiin BKT:stä vuonna 2017, kun ne vuonna 2009 olivat olleet yli 8 % BKT:stä. Useimmat niistä

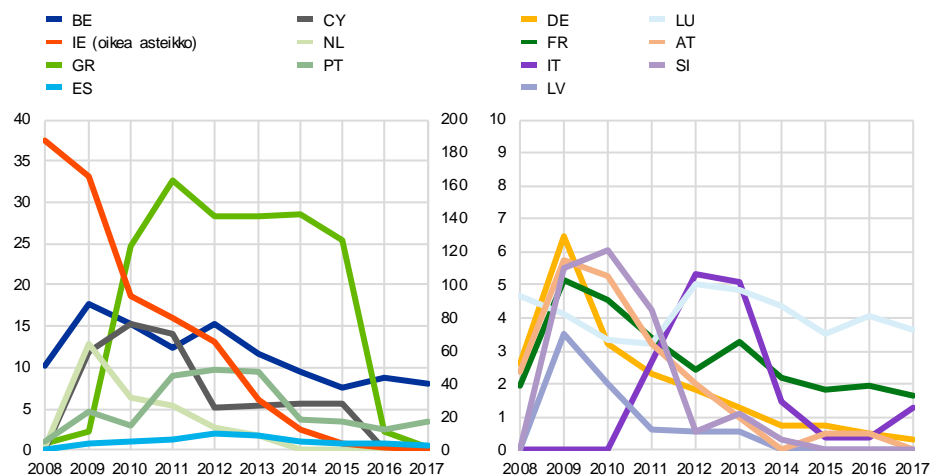
nimenomaisista takauksista, joita monet euroalueen valtiot antoivat yksittäisille laitoksille finanssikriisin ollessa pahimmillaan, on purettu. Sama koskee muutamassa tapauksessa toteutettuja omaisuudenhoitoyhtiöiden rahoituksia (ks. kuvio D). Tämä kehitys on enimmäkseen myönteistä, sillä rahoitusjärjestelmän vakauden palautuessa ei päätyviä takauksia ole ollut tarpeen uusina. Jotkin takaukset ovat kuitenkin langenneet maksettaviksi ja maksujen vastaanottajat on luokiteltu julkisyhteisösektoriin, joten takauksen supistumista on vastannut samansuuruinen julkisen talouden velan ja/tai alijäämän kasvu. Esimerkiksi niistä takauksista, jotka annettiin osana portugalilaisen Novo Banco -pankin yksityistämistä lokakuussa 2017 ja joiden määrä oli 2 % BKT:stä, on viidesosa langennut maksettavaksi, jolloin vuoden 2018 alijäämä on kasvanut 0,4 prosentilla suhteessa BKT:hen. Kuudella euroalueen maalla, muiden muassa Ranskalla, Italialla ja Espanjalla, oli vuonna 2017 edelleen avoimia vastuusitoumuksia, joiden määrä oli yli 1 % BKT:stä. Lisäksi Kypros antoi heinäkuussa 2018 Cyprus Cooperative Bank -pankin (CCB) myynnin yhteydessä takaukset omaisuuden suojausohjelmalle, joka kattaa mahdolliset odottamattomat tappiot CCB:n ostajan hankkimasta omaisuudesta ja on suuruudeltaan noin 13 % BKT:stä.²⁷

²⁷ Näiden takauksien ohella Kypros on antanut valtion tukea joukkolainojen ja käteissijoitusten muodossa. Tämä tuki on suuruudeltaan noin 18 % BKT:stä, eikä sen tilastoluokitusta ole vielä määritetty.

Kuvio D

Vastuusitoumusten määrä

(Prosentteina BKT:stä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Kuvio ei sisällä maita, joilla ei ole rahoitussektorin tukeen liittyviä vastuusitoumuksia (Viro, Malta, Slovakia ja Liettua) tai joilla nämä vastuusitoumukset ovat äärimmäisen pieniä (Suomella 0,1 % BKT:stä vuonna 2008). Vastuusitoumuksilla tarkoitetaan valtion takauksia pankkisektorille. Avoimna olevat valtion takaukset eivät sisällä vähittäistalouteen annettuja takauksia (lukuun ottamatta Irlantia aikavälillä 30.9.2008–29.9.2010) eivätkä hätärahoitukselle annettuja valtion takauksia.

Rahoitussektorin tukitoimien vaikutus julkiseen talouteen on niin laajaa,

yleistä ja pitkäaikaista, että on erityisen tärkeää edelleen lujittaa euroalueen institutionaalisia rakenteita.

Kuten 29.6.2018 pidetyssä eurohuippukokouksessa todettiin, tarvitaan lisää työtä pankkiunionin loppuunsaattamiseksi ja Euroopan vakausmekanismin vahvistamiseksi. Näitä uudistustoimia sekä ponnistuksia julkisen talouden kestävyys turvaamiseksi on edelleen jatkettava, jotta finanssikriisit voitaisiin vastaisuudessa ehkäistä ja niiden julkiseen talouteen kohdistuvia vaikutuksia lieventää.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3.5	2.9	2.3	1.4	6.9	2.1	0.6	1.7	0.1	0.0	0.8	1.4	0.0
2016	3.2	1.6	1.8	1.0	6.7	1.9	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.8	2.2	1.7	1.7	6.8	2.4	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2017 Q3	1.0	0.7	0.4	0.6	1.8	0.7	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4
Q4	1.0	0.6	0.4	0.2	1.6	0.7	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4
2018 Q1	0.9	0.5	0.2	-0.2	1.4	0.4	2.2	1.9	2.2	2.7	1.3	2.2	1.3
Q2	.	1.0	0.4	0.7	1.8	0.4	.	.	2.7	2.4	0.7	1.8	1.7
2018 Mar.	.	.	.	.	.	.	2.3	2.0	2.4	2.5	1.1	2.1	1.3
Apr.	.	.	.	.	.	.	2.3	1.9	2.5	2.4	0.6	1.8	1.3
May	.	.	.	.	.	.	2.6	2.0	2.8	2.4	0.7	1.8	1.9
June	.	.	.	.	.	.	.	.	2.9	2.4	0.7	1.9	2.0
July	.	.	.	.	.	.	.	.	2.9	.	0.9	2.1	2.1
Aug. ³⁾	2.0

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾					
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.0	3.6	-0.6
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.1	1.2	1.0
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.3	3.1	6.9
2017 Q3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.9	1.5	1.2	1.7
Q4	53.4	54.6	55.1	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.2	1.4	1.4	1.5
2018 Q1	53.6	54.6	53.4	52.1	53.0	57.0	53.8	53.5	52.3	2.2	0.7	3.2
Q2	53.9	55.9	54.3	52.3	52.5	54.7	53.2	54.2	50.2	-0.6	-1.0	-0.3
2018 Mar.	52.8	54.2	52.4	51.3	51.8	55.2	52.9	52.8	51.2	2.2	0.7	3.2
Apr.	53.6	54.9	53.2	53.1	52.3	55.1	53.5	53.6	50.3	0.2	-0.3	0.6
May	54.1	56.6	54.5	51.7	52.3	54.1	53.1	54.4	50.3	-0.3	-1.0	0.1
June	54.1	56.2	55.2	52.1	53.0	54.9	53.0	54.5	50.0	-0.6	-1.0	-0.3
July	53.6	55.7	53.5	51.8	52.3	54.3	52.7	53.9	50.0	.	.	.
Aug.	53.2	54.7	54.2	52.0	52.0	54.5	52.8	53.3	49.9	.	.	.

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2015	-0.11	-0.07	-0.02	0.05	0.17	0.32	0.09
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2018 Feb.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.87	-0.06
Mar.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.17	-0.05
Apr.	-0.37	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.35	-0.04
May	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	2.34	-0.03
June	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.33	-0.04
July	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.18	2.34	-0.04
Aug.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.32	-0.04

Source: ECB.

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

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0.45	-0.40	-0.35	0.02	0.77	1.17	1.66	1.68	-0.35	-0.22	0.82	1.98
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018 Feb.	-0.66	-0.68	-0.57	0.01	0.71	1.39	0.80	0.81	-0.64	-0.26	0.96	1.65
Mar.	-0.67	-0.70	-0.61	-0.10	0.55	1.25	0.65	0.61	-0.67	-0.35	0.75	1.47
Apr.	-0.63	-0.66	-0.57	-0.04	0.63	1.29	0.72	0.73	-0.63	-0.30	0.85	1.56
May	-0.63	-0.72	-0.69	-0.25	0.40	1.12	0.63	0.73	-0.76	-0.52	0.57	1.34
June	-0.62	-0.71	-0.68	-0.26	0.38	1.09	0.54	0.60	-0.75	-0.52	0.53	1.31
July	-0.62	-0.65	-0.59	-0.16	0.46	1.11	0.54	0.60	-0.64	-0.39	0.61	1.36
Aug.	-0.63	-0.67	-0.63	-0.23	0.37	1.04	0.41	0.71	-0.68	-0.46	0.50	1.28

Source: ECB.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356.2	3,444.1	717.4	261.9	628.2	299.9	189.8	500.6	373.2	278.0	377.7	821.3	2,061.1	19,203.8
2016	321.6	3,003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2,094.7	16,920.5
2017	376.9	3,491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2,449.1	20,209.0
2018 Feb.	380.6	3,426.7	783.7	264.7	703.6	306.9	190.1	629.7	488.3	263.2	291.3	792.0	2,705.2	21,991.7
Mar.	375.9	3,374.3	769.1	258.0	699.7	308.0	183.6	622.9	498.9	268.9	292.0	775.6	2,702.8	21,395.5
Apr.	383.3	3,457.6	772.6	260.7	724.8	331.3	185.5	627.7	496.3	281.3	302.6	789.1	2,653.6	21,868.8
May	392.3	3,537.1	806.4	272.3	735.3	351.0	182.5	653.1	527.3	287.9	302.6	819.1	2,701.5	22,590.1
June	383.4	3,442.8	797.5	273.1	719.5	346.7	169.0	647.2	543.6	279.9	290.9	828.1	2,754.4	22,562.9
July	383.8	3,460.9	793.5	273.8	711.4	353.1	169.4	647.6	536.6	287.9	291.0	838.8	2,793.6	22,309.1
Aug.	382.5	3,436.8	785.2	273.0	711.6	357.5	167.9	653.3	529.4	282.1	288.7	834.2	2,857.8	22,494.1

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	
2017 Aug.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	5.32	5.89	6.34	2.38	1.75	2.01	1.91	1.94	2.21	1.91
Sep.	0.05	0.44	0.35	0.74	6.26	16.80	5.07	5.71	6.20	2.37	1.70	1.93	1.96	1.96	2.20	1.89
Oct.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	4.94	5.68	6.16	2.43	1.68	1.91	1.93	1.96	2.18	1.88
Nov.	0.04	0.44	0.33	0.75	6.21	16.80	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.16	1.87
Dec.	0.04	0.44	0.34	0.73	6.09	16.84	4.47	5.39	5.80	2.31	1.68	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018 Jan.	0.04	0.44	0.36	0.69	6.16	16.90	5.02	5.83	6.28	2.30	1.67	1.87	1.91	1.90	2.14	1.84
Feb.	0.04	0.44	0.34	0.69	6.19	16.86	4.72	5.70	6.19	2.37	1.64	1.88	1.93	1.91	2.14	1.84
Mar.	0.04	0.45	0.35	0.67	6.14	16.87	4.71	5.57	6.05	2.34	1.63	1.84	1.95	1.91	2.14	1.84
Apr.	0.04	0.45	0.34	0.61	6.12	16.84	4.95	5.67	6.15	2.36	1.62	1.85	1.96	1.90	2.13	1.83
May	0.04	0.46	0.34	0.57	6.10	16.87	4.83	5.88	6.39	2.39	1.58	1.87	1.97	1.90	2.13	1.83
June	0.03	0.46	0.33	0.63	6.04	16.84	4.47	5.64	6.10	2.31	1.60	1.84	1.97	1.88	2.12	1.82
July ^(p)	0.03	0.45	0.33	0.63	6.01	16.80	4.85	5.75	6.22	2.41	1.63	1.85	1.93	1.85	2.12	1.81

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

2.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2017 Aug.	0.04	0.10	0.36	2.44	2.49	2.71	2.43	1.74	1.79	1.82	1.24	1.44	1.59	1.75
Sep.	0.04	0.07	0.44	2.43	2.44	2.73	2.41	1.71	1.69	1.77	1.19	1.47	1.59	1.73
Oct.	0.04	0.11	0.40	2.40	2.39	2.69	2.38	1.70	1.66	1.73	1.23	1.35	1.61	1.73
Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.61	2.37	1.71	1.62	1.72	1.23	1.33	1.57	1.71
Dec.	0.04	0.06	0.32	2.35	2.40	2.46	2.31	1.70	1.67	1.71	1.34	1.28	1.53	1.71
2018 Jan.	0.04	0.05	0.39	2.35	2.39	2.52	2.33	1.65	1.61	1.72	1.12	1.37	1.60	1.67
Feb.	0.04	0.09	0.42	2.36	2.37	2.48	2.33	1.66	1.62	1.74	1.18	1.34	1.63	1.70
Mar.	0.04	0.08	0.40	2.33	2.42	2.53	2.34	1.67	1.61	1.70	1.26	1.39	1.66	1.73
Apr.	0.04	0.06	0.31	2.32	2.36	2.42	2.33	1.68	1.61	1.74	1.23	1.29	1.65	1.70
May	0.03	0.08	0.43	2.28	2.31	2.47	2.37	1.65	1.61	1.74	1.07	1.23	1.65	1.62
June	0.04	0.07	0.74	2.29	2.27	2.44	2.31	1.64	1.56	1.70	1.21	1.33	1.70	1.68
July ^(p)	0.03	0.09	0.38	2.27	2.16	2.41	2.28	1.67	1.59	1.68	1.14	1.31	1.66	1.64

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2015	1,269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1,241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1,241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 Feb.	1,288	540	159	.	80	444	65	362	172	48	.	34	78	30
Mar.	1,307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
Apr.	1,322	543	167	.	94	450	69	396	181	50	.	43	73	49
May	1,311	539	163	.	99	445	66	384	182	39	.	44	79	41
June	1,293	523	163	.	90	457	59	382	157	65	.	43	82	36
July	1,307	528	168	.	97	453	60	428	197	63	.	48	79	42
Long-term														
2015	15,250	3,786	3,285	.	1,060	6,481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15,397	3,695	3,233	.	1,186	6,643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15,352	3,560	3,141	.	1,190	6,819	642	248	66	75	.	17	83	7
2018 Feb.	15,387	3,566	3,157	.	1,172	6,864	629	207	57	44	.	12	88	7
Mar.	15,437	3,580	3,146	.	1,183	6,904	624	287	68	91	.	24	96	7
Apr.	15,440	3,578	3,161	.	1,192	6,886	624	232	61	67	.	14	85	4
May	15,526	3,586	3,192	.	1,201	6,927	621	202	49	53	.	17	80	3
June	15,532	3,574	3,190	.	1,204	6,944	620	222	64	64	.	14	72	7
July	15,552	3,566	3,199	.	1,210	6,957	620	228	55	62	.	17	87	8

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2015	16,518.8	4,303.1	3,432.4	.	1,122.0	6,958.9	702.4	6,814.4	584.3	985.3	5,244.9
2016	16,638.7	4,212.9	3,368.7	.	1,245.5	7,108.1	703.5	7,089.5	537.6	1,097.8	5,454.1
2017	16,592.7	4,079.4	3,296.1	.	1,260.1	7,257.3	699.8	7,954.8	612.5	1,263.0	6,079.3
2018 Feb.	16,675.3	4,106.4	3,316.0	.	1,252.1	7,307.4	693.4	7,920.3	638.6	1,293.1	5,988.6
Mar.	16,744.0	4,122.2	3,307.4	.	1,267.9	7,356.1	690.5	7,814.0	599.0	1,253.4	5,961.7
Apr.	16,762.3	4,121.0	3,327.9	.	1,285.5	7,335.1	692.8	8,143.3	620.8	1,351.3	6,171.2
May	16,837.8	4,125.4	3,354.6	.	1,299.4	7,371.5	686.8	8,028.1	531.2	1,301.5	6,195.3
June	16,824.6	4,096.7	3,352.6	.	1,294.1	7,401.4	679.8	7,959.7	543.5	1,278.8	6,137.5
July	16,859.0	4,094.0	3,367.2	.	1,306.5	7,410.3	680.8	8,168.5	576.1	1,304.6	6,287.9
Growth rate											
2015	0.3	-7.0	5.7	.	4.9	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.6	.	7.6	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	0.1	.	6.3	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2018 Feb.	1.4	-1.0	1.3	.	5.6	2.3	-0.8	0.9	3.1	2.8	0.4
Mar.	1.6	-0.1	2.2	.	6.0	2.0	-2.7	1.0	1.5	3.6	0.4
Apr.	1.6	0.5	1.2	.	6.0	2.0	-0.8	1.3	1.5	5.4	0.5
May	1.1	-0.1	0.3	.	6.1	1.5	-1.9	1.4	1.6	5.3	0.5
June	1.1	-0.6	1.2	.	6.0	1.7	-4.0	1.3	1.6	4.9	0.5
July	1.1	-0.9	0.4	.	5.1	2.3	-2.5	1.2	0.4	4.7	0.6

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-38	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM ²⁾	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91.7	87.6	88.6	82.8	81.3	88.2	105.7	87.0
2016	94.4	89.5	90.9	84.9	80.5	89.3	109.7	88.9
2017	96.6	91.4	92.0	85.8	80.6	90.0	112.0	90.0
2017 Q3	98.6	93.2	93.8	87.6	81.4	91.5	114.5	91.8
Q4	98.6	93.2	93.5	87.4	81.0	91.3	115.0	92.0
2018 Q1	99.6	94.0	94.4	88.0	81.7	91.7	117.0	93.4
Q2	98.4	93.1	93.2	.	.	.	117.0	93.4
2018 Mar.	99.7	94.2	94.5	-	-	-	117.7	93.9
Apr.	99.5	93.9	94.2	-	-	-	117.9	94.0
May	98.1	92.8	92.8	-	-	-	116.6	93.1
June	97.9	92.6	92.5	-	-	-	116.7	93.0
July	99.2	93.8	93.6	-	-	-	118.2	94.2
Aug.	99.0	93.6	93.2	-	-	-	119.0	94.8
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2018 Aug.	-0.2	-0.3	-0.4	-	-	-	0.7	0.6
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2018 Aug.	-0.1	0.0	-1.1	-	-	-	3.5	2.7

Source: ECB.

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

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0.726	4.4454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	4.4904	9.469	1.090	1.107
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2017 Q3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	4.5822	9.557	1.131	1.175
Q4	7.789	7.533	25.650	7.443	311.597	132.897	4.232	0.887	4.6189	9.793	1.162	1.177
2018 Q1	7.815	7.438	25.402	7.447	311.027	133.166	4.179	0.883	4.6553	9.971	1.165	1.229
Q2	7.602	7.398	25.599	7.448	317.199	130.045	4.262	0.876	4.6532	10.330	1.174	1.191
2018 Mar.	7.798	7.438	25.429	7.449	312.194	130.858	4.209	0.883	4.6613	10.161	1.168	1.234
Apr.	7.735	7.421	25.365	7.448	311.721	132.158	4.194	0.872	4.6578	10.372	1.189	1.228
May	7.529	7.391	25.640	7.448	316.930	129.572	4.285	0.877	4.6404	10.342	1.178	1.181
June	7.551	7.382	25.778	7.449	322.697	128.529	4.304	0.879	4.6623	10.279	1.156	1.168
July	7.850	7.397	25.850	7.452	324.597	130.232	4.324	0.887	4.6504	10.308	1.162	1.169
Aug.	7.909	7.426	25.681	7.456	323.021	128.200	4.286	0.897	4.6439	10.467	1.141	1.155
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2018 Aug.	0.7	0.4	-0.7	0.0	-0.5	-1.6	-0.9	1.1	-0.1	1.5	-1.8	-1.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2018 Aug.	0.4	0.3	-1.6	0.2	6.1	-1.2	0.4	-1.6	1.4	9.6	0.1	-2.2

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2017 Q2	24,750.0	25,174.2	-424.2	10,943.9	8,779.9	8,121.0	10,632.4	-46.0	5,048.5	5,761.9	682.7	13,843.7
Q3	24,511.8	24,961.5	-449.7	10,603.3	8,508.3	8,268.7	10,664.8	-57.1	5,022.0	5,788.3	674.8	13,742.3
Q4	24,655.4	24,897.1	-241.7	10,518.9	8,485.9	8,516.7	10,611.7	-51.7	5,001.8	5,799.5	669.7	13,566.5
2018 Q1	24,600.8	25,193.6	-592.8	10,392.4	8,520.4	8,491.5	10,660.8	-85.6	5,129.1	6,012.4	673.4	13,810.7
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2018 Q1	218.0	223.2	-5.3	92.1	75.5	75.2	94.5	-0.8	45.5	53.3	6.0	122.4
<i>Transactions</i>												
2017 Q3	69.2	-57.7	126.9	-153.1	-146.3	187.4	53.1	-10.3	44.6	35.6	0.5	-
Q4	85.2	-67.8	153.0	36.3	-1.9	90.9	23.4	10.7	-54.6	-89.3	1.9	-
2018 Q1	474.8	322.4	152.5	95.2	-38.7	193.5	141.7	-4.2	178.8	219.4	11.6	-
Q2	134.4	117.6	16.9	-10.0	22.6	10.6	-67.9	17.0	110.2	162.9	6.6	-
2018 Jan.	347.0	330.3	16.7	42.6	1.4	102.5	84.1	0.2	199.3	244.8	2.3	-
Feb.	137.6	101.7	35.8	33.6	0.9	44.6	-3.7	-0.6	60.1	104.5	-0.1	-
Mar.	-9.7	-109.6	99.9	18.9	-41.1	46.4	61.3	-3.8	-80.6	-129.8	9.4	-
Apr.	94.4	100.2	-5.8	20.4	-13.0	18.0	-9.4	1.7	58.0	122.5	-3.6	-
May	130.1	141.6	-11.5	9.2	27.1	-4.2	-31.3	7.0	115.6	145.9	2.3	-
June	-90.0	-124.2	34.2	-39.6	8.5	-3.2	-27.2	8.3	-63.3	-105.5	7.9	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2018 June	763.7	314.5	449.2	-31.6	-164.3	482.4	150.1	13.3	279.0	328.7	20.5	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2018 June	6.7	2.8	3.9	-0.3	-1.4	4.2	1.3	0.1	2.5	2.9	0.2	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2015	10,532.4	10,057.5	5,742.9	2,172.7	2,109.1	1,015.3	639.3	448.6	32.8	474.9	4,864.5	4,389.5
2016	10,809.4	10,332.9	5,877.1	2,222.8	2,205.2	1,055.2	676.1	468.4	27.8	476.4	4,935.7	4,459.3
2017	11,188.4	10,668.0	6,058.7	2,277.2	2,294.5	1,120.0	713.3	455.7	37.7	520.4	5,288.1	4,767.7
2017 Q3	2,814.2	2,676.2	1,518.1	571.1	574.9	282.0	180.1	111.4	12.2	138.0	1,324.0	1,186.0
Q4	2,841.1	2,701.2	1,531.5	575.5	587.0	287.5	184.6	113.5	7.2	139.8	1,358.6	1,218.7
2018 Q1	2,861.5	2,721.8	1,544.0	577.8	591.0	292.1	183.6	113.9	9.0	139.7	1,355.1	1,215.4
Q2	2,883.8	2,753.5	1,553.0	584.1	600.7	296.1	188.3	114.8	15.8	130.3	1,369.4	1,239.1
<i>as a percentage of GDP</i>												
2017	100.0	95.3	54.2	20.4	20.5	10.0	6.4	4.1	0.3	4.7	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q3	0.7	0.3	0.4	0.4	-0.1	1.2	2.2	-6.6	-	-	1.3	0.6
Q4	0.7	0.2	0.2	0.2	1.4	0.8	2.3	1.5	-	-	2.1	1.3
2018 Q1	0.4	0.6	0.5	0.1	0.3	0.9	-0.5	0.0	-	-	-0.7	-0.3
Q2	0.4	0.6	0.2	0.4	1.2	0.8	2.2	0.7	-	-	0.6	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2015	2.1	2.4	1.8	1.3	4.8	0.5	5.4	15.3	-	-	6.5	7.7
2016	1.9	2.3	2.0	1.9	3.9	2.9	5.6	3.6	-	-	2.9	4.1
2017	2.4	1.7	1.6	1.1	2.5	3.7	5.0	-3.6	-	-	5.2	3.9
2017 Q3	2.8	2.0	1.9	1.3	2.4	4.0	5.8	-6.0	-	-	5.9	4.2
Q4	2.7	1.3	1.5	1.2	2.6	4.1	6.7	-6.8	-	-	6.5	3.7
2018 Q1	2.4	1.9	1.6	1.1	3.4	3.5	5.6	0.1	-	-	3.8	2.7
Q2	2.1	1.8	1.3	1.1	2.8	3.7	6.4	-4.5	-	-	3.2	2.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2017 Q3	0.7	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	-0.3	0.1	0.3	-	-
Q4	0.7	0.2	0.1	0.0	0.3	0.1	0.2	0.1	-0.2	0.4	-	-
2018 Q1	0.4	0.6	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.2	-	-
Q2	0.4	0.6	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	-0.2	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2015	2.1	2.3	1.0	0.3	0.9	0.0	0.3	0.6	0.0	-0.2	-	-
2016	1.9	2.2	1.1	0.4	0.8	0.3	0.3	0.2	0.0	-0.4	-	-
2017	2.4	1.6	0.9	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.0	0.8	-	-
2017 Q3	2.8	1.9	1.0	0.3	0.5	0.4	0.4	-0.3	0.1	0.9	-	-
Q4	2.7	1.3	0.8	0.2	0.5	0.4	0.4	-0.3	-0.3	1.4	-	-
2018 Q1	2.4	1.8	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	0.6	-	-
Q2	2.1	1.7	0.7	0.2	0.6	0.4	0.4	-0.2	0.2	0.4	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2015	9,459.4	158.3	1,904.0	467.1	1,784.3	432.9	470.1	1,077.0	1,029.6	1,807.2	328.7	1,073.1
2016	9,697.5	156.0	1,958.5	484.2	1,829.8	449.3	462.2	1,100.0	1,070.0	1,853.2	334.4	1,111.9
2017	10,030.3	169.3	2,026.6	509.0	1,909.9	466.7	455.1	1,131.6	1,120.8	1,898.7	342.6	1,158.0
2017 Q3	2,523.8	42.6	511.6	128.3	480.4	117.7	114.1	284.2	282.1	476.7	86.2	290.4
Q4	2,546.9	42.9	519.0	130.4	484.5	118.5	113.9	285.8	285.2	480.0	86.5	294.2
2018 Q1	2,564.5	42.6	517.7	133.1	488.1	120.2	114.5	288.1	289.4	483.6	87.3	297.0
Q2	2,583.9	42.0	521.0	134.9	492.8	121.1	113.4	289.9	292.4	488.9	87.5	299.9
<i>as a percentage of value added</i>												
2017	100.0	1.7	20.2	5.1	19.0	4.7	4.5	11.3	11.2	18.9	3.4	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q3	0.7	0.1	1.5	0.5	0.5	1.6	-0.2	0.4	0.6	0.4	0.5	0.4
Q4	0.7	0.2	1.3	1.1	0.7	0.4	0.1	0.3	0.8	0.3	0.1	0.6
2018 Q1	0.4	1.4	-0.7	0.9	0.7	2.0	-0.3	0.5	0.9	0.5	0.4	0.4
Q2	0.4	0.2	0.2	0.6	0.5	0.6	0.2	0.1	0.7	0.3	0.1	0.5
<i>annual percentage changes</i>												
2015	1.9	-1.4	3.9	0.6	2.2	3.4	-0.2	0.6	2.8	0.9	0.7	3.4
2016	1.8	-1.9	3.1	1.3	1.6	3.4	0.2	0.6	2.6	1.5	0.9	2.9
2017	2.4	1.4	2.9	2.9	3.2	4.6	-1.0	1.3	4.0	1.1	1.2	2.5
2017 Q3	2.9	1.3	4.3	3.3	3.7	4.9	-1.0	1.5	4.4	1.2	1.5	2.4
Q4	2.8	2.2	3.8	4.1	3.5	4.3	-0.5	1.4	4.5	1.1	1.3	2.2
2018 Q1	2.5	1.5	3.1	3.7	2.8	5.4	-0.2	1.5	3.3	1.6	1.5	1.8
Q2	2.1	1.9	2.3	3.1	2.5	4.6	-0.2	1.3	3.0	1.5	1.1	1.9
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2017 Q3	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q4	0.7	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2018 Q1	0.4	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
Q2	0.4	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2015	1.9	0.0	0.8	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.8	0.0	0.6	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017	2.4	0.0	0.6	0.1	0.6	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2017 Q3	2.9	0.0	0.9	0.2	0.7	0.2	0.0	0.2	0.5	0.2	0.1	-
Q4	2.8	0.0	0.8	0.2	0.7	0.2	0.0	0.2	0.5	0.2	0.0	-
2018 Q1	2.5	0.0	0.6	0.2	0.5	0.3	0.0	0.2	0.4	0.3	0.1	-
Q2	2.1	0.0	0.5	0.2	0.5	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.9	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.0
2016	100.0	85.4	14.6	3.3	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
2017	100.0	85.7	14.3	3.2	14.7	5.9	24.9	2.8	2.5	1.0	13.7	24.2	7.0
<i>annual percentage changes</i>													
2015	1.0	1.3	-0.3	-1.1	0.1	0.1	1.4	1.5	-0.4	1.1	2.8	1.1	0.6
2016	1.4	1.6	-0.2	-0.1	0.8	-0.2	1.6	2.9	0.0	2.0	2.8	1.4	0.8
2017	1.6	2.0	-0.5	-0.3	1.2	1.8	1.7	3.1	-1.2	1.3	3.1	1.3	1.4
2017 Q3	1.7	2.1	-0.5	-1.2	1.4	2.0	1.8	2.9	-1.3	1.2	3.1	1.3	2.1
Q4	1.6	2.0	-0.5	-1.0	1.4	2.6	1.5	3.1	-1.6	1.7	3.4	1.3	1.1
2018 Q1	1.5	1.9	-0.7	-0.7	1.5	2.1	1.5	2.7	-1.0	2.0	3.2	1.3	0.6
Q2	1.5	1.8	-0.5	-0.4	1.5	2.4	1.2	2.5	-0.8	1.8	3.1	1.2	0.6
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2015	100.0	80.3	19.7	4.4	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.0	21.9	6.2
2016	100.0	80.6	19.4	4.3	15.4	6.6	25.8	2.9	2.7	1.0	13.2	21.9	6.2
2017	100.0	81.0	19.0	4.2	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.4	21.8	6.2
<i>annual percentage changes</i>													
2015	1.2	1.4	0.1	-0.4	0.5	0.6	1.1	2.7	-0.2	1.4	2.9	1.2	1.1
2016	1.5	1.8	0.1	-0.2	0.9	0.1	1.7	2.5	0.7	2.4	3.0	1.4	1.0
2017	1.3	1.9	-0.9	-1.1	1.2	1.9	1.4	3.0	-1.5	1.6	3.0	1.1	0.8
2017 Q3	1.8	2.3	-0.5	-1.1	1.8	2.2	2.0	3.0	-1.2	1.1	3.4	1.2	1.6
Q4	1.8	2.4	-0.7	-0.7	2.1	3.6	1.5	3.0	-1.8	3.0	3.6	1.3	0.5
2018 Q1	1.4	2.0	-1.0	-0.9	1.7	2.1	1.2	2.4	-1.1	2.5	3.2	1.2	0.2
Q2	1.7	2.3	-0.7	-0.1	1.9	2.5	1.2	2.9	-0.4	1.4	3.6	1.5	1.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2015	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.5	-0.3	1.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.5
2016	0.1	0.2	0.2	-0.1	0.1	0.3	0.1	-0.3	0.7	0.4	0.2	0.0	0.2
2017	-0.3	-0.1	-0.4	-0.8	0.0	0.0	-0.4	-0.2	-0.3	0.3	-0.1	-0.3	-0.6
2017 Q3	0.1	0.2	0.0	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.3	-0.1	-0.5
Q4	0.1	0.4	-0.2	0.3	0.6	1.0	0.0	-0.1	-0.2	1.3	0.2	0.0	-0.6
2018 Q1	-0.1	0.1	-0.3	-0.3	0.2	0.0	-0.2	-0.3	-0.1	0.5	0.0	-0.1	-0.4
Q2	0.3	0.5	-0.3	0.4	0.4	0.1	0.0	0.4	0.4	-0.4	0.5	0.3	0.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions ¹⁾	Under-employment, % of labour force ¹⁾	Unemployment											Job vacancy rate ²⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ¹⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2016			100.0		81.7	18.3			52.2		47.8			
2015	160.717	4.6	17.469	10.9	5.6	14.304	9.8	3.165	22.3	9.262	10.7	8.207	11.1	1.5
2016	162.012	4.3	16.254	10.0	5.0	13.289	9.0	2.964	20.9	8.483	9.7	7.771	10.4	1.7
2017	162.636	4.1	14.763	9.1	4.4	12.094	8.1	2.669	18.8	7.636	8.7	7.127	9.5	1.9
2017 Q3	163.319	4.0	14.602	9.0	4.2	11.962	8.0	2.640	18.5	7.568	8.6	7.034	9.3	1.9
Q4	163.108	3.9	14.205	8.7	4.2	11.645	7.8	2.560	17.9	7.326	8.4	6.879	9.1	2.0
2018 Q1	162.582	4.0	13.957	8.6	4.2	11.461	7.7	2.496	17.5	7.205	8.2	6.753	9.0	2.1
Q2	-	-	13.519	8.3	-	11.107	7.5	2.412	16.9	6.973	7.9	6.546	8.7	2.1
2018 Feb.	-	-	13.956	8.6	-	11.443	7.7	2.513	17.6	7.223	8.2	6.733	8.9	-
Mar.	-	-	13.814	8.5	-	11.355	7.6	2.459	17.2	7.124	8.1	6.691	8.9	-
Apr.	-	-	13.661	8.4	-	11.216	7.5	2.445	17.1	7.056	8.0	6.605	8.7	-
May	-	-	13.442	8.2	-	11.046	7.4	2.396	16.8	6.930	7.9	6.512	8.6	-
June	-	-	13.454	8.2	-	11.060	7.4	2.394	16.8	6.933	7.9	6.521	8.6	-
July	-	-	13.381	8.2	-	11.017	7.4	2.365	16.6	6.916	7.9	6.466	8.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings						Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel	
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2015	2.6	2.9	1.4	7.0	2.2	0.7	-0.6	3.4	2.9	1.6	4.0	2.7	8.8
2016	1.6	1.8	1.8	1.9	1.7	0.5	3.1	0.5	1.6	1.0	2.1	1.4	7.2
2017	3.0	3.2	3.7	3.9	1.4	1.3	2.9	7.9	2.3	1.4	3.3	0.9	5.6
2017 Q3	4.1	4.4	4.7	6.0	1.7	1.4	2.8	8.8	2.6	1.3	4.2	0.4	5.5
Q4	4.1	4.8	5.4	6.1	2.2	-0.5	2.8	9.5	2.1	0.9	3.1	0.1	6.3
2018 Q1	3.2	3.5	3.1	4.4	2.5	0.9	2.6	6.5	1.6	1.5	1.9	0.1	5.3
Q2	2.2	2.7	1.7	4.2	2.1	-2.3	2.5	4.1	1.6	1.1	2.2	0.6	3.2
2018 Feb.	2.7	2.3	2.6	2.0	2.0	5.1	0.0	5.7	1.8	1.9	1.9	0.7	4.8
Mar.	3.2	2.4	1.7	3.0	2.3	8.9	0.9	4.5	1.7	2.5	1.0	0.7	4.8
Apr.	1.7	2.0	0.8	4.1	1.0	-1.6	1.4	4.1	1.6	-0.4	3.5	0.6	2.7
May	2.6	3.1	2.5	4.0	3.0	-2.0	2.0	4.4	1.7	2.0	1.8	0.2	2.8
June	2.3	2.9	1.7	4.5	2.1	-3.4	2.6	3.6	1.5	1.8	1.3	1.0	3.9
July	-0.1	0.2	-0.1	1.4	-0.7	-2.1	-	-	1.1	1.4	0.9	1.3	-
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2018 Feb.	-0.8	-1.9	-0.8	-3.5	-1.1	7.0	-0.7	-0.6	0.3	1.1	-0.3	0.9	-0.7
Mar.	0.4	0.5	-0.2	-0.7	1.5	0.8	-0.2	-0.7	0.6	0.8	0.0	-0.1	-0.1
Apr.	-0.8	-0.2	-0.7	2.3	-1.6	-5.9	1.4	-0.5	-0.2	-1.4	1.7	-0.2	-1.9
May	1.4	1.5	1.7	0.7	2.8	0.3	0.3	1.7	0.3	1.3	-0.8	0.7	2.2
June	-0.8	-0.8	-0.5	-1.9	-1.1	-0.2	0.2	-1.3	0.3	0.5	-0.2	0.8	-0.6
July	-0.8	-0.7	-0.8	0.8	-1.3	0.7	-	-	-0.2	-0.6	0.4	-0.7	-

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

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-14	99.8	-5.8	80.7	-12.7	-14.5	-9.5	6.9	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.8	-2.8	81.3	-6.2	-22.4	1.0	8.7	88.5	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.2	-2.6	81.8	-7.7	-16.4	0.3	10.6	89.0	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.8	5.0	83.3	-2.5	-4.0	2.1	14.1	89.9	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 Q3	111.8	6.1	83.7	-1.5	-2.2	1.9	14.5	90.1	57.4	58.0	55.3	56.0
Q4	114.3	8.9	84.2	-0.2	1.7	3.9	16.1	90.1	59.7	60.7	56.0	57.2
2018 Q1	114.0	8.5	84.4	0.5	4.7	2.8	16.3	90.3	58.2	58.9	56.4	57.0
Q2	112.5	7.0	84.2	0.0	5.8	0.3	14.5	90.4	55.6	55.1	54.5	54.7
2018 Mar.	112.8	7.0	-	0.1	5.2	0.8	16.0	-	56.6	55.9	54.9	55.2
Apr.	112.7	7.3	84.3	0.3	4.6	-0.7	14.7	90.2	56.2	56.2	54.7	55.1
May	112.5	6.9	-	0.2	7.1	0.7	14.4	-	55.5	54.8	53.8	54.1
June	112.3	6.9	-	-0.6	5.6	0.7	14.4	-	54.9	54.2	55.2	54.9
July	112.1	5.8	84.1	-0.5	5.4	0.3	15.3	90.6	55.1	54.4	54.2	54.3
Aug.	111.6	5.5	-	-1.9	6.4	1.7	14.7	-	54.6	54.7	54.4	54.5

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

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

	Households							Non-financial corporations						
	Saving ratio (gross) ¹⁾	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted)		Annual percentage changes					Percentage of net value added		Percentage of GDP		Annual percentage changes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12.5	94.1	1.6	2.0	1.4	3.0	1.8	33.9	7.2	136.0	4.6	9.3	2.5	
2016	12.2	94.2	1.9	2.0	6.0	3.4	2.7	33.0	8.0	136.7	3.8	1.6	2.0	
2017	12.0	94.0	1.3	2.0	6.7	5.0	5.5	33.9	7.7	133.8	3.6	7.0	2.0	
2017 Q2	12.0	94.1	1.1	2.0	5.0	4.4	3.8	33.5	7.3	135.3	4.2	10.0	2.4	
Q3	11.9	94.0	1.6	2.0	6.5	4.7	4.7	33.7	7.4	134.0	4.2	3.7	2.4	
Q4	12.0	94.0	1.5	2.0	6.5	5.0	5.5	33.9	7.7	133.8	3.6	3.6	2.0	
2018 Q1	12.0	93.7	1.9	1.9	5.7	4.6	5.8	33.9	7.8	133.7	2.8	1.6	1.4	

Sources: ECB and Eurostat.

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

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Net	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017 Q3	988.9	873.2	115.7	575.6	482.9	214.5	186.3	171.9	138.5	26.9	65.4	7.1	8.4
Q4	996.3	893.9	102.4	590.1	496.3	218.0	190.2	160.1	144.8	28.0	62.5	12.1	10.4
2018 Q1	985.5	874.4	111.1	579.7	489.2	213.5	186.1	164.0	139.5	28.3	59.6	9.1	6.4
Q2	987.1	909.9	77.2	578.4	511.6	215.5	187.9	166.6	148.9	26.6	61.5	7.3	6.1
2018 Jan.	328.1	291.9	36.3	197.1	166.5	71.1	61.6	50.8	44.7	9.2	19.1	3.0	1.9
Feb.	327.1	288.3	38.8	190.7	161.2	70.6	61.6	56.9	48.3	8.9	17.2	2.2	1.6
Mar.	330.2	294.2	36.0	191.9	161.5	71.8	62.9	56.3	46.4	10.2	23.3	3.9	2.9
Apr.	328.7	299.4	29.3	189.9	168.2	72.1	62.4	57.6	48.8	9.1	20.0	2.1	2.0
May	329.1	304.7	24.4	192.2	170.4	72.3	63.4	55.5	52.1	9.0	18.9	2.3	2.1
June	329.3	305.7	23.5	196.2	173.0	71.1	62.2	53.5	48.0	8.5	22.6	2.9	1.9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2018 June	3,957.7	3,551.4	406.3	2,323.7	1,980.0	861.5	750.6	662.5	571.8	109.9	249.0	35.6	31.2
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2018 June	34.7	31.2	3.6	20.4	17.4	7.6	6.6	5.8	5.0	1.0	2.2	0.3	0.3

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items: Manu- facturing	Oil		
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2017 Q3	6.0	8.0	546.8	257.0	114.6	164.1	459.7	485.9	272.9	81.0	123.1	355.1	48.5
Q4	6.1	7.7	561.7	268.2	116.0	167.0	471.3	501.2	285.2	81.4	125.5	360.7	58.7
2018 Q1	2.1	1.9	560.7	269.7	113.5	168.1	469.5	503.6	291.1	81.1	123.4	356.8	65.0
Q2	4.2	5.7	566.0	.	.	.	472.6	514.6	.	.	.	361.0	.
2018 Jan.	9.1	6.2	190.3	92.8	38.2	56.6	158.8	170.9	98.7	27.7	41.7	120.7	23.1
Feb.	1.8	1.7	183.9	88.6	37.4	54.7	153.9	165.8	96.3	26.1	40.2	117.4	21.5
Mar.	-3.2	-2.0	186.5	88.3	38.0	56.8	156.8	166.9	96.0	27.3	41.4	118.7	20.3
Apr.	8.2	8.5	187.4	88.7	39.2	55.4	156.6	169.7	98.6	26.0	42.5	119.6	21.1
May	-0.9	0.6	187.8	89.9	38.0	55.0	157.4	170.9	99.3	26.5	41.9	121.7	21.4
June	5.7	8.5	190.8	.	.	.	158.5	174.0	.	.	.	119.7	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2017 Q3	3.7	3.4	123.7	121.8	124.8	127.9	124.0	114.2	113.9	115.8	114.1	117.9	100.2
Q4	4.4	4.1	126.3	125.8	125.8	130.2	126.8	114.8	114.7	113.3	115.7	118.5	105.9
2018 Q1	2.3	1.9	125.7	125.4	123.1	131.6	126.2	114.2	114.7	112.3	114.8	117.0	110.3
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Dec.	-0.3	0.0	128.8	127.6	130.2	132.6	129.9	114.0	115.1	106.9	114.3	117.4	111.2
2018 Jan.	8.6	5.1	127.5	129.0	123.5	132.6	127.7	114.6	115.4	112.4	114.7	117.2	114.1
Feb.	2.2	2.4	124.1	124.0	122.1	128.3	124.3	113.5	114.4	110.6	112.8	116.3	110.4
Mar.	-2.5	-1.5	125.7	123.2	123.6	133.8	126.5	114.4	114.4	114.0	116.9	117.5	106.3
Apr.	8.2	7.4	125.8	123.2	127.2	130.1	125.9	114.7	115.8	106.4	118.8	117.2	104.6
May	-1.3	-2.0	125.3	124.3	123.3	127.5	126.1	115.3	115.1	111.6	117.9	120.2	99.6

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Memo item: Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Adminis- tered prices
		Total excluding food and energy											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2018	100.0	100.0	70.7	55.6	44.4	100.0	12.1	7.5	26.3	9.7	44.4	86.6	13.4
2015	100.0	0.0	0.8	-0.8	1.2	-	-	-	-	-	-	-0.1	1.0
2016	100.2	0.2	0.9	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.7	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2017 Q3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.7	0.3	0.1	-0.9	0.3	1.5	1.1
Q4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.5	0.5	1.1	0.1	2.6	0.1	1.5	1.2
2018 Q1	102.3	1.3	1.0	1.2	1.3	0.5	0.7	0.1	0.1	1.9	0.5	1.2	1.9
Q2	103.7	1.7	0.9	2.0	1.3	0.5	0.8	0.7	0.0	1.9	0.5	1.7	1.6
2018 Mar.	103.0	1.3	1.0	1.2	1.5	0.1	0.7	0.1	-0.1	-0.8	0.3	1.2	2.0
Apr.	103.3	1.3	0.8	1.4	1.0	0.1	0.3	0.2	0.0	0.8	0.0	1.2	1.6
May	103.8	1.9	1.1	2.1	1.6	0.4	0.0	0.7	0.0	2.2	0.3	1.9	1.6
June	104.0	2.0	0.9	2.5	1.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.9	0.0	2.0	1.6
July	103.6	2.1	1.1	2.8	1.4	0.2	0.1	0.0	0.1	0.7	0.2	2.1	2.4
Aug. ³⁾	103.8	2.0	1.0	.	1.3	0.1	0.2	0.4	0.0	0.4	0.0	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2018	19.6	12.1	7.5	36.0	26.3	9.7	10.6	6.4	7.3	3.2	15.3	8.1
2015	1.0	0.6	1.6	-1.8	0.3	-6.8	1.2	1.1	1.3	-0.8	1.5	1.2
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.4	1.2
2017	1.8	1.6	2.2	1.6	0.4	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.5	2.1	0.7
2017 Q3	1.6	2.0	0.9	1.3	0.5	3.4	1.3	1.2	2.3	-1.8	2.4	0.8
Q4	2.2	2.1	2.3	1.3	0.4	3.5	1.2	1.2	1.7	-1.7	2.0	0.4
2018 Q1	1.7	2.6	0.3	0.9	0.5	2.1	1.3	1.3	1.7	-1.0	1.8	1.2
Q2	2.6	2.7	2.3	1.7	0.3	5.5	1.2	1.2	1.3	-0.7	1.8	1.3
2018 Mar.	2.1	2.9	0.8	0.7	0.2	2.0	1.3	1.3	1.9	-0.9	2.1	1.2
Apr.	2.4	3.0	1.5	0.9	0.3	2.6	1.3	1.3	0.8	-0.7	1.2	1.2
May	2.5	2.6	2.4	1.8	0.3	6.1	1.3	1.3	1.7	-0.6	2.5	1.3
June	2.7	2.6	2.9	2.4	0.4	8.0	1.1	1.0	1.5	-0.8	1.7	1.3
July	2.5	2.4	2.6	2.9	0.5	9.5	1.1	1.1	1.3	-0.6	2.1	1.4
Aug. ³⁾	2.5	2.4	2.5	.	0.3	9.2	.	.	.	.	.	.

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/ecbu/eb201603.en.pdf>).

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

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction	Residential property prices ²⁾	Experimental indicator of commercial property prices ²⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2015	100.0	-2.6	-2.3	-0.5	-1.2	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.7	0.4	1.7	2.3
2016	97.8	-2.2	-1.4	-0.5	-1.6	0.4	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.6	3.4	5.0
2017	100.8	3.1	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.7	0.2	5.9	2.1	3.7	5.1
2017 Q3	100.5	2.4	2.7	2.1	3.0	1.0	2.2	3.1	0.2	3.3	1.9	3.7	5.7
Q4	101.7	2.5	2.5	2.0	3.2	0.9	1.6	2.0	0.3	3.8	2.4	3.9	6.6
2018 Q1	102.5	1.8	1.7	1.6	2.4	1.0	0.9	1.1	0.5	2.2	2.3	4.3	.
Q2	103.2	2.8	2.7	1.4	2.5	1.0	0.4	0.2	0.5	6.9	.	.	.
2018 Feb.	102.5	1.7	1.4	1.6	2.4	1.0	0.8	1.0	0.5	1.9	-	-	-
Mar.	102.5	2.0	1.7	1.4	2.2	1.0	0.9	1.2	0.5	3.6	-	-	-
Apr.	102.5	1.9	1.8	1.3	2.1	1.0	0.5	0.4	0.4	3.5	-	-	-
May	103.3	3.0	2.9	1.4	2.4	1.0	0.4	0.1	0.5	7.7	-	-	-
June	103.7	3.6	3.4	1.6	3.0	1.1	0.2	0.0	0.5	9.5	-	-	-
July	104.1	4.0	3.4	1.7	3.2	1.1	0.1	-0.3	0.6	10.7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2010 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
% of total								100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6		
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.4	-1.9	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.7	0.4	0.3	0.4	0.7	-1.4	-2.4	39.9	-3.7	-4.0	-3.3	-7.4	-10.4	-3.0
2017	107.9	1.1	1.5	1.5	1.3	1.5	1.8	2.9	48.1	5.9	-3.5	16.4	5.5	-3.2	17.5
2017 Q3	108.2	1.3	1.6	1.4	1.3	1.5	1.4	2.0	44.0	2.0	-7.4	12.3	2.7	-5.7	13.5
Q4	108.5	1.3	1.6	1.4	1.5	1.6	1.2	1.8	52.2	-2.5	-9.5	4.6	0.0	-5.2	6.3
2018 Q1	108.8	1.5	1.4	1.2	1.4	1.7	0.4	0.3	54.6	-8.9	-14.5	-3.6	-7.6	-12.6	-1.9
Q2	109.3	1.4	1.6	1.5	1.8	1.9	1.1	1.6	62.6	1.6	-6.5	9.6	1.2	-7.1	10.9
2018 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.9	-9.3	-12.8	-6.0	-8.8	-12.3	-4.8
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58.4	-4.9	-10.2	0.1	-5.2	-11.1	1.5
May	-	-	-	-	-	-	-	-	64.9	3.9	-4.8	12.6	3.2	-5.8	13.8
June	-	-	-	-	-	-	-	-	64.4	6.2	-4.6	17.0	5.8	-4.2	18.0
July	-	-	-	-	-	-	-	-	63.7	1.6	-6.3	9.7	2.5	-4.4	11.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.3	2.6	-1.8	6.5	4.8	1.9	8.1

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-14	4.4	-	-	-3.1	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-3.1	3.1	2.3	-13.2	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-1.0	2.2	4.1	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	8.7	5.0	6.7	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	51.6
2017 Q3	8.1	4.3	6.6	3.4	10.4	60.4	55.7	54.4	51.4
Q4	10.9	7.1	8.2	8.2	13.8	67.9	56.9	56.3	52.1
2018 Q1	12.5	6.7	8.9	10.9	17.4	68.4	57.2	57.9	52.9
Q2	9.8	6.7	9.0	12.2	18.5	65.6	57.6	56.5	52.3
2018 Mar.	11.9	6.4	8.3	11.8	16.5	65.8	56.3	57.3	52.1
Apr.	9.9	6.1	9.0	9.8	16.3	63.9	56.5	57.5	51.8
May	9.3	7.3	9.0	14.3	18.0	65.3	57.6	56.4	52.0
June	10.1	6.8	9.0	12.5	21.1	67.6	58.6	55.7	53.2
July	9.6	6.8	9.0	12.3	20.7	66.6	57.9	55.6	53.0
Aug.	10.3	7.8	9.2	13.0	19.6	65.3	58.1	55.1	52.7

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2012 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2015	104.3	1.6	2.0	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.6	1.4
2017	107.5	1.6	1.7	1.2	1.7	1.4	1.5
2017 Q3	104.2	1.6	1.6	1.4	1.8	1.0	1.5
Q4	114.0	1.4	1.5	0.8	1.6	0.9	1.5
2018 Q1	102.5	2.0	1.8	2.6	2.4	1.1	1.7
Q2	.	.	.	.	.	.	2.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Experimental data based on non-harmonised sources (see https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html for further details).

4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2010 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2015	104.7	0.5	1.5	-1.6	0.8	0.6	0.9	0.7	2.6	1.6	1.3	1.8
2016	105.4	0.7	2.3	-1.1	0.0	1.4	-0.3	2.0	3.8	0.9	1.2	1.8
2017	106.2	0.8	-0.1	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.3	4.4	2.2	1.5	1.6
2017 Q3	106.2	0.4	-0.4	-1.4	-0.5	0.0	0.3	0.1	4.2	2.2	1.3	1.5
Q4	106.6	0.7	-0.9	-0.5	0.1	-0.3	0.7	-0.4	4.6	2.2	1.7	1.5
2018 Q1	107.0	1.0	0.6	0.0	-0.5	0.7	-0.1	1.0	4.0	2.2	1.6	1.2
Q2	107.8	1.7	0.3	1.5	0.8	1.0	0.7	1.1	3.8	2.9	2.0	1.8
Compensation per employee												
2015	108.1	1.5	1.3	2.1	1.3	1.4	2.7	0.9	2.1	1.6	1.2	1.9
2016	109.4	1.2	0.4	1.1	1.5	1.3	0.2	-2.2	2.4	0.7	1.3	1.9
2017	111.1	1.5	1.5	1.5	1.1	1.5	1.6	0.6	4.3	3.2	1.3	1.4
2017 Q3	111.4	1.6	2.0	1.4	0.8	1.8	2.3	0.3	4.4	3.4	1.2	0.8
Q4	112.1	1.8	2.3	1.9	1.6	1.7	1.9	0.7	4.3	3.2	1.5	1.7
2018 Q1	112.6	1.9	2.8	1.6	1.1	2.0	2.6	1.9	3.5	2.4	1.9	2.2
Q2	113.4	2.3	2.6	2.3	1.4	2.2	2.8	1.7	3.3	2.8	2.3	2.4
Labour productivity per person employed												
2015	103.3	1.0	-0.3	3.7	0.5	0.8	1.8	0.2	-0.6	0.1	-0.2	0.1
2016	103.8	0.5	-1.8	2.3	1.5	-0.1	0.5	0.2	-1.4	-0.2	0.1	0.1
2017	104.6	0.8	1.7	1.7	1.1	1.5	1.4	0.3	-0.1	0.9	-0.2	-0.3
2017 Q3	104.9	1.1	2.5	2.9	1.3	1.8	1.9	0.3	0.2	1.3	-0.1	-0.6
Q4	105.2	1.1	3.2	2.4	1.5	2.0	1.1	1.1	-0.2	1.0	-0.2	0.2
2018 Q1	105.2	0.9	2.2	1.5	1.6	1.3	2.7	0.8	-0.5	0.2	0.3	0.9
Q2	105.2	0.6	2.4	0.7	0.6	1.2	2.1	0.6	-0.5	-0.1	0.3	0.6
Compensation per hour worked												
2015	109.8	1.3	1.4	1.7	0.7	1.5	1.5	0.8	1.5	1.2	1.2	1.6
2016	111.0	1.0	0.0	1.0	1.5	1.0	0.5	1.6	2.2	0.3	1.4	1.7
2017	112.8	1.6	1.2	1.5	0.9	1.7	1.5	0.8	3.6	3.0	1.6	1.7
2017 Q3	112.6	1.3	0.3	0.9	0.0	1.6	1.9	0.1	3.6	2.9	1.3	1.1
Q4	113.4	1.4	1.2	1.1	0.7	1.4	1.7	0.6	2.2	2.8	1.4	1.9
2018 Q1	113.9	1.8	2.6	1.3	0.6	2.0	2.8	2.1	2.5	2.2	1.9	2.1
Q2	114.4	1.8	0.5	1.8	0.9	1.9	2.2	1.3	3.0	2.3	2.0	1.1
Hourly labour productivity												
2015	105.2	0.9	-1.0	3.3	0.0	1.1	0.7	0.1	-0.8	-0.1	-0.2	-0.4
2016	105.7	0.4	-1.7	2.2	1.2	-0.2	0.9	-0.5	-1.8	-0.4	0.1	-0.1
2017	106.7	1.0	2.5	1.7	1.0	1.9	1.6	0.6	-0.4	1.0	0.1	0.4
2017 Q3	106.6	1.0	2.4	2.4	1.1	1.7	1.9	0.1	0.3	1.0	0.0	-0.1
Q4	107.1	0.9	2.9	1.8	0.5	2.0	1.2	1.3	-1.5	0.8	-0.2	0.8
2018 Q1	107.2	1.0	2.4	1.4	1.5	1.5	3.0	1.0	-1.0	0.2	0.4	1.3
Q2	106.9	0.4	2.0	0.3	0.5	1.2	1.7	0.2	-0.1	-0.6	0.0	0.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2015	1,037.7	5,575.8	6,613.5	1,444.1	2,159.7	3,603.8	10,217.2	74.5	485.1	75.6	635.2	10,852.4
2016	1,075.5	6,083.9	7,159.4	1,329.8	2,221.2	3,551.0	10,710.4	70.4	523.2	91.7	685.2	11,395.7
2017	1,112.0	6,635.7	7,747.7	1,194.4	2,261.2	3,455.6	11,203.3	75.7	509.4	75.8	660.8	11,864.1
2017 Q3	1,104.8	6,531.0	7,635.8	1,224.1	2,251.4	3,475.4	11,111.3	66.6	530.5	77.4	674.6	11,785.8
Q4	1,112.0	6,635.7	7,747.7	1,194.4	2,261.2	3,455.6	11,203.3	75.7	509.4	75.8	660.8	11,864.1
2018 Q1	1,113.4	6,746.1	7,859.5	1,171.5	2,258.5	3,430.0	11,289.5	71.6	505.7	74.6	651.9	11,941.4
Q2	1,133.3	6,906.2	8,039.5	1,183.4	2,269.8	3,453.2	11,492.7	73.9	506.7	69.2	649.8	12,142.5
2018 Feb.	1,115.6	6,720.6	7,836.1	1,178.4	2,258.0	3,436.4	11,272.5	72.8	502.5	63.0	638.3	11,910.8
Mar.	1,113.4	6,746.1	7,859.5	1,171.5	2,258.5	3,430.0	11,289.5	71.6	505.7	74.6	651.9	11,941.4
Apr.	1,122.2	6,759.0	7,881.2	1,158.9	2,263.4	3,422.3	11,303.5	77.4	510.6	75.3	663.3	11,966.7
May	1,128.3	6,850.3	7,978.6	1,163.1	2,265.3	3,428.4	11,407.0	71.3	504.4	65.1	640.8	12,047.8
June	1,133.3	6,906.2	8,039.5	1,183.4	2,269.8	3,453.2	11,492.7	73.9	506.7	69.2	649.8	12,142.5
July ^(p)	1,136.5	6,913.5	8,050.0	1,158.2	2,277.5	3,435.7	11,485.7	67.0	511.4	65.6	644.0	12,129.7
Transactions												
2015	66.5	566.9	633.3	-134.5	12.3	-122.2	511.2	-47.4	49.7	-27.2	-24.9	486.2
2016	37.9	541.7	579.6	-105.4	16.0	-89.3	490.3	-4.2	38.0	16.9	50.7	541.0
2017	36.6	588.3	624.9	-112.3	36.3	-76.0	548.9	6.7	-13.7	-19.1	-26.0	522.8
2017 Q3	9.4	157.0	166.4	-32.9	10.8	-22.1	144.3	-1.1	16.8	3.1	18.9	163.1
Q4	7.2	109.0	116.2	-21.6	9.9	-11.7	104.5	9.4	-21.4	-5.9	-17.9	86.7
2018 Q1	1.4	107.2	108.6	-21.2	5.9	-15.3	93.3	-3.9	-3.6	-0.2	-7.6	85.7
Q2	19.9	149.5	169.4	8.6	10.6	19.2	188.6	-0.9	1.3	-7.2	-6.8	181.8
2018 Feb.	1.1	30.1	31.2	-21.1	1.1	-20.1	11.1	-2.1	-12.1	0.6	-13.6	-2.5
Mar.	-2.2	27.2	25.1	-6.3	0.6	-5.7	19.3	-1.2	3.4	12.3	14.6	33.9
Apr.	8.8	9.6	18.4	-13.3	4.9	-8.4	10.0	3.0	4.8	0.2	8.0	18.0
May	6.2	84.8	90.9	1.4	1.5	2.9	93.8	-6.6	-6.1	-11.1	-23.8	70.0
June	5.0	55.2	60.2	20.6	4.1	24.7	84.8	2.7	2.6	3.8	9.0	93.9
July ^(p)	2.1	8.2	10.3	-24.2	7.7	-16.5	-6.2	-6.8	4.5	-3.3	-5.7	-11.9
Growth rates												
2015	6.8	11.3	10.6	-8.5	0.6	-3.3	5.3	-38.9	11.4	-25.4	-3.8	4.7
2016	3.7	9.7	8.8	-7.3	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	22.2	8.0	5.0
2017	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.7	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2017 Q3	3.6	11.0	9.9	-10.4	1.4	-3.2	5.4	-13.2	5.6	-10.8	1.3	5.2
Q4	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.7	-2.6	-20.9	-3.8	4.6
2018 Q1	2.4	8.5	7.6	-8.7	1.7	-2.1	4.4	-1.6	-4.8	-23.3	-7.0	3.7
Q2	3.5	8.2	7.5	-5.3	1.7	-0.9	4.8	5.2	-1.3	-13.0	-2.0	4.5
2018 Feb.	2.8	9.4	8.4	-9.3	1.8	-2.3	4.9	7.7	-2.3	-32.4	-5.4	4.3
Mar.	2.4	8.5	7.6	-8.7	1.7	-2.1	4.4	-1.6	-4.8	-23.3	-7.0	3.7
Apr.	2.8	7.8	7.0	-8.4	1.8	-1.9	4.2	5.3	-1.7	-5.4	-1.4	3.8
May	3.2	8.3	7.5	-7.6	1.7	-1.7	4.6	-3.6	-2.9	-20.9	-5.1	4.0
June	3.5	8.2	7.5	-5.3	1.7	-0.9	4.8	5.2	-1.3	-13.0	-2.0	4.5
July ^(p)	3.6	7.5	6.9	-6.5	1.9	-1.1	4.4	-2.1	-1.3	-16.1	-3.1	4.0

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2015	1,953.2	1,503.9	323.6	117.4	8.3	5,750.7	3,060.7	695.0	1,992.3	2.7	957.9	226.6	365.5
2016	2,082.5	1,617.4	296.5	160.3	8.4	6,052.3	3,400.9	644.8	2,004.7	1.9	989.1	198.2	383.2
2017	2,244.0	1,787.8	287.1	159.7	9.5	6,300.9	3,696.7	561.5	2,042.0	0.6	1,009.9	202.2	409.9
2017 Q3	2,219.9	1,770.4	286.0	158.3	5.3	6,255.9	3,633.7	583.6	2,036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
Q4	2,244.0	1,787.8	287.1	159.7	9.5	6,300.9	3,696.7	561.5	2,042.0	0.6	1,009.9	202.2	409.9
2018 Q1	2,258.6	1,820.7	273.3	157.1	7.6	6,375.2	3,788.4	542.8	2,042.5	1.5	991.1	209.5	413.2
Q2	2,298.7	1,856.8	278.6	156.4	6.9	6,462.8	3,870.2	535.9	2,055.7	1.0	1,025.1	220.7	425.9
2018 Feb.	2,267.3	1,813.5	287.0	157.9	8.9	6,359.5	3,767.5	548.7	2,041.5	1.8	981.3	207.9	413.8
Mar.	2,258.6	1,820.7	273.3	157.1	7.6	6,375.2	3,788.4	542.8	2,042.5	1.5	991.1	209.5	413.2
Apr.	2,270.1	1,837.6	269.5	155.4	7.7	6,406.2	3,815.3	539.4	2,049.7	1.8	953.2	211.5	417.7
May	2,296.2	1,863.5	269.9	156.2	6.7	6,432.8	3,843.0	536.6	2,051.9	1.3	985.2	217.7	418.1
June	2,298.7	1,856.8	278.6	156.4	6.9	6,462.8	3,870.2	535.9	2,055.7	1.0	1,025.1	220.7	425.9
July (p)	2,295.5	1,861.9	270.1	156.1	7.4	6,490.9	3,893.5	533.1	2,062.5	1.8	990.3	216.7	422.7
Transactions													
2015	85.1	124.3	-32.9	4.9	-11.2	194.7	303.8	-109.8	1.2	-0.4	88.3	-0.5	29.6
2016	128.2	151.8	-24.0	0.2	0.2	299.8	333.3	-46.3	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2017	178.2	180.4	-3.2	-0.2	1.1	253.9	303.7	-81.9	33.4	-1.3	54.1	5.9	26.9
2017 Q3	34.8	41.7	-6.0	0.3	-1.1	65.9	75.1	-16.8	8.0	-0.3	12.2	4.8	16.1
Q4	23.2	16.4	1.2	1.4	4.2	47.6	65.2	-21.8	5.5	-1.3	42.6	2.2	-8.9
2018 Q1	17.4	34.9	-12.9	-2.7	-1.9	76.6	84.8	-18.4	9.4	0.9	-16.8	7.6	3.2
Q2	32.6	31.6	2.6	-0.8	-0.7	85.3	80.9	-7.8	12.6	-0.5	26.8	10.8	12.3
2018 Feb.	-18.4	-11.4	-5.5	0.3	-1.7	28.9	35.0	-7.6	1.4	0.1	-7.5	3.9	1.0
Mar.	-7.7	7.8	-13.5	-0.8	-1.3	16.2	21.1	-5.8	1.1	-0.3	10.4	2.1	-0.6
Apr.	9.5	15.5	-4.4	-1.7	0.1	30.2	26.5	-3.8	7.1	0.3	-41.7	1.8	4.4
May	21.4	23.4	-1.8	0.8	-1.0	25.0	27.3	-3.6	1.9	-0.5	28.5	5.9	0.2
June	1.7	-7.3	8.7	0.1	0.2	30.1	27.1	-0.4	3.6	-0.3	39.9	3.1	7.7
July (p)	-2.1	5.9	-8.2	-0.3	0.5	28.4	23.5	-2.6	6.8	0.7	-34.4	-3.9	-3.2
Growth rates													
2015	4.6	9.0	-9.2	4.4	-57.6	3.5	11.0	-13.6	0.1	-13.2	10.2	-0.2	8.8
2016	6.7	10.1	-7.5	0.2	2.1	5.2	10.9	-6.7	0.6	-29.9	3.1	-13.0	5.2
2017	8.6	11.2	-1.1	-0.1	13.8	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.9	5.6	3.0	7.0
2017 Q3	8.1	12.2	-7.4	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.5	1.6	-25.3	5.7	-2.0	8.9
Q4	8.6	11.2	-1.1	-0.1	13.8	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.9	5.6	3.0	7.0
2018 Q1	5.3	8.1	-7.6	-0.2	17.9	4.0	8.3	-12.5	1.6	-42.2	5.4	10.4	5.4
Q2	4.9	7.2	-5.2	-1.2	6.8	4.5	8.6	-10.8	1.8	-54.2	6.7	13.0	5.6
2018 Feb.	6.7	9.0	-2.9	0.1	31.1	4.2	8.7	-12.5	1.7	-33.3	7.0	6.0	5.7
Mar.	5.3	8.1	-7.6	-0.2	17.9	4.0	8.3	-12.5	1.6	-42.2	5.4	10.4	5.4
Apr.	5.5	8.3	-7.6	-0.6	13.4	4.2	8.4	-12.0	1.8	-40.6	1.6	7.2	5.0
May	5.7	8.7	-8.2	-0.9	7.1	4.2	8.5	-11.7	1.7	-48.3	3.7	11.6	4.5
June	4.9	7.2	-5.2	-1.2	6.8	4.5	8.6	-10.8	1.8	-54.2	6.7	13.0	5.6
July (p)	4.4	6.8	-7.1	-1.0	20.6	4.7	8.7	-10.4	2.0	-13.9	1.9	11.8	3.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2015	3,901.4	1,113.6	2,785.4	12,599.6	10,509.4	10,804.8	4,285.9	5,310.8	789.0	123.8	1,307.8	782.4
2016	4,393.8	1,083.6	3,297.1	12,877.2	10,707.8	10,978.8	4,310.1	5,449.0	836.0	112.7	1,385.4	784.0
2017	4,631.3	1,032.7	3,584.7	13,112.9	10,871.3	11,168.3	4,324.9	5,598.1	839.6	108.7	1,440.1	801.5
2017 Q3	4,548.3	1,050.5	3,483.6	13,048.9	10,816.0	11,103.5	4,302.2	5,556.2	845.6	111.9	1,439.0	794.0
Q4	4,631.3	1,032.7	3,584.7	13,112.9	10,871.3	11,168.3	4,324.9	5,598.1	839.6	108.7	1,440.1	801.5
2018 Q1	4,600.7	1,021.7	3,565.2	13,196.1	10,945.8	11,232.8	4,344.9	5,631.8	857.1	112.0	1,466.4	783.9
Q2	4,599.8	1,017.9	3,567.6	13,280.1	10,995.9	11,332.4	4,354.8	5,659.7	861.1	120.3	1,497.2	787.0
2018 Feb.	4,598.6	1,023.6	3,560.7	13,188.5	10,936.3	11,224.7	4,349.3	5,615.1	858.1	113.8	1,459.5	792.8
Mar.	4,600.7	1,021.7	3,565.2	13,196.1	10,945.8	11,232.8	4,344.9	5,631.8	857.1	112.0	1,466.4	783.9
Apr.	4,594.5	1,021.6	3,559.0	13,252.6	10,964.5	11,256.1	4,358.6	5,644.5	843.4	117.9	1,484.3	803.8
May	4,576.9	1,023.3	3,539.3	13,302.0	11,010.0	11,302.0	4,384.5	5,650.5	854.4	120.6	1,490.5	801.5
June	4,599.8	1,017.9	3,567.6	13,280.1	10,995.9	11,332.4	4,354.8	5,659.7	861.1	120.3	1,497.2	787.0
July ^(p)	4,618.4	1,010.4	3,593.8	13,333.9	11,024.8	11,351.2	4,382.6	5,676.9	844.8	120.6	1,520.0	789.0
Transactions												
2015	295.0	-21.3	316.0	83.8	56.7	76.4	-16.6	101.2	-22.2	-5.7	25.6	1.5
2016	487.4	-34.5	521.8	317.6	233.9	257.9	82.4	119.7	42.9	-11.1	79.7	4.0
2017	290.6	-43.1	333.1	361.2	272.1	315.5	82.4	173.0	20.4	-3.7	64.2	24.8
2017 Q3	88.7	-10.8	99.6	74.2	75.9	86.8	21.4	40.6	14.5	-0.7	2.3	-4.0
Q4	90.1	-15.8	105.8	87.6	74.9	92.3	33.6	48.3	-3.8	-3.2	5.9	6.8
2018 Q1	-39.9	-10.2	-29.7	115.6	101.9	97.6	39.7	39.2	19.7	3.4	28.9	-15.2
Q2	35.5	-4.3	39.5	89.0	55.4	108.5	14.2	36.0	-2.9	8.1	31.2	2.4
2018 Feb.	3.1	-7.5	10.5	2.1	0.7	-3.3	-4.0	10.4	-7.0	1.3	6.6	-5.1
Mar.	-12.8	-2.0	-10.4	29.4	30.2	31.6	11.9	20.8	-0.8	-1.7	7.5	-8.3
Apr.	-4.0	-0.1	-3.9	46.2	13.9	17.9	13.6	12.2	-17.7	5.8	17.6	14.7
May	25.9	1.3	24.3	56.3	48.5	51.9	26.7	11.2	8.1	2.6	6.2	1.5
June	13.6	-5.5	19.1	-13.5	-7.0	38.6	-26.1	12.6	6.8	-0.2	7.3	-13.8
July ^(p)	26.6	-6.1	32.7	57.5	35.2	25.0	30.4	19.1	-14.5	0.2	22.8	-0.5
Growth rates												
2015	8.2	-1.9	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.4	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2
2016	12.4	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-8.9	6.1	0.5
2017	6.7	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.3	4.6	3.2
2017 Q3	8.3	-4.0	12.7	2.8	2.4	2.7	1.5	3.0	3.5	2.0	5.7	2.6
Q4	6.7	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.3	4.6	3.2
2018 Q1	3.9	-4.0	6.4	2.6	2.6	3.0	2.2	3.0	2.3	-0.4	4.0	-0.1
Q2	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.3	6.8	4.8	-1.3
2018 Feb.	5.2	-4.1	8.2	2.8	2.7	3.1	2.0	2.9	4.5	2.0	5.0	1.1
Mar.	3.9	-4.0	6.4	2.6	2.6	3.0	2.2	3.0	2.3	-0.4	4.0	-0.1
Apr.	3.2	-4.0	5.5	2.9	2.7	3.1	2.4	3.0	2.7	3.7	5.2	1.9
May	3.4	-3.6	5.6	3.2	3.1	3.3	2.8	3.1	3.8	8.1	4.6	2.0
June	3.9	-3.9	6.4	2.8	2.9	3.5	2.5	3.0	3.3	6.8	4.8	-1.3
July ^(p)	3.7	-3.9	6.1	3.0	3.0	3.4	3.0	3.3	1.2	5.6	5.0	-1.0

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2015	4,285.9	4,268.5	1,041.5	760.8	2,483.6	5,310.8	5,643.8	595.9	3,949.4	765.5
2016	4,310.1	4,309.7	1,001.9	796.5	2,511.7	5,449.0	5,728.9	615.9	4,083.2	749.9
2017	4,324.9	4,364.5	977.1	820.3	2,527.4	5,598.1	5,865.8	653.1	4,215.6	729.3
2017 Q3	4,302.2	4,323.5	977.5	811.7	2,513.0	5,556.2	5,830.5	644.9	4,178.9	732.5
Q4	4,324.9	4,364.5	977.1	820.3	2,527.4	5,598.1	5,865.8	653.1	4,215.6	729.3
2018 Q1	4,344.9	4,380.1	1,001.5	819.8	2,523.5	5,631.8	5,905.2	663.0	4,242.3	726.5
Q2	4,354.8	4,421.9	986.4	827.9	2,540.5	5,659.7	5,941.3	670.1	4,273.8	715.8
2018 Feb.	4,349.3	4,381.6	988.9	824.3	2,536.1	5,615.1	5,892.3	662.2	4,225.3	727.6
Mar.	4,344.9	4,380.1	1,001.5	819.8	2,523.5	5,631.8	5,905.2	663.0	4,242.3	726.5
Apr.	4,358.6	4,393.3	1,004.9	821.5	2,532.2	5,644.5	5,919.2	668.3	4,250.1	726.2
May	4,384.5	4,415.4	1,012.6	823.9	2,548.0	5,650.5	5,927.8	670.1	4,257.6	722.8
June	4,354.8	4,421.9	986.4	827.9	2,540.5	5,659.7	5,941.3	670.1	4,273.8	715.8
July ^(p)	4,382.6	4,442.5	998.0	832.8	2,551.9	5,676.9	5,955.7	675.1	4,286.6	715.2
Transactions										
2015	-16.6	20.7	-62.4	31.8	14.0	101.2	79.3	22.7	80.2	-1.8
2016	82.4	99.6	-15.8	44.0	54.3	119.7	113.8	23.5	105.4	-9.3
2017	82.4	132.9	0.7	37.1	44.6	173.0	165.8	44.0	134.2	-5.1
2017 Q3	21.4	33.3	-5.9	16.9	10.4	40.6	36.0	10.9	33.3	-3.6
Q4	33.6	56.6	3.4	10.8	19.5	48.3	45.8	11.7	36.8	-0.1
2018 Q1	39.7	38.2	30.1	4.9	4.8	39.2	45.9	11.7	26.7	0.8
Q2	14.2	47.8	-15.3	11.4	18.1	36.0	44.4	11.1	30.8	-5.9
2018 Feb.	-4.0	-3.6	-8.5	-1.9	6.4	10.4	12.3	3.2	7.4	-0.1
Mar.	11.9	16.8	17.1	-0.4	-4.8	20.8	17.2	2.4	17.9	0.5
Apr.	13.6	13.0	3.4	1.5	8.7	12.2	13.6	4.5	7.9	-0.2
May	26.7	25.3	6.0	5.3	15.5	11.2	14.4	5.4	6.2	-0.4
June	-26.1	9.5	-24.7	4.7	-6.1	12.6	16.4	1.3	16.6	-5.3
July ^(p)	30.4	22.4	13.0	5.6	11.8	19.1	16.9	5.7	12.5	0.9
Growth rates										
2015	-0.4	0.5	-5.6	4.4	0.6	1.9	1.4	4.0	2.1	-0.2
2016	1.9	2.3	-1.6	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.2	3.3	-0.7
2017 Q3	1.5	2.5	-1.2	4.3	1.7	3.0	2.7	6.9	3.2	-1.1
Q4	1.9	3.1	0.1	4.7	1.8	3.2	2.9	7.2	3.3	-0.7
2018 Q1	2.2	3.3	2.6	4.4	1.4	3.0	2.9	7.2	3.0	-0.5
Q2	2.5	4.1	1.2	5.5	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.2
2018 Feb.	2.0	3.2	0.4	5.1	1.7	2.9	2.9	7.5	2.9	-0.7
Mar.	2.2	3.3	2.6	4.4	1.4	3.0	2.9	7.2	3.0	-0.5
Apr.	2.4	3.3	3.3	4.1	1.5	3.0	2.9	7.5	2.9	-0.4
May	2.8	3.7	3.5	4.7	1.9	3.1	2.9	7.2	3.0	-0.5
June	2.5	4.1	1.2	5.5	2.1	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.2
July ^(p)	3.0	4.1	2.6	5.5	2.3	3.3	3.0	7.3	3.4	-0.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2015	284.7	6,999.2	2,119.4	80.0	2,255.8	2,543.9	1,350.6	284.7	205.9	135.6
2016	314.2	6,956.7	2,090.9	70.9	2,146.5	2,648.4	1,133.3	262.2	205.9	121.6
2017	356.5	6,768.8	1,968.8	59.7	2,016.1	2,724.2	934.2	311.0	143.8	93.4
2017 Q3	365.3	6,730.6	2,007.3	61.5	2,015.9	2,645.8	1,022.3	262.2	140.6	85.4
Q4	356.5	6,768.8	1,968.8	59.7	2,016.1	2,724.2	934.2	311.0	143.8	93.4
2018 Q1	339.7	6,748.3	1,952.1	59.4	2,020.0	2,716.7	911.2	321.3	136.2	87.0
Q2	318.2	6,698.6	1,949.9	58.5	2,020.1	2,670.1	862.1	417.3	174.3	184.9
2018 Feb.	347.1	6,741.1	1,958.3	59.8	2,016.0	2,707.0	840.5	371.4	124.3	81.8
Mar.	339.7	6,748.3	1,952.1	59.4	2,020.0	2,716.7	911.2	321.3	136.2	87.0
Apr.	349.7	6,768.0	1,956.2	59.3	2,019.9	2,732.6	880.5	356.8	147.1	153.6
May	329.3	6,750.2	1,950.8	58.9	2,029.8	2,710.7	858.3	390.1	177.5	187.9
June	318.2	6,698.6	1,949.9	58.5	2,020.1	2,670.1	862.1	417.3	174.3	184.9
July ^(p)	352.8	6,691.1	1,954.6	57.8	2,011.5	2,667.2	848.7	372.6	184.2	193.9
Transactions										
2015	8.9	-216.5	-106.3	-13.5	-210.9	114.2	-87.5	-12.7	21.4	-4.0
2016	26.7	-122.7	-69.6	-9.1	-118.4	74.4	-274.9	-85.3	12.8	-12.0
2017	46.1	-83.1	-84.7	-8.7	-70.6	80.8	-91.8	-74.1	-60.9	-27.6
2017 Q3	65.0	-23.6	-25.4	-2.9	-30.5	35.2	30.9	10.7	-13.6	-24.3
Q4	-8.9	-35.4	-17.8	-1.8	-10.6	-5.1	-76.0	-59.2	3.2	7.9
2018 Q1	-16.7	11.7	-16.3	-1.3	12.4	17.0	62.2	-57.1	-7.6	-6.4
Q2	-21.5	-46.2	-5.4	-0.9	-25.8	-14.1	-67.3	56.9	16.4	19.7
2018 Feb.	30.6	-23.2	-3.7	-0.4	-16.3	-2.9	10.0	-10.3	-8.6	-2.4
Mar.	-7.4	19.3	-5.8	-0.4	8.7	16.7	79.8	-50.5	11.9	5.2
Apr.	10.1	6.9	3.3	-0.2	-9.2	13.0	-38.1	30.8	-10.8	-11.6
May	-20.4	-38.8	-7.7	-0.4	-6.8	-24.0	-51.7	-19.8	30.3	34.4
June	-11.1	-14.3	-1.0	-0.4	-9.8	-3.1	22.5	45.9	-3.2	-3.1
July ^(p)	34.4	11.3	5.2	-0.7	-4.7	11.6	0.2	-50.4	9.8	9.0
Growth rates										
2015	3.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.6	4.6	-	-	11.6	-2.9
2016	9.4	-1.7	-3.3	-11.5	-5.3	2.8	-	-	6.3	-9.0
2017	14.5	-1.2	-4.1	-12.4	-3.4	3.1	-	-	-29.7	-22.7
2017 Q3	22.1	-1.0	-4.1	-12.5	-3.8	4.2	-	-	-31.3	-33.4
Q4	14.5	-1.2	-4.1	-12.4	-3.4	3.1	-	-	-29.7	-22.7
2018 Q1	11.8	-0.9	-4.1	-12.5	-1.5	2.5	-	-	-25.6	-22.2
Q2	5.7	-1.4	-3.2	-10.8	-2.7	1.3	-	-	-3.6	-17.3
2018 Feb.	17.0	-1.3	-3.7	-12.6	-2.7	2.0	-	-	-27.4	-21.6
Mar.	11.8	-0.9	-4.1	-12.5	-1.5	2.5	-	-	-25.6	-22.2
Apr.	7.3	-0.6	-3.6	-12.8	-1.6	2.8	-	-	-28.5	-27.3
May	5.9	-1.3	-3.6	-10.3	-2.4	1.6	-	-	-6.8	-11.5
June	5.7	-1.4	-3.2	-10.8	-2.7	1.3	-	-	-3.6	-17.3
July ^(p)	10.2	-1.1	-2.5	-10.4	-2.9	1.5	-	-	22.5	24.6

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.2	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2017	-0.9	-1.3	0.1	0.2	0.1	1.1
2017 Q2	-1.2	.	.	.	.	0.9
Q3	-1.0	.	.	.	.	1.0
Q4	-0.9	.	.	.	.	1.1
2018 Q1	-0.7	.	.	.	.	1.2

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	4.0
2015	46.3	45.7	12.6	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.0	5.2	2.3	22.7	3.9
2016	46.1	45.7	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.0	10.0	5.2	2.1	22.8	3.5
2017	46.2	45.8	12.9	13.0	15.3	0.4	47.1	43.3	9.9	5.1	2.0	22.5	3.7
2017 Q2	46.3	45.8	12.7	13.0	15.3	0.5	47.5	43.8	9.9	5.2	2.1	22.7	3.7
Q3	46.2	45.8	12.8	13.0	15.3	0.4	47.2	43.5	9.9	5.1	2.0	22.6	3.7
Q4	46.2	45.8	12.8	13.0	15.3	0.4	47.1	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.7
2018 Q1	46.2	45.8	12.9	13.0	15.2	0.4	46.9	43.2	9.8	5.1	1.9	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	MFIs	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
2014	91.9	2.7	17.1	72.0	44.0	25.6	47.9	10.0	81.9	18.8	31.9	41.2	89.8	2.1
2015	89.9	2.8	16.2	71.0	44.1	27.1	45.8	9.3	80.6	17.6	31.2	41.1	87.9	2.0
2016	89.0	2.7	15.5	70.8	46.1	30.4	42.9	9.0	80.0	17.2	29.9	41.9	87.0	2.0
2017	86.7	2.6	14.3	69.8	46.7	31.8	40.1	8.3	78.5	16.0	28.8	41.9	84.9	1.8
2017 Q2	89.1	2.7	14.9	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.1	2.8	14.7	70.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	86.7	2.6	14.4	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86.8	2.6	14.1	70.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0.3	-0.1	-0.2	-0.5	0.2	-0.5	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.2
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.2	-0.1	1.6
2017	-2.3	-1.1	-0.1	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.5	-1.0	0.8
2017 Q2	-1.7	-0.9	-0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0	-0.3	0.8
Q3	-1.6	-1.0	0.1	0.7	0.8	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.7	1.2
Q4	-2.3	-1.1	-0.2	0.4	0.4	0.1	-0.2	0.1	-0.1	-0.5	-1.0	0.8
2018 Q1	-2.5	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.2	-0.1	-0.5	-1.2	0.7

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
2015	14.7	12.8	4.3	1.9	0.5	6.6	2.9	1.4	0.1	3.3	3.0	0.4	1.2
2016	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2017 Q2	13.8	12.1	4.3	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
Q3	13.0	11.3	3.8	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
Q4	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 Q1	13.0	11.4	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
2018 Feb.	12.7	11.1	4.1	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.4	1.2
Mar.	13.0	11.4	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
Apr.	12.9	11.3	4.0	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
May	12.9	11.3	3.7	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.0
June	12.9	11.3	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9
July	12.8	11.3	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.5	0.4	1.0

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2014	-3.1	0.5	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-9.0	
2015	-2.5	0.8	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3	
2016	-2.5	1.0	-0.3	-0.5	0.6	-4.5	-3.4	-2.5	0.3	
2017	-1.0	1.3	-0.3	-0.3	0.8	-3.1	-2.6	-2.3	1.8	
2017 Q2	-1.6	1.0	-0.7	-0.5	1.1	-3.6	-3.1	-2.5	0.8	
Q3	-1.3	1.3	-0.7	-0.6	1.1	-3.2	-2.9	-2.4	1.8	
Q4	-1.0	1.2	-0.3	-0.4	0.8	-3.1	-2.6	-2.3	1.8	
2018 Q1	-1.0	1.4	-0.6	-0.4	1.1	-3.0	-2.6	-2.2	2.4	
Government debt										
2014	107.0	74.7	10.7	104.5	178.9	100.4	94.9	131.8	107.5	
2015	106.1	71.0	10.0	76.9	176.8	99.4	95.6	131.5	107.5	
2016	105.9	68.2	9.4	72.8	180.8	99.0	96.6	132.0	106.6	
2017	103.1	64.1	9.0	68.0	178.6	98.3	97.0	131.8	97.5	
2017 Q2	106.3	66.1	8.9	75.5	176.1	99.5	99.3	134.9	105.6	
Q3	107.2	65.2	8.9	72.9	177.4	98.5	98.3	134.2	102.5	
Q4	103.4	64.1	9.0	68.4	178.6	98.3	96.8	131.8	97.5	
2018 Q1	106.3	62.9	8.7	69.3	180.4	98.8	97.7	133.4	94.7	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2014	-1.5	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.5	-2.7	-3.2
2015	-1.4	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.8
2016	0.1	0.3	1.6	1.0	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.8
2017	-0.5	0.5	1.5	3.9	1.1	-0.7	-3.0	0.0	-1.0	-0.6
2017 Q2	0.3	0.7	1.1	2.1	0.8	-1.2	-3.5	-1.0	-1.6	-1.0
Q3	0.1	0.9	1.4	3.3	1.0	-0.9	-2.4	-0.5	-1.6	-1.2
Q4	-0.5	0.5	1.5	3.9	1.2	-0.7	-3.0	0.0	-1.0	-0.6
2018 Q1	0.2	0.4	1.4	3.3	1.6	-0.5	-0.7	0.4	-1.0	-0.4
Government debt										
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	84.0	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.8	42.6	22.0	58.7	64.6	84.6	128.8	82.6	52.3	63.5
2016	40.5	40.1	20.8	56.2	61.8	83.6	129.9	78.6	51.8	63.0
2017	40.1	39.7	23.0	50.8	56.7	78.4	125.7	73.6	50.9	61.4
2017 Q2	39.9	41.7	23.4	55.0	58.9	81.4	131.7	79.8	51.7	61.8
Q3	38.2	39.4	23.4	53.4	57.2	80.2	130.5	78.5	51.3	60.6
Q4	40.1	39.7	23.0	50.7	57.1	78.3	125.7	73.6	50.9	61.3
2018 Q1	35.8	36.3	22.2	50.4	55.2	77.2	126.4	75.1	50.8	59.8

Source: Eurostat.

© **Euroopan keskuspankki, 2018**

Postiosoite 60640 Frankfurt am Main, Saksa
Puhelinnumero +49 69 1344 0
Verkkopalvelu www.ecb.europa.eu

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 12.9.2018 käytettävissä olleisiin tietoihin.

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