



EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

2/2018



Sisällys

Raha- ja reaalityalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	5
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	12
3 Talouskehitys euroalueella	17
4 Hinnat ja kustannukset	24
5 Rahan määrä ja luotonanto	29
6 Julkisen talouden kehitys	36
Kehikot	38
1 Kestääkö öljyn hinnan viimeaikainen nousu?	38
2 Euroalueen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetin kehitys EKP:n julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman aloittamisen jälkeen	43
3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.11.2017–30.1.2018	47
4 Osa-aikatyöllisyyden viimeaikainen kehitys	52
5 Euroalueen BKT:n alustavan pika-arvion luotettavuus	56
6 Kausivaihtelun ja poikkeavien havaintojen vaikutus ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon	59
7 Finanssipolitiikan mitoitus aiempien noususuhdannejaksojen aikana	63
Artikkelit	68
(Saatavissa englanninkielisinä EKP:n verkkopalvelusta http://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/html/index.en.html)	
1 The real effects of credit constraints	
2 The economic impact of population ageing and pension reforms	
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto totesi 8.3.2018 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa, että runsas rahapoliittinen elvytys on edelleen tarpeen, jotta pohjainflaation nopeutumispaineiden kasvu voi jatkua ja tukea kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Tuoreimmat EKP:n asiantuntijoiden arviot sekä muut tammikuussa pidetyn edellisen rahapolitiikkakokouksen jälkeen saadut tiedot vahvistivat, että euroalueen talous kasvaa vahvasti ja laaja-alaisesti. Lyhyellä aikavälillä talouskasvun odotetaan olevan hieman aiempia odotuksia nopeampaa. Kasvunäkymät vahvistivat EKP:n neuvoston luottamusta siihen, että inflaatiovauhti lähenee tavoitetta eli hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Pohjaininflaatio on indikaattorien perusteella pysynyt kuitenkin vaimeana, eikä vielä ole luotettavia merkkejä pysyvämmästä nopeutumistrendistä. EKP:n neuvosto seuraakin edelleen valuuttakurssikehitystä ja rahoitusolojen kehitystä ja niiden mahdollista vaikutusta keskipitkän aikavälin hintavakaussäilymisiin. Rahapoliittista elvytystä, joka on tarpeen inflaatiovauhdin palauttamiseksi kestävästi hieman alle kahteen prosenttiin, ylläpidetään jatkuvilla omaisuusarvoilla, jo ennestään mittavilla arvopaperiomistuksilla ja takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksilla sekä tulevaa korkokehitystä koskevalla ennakoivalla viestinnällä.

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Maailmantalouden kasvu kiihtyi vuoden 2017 jälkipuoliskolla, mikä antaa lisävauhtia euroalueen viennin kehitykselle. Maailmantalouden kehityksen odotetaan pysyvän jatkossakin vahvana, joskin kasvuvauhti hidastuu asteittain. Kansainvälisen kaupan kasvun ennakoidaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä, ja maailmantalouden inflaation odotetaan nopeutuvan vähin erin sitä mukaa, kun käyttämätön kapasiteetti vähenee.

Talouskasvun jatkuessa valtion joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet euroalueella joulukuun 2017 puolivälistä lähtien. Yritysten joukkolainojen riskilisät ovat kuitenkin pysyneet kutakuinkin vakaina, ja valtion joukkolainojen keskimääräiset tuottoerot yön yli -indeksiswapkorkoon nähden ovat supistuneet jonkin verran. Osakkeiden hinnat ovat laskeneet ja niiden volatiteetti on kasvanut, ja euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on vahvistunut.

Euroalueen talouskasvu on edelleen vahvaa ja ulottuu tasaisesti eri maihin ja toimialoille. BKT:n neljännesvuosikasvu oli vuoden 2017 neljännellä neljänneksellä 0,6 %. Yksityinen kulutus saa tukea kotitalouksien varallisuuden kasvusta sekä työllisyyden kohenemisesta, joka perustuu osin aiempiin työmarkkinauudistuksiin. Yritysten investointien kehitys on edelleen vauhdittunut erittäin suotuisien rahoitusolojen, yritysten kannattavuuden paranemisen ja vahvan

kysynnän ansiosta, ja myös asuinrakennusinvestointien kehitys on kohentunut edelleen viime vuosineljänneksillä. Lisäksi maailmantalouden laaja-alainen kasvu piristää euroalueen vientiä.

Samankaltainen näkemys välittyy euroalueen talousnäkyviä koskevista EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 2,4 % vuonna 2018 ja 1,9 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020. BKT:n kasvunäkymät vuodeksi 2018 on nyt arvioitu suotuisammiksi kuin joulukuussa 2017 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Vuoden 2018 jälkeiset kasvunäkymät ovat pysyneet ennallaan. Talouden kasvunäkymiin liittyvien riskien arvioidaan olevan jokseenkin tasapainossa. Yhtäältä vallitseva noususuhdanne voisi johtaa ennakoitua vahvempaan kasvuun lyhyellä aikavälillä. Toisaalta ennakoitua heikomman kasvun riskejä liittyy edelleen pääasiassa kehitykseen maailmalla: esimerkiksi protektionismin lisääntymiseen sekä valuuttamarkkinoiden ja muiden rahoitusmarkkinoiden kehitykseen.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli helmikuussa 1,2 % (tammikuussa 1,3 %). Hidastumisen taustalla olivat lähinnä jalostamattomien elintarvikkeiden hintakehitykseen liittyvät negatiiviset vertailuajankohdan vaikutukset. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella vuotuisen kokonaisinflaation odotetaan pysyttelevän vuoden loppuun asti 1,5 prosentin tienoilla. Pohjainflaatio on indikaattorien perusteella pysynyt vaimeana. Sen odotetaan kuitenkin nopeutuvan maltillisesti keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun, käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioissa euroalueen vuotuisen YKHI-inflaation ennakoitaan olevan 1,4 % vuonna 2018 ja 1,4 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020. Niissä vuoden 2019 kokonaisinflaatio on arvioitu hieman hitaammaksi kuin joulukuussa 2017 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa, kun taas vuosien 2018 ja 2020 arviot ovat pysyneet ennallaan. Energian hintojen perusteella lasketun YKHI-inflaation arvioidaan hidastuvan vuosina 2018 ja 2019, mikä kutakuinkin kumoo pohjainflaation nopeutumisen vaikutuksen: ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,1 % vuonna 2018 ja nopeutuvan sitten niin, että se on 1,5 % vuonna 2019 ja 1,8 % vuonna 2020.

Tuoreimpien asiantuntija-arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämäsuhde pienenee arviointijakson aikana lisää lähinnä suotuisan suhdannetilanteen ja korkomenojen vähenemisen ansiosta. Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan pysyvän vuodet 2018–2020 keskimäärin kutakuinkin neutraalina. Euroalueen julkisen talouden velkasuhteen supistuminen jatkuu, mutta velan määrä on edelleen suuri suhteessa BKT:hen. Meneillään olevan talouskasvun aikana on syytä kerryttää jälleen julkisen talouden puskureita.

Rahatalouden analyysissä todettiin, että lavean rahan kasvu jatkuu vakaana: vuotuinen kasvuvauhti oli tammikuussa 2018 edelliskuukauden tapaan 4,6 %. Kasvun taustalla ovat EKP:n rahapoliittisten toimien vaikutus sekä likvideimpien talletusten hallussapidon alhaiset vaihtoehtokustannukset.

Lavean rahan kasvua vauhdittikin edelleen eniten suppea raha-aggregaatti M1. Samanaikaisesti yksityisen sektorin lainakannan kasvu jatkoi elpymistään. Rahapoliittisten toimien vaikutuksen välittyminen helpotti edelleen merkittävästi kotitalouksien ja etenkin pienten ja keskisuurten yritysten lainansaantia ja tuki luotonantoa koko euroalueella.

Rahapoliittiset päätökset

EKP:n neuvosto totesi taloudellisen ja rahatalouden analyysin pohjalta, että inflaatiiovauhdin kestävä palautumista hieman alle kahteen prosenttiin on edelleen edistettävä vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan keinoin. EKP:n ohjauskorot päätettiin pitää ennallaan. Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin. EKP:n neuvosto vahvisti, että epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvassa omaisuuserien osto-ohjelmassa on tarkoitus jatkaa nykyisiä 30 miljardin euron suuruisia kuukausittaisia ostoja syyskuun 2018 loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi. Eurojärjestelmä jatkaa ohjelmassa ostettujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman sijoittamista uudelleen vielä pidemmän aikaa ostojen päättymisen jälkeen ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen.

Ulkoinen ympäristö

Maailmantalouden kasvu kiihtyi vuoden 2017 jälkipuoliskolla. Talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana mutta kuitenkin hidastuvan vähitellen. Kehittyneiden talouden näkymät viittaavat vahvaan kasvuun, joka saa tukea Yhdysvaltojen voimakkaasti kasvua tukevasta finanssipolitiikasta. Kehittyvien markkinatalousmaiden näkymiä vahvistaa talouskasvun voimistuminen raaka-aineiden viejämaissa. Maailmankaupan kasvun arvioidaan pysyvän lyhyellä aikavälillä voimakkaana ja inflaation uskotaan kiihtyvän hitaasti sitä mukaa, kun käyttämätön kapasiteetti maailmanlaajuisesti vähenee.

Maailmantalouden ja kaupan kehitys

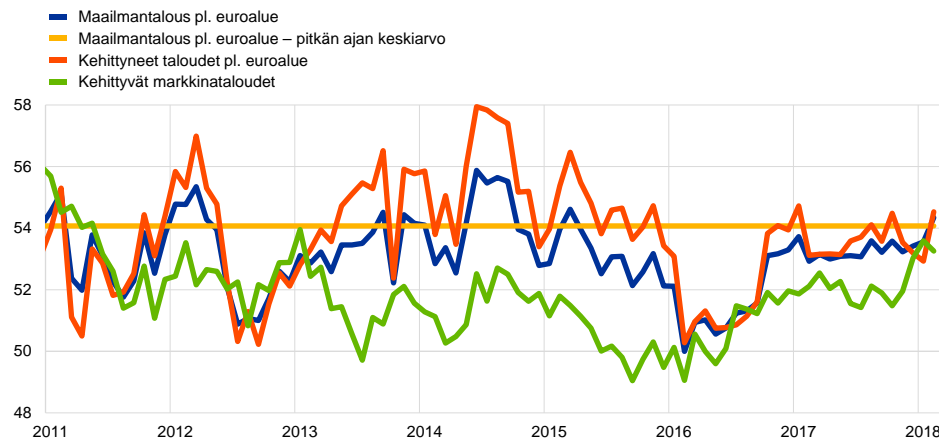
Maailmantalouden kasvu vahvistui vuoden 2017 jälkipuoliskolla. Kaiken kaikkiaan jakson aikana julkistetut taloustiedot olivat odotettua parempia sekä kehittyneissä talouksissa että vähäisemmässä määrin myös kehittyvissä markkinatalouksissa. Käytettävissä olevat BKT-tilastot eri maista viittaavat siihen, että maailmantalouden kasvu jatkui vuoden viimeisellä neljänneksellä. Erityisesti Yhdysvaltojen BKT:n kasvu oli vuoden 2017 jälkipuoliskolla kestävä, eikä hurrikaanien vaikutus näkynyt siinä. Myös Japanin talouskasvu pysyi pirteänä, kun se sai tukea talouspolitiikasta, työpaikkojen määrän vahvasta kehityksestä sekä ulkoisen kysynnän elpymisestä. Sitä vastoin Ison-Britannian BKT:n kasvu pysyi vuonna 2017 varsin vaimeana, vaikka se elpyikin maltillisesti vuoden jälkipuoliskolla. Kehittyvien markkinatalouksien kasvu sai tukea Intian ja Kiinan kestävästä kasvusta samalla, kun Brasilia ja Venäjä jatkoivat verkkaista elpymistään syvästä taantumasta.

Kyselypohjaiset indikaattorit ja osoittavat maailman kokonaistuotannon kasvun jatkuvan lähitulevaisuudessa. Ilman euroaluetta laskettu, maailman kokonaistuotantoa kuvaava ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI) pysytteli vuoden viimeisellä neljänneksellä samalla tasolla kuin edellisellä vuosineljänneksellä eli hieman vuoden alkupuolisko korkeammalla ja lähellä pitkän ajan keskiarvoaan. Indeksillä nousi hieman tammi- ja helmikuussa, mikä viittaa siihen, että maailmantalouden kasvu jatkuu voimakkaana alkaneena vuonna (ks. kuvio 1).

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksi)



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

Huom. Tuoreimmat havainnot helmikuulta 2018. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 helmikuuhun 2018.

Maailmantalouden rahoitusolot tukevat edelleen talouskasvua, joskin ne ovat kiristyneet viime viikkoina.

Positiivisten tunnelmien ja osakemarkkinoiden nousevan arvostustason leimaaman jakson päätteeksi osakemarkkinat kärsivät jyrkistä laskuista helmikuun alussa, kun volatiliiteetti lisääntyi. Rahoitusmarkkinoiden levottomuus rajoittui osakemarkkinoihin, ja niiden myötä tapahtunut korjausliike ainoastaan nollasi alkuvuoden aikaisen kurssinousun. Markkinoiden volatiliiteetin nousun taustalla oli Yhdysvaltojen pitkien korkojen vakaa nousu kolmen viime kuukauden ajan sekä sijoittajien kasvava huoli inflaationäkymistä ja odotettua nopeamman rahapolitiikan kiristymisen mahdollisuudesta. Federal funds - futuurisopimusten hintakäyrä on siirtynyt viime viikkoina ylöspäin joulukuun koron nousun myötä. Markkinoilla odotetaan edelleen rahapolitiikan asteittaista kiristystä; tällä hetkellä ohjauskorkoa odotetaan nostettavan maaliskuussa 2018 ja koko vuonna yhteensä kolmesti eli Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean joulukuun arvioiden mukaisesti. Korko-odotukset ovat nousseet myös Isossa-Britanniassa Englannin pankin helmikuun "haukkamaisen" inflaatioreportin myötä. Sitä vastoin Japanin keskuspankki on pitänyt rahapolitiikkansa mitoituksen hyvin elvyttävänä ja kymmenen vuoden koron lähellä nollaa tuottokäyrän ohjausohjelmansa mukaisesti. Kiinan keskuspankki on antanut rahoitusolojen kiristyä vuonna 2017 vähentääkseen velkavivun käyttöä rahoitusjärjestelmässä ja hillitäkseen rahoitusjärjestelmän vakautteen kohdistuvia riskejä. Keskuspankki nosti avomarkkinoilla soveltamia korkoja pyrkien ohjaamaan pankkien välisiä korkoja korkeammiksi. Muista kehittyvistä markkinatalouksista erityisesti Brasiliassa ja Venäjällä ohjauskorkoja on laskettu edelleen inflaatiopaineiden heikentymisen myötä.

Jatkossa maailmantalouden kasvun odotetaan pysyvän vahvana, kunnes se keskipitkällä aikavälillä maltillistuu jonkin verran.

Kehittyneiden talouksien näkymät viittaavat vahvaan kasvuun, joka saa nyt finanssipoliittista tukea Yhdysvaltojen verouudistuksesta ja kongressin hyväksymästä budjetin korotuksesta.

Kasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan jatkossa sitä mukaa, kun elpyminen saavuttaa joissakin maissa kypsyyden ja tuotantokuilut tulevat yhä positiivisemmiksi. Kehittyvien maiden näkymät saavat tukea raaka-aineita vievien maiden, kuten Brasilian ja vähäisemmässä määrin Venäjän, kasvun voimistumisesta. Samaan aikaan kasvu jatkuu Intiassa ja jatkaa asteittaista pitkän aikavälin hiipumistaan Kiinassa.

Maailmantalouden kasvuvauhdin odotetaan pysyvän hitaampana kuin ennen kriisiä, sillä potentiaalinen kasvu on aiempaa hitaampaa. EKP:n arvioiden mukaan kasvupotentiaali on pienentynyt useimmissa kehittyneissä talouksissa ja kehittyvissä markkinatalouksissa viime vuosina. Kehittyneissä talouksissa kaikki erät heikentävät potentiaalia, joskin ilmiö liittyy erityisesti työvoiman tuottavuuteen ja kokonaistuottavuuteen. Myös pääoman kasvuvaikutus pysyy historiallista keskiarvoaan pienempänä, sillä aiempaa vaimeammat kasvuodotukset ja epävarmuuden lisääntyminen ovat viivästyttäneet investointipäätöksiä. Investoinnit ovat maltillistuneet myös kehittyvissä markkinatalouksissa – erityisesti raaka-aineita vievissä maissa mutta myös Kiinassa, joka pyrkii tasapainottamaan taloutta ja hillitsemään velkaantuneisuutta. Kehittyvien markkinatalouksien kasvupotentiaalinen heikkenemisen tärkein taustatekijä oli kuitenkin kokonaistuottavuus. Kaiken kaikkiaan potentiaalisen tuotannon kasvun odotetaan pysyvän keskipitkällä aikavälillä jokseenkin vakaana kehittyneissä talouksissa ja kiihtyvän hieman Yhdysvalloissa vuosina 2019–2020, mutta sen odotetaan heikkenevän edelleen kehittyvissä markkinatalouksissa.

Yhdysvalloissa talouskasvun odotetaan pysyvän vankkana ja saavan tukea vakaasta kotimaisesta kysynnästä. Tämänhetkisen talouskasvun odotetaan jatkuvan investointien ja yksityisen kulutuksen vakaan kasvun tuella, kun tiukka työmarkkinatilanne ruokkii vähitellen palkkojen suurempaa kasvua ja suotuisat rahoitusolot kasvattavat varallisuutta. Verouudistusta koskevan lainsäädännön hyväksyntä viime joulukuussa ja julkisten menojen ylärajan korotus helmikuussa kasvattanevat kotimaista kulutusta entisestään.

Isossa-Britanniassa BKT:n kasvu pysynee lyhyellä aikavälillä vaimeana mutta positiivisena. Talouskasvu elpyi maltillisesti vuoden 2017 jälkipuoliskolla, kun se oli alkuvuonna hidastunut selvästi. Nettoviennin vahvistuminen seuraavilla vuosineljänneksillä ja investointien pieni elpyminen tukevat jatkossa BKT:n kasvun kestävyyttä Isossa-Britanniassa.

Japanin talouden kasvun odotetaan hiljalleen hidastuvan. Talouskasvun odotetaan pysyvän lyhyellä aikavälillä verrattain vakaana, kun se saa tukea tämänhetkisestä positiivisesta kehityssuunnasta ja kasvua tukevasta rahapolitiikasta. Pidemmälle katsoen talouskasvun odotetaan kuitenkin hidastuvan asteittain. Kasvun hidastuminen johtuu paitsi finanssipoliittisen elvytyksen hiipumisesta ja talouden käyttämättömän kapasiteetin vähenemisestä, myös vuoden 2020 olympialaisiin liittyneiden infrastruktuuri-investointien positiivisen vaikutuksen pienenemisestä.

Kiinan talouskasvu pysyy vahvana ja saa tukea kovasta kulutuskysynnästä sekä edelleen kukoistavista asuntomarkkinoista. Lyhyen aikavälin näkymien kannalta keskeistä on viranomaisten pyrkimys vakaaseen kasvuun ja

rahoitusmarkkinoiden riskien hillitsemiseen. Keskipitkän aikavälin odotuksena on, että rakenneuudistusten toteuttaminen jatkuu asteittain ja johtaa kasvun hallittuun hidastumiseen.

Keski- ja Itä-Euroopan talouskasvu pysyy vahvana mutta maltillistuu vuoteen 2017 nähden. Keski- ja Itä-Euroopan maissa talous kasvoi voimakkaasti vuonna 2017 investointien elpymisen ja vahvan yksityisen kulutuksen ansiosta. Jatkossa kasvun odotetaan saavan edelleen tukea voimakkaista investoinneista EU-rahoituksen myötä, vakaasta yksityisestä kulutuksesta sekä työmarkkinatilanteen kohenemisestä.

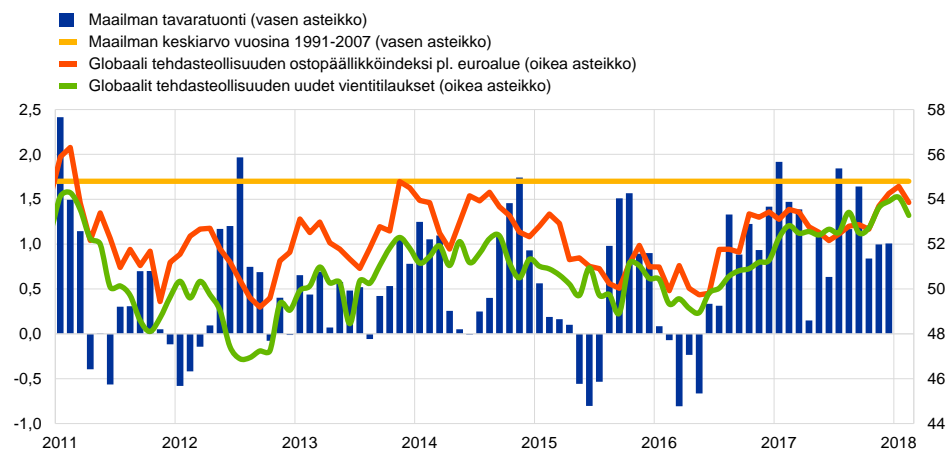
Talouskasvu vahvistuu asteittain raaka-aineita vievissä maissa. Venäjällä ennakoivat indikaattorit viittaavat talouskasvun notkahdukseen vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä teollisuustuotannon supistumisen myötä, kun vuoden alkupuoliskolla talouskasvu oli ollut vahvaa. Keskipitkällä aikavälillä talouden odotetaan kasvavan kohtalaisesti, kun julkistalouden haasteet painavat liiketoimintailmapiiriä, kiinteät investoinnit ovat heikkoja ja rakenneuudistusten puute painaa kasvupotentiaalia. Brasilian talouskasvun odotetaan elpyvän edelleen. Luottamuksen vahvistuminen työmarkkinatilanteen paranemisen myötä ja kasvua edistävä rahapolitiikka tukenevat kulutusta, kun inflaatiopaineet pysyvät maltillisina. Vaalivuoteen liittyvä poliittinen epävarmuus ja erittäin suotuisten ulkoisten rahoitusolojen mahdollinen käänne ovat maan paranevien talousnäkyvien keskeiset riskit.

Maailmankaupan kasvunäkymien odotetaan pysyvän vahvoina lyhyellä aikavälillä. Vaikka maailman tavaratuonnin kasvuvauhti taantui joulukuussa jonkin verran, käytävissä olevat maakohtaiset tiedot ja ennakoivat indikaattorit viittaavat vahvaan kasvuun vuodenvaihteessa 2017–2018. Tavaratuonnin määrä kasvoi joulukuussa 1 % (vuotuisen prosenttimuutoksen kolmen kuukauden liukuva keskiarvo) eli hitaammin kuin kolmannella vuosineljänneksellä, jolloin se kasvoi 1,6 % (ks. kuvio 2). Ulkomaankauppa kasvoi tuntuvasti Yhdysvalloissa ja heikkeni Aasiassa sekä Keski- ja Itä-Euroopassa.

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 EKP:n laskelmat.

Huom: Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2018 (maailmanlaajuinen ostopäälikkoindeksi: tehdasteollisuus ja uudet vientitilaukset) ja joulukuulta 2017 (ulkomaankauppa).

Keskipitkällä aikavälillä ulkomaankaupan näkymät perustuvat odotukseen, että maailmankauppa kasvaa jokseenkin yhdenmukaisesti maailmantalouden kanssa.

Tämä arvio on sopusoinnussa suhteessa näyttöön, jonka mukaan maailmankaupan nopeaa kasvua aiemmin vetäneet pidemmän aikavälin rakenteelliset tekijät – kuten ulkomaankaupan vapauttaminen, tullimaksujen vähennykset ja kuljetuskustannusten lasku sekä maailmanlaajuisen arvoketjujen kasvu – ovat finanssikriisin jälkeen heikentyneet. Näitä pidemmän aikavälin tekijöitä koskeva epävarmuus on korkea, ja joissakin tapauksissa tietojen saatavuus on heikko. Käytettävissä olevat tiedot kuitenkin viittaavat siihen, että odotus tuonin ja talouden yhdenmukaisesta kasvusta keskipitkällä aikavälillä on edelleen perusteltu lähtökohta.

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

Talousnäkymistä maaliskuussa 2018 laadittujen EKP:n asiantuntijoiden arvioiden mukaan maailman BKT:n kasvu euroalueen ulkopuolella nopeutuu vuonna 2017 olleesta 3,8 prosentista 4,1 prosenttiin vuonna 2018 ja sitten hidastuu 3,7 prosenttiin vuosiksi 2019 ja 2020. Tämä arvio heijastaa odotusta kasvun hidastumisesta kehittyneissä talouksissa yleisesti ja erityisesti Yhdysvalloissa sekä vastavuoroisesta kasvun maltillisesta kiihtymisestä kehittyvissä markkinatalouksissa. Euroalueen ulkomaisen kysynnän odotetaan kasvavan 4,7 % vuonna 2018, 4,1 % vuonna 2019 ja 3,6 % vuonna 2020. Globaalin BKT:n kasvu vuosina 2017–2019 on nyt arvioitu nopeammaksi kuin joulukuussa 2017 julkaistuissa eurojärjestelmän arvioissa, ja euroalueen ulkomaista kysyntää koskevaa arviota on tarkistettu aiempaa suuremmaksi koko ennustejaksolle. Molemmat muutokset johtuvat pääasiassa Yhdysvaltojen finanssipoliittisen tuen vaikutuksesta.

Vaikka maailmantalouden kasvunäkymiin liittyvät riskit painottuvat ennakoitua suotuisamman kehityksen suuntaan lyhyellä aikavälillä, keskipitkällä

aikavälillä riskit taas liittyvät ennakoitua heikompaan talouskasvuun.

Positiiviselta kannalta maailmantalouden elpymisen laajeneminen saattaa vahvistaa investointeja ja ulkomaankauppaa lyhyellä aikavälillä, ja Yhdysvaltojen finanssipoliittisen tukipaketin kasvuvaikutus saattaa osoittautua odotettuakin voimakkaammaksi. Keskipitkällä aikavälillä näitä tekijöitä merkittävämpinä kuitenkin pidetään negatiivisia riskejä, joihin kuuluvat erityisesti ulkomaankaupan protektionismin lisääntyminen, rahoitusmarkkinoiden äkillinen korjausliike – joka johtaisi rahoitusolojen tiukentumiseen – Kiinan uudistuksiin ja liberalisaatioon liittyvät häiriöt sekä Ison-Britannian EU-eroon liittyvät poliittiset ja geopoliittiset epävarmuustekijät.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

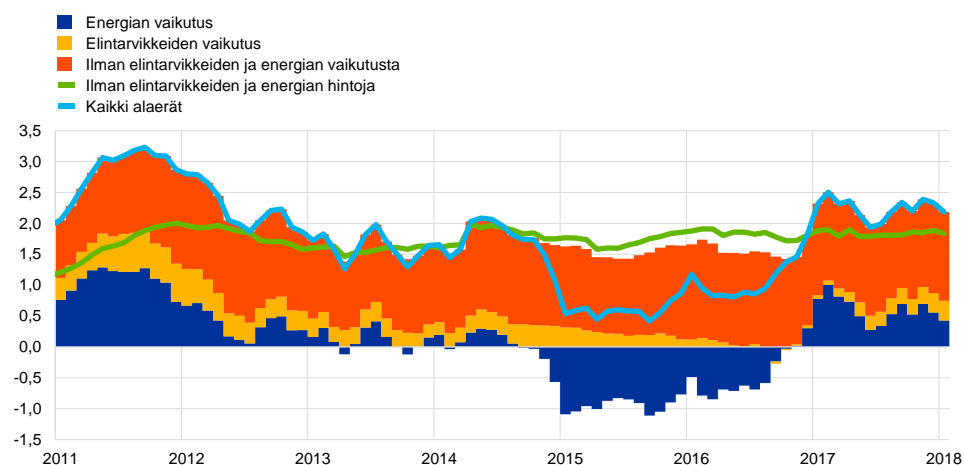
Globaali kuluttajahintainflaatio on viime aikoina hidastunut ja palkkakehitys on ollut vaimeaa.

Marraskuussa hieman kiihtynyt OECD-alueen vuotuinen kuluttajahintainflaatio hidastui joului- ja tammikuussa 2,2 prosenttiin. Tämä johtui energian hinnan nousuvauhdin pienestä hidastumisesta, joskin se pysyi edelleen lähes 5 prosentissa, kun taas elintarvikkeiden hintakehitys oli vakaata. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu OECD:n vuotuinen inflaatiouahti hidastui hieman ja oli 1,8 % (ks. kuvio 3). Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset pysyivät jokseenkin ennallaan hyvin alhaisella tasolla (nousua 1,5 % vuotta aiemmasta), vaikka OECD:n työttömyysaste laski kolmannella neljänneksellä edelleen (alle 6 prosenttiin). Ainoastaan tehdasteollisuuden tuntipalkat nousivat reippaasti ja samansuuntaisemmin työmarkkinatilanteen kiristymisen kanssa.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvovaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: OECD.

Huom: Tuoreimmat tiedot tammikuulta 2018.

Brent-raakaöljyn hinta on viime viikkoina laskenut jonkin verran; 23.1.2018 se oli 70 dollaria barreilta ja 22.2.2018 enää 66 dollaria. Öljyn hinnan viimeaikaisen

laskun taustalla oli Yhdysvaltojen ennätysellinen raakaöljyn tuotanto, kun samaan aikaan OPECin jäsenmaiden ja yhteisön ulkopuolisten maiden solmimaa tuotannonrajoitussopimusta noudatettiin tiukasti ja joulukuussa ja tammikuussa vallinnut Pohjanmeren öljyputkihäiriö päättyi ja putki saatiin käyttöön täydellä kapasiteetilla. Öljyn futuurihinnat viittaavat siihen, että öljyn hinta laskee nykytason alapuolelle eli noin 65 Yhdysvaltain dollariin barreilta vuonna 2018 ja 61 dollariin barreilta vuonna 2019. Muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat ovat viime viikkoina nousseet hieman: elintarvikkeet kallistuivat 3,5 % ja metallit 1,6 %.

Maailmanlaajuisen inflaation odotetaan jatkossa nopeutuvan verkkaisesti.

Lyhyellä aikavälillä inflaation odotetaan kiihtyvän öljyn hinnan viimeaikaisen nousun myötä. Sen jälkeen maailmanlaajuisesti taloudessa olevan käyttämättömän kapasiteetin hidas väheneminen antaa pohjainflaation kiihtymiselle lisää tukea. Inflaation kiihtymisen odotetaan kuitenkin pysyvän maltillisena energian hintojen negatiivisen vaikutuksen myötä, sillä öljyfutuuriin perusteella öljyn hinnan odotetaan keskipitkällä aikavälillä laskevan.

Rahoitusmarkkinoiden kehitys

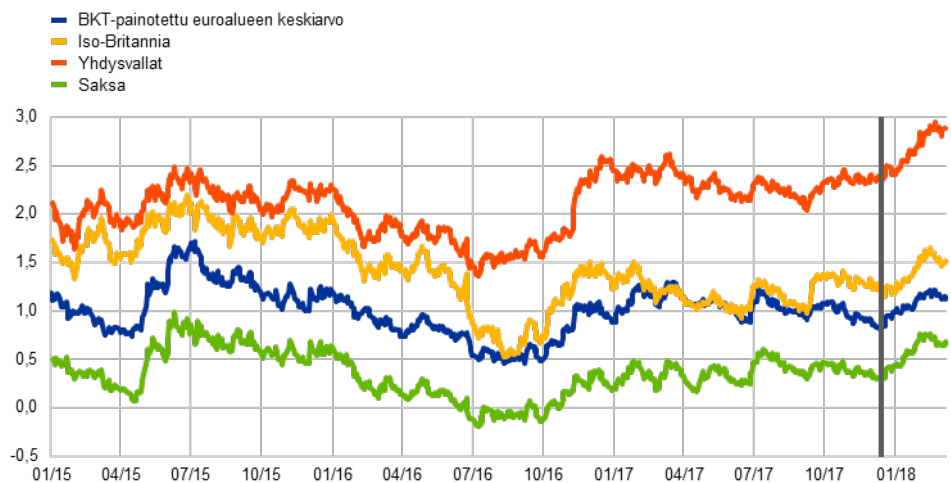
Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet joulukuussa 2017 pidetystä EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokouksesta lähtien talouden laajentumisen jatkuessa. Inflaatio-odotukset ovat pysyneet jokseenkin vakaina, ja reaalikorot ovat vastaavasti nousseet. Vaikka yritysten tulosten odotetaan vahvistuvan, osakehinnat ovat laskeneet volatiliteetin lisääntymisen myötä. Yritysten joukkolainojen tuottoerot puolestaan ovat pysyneet pääosin vakaina. Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin nähden pienenevät yleisesti jonkin verran. Valuuttamarkkinoilla euron nimellinen efektiivinen vaihtokurssi vahvistui.

Valtion pitkien joukkolainojen tuotot ovat kasvaneet sekä euroalueella että Yhdysvalloissa joulukuun puolenvälin jälkeen. Tarkastelujaksolla (14.12.2017–7.3.2018) valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo nousi euroalueella noin 0,28 prosenttiyksikköä suunnilleen 1,13 prosenttiin (ks. kuvio 4). Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa valtion pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat 0,53 prosenttiyksikköä 2,88 prosenttiin ja 0,33 prosenttiyksikköä 1,50 prosenttiin. Euroalueen 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko nousi 0,31 prosenttiyksikköä 0,90 prosenttiin, mikä johtui pääasiassa pitkäaikaisen reaalikoron noususta. Joukkolainamarkkinoiden kehityksessä Atlantin molemmin puolin näkyy, että markkinaosapuolet odottavat talouskasvun vilkastuvan ja inflaation kehittyvän suotuisasti, ja sen seurauksena myös tulevia rahapolitiittisia päätöksiä koskevat odotukset ovat muuttuneet.

Kuvio 4

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Bloomberg ja EKP.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2017. Tuoreimmat tiedot 7.3.2018.

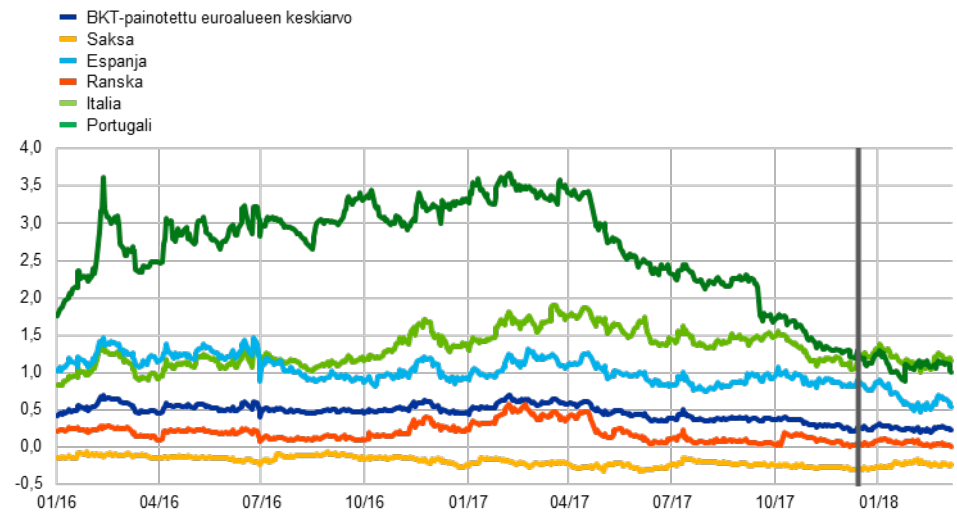
Valtion joukkolainojen tuottoerot riskittömiin yön yli -indeksiswapkorkoihin nähden pienenevät suotuisien makrotalouden näkökymien vaikutuksesta. Kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoerojen pienentyminen vaihteli esimerkiksi Espanjan 0,31 prosenttiyksiköstä ja Portugalin 0,22 prosenttiyksiköstä Italian 0,04 prosenttiyksikköön (ks. kuvio 5). Italiassa ennen tammikuuta nähty tilapäinen

voimakas lasku taittui maaliskuun parlamenttivaaleja edeltävinä viikkoina. Saksassa 10 vuoden valtion joukkolainojen tuotto nousi 0,05 peruspistettä enemmän kuin yön yli -indeksiswapkorko. Tämän johdosta negatiivinen ero supistui, mikä todennäköisesti merkitsi muun muassa niukkuuspreemion pienenemistä.

Kuvio 5

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

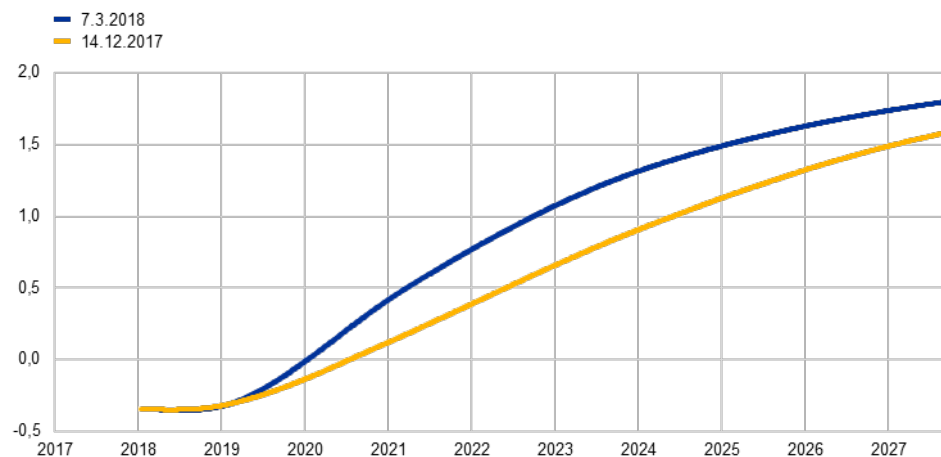
Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2017. Tuoreimmat tiedot 7.3.2018.

Eoniakoron eli euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutuneen painotetun keskikoron aikarakennetta kuvaava käyrä nousi. Käyrä nousi keskipitkissä ja pitkissä maturiteeteissa (ks. kuvio 6). Käyrän pysyminen jokseenkin muuttumattomana tarkastelujakson lopulta vuoden 2019 alkupuolelle saakka viittaa siihen, että markkinaosapuolet odottavat talletusmahdollisuuden koron pysyvän negatiivisena pitemmän aikaa.

Kuvio 6

Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Eoniakorko pysytteli tarkastelujaksolla noin -0,36 prosentissa. Ylimääräisen likviditeetin määrä kasvoi suunnilleen 5 miljardilla eurolla ja oli noin 1 885 miljardia euroa. Riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvu jäi eurojärjestelmän laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen vaikutusta pienemmäksi. Likviditeettitilannetta käsitellään tarkemmin kehikossa 3.

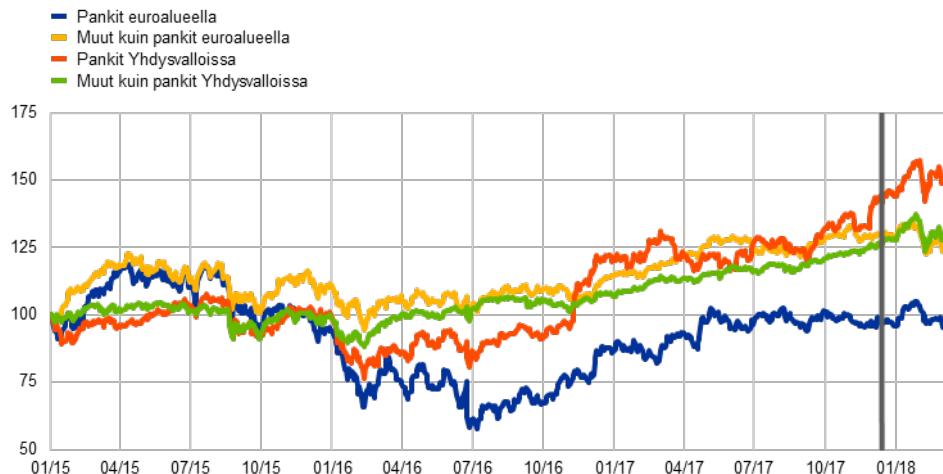
Osakemarkkinoiden volatilitteetti lisääntyi tarkastelujakson loppua kohden.

Osakehinnat nousivat joulukuun 2017 puolestavälistä tammikuun 2018 loppuun, mutta helmikuun alussa tapahtui suhteellisen jyrkkä hintojen korjausliike ja volatilitteetti kasvoi (ks. kuvio 7). Korjausliikkeen taustalla oli todennäköisimmin markkinaosapuolten näkemys inflaation nopeutumisesta etenkin Yhdysvalloissa ja siihen liittyvä muutos tulevaa rahapolitiikkaa koskevissa odotuksissa. Myöhemmin osakekurssit palautuivat jonkin verran, mutta Yhdysvaltain kauppapoliittisia uutisia seurannut epävarmuus sai sekä euroalueen että Yhdysvaltain osakekurssit laskemaan uudelleen maaliskuun alkupuolella. Tarkastelujaksolla euroalueen yritysten osakehinnat (rahoitussektori pois lukien) laskivat kaiken kaikkiaan 2,7 %, kun taas rahoitussektorin yritysten osakehinnat laskivat vain 1,5 %. Yhdysvalloissa nousivat sekä rahoitussektorin (6,4 %) että muiden yritysten (3,1 %) osakehintaindeksit korjausliikkeestä huolimatta. Euroalueella osakkeiden hintakehitystä tukivat edelleen vahvat tulosodotukset ja toisaalta heikensivät riskittömien korkojen nousu ja hieman entistä suuremmat osakeriskipreemiot.

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 14.12.2017. Tuoreimmat tiedot 7.3.2018.

Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerot pysyivät

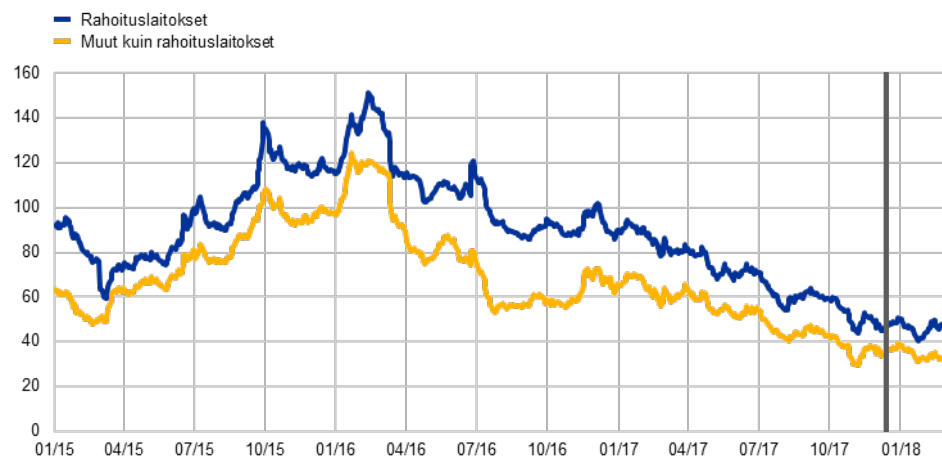
tarkastelujaksolla laajalti ennallaan. Maaliskuun 7. päivänä 2018 euroalueen yritysten investointiluokan joukkolainojen tuottoerot AAA-luokituksen saaneiden yritysten keskimääräiseen tuottokäyrään nähden olivat pysyneet pääosin muuttumattomina joulukuun 2017 puoleenväliin verrattuna ja olivat noin 0,79 prosenttiyksikköä pienemmät kuin maaliskuussa 2016, jolloin EKP:n neuvosto ilmoitti aloittavansa yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman (ks. kuvio 8).

Rahoitussektorin yritysten joukkolainojen tuottoerot kasvoivat tarkastelujakson aikana hieman eli 0,04 prosenttiyksikköä. Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottoerojen alhainen taso kertoo osaltaan talouskasvun etenemisestä.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 14.12.2017. Tuoreimmat tiedot 7.3.2018.

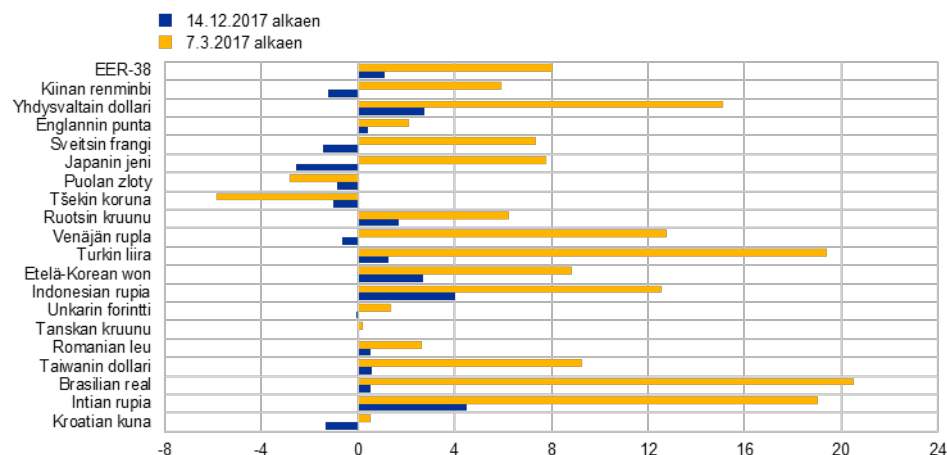
Euron nimellinen efektiivinen kurssi valuuttamarkkinoilla on vahvistunut joulukuun 2017 puolenvälin jälkeen.

Se johtuu suurelta osin euron vahvistumisesta Yhdysvaltain dollariin nähden makrotalouden kehityksen vuoksi (euro vahvistui tarkastelujaksolla 2,8 %, ks. kuvio 9) ja vähäisemmässä määrin myös Englannin puntaan nähden. Lisäksi euron kurssi vahvistui useimpien keskeisten nousevien markkinatalousmaiden kursseihin nähden. Poikkeuksena tästä oli Kiinan renminbi, johon nähden euron kurssi heikkeni 1,3 %. Euron kurssi heikkeni myös useimpiin muihin keskeisiin valuuttoihin nähden. Se heikkeni Sveitsin frangiin ja Japanin jeniin sekä useimpien muiden euroalueen ulkopuolisten EU-jäsenvaltioiden kursseihin nähden, mikä heikensi entisestään euron kauppapainotteista kurssia.

Kuvio 9

Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosentteja)



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Muutokset on laskettu 7.3.2018 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

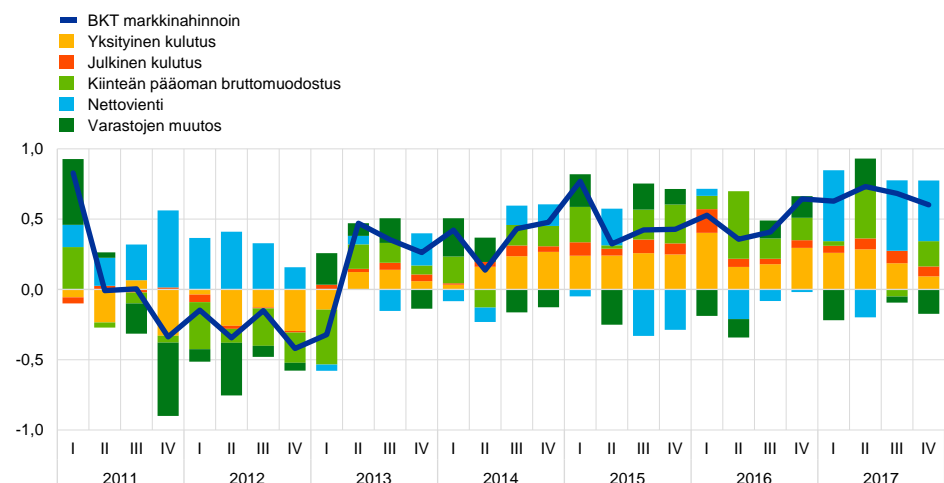
3 Talouskehitys euroalueella

Euroalueen talouskasvu on pysynyt sekä vahvana että maittain ja toimialoitain laaja-alaisena. BKT:n kasvu saa tukea yksityisen kulutuksen ja investointien kasvusta sekä maailmantalouden laajan elpymisen viennille tarjoamasta vetoavusta. Tuoreimmat kyselytulokset ja saadut tiedot ovat vahvistaneet käsitystä, että euroalueen talous on voimakkaassa ja laaja-alaisessa kasvussa, jonka arvioidaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä jonkin verran aiemmin ennakoitua nopeampana. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2017 arvioihin verrattuna EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioissa BKT:n kasvunäkymiä vuonna 2018 on tarkistettu jonkin verran aiempaa paremmiksi ja vuosien 2019 ja 2020 näkymät ovat ennallaan. Euroalueen BKT:n arvioidaan kasvavan 2,5 % vuonna 2017, 2,4 % vuonna 2018, 1,9 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020.

Voimakas kasvu jatkui vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä ja oli maittain tarkastellen laaja-alaista. BKT:n määrä kasvoi viime vuoden viimeisellä neljänneksellä 0,6 % edellisestä neljänneksestä (ks. kuvio 10). BKT:n kasvu sai tukea ulkomaankaupan nettovaikutuksesta sekä kotimaisesta kysynnästä, joka koski erityisesti kiinteitä investointeja, kun taas varastojen muutosten nettovaikutus oli negatiivinen. BKT:n tietojen toisessa julkistuksessa vuoden 2017 viimeisen neljänneksen BKT-kasvu pysyi ennallaan, mikä vahvistaa käsitystä alustavan pika-arvion luotettavuudesta mittarina (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko ”Euroalueen BKT:n alustavan pika-arvion luotettavuus”). Vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä tapahtuneen tuotannon kasvun myötä BKT kasvoi koko vuoden aikana 2,3 % (työpäiväkorjattuna 2,5 %). Talousindikaattorit viittaavat siihen, että laaja ja voimakas kasvu on jatkunut alkuvuonna.

Kuvio 10
Euroalueen BKT:n määrä ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



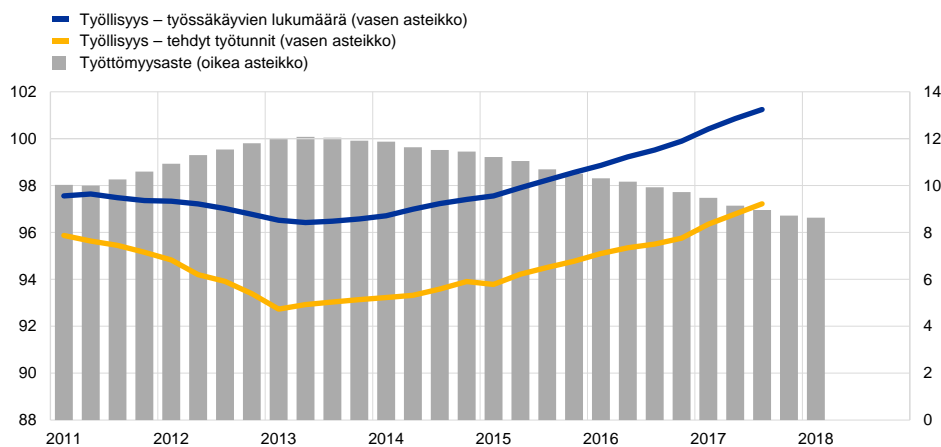
Lähde: Eurostat.
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2017 viimeiseltä neljännekseltä.

Euroalueen työmarkkinoiden vahva kehitys jatkuu. Työllisyys kasvoi vuoden 2017 kolmannella vuosineljänneksellä 0,4 % edellisestä neljänneksestä ja 1,7 %

vuodentakaisesta. Työllisyys on nyt 1,2 % korkeampi kuin parhaimmillaan ennen kriisiä vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Myös tehtyjen työtuntien määrä elpyi, joskin työntekijää kohden laskettuna keskimääräiset työtunnit ovat pysyneet jokseenkin ennallaan elpymisen alusta alkaen. Sekä kokoaikainen että osa-aikainen työllisyys on elpymisen aikana noussut. Osa-aikaisten työllisyyden kasvu on perustunut pääasiassa ei-alityöllistettyjen osa-aikaisten työntekijöiden lisääntymiseen, kun taas alityöllistettyjen osa-aikaisten määrä on viime aikoina vähentynyt (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko ”Osa-aikatyöllisyyden viimeaikainen kehitys”). Tammikuussa 2018 euroalueen työttömyysaste oli 8,6 %, joka on alin lukema sitten joulukuun 2008 (ks. kuvio 11). Työttömyys on vähentynyt laaja-alaisesti eri ikä- ja sukupuoliryhmissä. Pitkäaikaistyöttömyys (vähintään 12 kuukautta työttömänä olleiden prosenttiosuus työvoimasta) jatkoi vähenemistä mutta pysyi selvästi kriisiä edeltäneen tason yläpuolella. Kyselytutkimuksista saadut tiedot viittaavat työmarkkinatilanteen paranemiseen jatkossakin. Samaan aikaan eräissä maissa ja eräillä toimialoilla on alkanut esiintyä entistä enemmän merkkejä työvoimapulasta. Tulojen kasvu pysyi vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä voimakkaana.

Kuvio 11
Euroalueen työmarkkinoiden kehitys

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



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

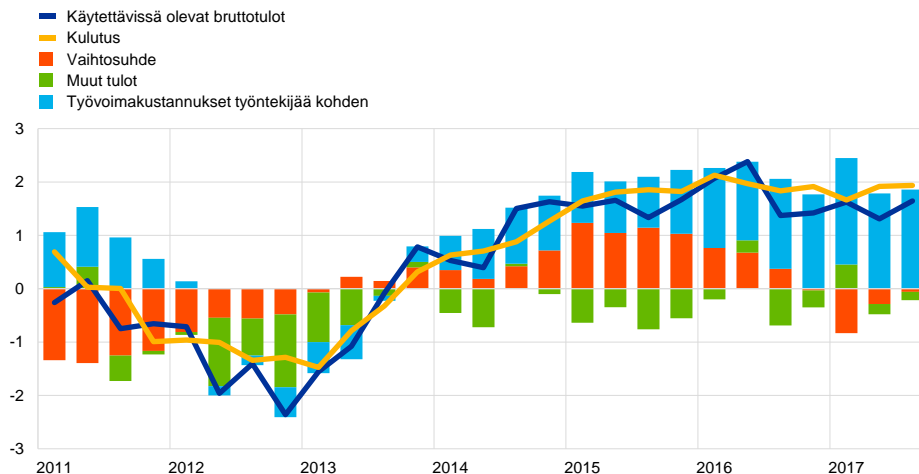
Huom. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä ja tehdyistä työtunneista ovat vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä ja työttömyysasteesta tammikuulta 2018.

Työmarkkinoiden paraneminen tukee edelleen tulojen kasvua ja yksityistä kulutusta. Työllisyys kasvoi vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä 0,1 % edellisestä neljänneksestä ja 0,8 % vuodentakaisesta. Kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin suhteutettu säästämisaste pysyi vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä alhaisena ja saavutti alimman tasonsa sitten vuoden 1999, mikä tuki edelleen yksityistä kulutusta. Myös EKP:n rahapoliittiset toimenpiteet, jotka ovat helpottaneet rahoitusoloja, pysyvät kotitalouksien kulutuksen kannalta suotuisina. Reaalitulojen kasvu tukee yksityisen kulutuksen kasvua, sillä työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset olivat edelleen yksityisen kulutuksen tärkein osatekijä (ks. kuvio 12).

Kuvio 12

Käytettävissä olevat reaalitytulot ja kulutus euroalueella

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Muita tuloja ovat toimintaylijäämä, omaisuustulot sekä välittömät verot ja tulonsiirrot. Kaikki tuloerät on deflaoitu BKT:n deflaattorilla. Vaihtosuhteen vaikutusta on kuvattu BKT:n ja kulutuksen deflaattorin erotuksella. Kulutus ja käytettävissä olevat tulot on deflaoitu kulutuksen deflaattorilla. Tuoreimmat havainnot vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä.

Rakennusinvestointien kasvu kiihtyi voimakkaasti vuonna 2017, ja elpymisen odotetaan jatkuvan vuonna 2018.

Rakennustuotannon kasvuvauhti tasaantui vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä, mutta tuotanto kasvoi vuoden aikana 2,2 %. Kyselytutkimuksiin perustuvat indikaattorit viittaavat voimakkaan rakentamisen jatkumiseen. Rakennusalan luottamus parani sekä joulukuussa 2017 että tammikuussa 2018. Rakennusalan ostopäällikköindeksi nousi tammikuussa 57,0:aan joulukuussa 53,3:sta. Tämä oli jyrkin nousu sitten helmikuun 2011. Samaan aikaan tammikuussa Euroopan komission kyselypohjainen indikaattori rakennusalan työvoimavajeesta nousi edelleen jo entisestään korkealta tasolta.

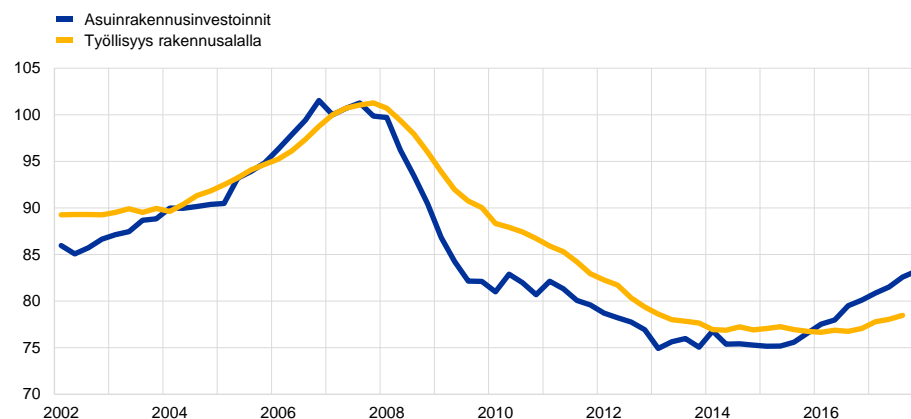
Suhdannenäkökulmasta katsottuna rakennusinvestoinnit ovat edelleen vaimeat.

Rakennusalan työllisyys ja asuinrakentamisen määrä putosivat jyrkästi finanssikriisiä edeltäneeltä huipputasoltaan vuoden 2007 kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio 13), ja vaikka asuinrakennusinvestoinnit ovat sittemmin jonkin verran elpyneet (10 % vuoden 2015 toisesta neljänneksestä lähtien), työllisyyden elpyminen on ollut paljon heikompaa (2 %). Asuinrakennusinvestointien suhteellisen heikko elpyminen johtuu kriisiä edeltäneistä liikainvestoinneista joissakin euroalueen maissa sekä kotitalouksiin kohdistuvista paineista vähentää velkaantuneisuutta. Jatkossa asuinrakennusinvestointien odotetaan tukevan BKT:n kasvua yhä enemmän.

Kuvio 13

Työllisyys rakennusalalla ja asuinrakennusinvestoinnit euroalueella

(indeksi: I/2007 = 100)



Lähteet: Kansalliset lähteet ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuorein havainto rakennusalan työllisyydestä on vuoden 2017 kolmannelta neljännekseltä ja asuinrakentamisesta vuoden 2017 viimeiseltä neljännekseltä.

Muiden kuin rakennusinvestointien kasvu vilkastui vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä, ja elpymisen odotetaan jatkuneen alkuvuonna 2018.

Bruttotoimintaylijäämän kasvu kiihtyi selvästi vuoden 2017 kolmannelta neljänneksellä sektoritilinpäivän mukaan. Tämä on erityisen tärkeää aineettoman omaisuuden investointien kannalta, jotka perustuvat enemmän tulorahoitukseen. Euroopan komission kyselyn mukaan myös pääomahyödykkeiden tuotannossa koettu kapasiteetin käyttöaste nousi lähelle ennätystasoaan niin koko euroalueen tasolla kuin sen suurimmissa maissa vuoden 2018 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 14). Saman kyselyn mukaan tämä näkyy myös pääomahyödykkeiden tuotantorajoitteiden lisääntymisenä sekä tuotantolaitteiden että työvoiman osalta.

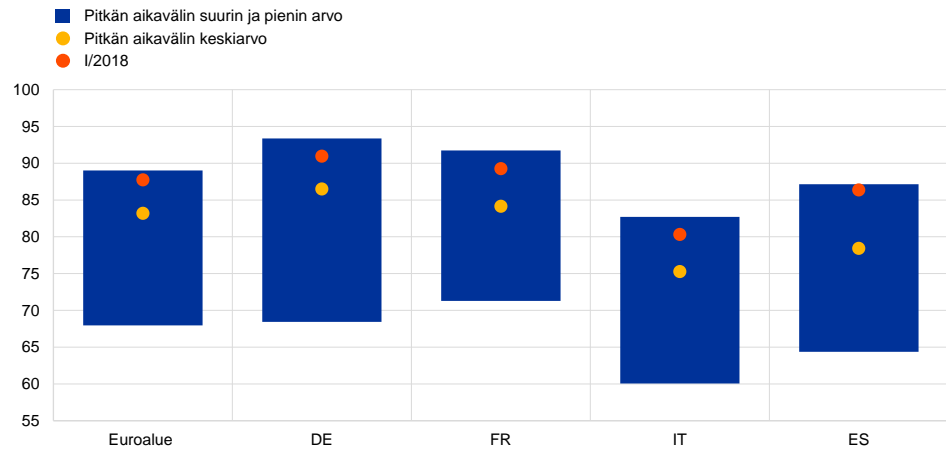
Koko vuoden 2018 aikana yritysten investointien odotetaan myötävaikuttavan tuotannon kasvuun.

Voimakkaan kysynnän ja tuloskasvun voi odottaa tukevan yritysten investointeja osakemarkkinoiden viimeaikaisista heilahteluista huolimatta. Euroalueen yritysten osakekurssikehityksen tarkempi tarkastelu viittaa siihen, että viimeaikainen volatilitteetti liittyi pikemminkin odotuksiin korkojen ja riskipreemioiden noususta kuin tulosodotusten heikkenemiseen. Koska suuri osa investoinneista rahoitetaan kertyneillä voittovaroilla, kurssikehityksen välitön vaikutus yritysten investointeihin ei välttämättä ole kovin merkittävä.

Kuvio 14

Pääomahyödyketuotannon kapasiteetin käyttöaste euroalueella ja euroalueen suurimmissa maissa

(prosenttia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

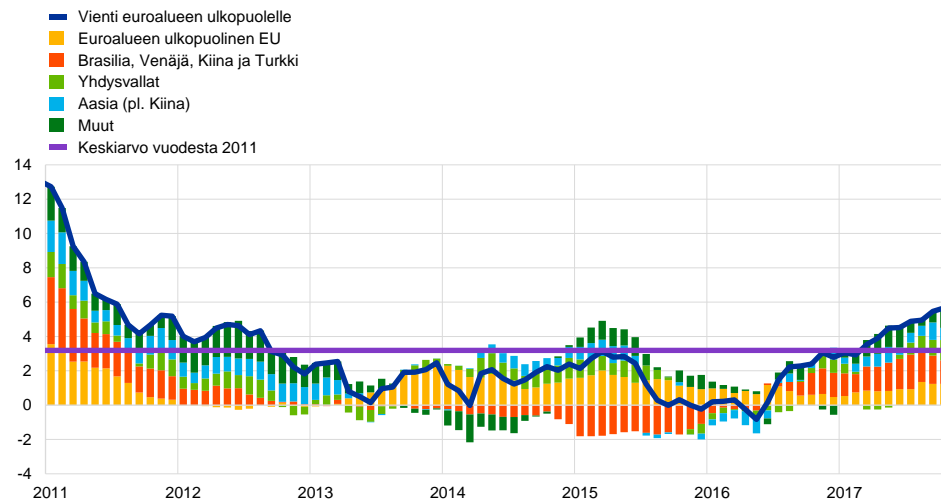
Huom. "Pitkä aikaväli" tarkoittaa vuodesta 1987 alkanutta ajanjaksoa.

Euroalueen vienti jatkoi positiivista kehitystä ja kasvu kiihtyi vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä. Euroalueen viennin kasvuluku joulukuulta vahvistaa käsityksen vahvan kehityksen jatkumisesta ja kiihtymisestä edelleen – vuotuinen kasvuvauhti vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä oli 5,7 % eli nopein sitten vuoden 2011 kolmannen neljänneksen. Vienti euroalueen ulkopuolelle sai pontta erityisesti tavaraviennistä EU:n ulkopuolisiin maihin, mutta myös kaikkien muiden alueiden kasvuvaikutukset olivat positiiviset (ks. kuvio 15). Vientimarkkinaosuudet euroalueen ulkopuolella ovat pysyneet varsin vakaina euron viimeaikaisesta vahvistumisesta huolimatta. Kyselypohjaiset ennakoivat indikaattorit viittaavat viennin vahvan kehityksen jatkumiseen lyhyellä aikavälillä, vaikka vientitilaukset sekä uudet tehdasteollisuuden tilaukset maailmanmarkkinoille ja euroalueelle maltillistuivatkin hieman, joskin ne pysyivät edelleen korkealla.

Kuvio 15

Tavaravienti euroalueen ulkopuolelle

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuoreimmat tiedot viennistä EU:n ulkopuolelle joulukuulta 2017. EU:n sisäistä vientiä edustaa marraskuun 2017 tietojen pohjalta laskettu kontribuutio. Joulukuun 2017 kokonaisviennin määrät perustuvat arvo- ja tuottajahintatilastoihin.

Kaiken kaikkiaan taloudelliset indikaattorit viittaavat siihen, että euroalueen talous on voimakkaassa kasvussa, jonka arvioidaan jatkuvan lyhyellä aikavälillä jonkin verran aiemmin ennakoitua nopeampana. Teollisuustuotanto (ilman rakentamista) kasvoi vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä 1,5 % edellisestä neljänneksestä. Tuoreimmat kyselytiedot viittaavat vahvan kasvun jatkumiseen lyhyellä aikavälillä. Sekä talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission indikaattori (Economic Sentiment Indicator, ESI) että koko tuotantoa kuvaava ostopäälliköiden yhdistelmäindeksi olivat vuoden 2018 kahden ensimmäisen kuukauden aikana keskimäärin korkeammalla kuin vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä sekä selvästi pitkän aikavälin keskiarvojensa yläpuolella.

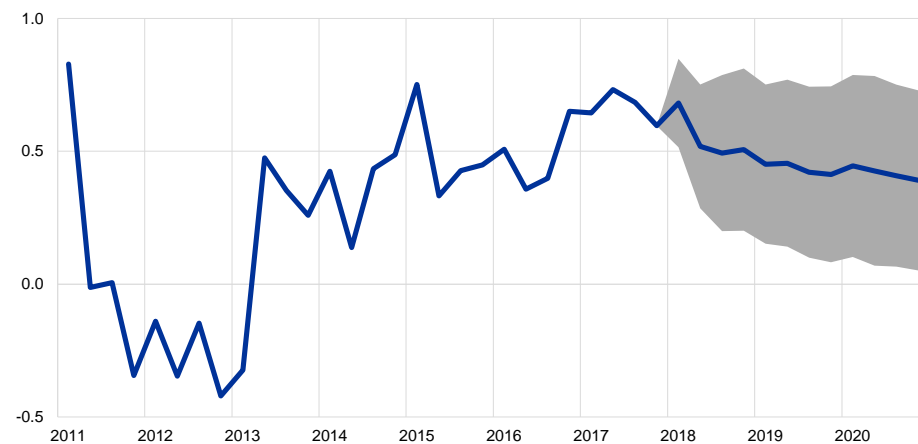
Meneillään olevan vahvan ja laaja-alaisen talouskasvun ennakoitaan jatkuvan. EKP:n rahapoliittiset toimet ovat edistäneet velkataakan purkamista, ja ne tukevat edelleen kotimaista kysyntää. Yksityinen kulutus saa vetoapua työllisyyden kohenemisesta, joka perustuu osin aiempiin työmarkkinauudistuksiin, sekä kotitalouksien varallisuuden kasvusta. Yritysten investoinnit vahvistuvat erittäin suotuisten rahoitusolojen, kannattavuuden paranemisen ja vahvan kysynnän myötä. Asuinrakennusinvestoinnit ovat kohentuneet edelleen viime vuosineljännesten aikana. Lisäksi laaja-alainen maailmantalouden kasvu antaa pontta euroalueen viennille.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 2,5 % vuonna 2017 ja 2,4 % vuonna 2018, 1,9 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020 (ks. kuvio 16). BKT:n vuoden 2018 kasvu on nyt arvioitu nopeammaksi kuin joulukuun 2017 asiantuntija-arvioissa, kun taas arviot vuosiksi 2019 ja 2020 ovat pysyneet ennallaan. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvien riskien arvioidaan olevan jokseenkin tasapainossa.

Kuvio 16

Euroalueen BKT:n määrä (arviot mukaan lukien)

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2018)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 8.3.2018.

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

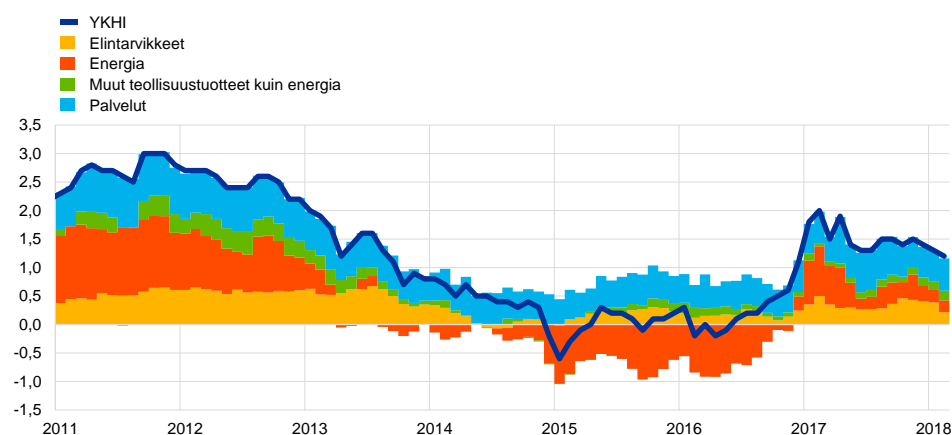
Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui helmikuussa 1,2 prosenttiin, kun se oli tammikuussa ollut 1,3 %. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan loppuvuonna pysyttelevän suunnilleen 1,5 prosentissa. Pohjainflaation indikaattorit pysyivät vaihtelevina, mutta keskipitkällä aikavälillä sen odotetaan nopeutuvan maltillisesti EKP:n rahapolitiittisten toimien, jatkuvan talouskasvun, käyttämättömän kapasiteetin vähenemisen ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella. Samankaltainen näkemys välittyi EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioista, joissa euroalueen vuotuisen YKHI-inflaation ennakoitaan olevan 1,4 % vuonna 2018 ja 1,4 % vuonna 2019 sekä 1,7 % vuonna 2020. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun inflaation arvioidaan puolestaan olevan 1,1 % vuonna 2018 ja 1,5 % vuonna 2019 sekä 1,8 % vuonna 2020.

Kokonaisinflaatio hidastui hieman helmikuussa. Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti hidastui helmikuussa 1,2 prosenttiin oltuaan tammikuussa 1,3 %. Siten se pysyi hitaampana kuin vuoden 2017 lopussa (ks. kuvio 17). Inflaation hidastuminen helmikuussa johtui pääasiassa jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen muutoksista, jotka heijastelivat pääasiassa vertailukauden vaikutuksia.

Kuvio 17

Euroalueen YKHI-inflaation aluerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

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

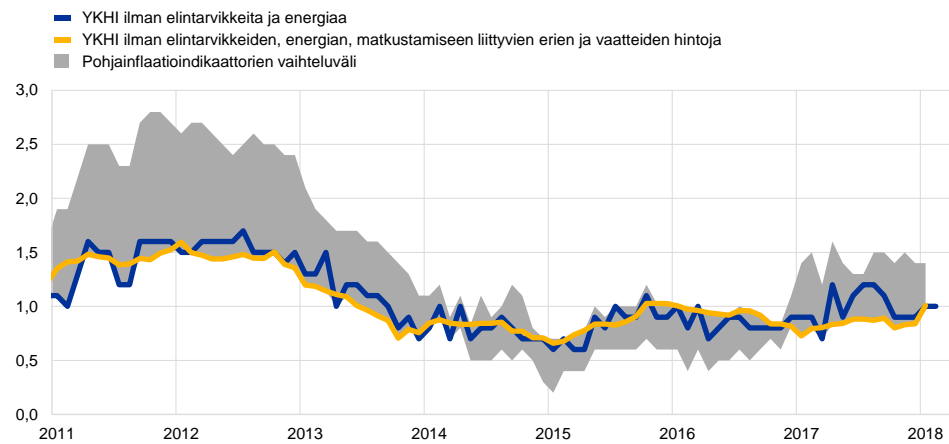
Pohjaininflaatiomittarit vakaantuivat tai nousivat hieman vuoden alussa, kun ne olivat laskeneet hieman loppuvuonna 2017. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatiovauhti oli 1,0 % helmikuussa 2018 eli sama kuin tammikuussa mutta nopeampi kuin joulukuun 0,9 % (ks. kuvio 18). Inflaation hidastuminen loppuvuonna 2017 johtui osittain monien palveluerien hintojen nousun hidastumisesta¹. Myös ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja sekä

¹ Ks. myös tämän Talouskatsauksen kehikko "Kausivaihtelun ja poikkeavien havaintojen vaikutus ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon".

matkustukseen liittyviä alaeriä ja vaatteiden ja jalkineiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio elpyi – matkustuseriin liittyy usein kalenterivaikutuksia ja vaatteiden hintakehitys heijastelee myyntikausien ajoittumista. Kaiken kaikkiaan pohjainflaatiomittarit kuitenkin pysyivät vaimeina, eikä niissä ole vielä näkynyt vakuuttavia kestävän vahvistumisen merkkejä.

Kuvio 18
Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintaa; YKHI ilman elintarvikkeiden ja energian hintaa; YKHI ilman elintarvikkeiden, energian, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintaa; keskitetty keskiarvo (10 %); keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHIn mediaani. Viimeisimmät havainnot ilman elintarvikkeiden ja energian hintaa lasketusta YKHlistä ovat helmikuulta 2018 (pika-arvio) ja muista mittareista tammikuulta 2018.

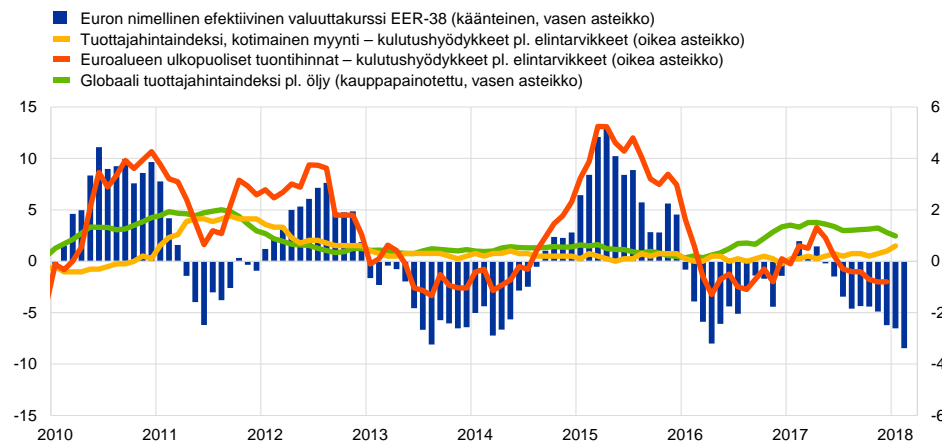
Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousupaineet pysyvät vaimeina.

Globaali tuottajahintainflaatio (pl. energia) hidastui edelleen hieman tammikuussa mutta pysyi yhä koholla. Öljyn ja raaka-aineiden viimeaikainen vuotuinen hintakehitys viittaa myös tuotantoketjun alkupään hintapaineiden helpottumiseen (ks. kuvio 19). Euron vahvistumisesta johtuvia hintojen laskupaineita ei kuitenkaan toistaiseksi ole näkyvissä tuontihintainflaatiossa. Välituotteiden tuontihintainflaatio hidastui joulukuussa 2.1 prosenttiin marraskuun 3,1 prosentista, kun taas ilman elintarvikkeita laskettu kulutushyödykkeiden tuontihintojen inflaatio pysyi -0,8 prosentissa eli samana kuin marraskuussa. Kotimaisten tuottajahintojen kehityksessä ei tähän mennessä ole näkynyt minkäänlaista tuotantopanosten tuontihintojen halpenemisen vaikutusta. Muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintojen nousuvauhti kiihtyi joulukuun 0,4 prosentista tammikuussa 0,6 prosenttiin eli korkeimmilleen sitten joulukuun 2012. Sama havainto pätee myös kulutustavaroiden hintoihin: lopputuotteiden tuontihintojen laskusta aiheutuvasta hintojen laskupaineesta huolimatta muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousu jatkui. Helmikuussa nousuvauhti oli Eurostatin pika-arvion mukaan 0,7 prosenttia, kun se oli ollut tammikuussa 0,6 % ja joulukuussa 0,5 %.

Kuvio 19

Valuuttakurssikehitys sekä tuonti- ja tuottajahinnat

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot euron nimellisestä efektiivisestä valuuttakurssista suhteessa euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanin valuuttoihin (EER-38) helmikuulta 2018, ilman elintarvikkeita lasketusta kulutushyödykkeiden tuottajahintaindeksistä ja globaalista tuottajahintaindeksistä ilman öljyä tammikuulta 2018 sekä euroalueen ulkopuolelta tuotujen kulutustavaroiden (pl. elintarvikkeet) tuontihinnoista joulukuulta 2017.

Viimeaikainen kehitys tukee käsitystä palkkojen kasvun asteittaisesta kiihtymisestä ja kotimaisten kustannuspaineiden asteittaisesta kertymisestä.

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti on kiihtynyt vuoden 2016 toisen neljänneksen 1,1 prosentin pohjalukemista 1,6 prosenttiin vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä.² Kiihtyminen perustui pääasiassa voimakkaampaan palkkaliukumaan, joka reagoi yleensä suhdannekehitykseen lyhyemmällä viiveellä kuin sopimuspalkat. Sopimuspalkkojen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä ainoastaan 1,6 prosenttiin edellisen neljänneksen 1,5 prosentista, mutta euroalueen maissa viime aikoina neuvotellut palkkasopimukset viittaavat nousun kiihtymiseen jatkossa. Vaikka palkkojen viimeaikainen kasvu on sopusoinnussa työmarkkinatilanteen kohenemisen kanssa, palkkojen kasvua saattavat edelleen hillitä muun muassa aikaisempi heikko inflaatio, heikko tuottavuuden kasvu sekä eräissä maissa finanssikriisin aikana toteutettujen työmarkkinauudistusten jatkuvat vaikutukset.

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

Johdannaissopimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua oli 1,71 prosenttia 7.3.2018 eli sama kuin joulukuun puolivälissä mutta hieman nopeampi kuin tammikuun lopussa (ks. kuvio 20). Markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa ja palaa vasta hyvin asteittain lähelle kahta prosenttia mutta sen alle. Negatiivisen keskimääräisen inflaation riskineutraali todennäköisyys viiden seuraavan vuoden ajan inflaatio-optoiden markkinahinnoista johdettuna on mitättömän pieni, mikä viittaa siihen, että markkinoilla deflaation riskiä pidetään tällä hetkellä hyvin vähäisenä. Vuoden 2018 ensimmäisen neljänneksen EKP:n Survey of

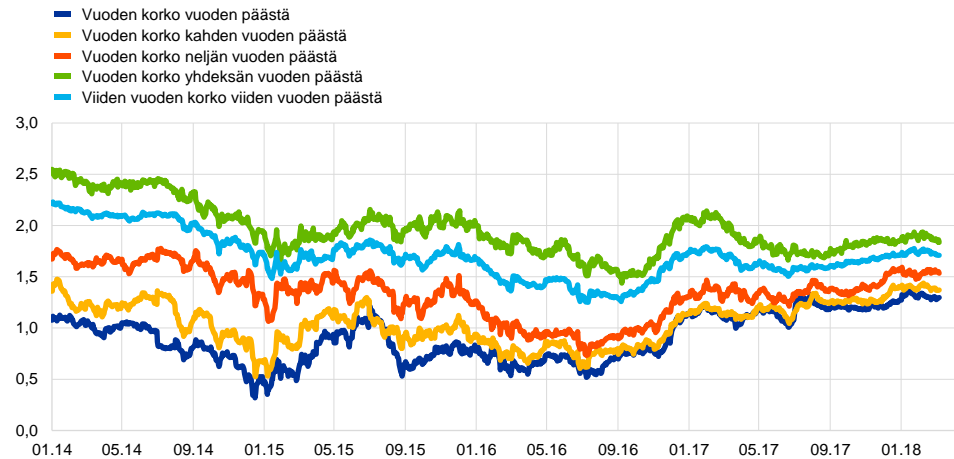
² Eurostatin toisessa arviossa 7.3.2018 euroalueen BKT:n kasvua vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä tarkistettiin 0,1 prosenttiyksikköä aiemmin arvioitua hitaammaksi.

Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli pysynyt jokseenkin ennallaan 1,85 prosentissa.

Kuvio 20

Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen muutos prosentteina)



Tiedot vuodesta 2015 lähtien perustuvat arvioon. Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 7.3.2018.

Talousnäkymistä maaliskuussa 2018 laadittujen EKP:n asiantuntijoiden arvioiden mukaan YKHI-inflaation odotetaan nopeutuvan vasta arviointijakson lopulla. Helmikuun puolivälissä käytettävissä olleiden tietojen perusteella YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,4 % vuonna 2018, 1,4 % vuonna 2019 ja 1,7 % vuonna 2020 (ks. kuvio 21) eli vuoden 2019 osalta hieman vaimeampi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuussa 2017 esittämien euroaluetta koskevien arvioiden mukaan.³ Energian hintainflaation hidastumisen vuonna 2018 ja 2019 odotetaan jokseenkin kumoavan pohjainflaation vahvistumisen vaikutukset, sillä ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nousevan vuodeksi 2018 arvioidusta 1,1 prosentista 1,5 prosenttiin vuonna 2019 ja 1,8 prosenttiin vuonna 2020. Pohjainflaation asteittainen kiihtyminen perustuu muun muassa siihen, että euroalueen työmarkkinatilanteen ennakoitaan edelleen kohenevan. Joissakin osissa euroaluetta työmarkkinatilanne käy jo kireäksi, ja työvoiman saatavuudessa on selviä ongelmia. Euron valuuttakurssin viimeaikaisen vahvistumisen odotetaan hidastavan inflaatiota, mutta vaikutusta tasoittanee jossain määrin euroalueen tämänhetkinen vahva talouskasvu, jonka yhteydessä euroalueen yritysten hinnoitteluvoima niin ikään kasvaa.

³ Ks. EKP:n verkkosivuilla 8.3.2018 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2018)".

Kuvio 21

Euroalueen YKHI-inflaatio (arviot mukaan lukien)

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2018)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 8.3.2018.

5 Rahan määrä ja luotonanto

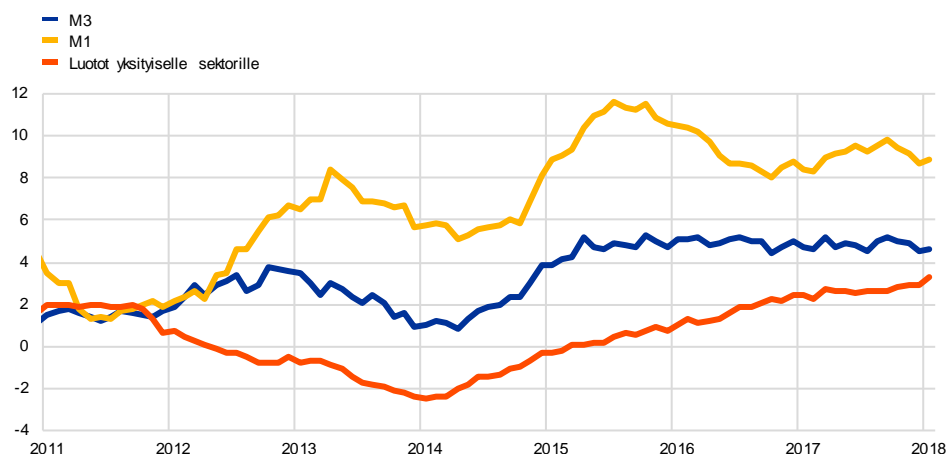
Tammikuussa 2018 lavean rahan kasvu jatkui yhtä vahvana kuin vuoden 2015 puolivälistä alkaen. Samaan aikaan yksityisen sektorin lainakannan kasvu jatkoi elpymistään. Yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuisen kokonaiskehityksen arvioidaan vilkastuneen vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä.

Lavean rahan kasvu oli tammikuussa 2018 edelleen vahvaa eli 4,6 % noudatellen rahan määrän trendikasvun vakaata tahtia, joka alkoi vuoden 2015 puolivälissä (ks. kuvio 22). Rahan määrän kasvua tukivat likvideimpien instrumenttien hallussapidon alhainen vaihtoehtokustannus hyvin matalien korkojen ympäristössä sekä EKP:n rahapoliittisten toimien vaikutus. Likvideimmät instrumentit olivat edelleen suurin lavean rahan kasvua lisäävä tekijä. M1:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi tammikuussa hieman eli 8,9 prosenttiin (oltuaan 8,7 % joulukuussa 2017), kun se vielä edellisinä kuukausina oli heikentynyt.

Kuvio 22

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 tammikuulta 2018.

M3:n kasvun pääasiallisena veturina olivat yön yli -talletukset. Erityisesti kotitalouksien ja yritysten yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti oli tammikuussa edelleen vakaa, joskin hidastumaan päin. Sitä vastoin muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten hallussaan pitämien yön yli -talletusten kasvuvauhti, jolla on taipumus vaihdella, kiihtyi vahvasti tammikuussa, mikä tuki myös M1:n kasvua tammikuun aikana. Liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti hidastui hieman tammikuussa. Ei toisin sanoen ole edelleenkaan merkkejä siitä, että rahaa hallussa pitävällä sektorilla korvattaisiin vahvoja talletuksia käteisellä hyvin alhaisten tai negatiivisten korkojen vuoksi. Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 – M1) hidastivat edelleen M3:n kasvua. M3:n pienen erän eli jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien (M3 – M2) vuotuinen muutosvauhti oli tällä ajanjaksolla jälleen negatiivinen. Tämän kehityksen taustalla olivat rahamarkkinarahasto-osuuksien pieni negatiivinen vaikutus, jossa näkyi näiden

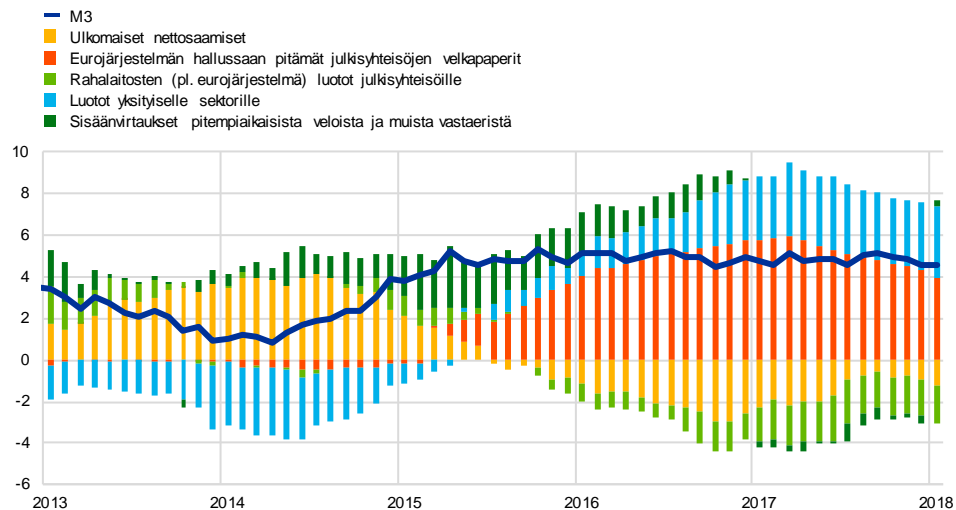
instrumenttien nykyinen vähäinen houkuttelevuus sijoituskohteina, sekä rahalaitosten lyhytaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskun väheneminen edelleen.

Rahan luomisessa kotimaiset lähteet olivat jälleen tärkein laivan rahan kasvua vauhdittava tekijä (ks. kuvio 23). Vastaerien kannalta katsottuna yksityisen sektorin luottojen kasvun lisääntynyt vaikutus M3:n kasvuun tasapainotti osittain laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen vähenemistä, joka johtui siitä, että eurojärjestelmän tekemät netto-ostot supistuivat kuukausitasolla 30 miljardilla eurolla tammikuussa 2018. Eurojärjestelmän toteuttamat julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat (ks. kuvion 23 palkkien punaiset osat), jotka tehtiin pääasiassa EKP:n julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa (public sector purchase programme, PSPP), myötävaikuttivat edelleen M3:n kasvuun. Samaan aikaan yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvun elpyminen (ks. kuvion 23 palkkien siniset osat) tuki M3:n kasvua entistä enemmän. Tämä sisältää sekä rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat että rahalaitosten hallussa olevat euroalueen muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen (pl. oma pääoma ja varaukset) trendinomainen supistuminen edisti M3:n kasvua (sisältyy muiden vastaerien ohella kuvion 23 palkkien tummanvihreisiin osiin). Euroalueen rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) toteuttamat valtionlainojen myynnit myötävaikuttivat siihen, että rahalaitosten (pl. eurojärjestelmä) julkiselle sektorille myöntämien luottojen vuotuinen kasvu oli negatiivinen, ja siten ne myös hidastivat M3:n kasvua (ks. kuvion 23 palkkien vaaleanvihreät osat). Rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset (ks. kuvion 23 palkkien keltaiset osat) puolestaan hidastivat edelleen M3:n vuotuista kasvua.

Kuvio 23

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat velkapaperit. Näin ollen se sisältää eurojärjestelmän hallussaan pitämät, yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hankitut velkapaperit. Tuorein havainto on tammikuulta 2018.

Yksityisen sektorin lainakanta jatkaa vuoden 2014 alussa alkanutta elpymistä.

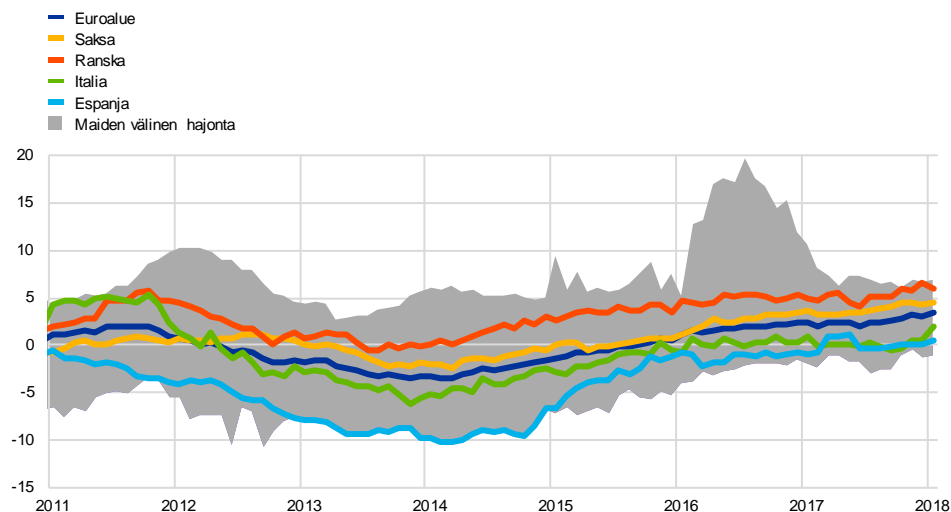
Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) jatkoi noususuuntaustaan tammikuussa (ks. kuvio 22). Eri toimialojen yrityksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvu kiihtyi tammikuussa 3,4 prosenttiin, kun se joulukuussa oli ollut 3,1 % (ks. kuvio 24). Yrityksille myönnettyjen lainojen kasvu on elpynyt merkittävästi vuoden 2014 ensimmäisen neljänneksen alhaiselta tasolta, ja näiden lainojen kehityksessä havaittu maiden välinen hajonta on kaiken kaikkiaan vähentynyt. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi muuttumattomana ja oli tammikuussa 2,9 % (ks. kuvio 25). Näitä trendejä ovat tukeneet pankkien antolainauskorkojen huomattava aleneminen euroalueen eri osissa kesän 2014 jälkeen (etenkin EKP:n epätavanomaisten rahapoliittisten toimien vuoksi) sekä pankkilainojen tarjonnan ja kysynnän yleinen koheneminen. Lisäksi pankit ovat edistyneet taseidensa vakauttamisessa ja järjestämättömien saamisten vähentämisessä, joskin joissakin maissa näiden saamisten osuus on edelleen korkea ja saattaa jatkossakin rajoittaa rahoituksen välitystä.⁴

⁴ Ks. myös *Financial Stability Review*, EKP, marraskuu 2017, luku 3.

Kuvio 24

Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



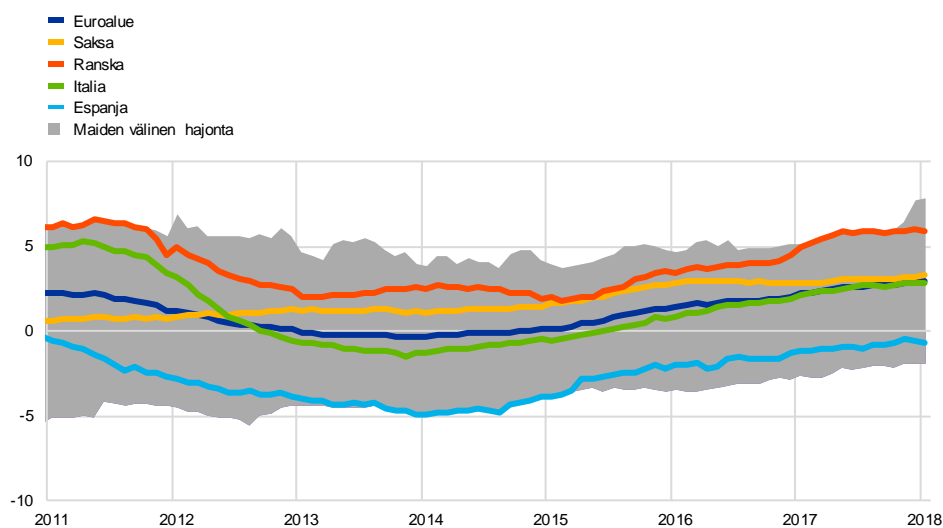
Lähde: EKP.

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

Kuvio 25

Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

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

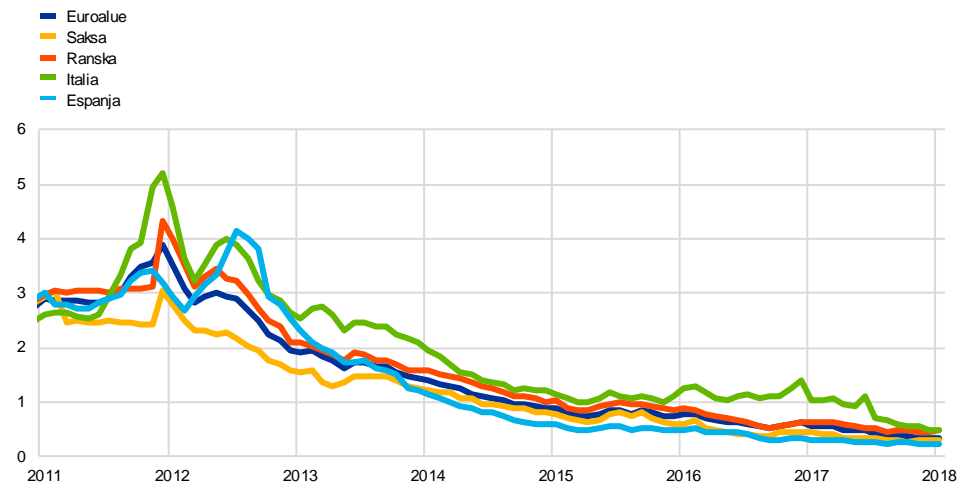
Pankkien rahoituskustannukset pysyivät poikkeuksellisen edullisina. Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkulutus pysyi tammikuussa jokseenkin muuttumattomana poikkeuksellisen alhaisella tasolla (ks. kuvio 26). Tämä johtui siitä, että talletusten kustannus pysyi ennallaan lukuun ottamatta pankkien joukkolainojen tuoton pientä kasvua tammikuussa. Kasvua tukeva EKP:n rahapolitiikka,

rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen nettolunastukset, pankkitaseiden vahvistuminen ja rahoitusmarkkinoiden eri osissa havaitun epäyhtenäisyyden väheneminen ovat kaikki osaltaan vaikuttaneet suotuisiin pankkien rahoitusoloihin.

Kuvio 26

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisin 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 tammikuulta 2018.

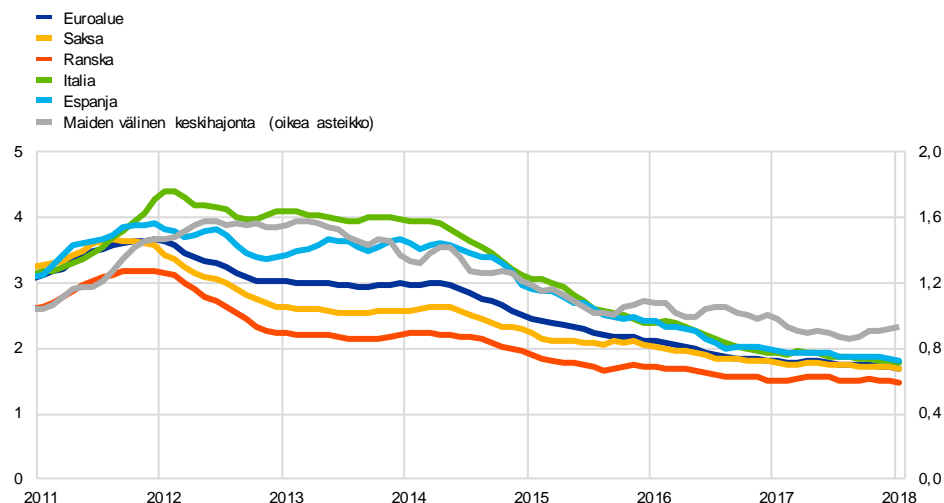
Pankkien myöntämien yrityslainojen korot laskivat ennennäkemättömän

alhaiselle tasolle. Pankkien myöntämien yrityslainojen korot (ks. kuvio 27) laskivat edelleen poikkeuksellisen alas eli 1,67 prosenttiin tammikuussa 2018. Pankkien kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 28) pysyivät jokseenkin muuttumattomina 1,84 prosentissa, hieman joulukuun 2017 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. Pankkien varainhankinnan yhdistelmäkustannusten pieneneminen on vahvistanut yhdistelmäkorkojen laskua. Toukokuusta 2014 tammikuuhun 2018 yrityslainojen yhdistelmäkoro laskivat 1,26 prosenttiyksikköä ja kotitalouslainojen yhdistelmäkoro 1,08 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yrityslainojen korot laskivat erityisen voimakkaasti heikkouksista kärsivissä euroalueen maissa, mikä tuki rahapolitiikan tasapuolisempaa välittymistä näihin korkoihin eri maissa. Samalla ajanjaksolla hyvin pienten (enintään 0,25 miljoonan euron) lainojen korkojen ero suurten (yli 1 miljoonan euron) lainojen korkoihin supistui euroalueella huomattavasti. Tämä viittaa siihen, että pienet ja keskisuuret yritykset ovat yleisesti hyötynyt pankkien antolainauskorkojen alenemisesta suuryrityksiä enemmän.

Kuvio 27

Yrityslainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



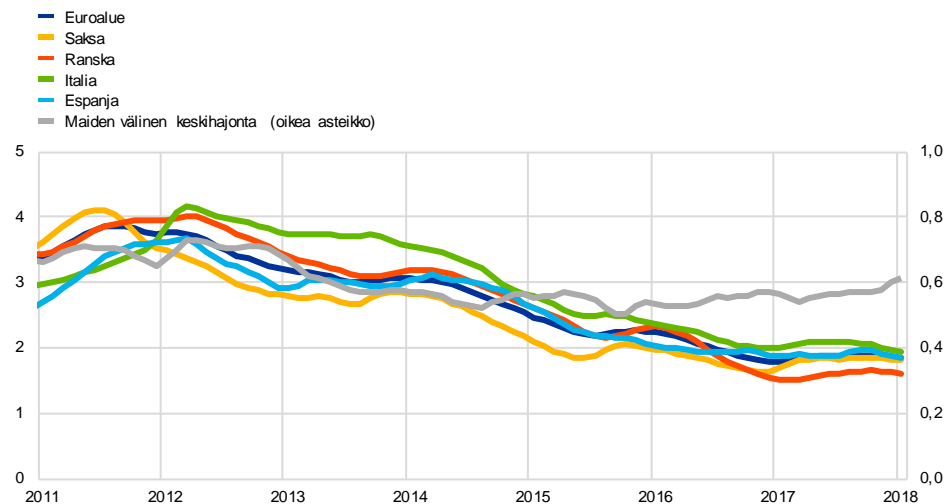
Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkoroko) 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 tammikuulta 2018.

Kuvio 28

Asuntolainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosenteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkoroko) 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 tammikuulta 2018.

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan vahvistunut vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä. Tämä

kuvastaa pankkien antolainausdynamiikan kohenemista entisestään sekä vertailuajankohdan vaikutusta. Kaiken kaikkiaan vuoden 2014 alun jälkeen havaittua yritysten ulkoisen rahoituksen elpymistä ovat vahvistaneet talouden toimeliaisuuden voimistuminen, yhä pienenevät velkarahoituksen kustannukset, pankkien

luotonantotilanteen helpottuminen sekä fuusioiden ja yritysostojen määrän kasvaminen. Myös yritysten ennätyskellisen suureet – ja kasvavat – sekkitilitalletukset ovat vähentäneet ulkoisen rahoituksen tarvetta.

Yritysten velkapaperien nettoemissiot tasaantuivat vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä. Vaikka nettoemissiot olivat positiivisia loka–marraskuussa, ne jäivät negatiivisiksi joulukuussa. Markkinatiedot viittaavat kuitenkin siihen, että emissiot vahvistuivat jälleen tammikuussa ja ovat jatkuneet vankkoina helmikuussa. Yritysten osakkeiden nettoemissiot olivat vähäisiä vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä.

Yritysten rahoituskustannukset ovat hieman kasvaneet tammikuusta. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, kasvoi noin 0,15 prosenttiyksiköllä ja oli 4,6 % helmikuussa 2017, kun se oli sitä ennen pysytellyt useita kuukausia vakaana. Suurin osa kasvusta tammikuuhun 2018 nähden voidaan selittää markkinaehtoisen rahoituksen ja osakerahoituksen kustannusten kasvulla. Ulkoisen rahoituksen nykyiset kustannukset ovat noin 0,5 prosenttiyksikköä heinäkuun 2016 ennätyskellisen alhaisen tason yläpuolella, mutta edelleen alempana kuin vuoden 2014 puolessavälissä, jolloin markkinoiden odotukset julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman (PSPP) käyttöönnotosta alkoivat näkyä.

EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2018 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämän odotetaan supistuvan edelleen arviointijakson (2017–2020) aikana. Julkisen talouden näkymien koheneminen johtuu pääosin suotuisasta suhdannetilanteesta ja korkomaksujen pienenemisestä, kun taas harkinnanvaraisilla vakautustoimenpiteillä on vain vähäinen vaikutus. Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan pysyvän vuosina 2018–2020 kokonaisuudessaan keskimäärin jokseenkin neutraalina. Vaikka euroalueen julkisen velan suhde BKT:hen supistuu edelleen, se pysyy yhä koholla. Etenkin suuresti velkaantuneet maat hyötyisivät julkisen talouden puskurien palautumisesta.

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan pienenevän arviointijaksolla.

Talousnäkyviä koskevissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa maaliskuulta 2018⁵ ennakoitaan, että euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen supistuu 0,3 prosenttiin vuonna 2020. Vuonna 2017 alijäämäsuhte oli 1 % (ks. taulukko 1). Julkisen talouden näkymien koheneminen, joka on hieman vahvempaa kuin joulukuun 2017 arvioissa, saa eniten tukea suotuisasta suhdannetilanteesta ja korkomenojen pienenemisestä.

Taulukko 1

Julkisen talouden kehitys euroalueella

(% suhteessa BKT:hen)

	2017	2018	2019	2020
a. Kokonaistulot	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Kokonaismenot	47,0	46,3	45,9	45,5
<i>josta</i>				
c. Korkomenot	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Perusmenot (b – c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Rahoitusasema (a – b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Perusjäämä (a – d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Suhdannekorjattu rahoitusjäämä	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Rakenteellinen perusjäämä	1,0	0,9	0,8	0,9
Bruttovelka	86,7	84,4	82,1	79,7
Lisätieto: BKT:n määrä (prosenttimuutos)	2,4	2,3	1,9	1,7

Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2018.

Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan pysyvän keskimäärin kutakuinkin neutraalina vuosina 2018–2020.⁶ Vuonna 2018 välillisten verojen korotusten ja tämänhetkisen julkisen kulutuksen vaimean kasvun odotetaan suurimmaksi osaksi kumoavan välittömien verojen ja työntekijöiden maksamien sosiaaliturvamaksujen

⁵ Ks. Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2018).

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

alennusten vaikutukset. Myös vuosille 2019–2020 ennustetaan neutraalia finanssipolitiikan mitoitusta, sillä julkisen kulutuksen kurissa pitämisen odotetaan kuittaavan kokonaisuudessaan tulopuolen elvytystoimenpiteiden vaikutukset. Tämä viittaa siihen, että euroalueen maat eivät aio käyttää vakautuvaa ja kypsyyvää noususuhdannetta hyväkseen julkisen talouden puskurien rakentamiseksi. Kuten tämän Talouskatsauksen numeron kehikossa ”Finanssipolitiikan mitoitus aiempien noususuhdannejaksojen aikana” on tuotu esiin, taloudellisesti hyvien aikojen finanssipolitiikka ei yleensä ole ollut riittävän vastasyklistä finanssikriisiä edeltävässä noususuhdannevaiheessa.

Euroalueen julkisyhteisöjen suuren velkasuhteen odotetaan pienenevän edelleen. Euroalueen keskimääräisen velkasuhteen, joka oli suurimmillaan vuonna 2014, arvioidaan pienenevän vuoden 2017 tasosta eli 86,7 prosentista 79,7 prosenttiin vuoden 2020 loppuun mennessä. Euroalueen keskimääräisen velkasuhteen supistumista tukevat perusyliäämien jatkuva kasvu sekä suotuisat velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin väliset erot, jotka johtuvat yleisesti positiivisista makrotalouden näkymistä. Joulukuun arvioihin verrattuna keskimääräisen velkasuhteen näkymät ovat parantuneet, mikä kuvastaa vuoden 2017 vertailuajankohdan vaikutusta sekä velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisten erojen hieman aiempaa suurempia vaikutuksia. Euroalueen keskimääräisen velkasuhteen kehityksen takana piilee kuitenkin merkittäviä maiden välisiä eroja. Vaikka useimpien euroalueen maiden velkasuhteen odotetaan supistuvan, muutaman maan kohdalla sen ennustetaan kasvavan. Etenkin suuresti velkaantuneissa maissa on olennaisen tärkeää lisätä vakauttamistoimia – täysin vakausta- ja kasvusopimuksen mukaisesti –, jotta maiden velkasuhteet saataisiin vakaasti pieneneväksi ja julkinen talous saataisiin vähemmän alttiiksi rahoitusmarkkinoiden mahdollisten uusien epävakausjaksojen tai koron ponnahdusten vaikutuksille. Tätä tukee myös Euroopan komission tuoreessa [Debt Sustainability Monitor](#) -selvityksessään esittämä analyysi, jonka mukaan useissa jäsenvaltioissa esiintyy julkisen talouden kestävyyskohdistuvia riskejä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. Tältä osin eläkeuudistukset voivat paitsi kohentaa julkisen talouden kestävyttä pitkällä aikavälillä myös lieventää ikääntymisen mahdollisia pitkän aikavälin makrotaloudellisia haittavaikutuksia yleisellä tasolla, kuten tämän Talouskatsauksen numeron artikkelissa ”The economic impact of population ageing and pension reforms” tuodaan esille.

Kehikot

1 Kestääkö öljyn hinnan viimeaikainen nousu?

Öljyn hinta nousi kesäkuun 2017 lopussa olleesta noin 45 Yhdysvaltain dollariin 65 dollariin barreilta maaliskuun 2018 alussa (ks. kuvio A). Hinnan nousun tärkeimmät taustatekijät olivat odotettua voimakkaampi globaalinen kysynnän kasvu, öljyntuottajamaiden järjestön (OPEC) ja eräiden järjestön ulkopuolisten maiden strategia tuotannon sopeuttamiseksi, jonka vaikutusta Yhdysvaltojen tuotannon kasvu osittain kompensoi, sekä geopolittiset tapahtumat. Tässä kehikossa näitä tekijöitä analysoidaan rakenteellisella vektoriautoregressiomallilla (SVAR) ja arvioidaan niiden kestävyden todennäköisyyttä.

Kuvio A

Brent-raakaöljyn hinta

(Yhdysvaltain dollaria barreilta)



Lähde: Bloomberg.

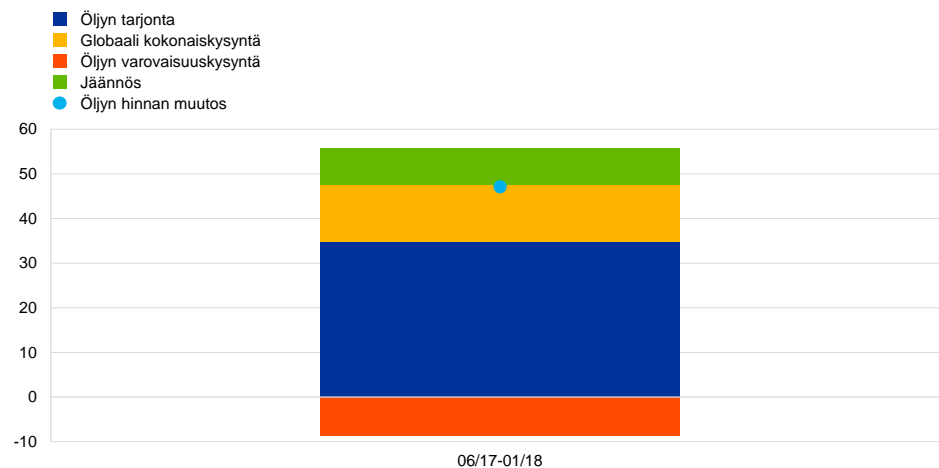
Eräs öljyn hinnan nousuun vuoden 2017 puolivälistä alkaen vaikuttanut tekijä on odotettua voimakkaampi globaali kysyntä. Kilianin ja Murphyn⁷ kehittämää mallia vastaavaan SVAR-malliin perustuva kuvio B kuvaa öljyn tarjonnan, kokonaiskysynnän ja varovaisuuskysynnän vaikutusta öljyn hinnan muutokseen kesäkuusta 2017 alkaen. Tulokset viittaavat siihen, että globaali kokonaiskysyntä (keltainen palkki) vaikutti osaltaan öljyn hintaan tarkastelujaksolla. Myös EKP:n asiantuntijoiden arvioissa vuotta 2017 koskevaa maailmantalouden kasvuodotusta korjattiin aiempaa suuremmaksi. Käytetty malli kuitenkin viittaa siihen, että tuotantopuolen tekijät, kuten OPEC-maiden ja järjestön ulkopuolisten maiden sopimus tuotannon vähentämisestä sekä suunnittelemattomat toimituskatkot, olivat vuoden 2017 jälkipuoliskolla sitäkin tärkeämpi hintakehityksen selittäjiä.

⁷ Ks. L. Killian ja D. Murphy, "The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil", *Journal of Applied Econometrics*, Volume 29, Issue 3, 2014, s. 454-478.

Kuvio B

Öljyn hinnan taustatekijät

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: International Energy Agency (IEA), U.S. Energy Information Administration (US EIA) ja EKP:n laskelmat.

Vielä tärkeämpi öljyn hinnan nousun taustatekijä oli OPEC-maiden ja eräiden järjestöön kuulumattomien maiden strategia vähentää öljyntuotantoaan.

Marraskuussa 2016 OPEC ja eräät OPEC-järjestöön kuulumattomat maat sopivat öljyntuotantonsa rajoittamisesta pyrkien asettamaan öljyn hinnalle pohjatason. Tämä yhteistyöjulistus ulottui alun perin kesäkuuhun 2017, kunnes sitä jatkettiin vuoden 2017 toukokuussa maaliskuuhun 2018 ja vuoden 2017 marraskuussa joulukuuhun 2018. Strategian menestys riippuu pääasiassa kahdesta tekijästä, sopimuksen noudattamisesta sekä Yhdysvaltojen öljyntuotannon vastauksesta.

Sopimusta noudatettiin varsin tiukasti vuoden 2017 jälkipuoliskolla. Kuvio C osoittaa öljyntuotannon muutoksen OPEC-maissa (tummansiniset palkit) ja sopimukseen osallistuneissa järjestöön kuulumattomissa maissa (punaiset palkit) sekä niiden yhdessä sopimat leikkaukset. Sopimusta noudatettiin paremmin vuoden 2017 jälkipuoliskolla, mikä edisti sen uskottavuutta ja tuki öljyn hinnan nousua. Tällä jaksolla OPEC-maat ja sopimukseen osallistuneet järjestöön kuulumattomat maat rajoittivat tuotantoaan 0,4 miljoonalla barrelilla päivässä enemmän kuin vuoden alkupuoliskolla. Lisäksi viimeaikainen kehitys viittaa siihen, että kyseiset maat jatkavat tuotantonsa rajoittamista vuoden 2018 loppuun saakka ja mahdollisesti pidempäänkin.

Samaan aikaan öljyntuotanto Yhdysvalloissa (vaaleansininen palkki kuviossa C) kiihtyi, erityisesti vuoden 2017 jälkipuoliskolla, mikä osittain kompensoi tuotannonrajoitussopimuksen tiukemman noudattamisen vaikutuksen. Muutkin maat ovat kasvattaneet tuotantoaan lokakuun 2016 jälkeen.⁸ Rystad Energy:n tietojen mukaan Yhdysvaltojen liuskeöljyalan investoinnit kasvoivat vuonna 2017 ja niiden odotetaan kasvavan edelleen lähivuosina. Niin kauan kuin öljyn hinta eli laske

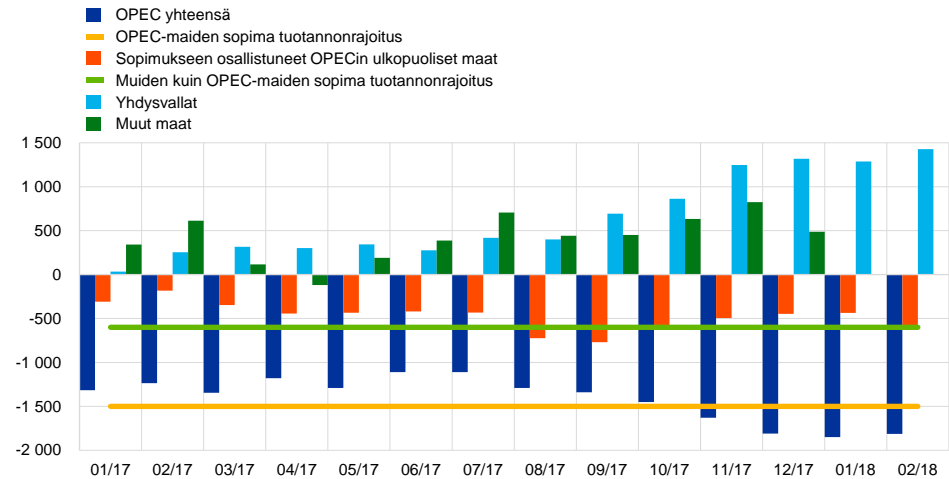
⁸ Marraskuussa 2016 solmitussa tuotannonrajoitussopimuksessa lokakuun 2016 raakaöljytuotantoa pidetään vertailupohjana muille paitsi Angolalle, jonka vertailutaso on syyskuu 2016.

alle 50 dollariin barreililta, Yhdysvaltojen tuotannon voi odottaa kestävän yhä paremmin, sillä liuskeöljyn tuotannon kannattavuusraja on tämän tason tuntumassa.⁹

Kuvio C

Muutokset öljyntuotannossa lokakuusta 2016

(tuhatta barreilia päivässä)



Lähteet: IEA ja EKP:n laskelmat.

Huom. Muutokset öljyntuotannossa on laskettu suhteessa lokakuuhun 2016, joka on myös marraskuun 2016 tuotannonrajoitussopimuksen mukainen vertailuajankohta. "Muut maat" viittaa maailmanlaajuisen tuotantoon pois lukien Yhdysvallat, OPEC ja sopimukseen osallistuvat OPECiin kuulumattomat maat.

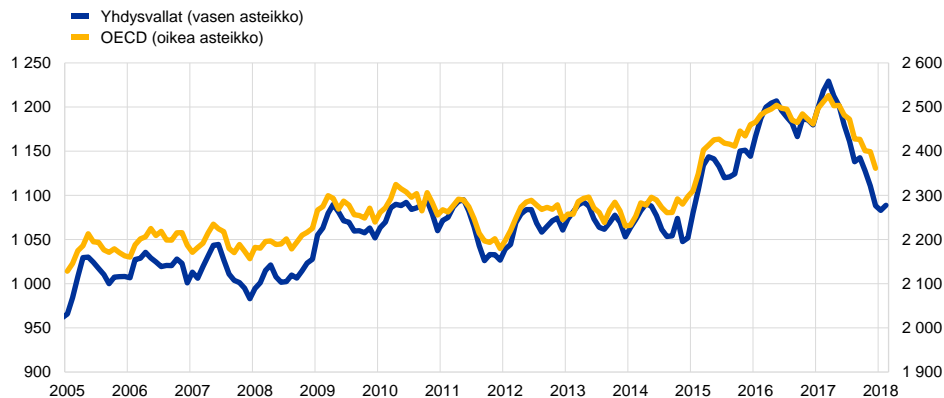
Varastojen jatkuva pieneneminen (ks. kuvio D) viittaa siihen, että öljymarkkinoiden tilanne on kiristymässä, mikä aiheuttaa lisää öljyn hintaan kohdistuvaa nousupainetta ja selittää, miksi futuurihintakäyrä on kääntynyt laskevaksi (ns. backwardation) Kun varastotaso on alhainen, öljyn varastoinnista saatava tuotto on korkea, joten spot-hinta nousee futuurihintaan verrattuna (kun muiden tekijöiden oletetaan pysyvän ennallaan). Tämä tarkoittaa sitä, että laskevan futuurihintakäyrän tilanteessa futuurikäyrä on jyrkempi, kun varastot ovat pienet. Varastojen keskeinen rooli selittää sitä, miksi markkinat reagoivat niin voimakkaasti varastotilastoja koskeviin yllätyksiin erityisesti Yhdysvalloissa. Jos varastot ovat esimerkiksi hupenneet enemmän kuin markkinoilla odotettiin, hinnat yleensä nousevat, kun markkinoilla odotetaan tasapainottumista, kuten vuoden 2017 viimeisellä neljänneksellä.

⁹ Rystad Energyn mikrotason tietojen perusteella keskimääräinen nollatulokseen johtava raakaöljyn hinta Yhdysvaltojen liuskeöljyn tuotannossa on noin 50 Yhdysvaltain dollaria barreililta.

Kuvio D

Varastot

(miljoonaa barrelia)

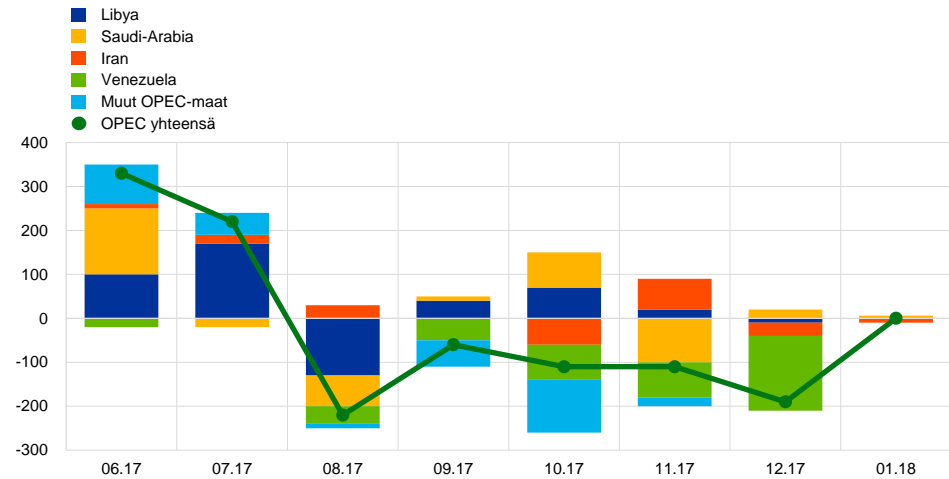


Lähteet: IEA ja US EIA.

Kolmas hintoihin vaikuttanut tekijä muodostui useista geopoliittisista tapahtumista ja tuotantokatkoksista, jotka osaltaan nostivat öljyn hintaa vuoden 2017 jälkipuoliskolla. Venezuelan poliittinen myllerrys, öljyverkon heikkeneminen ja Yhdysvaltojen asettamat kauppapakotteet johtivat maan öljytuotannon supistumiseen noin 0,4 miljoonalla barrelilla päivässä vuoden 2017 jälkipuoliskolla (ks. kuvio E). Myös Iranin tuotanto kärsi poliittisesta levottomuudesta joulukuussa. Vaikka levottomuusjakso jäi lyhytikäiseksi ja sen vaikutus tuotantoon vähäpätöiseksi, se herätti huolta siitä, että Yhdysvallat saattaisi ottaa käyttöön tiukemman poliittisen linjan Irania kohtaan ja asettaa jälleen pakotteita keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi kesäajan huoltotyöt vähensivät öljyntuotantoa Venäjällä, Meksikossa ja Pohjanmerellä. Lopuksi putken räjähtäminen Libyassa vähensi joulukuussa öljyntuotantoa 0,1 miljoonalla barrelilla päivässä yhden viikon ajaksi, ja Forties-putken sulkeminen Pohjanmerellä korjauksen takia supisti öljyntuotantoa noin 0,25 miljoonalla barrelilla päivässä joulukuun puolivälistä tammikuun puoliväliin saakka. Nämä geopoliittiset tekijät ja tuotantokatkokset, joista useimmat ovat oletettavasti väliaikaisia, näkyvät öljyn tarjontatilanteen positiivisena vaikutuksena öljyn hinnan nousuun kuviossa B. Jatkossa Venezuelan ja Iranin epävarma geopoliittinen tilanne saattaa vaikuttaa öljyn hintaan ja aiheuttaa volatiliiteetissa lyhytaikaisia nousupiikkejä.

Kuvio E OPECin öljyntuotanto

(kuukausitason muutos, tuhatta barrelia päivässä)



Lähteet: IEA ja EKP:n laskelmat.

Kaiken kaikkiaan, vaikka jotkut vuoden 2017 puolivälin jälkeisen öljyn hinnannousun taustatekijät näyttävät tilapäisiltä, toiset niistä ovat odotetuilta vaikutuksiltaan pidempiaikaisia, kuten erityisesti liuskeöljyn tuotanto sekä OPEC-järjestöön kuuluvien ja sen ulkopuolisten tuottajien välinen tuotannonrajoitussopimus. Öljyn hinta laski hieman helmikuussa tilapäisten tekijöiden, kuten öljyputkien käyttökatkosten ja Iranin poliittisen levottomuuden, päätyttyä. Yhdysvaltojen raakaöljyvarastojen odottamaton kasvu ja Yhdysvaltojen liuskeöljytuotannon lähivuosien ennakoitu kasvu ovat herättäneet epäilyksen siitä, pysyykö kysyntä tarjonnan kasvun vauhdissa. Näin ollen OPECin strategian menestys ei riipu ainoastaan sen osapuolten sitoutumisesta, joka oli kohtalaisen vahvaa vuoden 2017 jälkipuoliskolla, vaan myös sopimukseen kuulumattomien maiden tuotannon reagoitinopeudesta. Tämä koskee erityisesti Yhdysvaltoja, jossa keskimääräinen tuotannon kannattavuusraja on noin 50 Yhdysvaltain dollaria barreilta.

2 Euroalueen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetin kehitys EKP:n julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman aloittamisen jälkeen

Euroalueen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetti on tärkeä EKP:n rahapolitiikan välittymiseen vaikuttava tekijä. Suuri likviditeetin määrä vahvistaa etenkin EKP:n rahapoliittisten päätösten, tuottokäyrän, rahoitusvarojen hintojen sekä rahoituksen kustannusten ja rahoituksen välittymisen välistä yhteyttä taloudessa. Valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeettiä on aiheellista seurata tarkemmin EKP:n julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käynnistymisen jälkeen, sillä ohjelmassa hankittujen euroalueen valtion joukkolainojen osuus koko kannasta on merkittävä. Tässä kehikossa tarkastellaan joitakin EKP:n säännöllisesti seuraamia markkinoiden likviditeetin indikaattoreita. Kokonaisuutena indikaattorit viittaavat siihen, että valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeettitilanne ei ole heikentynyt 9.3.2015 jälkeen, jolloin julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käynnistyi.

Likvideille markkinoille on tyypillistä se, että tavanomaisen transaktion toteuttamisella on vain vähäinen vaikutus hintoihin. Toisin sanoen likvideillä markkinoilla tarjouskirja on ”syvä” eli se täydentyy nopeasti kaupan toteuttamisen jälkeen, joten kaupan jälkeiset hinnannuutokset ovat vähäisiä ja tilapäisiä. Luonnollisesti silloin, jos markkinaosapuolet uskovat toteutetun kaupan antavan uutta informaatiota kaupankäynnin kohteena olevan omaisuuserän perusarvosta, vastaava muutos näkyisi osto- ja myyntitarjoushintojen vastaavana muutoksena, mutta tarjouskirja pysyisi uuden hintatason vaiheilla yhtä syvänä kuin ennenkin.

Markkinoiden likviditeetin indikaattorit keskittyvät yleensä yhteen tai useampaan transaktiokulujen, markkinoiden syvyyden ja/tai joustavuuden osa-alueeseen. Yksinkertaisin indikaattori on osto- ja myyntihinnan erotus, joka antaa informaatiota siitä, miten kalliiksi transaktion voidaan odottaa tulevan. Moniulotteisempia indikaattoreita voidaan muodostaa yhdistämällä hintaerotiedot esimerkiksi tarjouskirjan syvyyteen, jolla mitataan, millaisen transaktiovolyymien markkinat voivat ottaa vastaan tietynä ajankohtana. Markkinoiden syvyyden indikaattorit perustuvat tyypillisesti rajahintatoimeksiantojen tarjouskirjoista¹⁰ saatuihin tietoihin eli kauppapaikan käytettävissä oleviin ennakoituihin volyymeihin ja hintoihin. Joustavuus puolestaan kuvaa markkinoiden dynamiikkaa, esimerkiksi sitä, kuinka kauan tarjouskirjojen täydentyminen kaupan toteutumisen jälkeen vie. Se siis mittaa pääasiassa markkinoiden likviditeetin aikaulottuvuutta.

Tässä kehikossa analysoidaan euroalueen valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeettiä kolmen indikaattorien pohjalta: Amihudin indikaattori, tarjouskirjaan perustuva indikaattori ja transaktion toteutukseen perustuva indikaattori. Vaikka nämä kolme indikaattoria perustuvatkin erilaisiin markkinatietoihin (markkinoilla toteutuneista transaktioista, rajahintatoimeksiantojen

¹⁰ Rajahintatoimeksiantojen tarjouskirja on kaupankäyntijärjestelmä, jossa markkinaosapuolten tekemät osto- ja myyntitarjoukset tallennetaan jonoon ja toteutetaan etukäteen määritetyssä järjestyksessä.

tarjouskirjasta ja hinnoista saataviin), ne keskittyvät enimmäkseen likviditeetin kustannuksiin ja syvyyteen.

Amihudin indikaattori on laajalti käytetty, ja siinä verrataan absoluuttisia hintoja ja kaupankäyntivolyymeja.¹¹ Se on tietyn velkakirjan absoluuttisen hinnan muutoksen ja kaupankäyntivolyymien suhde tiettyinä ajanjaksona. Käytännön ongelmana sovellettaessa Amihudin indikaattoria valtion joukkolainoihin on, että koska useimmat kaupat tapahtuvat OTC-markkinoilla, niiden hinta- ja volyymitietoja etenkin päivänsisäisistä kaupoista on vaikea saada. Lisäksi indikaattorissa ei ole otettu huomioon sitä, että joukkolainojen hinnat voivat luonnollisesti muuttua muustakin syystä kuin likviditeetin puutteen vuoksi. Näiden ongelmien ratkaisemiseksi tässä kehikossa käytetyssä versiossa on oletettu, että päivittäinen kauppohenkilöiden volyymit (josta tiedot ovat helposti saatavilla) jakautuu tasaisesti päivän mittaan, ja havaittua absoluuttista hinnan muutosta on muokattu yleisen markkinatrendin vaikutuksen poistamiseksi. Koska tämä indikaattori keskittyy likviditeetin kahteen ulottuvuuteen (kustannuksiin ja syvyyteen), siitä on usein hyötyä määrittäessä, kumpi niistä on likviditeetin kehityksen liikkeellepaneva tekijä tiettyinä ajanjaksoina. Euroalueen aggregoitu indikaattori lasketaan keskiarvoistamalla ensin Amihudin indikaattorien arvot kaikkien julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa hyväksyttävien tietyn valtion joukkolainojen osalta ja sitten painottamalla maakohtaiset yhdistelmäindikaattorit kunkin maan BKT:n mukaan.

Tarjouskirjan likviditeettiin pohjautuva indikaattori perustuu tietoihin osto- ja myyntikurssin erotuksesta ja rajahintatoimeksiantojen tarjouskirjasta saatuihin volyymitietoihin. Näin ollen tietoja varsinaisista toteutuneista transaktioista ei tarvita. Tämä indikaattori on kuitenkin riippuvainen siitä, miten hyvin rajahintatoimeksiantojen tarjouskirja edustaa markkinoita. Se määritetään tietylle joukkolainalle laskemalla yhteen tarjouskirjan viisi parasta osto- ja myyntitarjousta ja jakamalla näin saatu summa vastaavien volyyymien summalla. Tätä kuvaa seuraava yhtälö:

$$\text{Toimeksiantojen epälikvidiys}_{t,5\text{best}} = \frac{\text{EROTUS}_{t,5\text{best}}}{\text{VOLYYMIT}_{t,5\text{best}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Ask}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Bid}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Ask}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Bid}(j)}}$$

missä "t" on aika, jonka rajahintatoimeksiantojen tarjouskirja on suljettuna laskentaa varten, "P" on hinta, ja "Ask" ja "Bid" osoittavat, kumpi tarjouskirjan hinta on kyseessä. Muuttuja "Q" on määrä, jolla voidaan käydä kauppaa tiettyyn hintaan, ja "j" kuvaa rajahintatoimeksiantojen tarjouskirjan tarjousten priorisointijärjestyksen (viisi parasta osto- ja myyntihintaa ja vastaavat volyymit). Indikaattori lasketaan kunkin maan toiseksi viimeisenä liikkeeseen lasketulle kymmenen vuoden valtion joukkolainalle, ja tulokset painotetaan kunkin maan BKT:n mukaan. Näin saadaan euroalueen aggregoitu indikaattori.

Toteutuneisiin kauppoihin perustuvassa likviditeetin indikaattorissa käytetään tietoja julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen

¹¹ Ks. Y. Amihud, "Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects", *Journal of Financial Markets*, Vol. 5(1), s. 31-56, 2002.

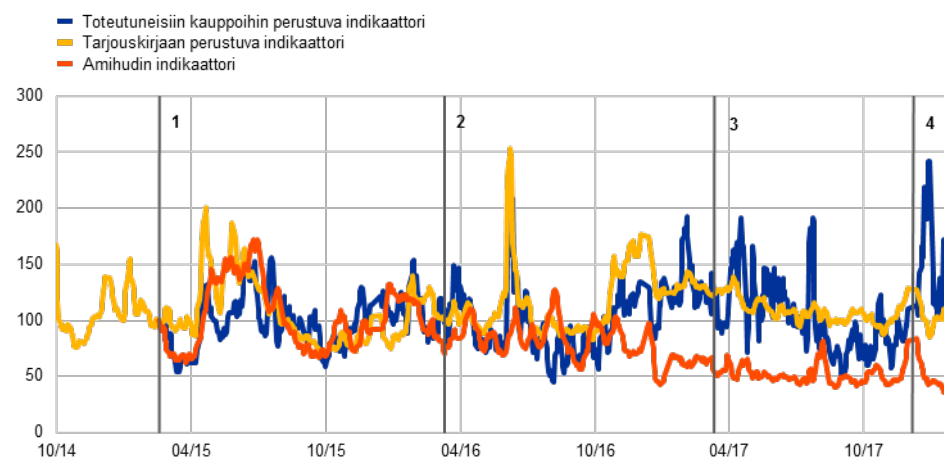
transaktioiden hinnoista. Kun julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtäviä ostoja toteutetaan OTC-markkinoilla, pysyvät hinta- ja volyymitiedot saadaan useilta vastapuolilta, ja niiden väliset erot antavat informaatiota markkinoiden likviditeetin asteesta. Tämä indikaattori on tietyn joukkolainan saaman kahden parhaan tarjouksen välinen hintaero jaettuna joukkolainan duraatiolla. Vain transaktioon johtavat tiedot otetaan huomioon. Koko euroalueen indikaattori lasketaan kaikkien kaupankäynnin kohteena olevien valtion joukkolainojen volyympainotettuna keskiarvona.

Näiden kolmen indikaattorin kehitys viittaa siihen, että euroalueen valtioiden joukkolainamarkkinat eivät ole heikentyneet julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käynnistyttyä (ks. kuvio A). Vaikka kaikki kolme indikaattoria osoittavatkin volatilitteettia sitten julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käynnistymisen, ne eivät kuvasta nousevaa trendiä, ja Amihudin indikaattorin perusteella trendi on itse asiassa laskemaan päin. Tämä vahvistaa, että likviditeetti ei ole heikentynyt, vaikka julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman aikana onkin tehty runsaasti ostoja. Indikaattorit eivät myöskään osoita selvää reaktiota julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen kuukausittaisien ostojen määrän muutoksiin: ainoastaan toteutuneisiin kaappoihin perustuva indikaattori osoittaa volatilitteetin lisääntyneen kuukausittaisien ostojen vähentämisen yhteydessä, erityisesti vuoden 2018 alussa toteutetun vähentämisen yhteydessä.

Kuvio A

Valtion joukkolainamarkkinoiden likviditeetin indikaattorit julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman alkamisen jälkeen

(indeksi: 100 = 9.3.2015)



Lähteet: Bloomberg, EuroMTS Ltd ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kuviossa on indikaattorien viiden päivän liukuvat keskiarvot. Näiden indikaattorien nousu/lasku viittaa likviditeettitalanteen heikkenemiseen/kohentamiseen. Indikaattorien normaalitaso (100) on määritetty 9.3.2015, jolloin julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma alkoi. Pystysuorat viivat osoittavat seuraavien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen volyymin muutoksia: 1) ohjelman aloitus, kuukausittaiset ostot 60 miljardia euroa (9.3.2015), 2) kuukausittaisien netto-ostojen lisääminen 80 miljardiin euroon (1.4.2016), 3) kuukausittaisien netto-ostojen vähentäminen 60 miljardiin euroon (3.4.2017) ja 4) kuukausittaisien ostojen vähentäminen 30 miljardiin euroon (2.1.2018). Tuoreimmat tiedot 20.2.2018.

Näillä indikaattoreilla on taipumus nousta äkillisesti sellaisten poliittisten ja taloudellisten tapahtumien yhteydessä, joihin liittyy odotus markkinoiden likviditeetin heikkenemisestä. Äkillinen nousu oli havaittavissa esimerkiksi Saksan valtion joukkolainoihin liittyvän markkinoiden levottomuuden aikana (29.4.2015)

alkaen) ja Kiinan talouskasvun merkittävästä hidastumisesta nousseen huolen aikana (vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä). Ison-Britannian EU-jäsenyyttä koskenut kansanäänestys (23.6.2016) sekä Yhdysvaltain presidentinvaalit (8.11.2016) ja Ranskan presidentinvaalit (23.4.2017) näkyivät niin ikään indikaattoreissa äkillisenä nousuna (ks. kuvio A). Lisäksi likviditeetti heikkenee yleensä kesällä ja vuodenvaihteen tienoilla. Amihudin indikaattorissa näillä jaksoilla näkyvät äkilliset nousut ovat kuitenkin vaimeampia kuin tarjouskirjaan perustuvassa indikaattorissa. Toteutuneisiin kauppoihin perustuvan indikaattorin vaihtelut ovat samankaltaisia kuin tarjouskirjaan pohjautuvan indikaattorin, mutta niissä näkyy enemmän satunnaista vaihtelua. Tämä saattaa viitata siihen, että seurannassa olisi syytä keskittyä tarjouskirjaan pohjautuvaan indikaattoriin.¹²

¹² Tälle on monia perusteluja: ensiksikin tehtyjen rajahintatoimeksiantojen määrä ylittää joukkolainamarkkinoilla toteutettujen transaktioiden määrän monin verroin, minkä johdosta tarjouskirjaan pohjautuva indikaattori reagoi markkinoiden kehitykseen nopeammin ja saumattomammin. Toiseksi kauppojen volyyymiin perustuvat indikaattorit saattavat aliarvioida markkinoiden syvyyden, koska kaupankäynnin kohteena olevat määrät ovat usein pienempiä kuin enimmäismäärä, jolla kauppaa olisi voitu käydä tiettyyn hintaan.

3 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 1.11.2017–30.1.2018

Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita vuoden 2017 seitsemännellä ja kahdeksannella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 1.11.–19.12.2017 ja 20.12.2017–30.1.2018. Perusrahoitusoperaatioiden korko oli koko tämänkin tarkastelujakson ajan 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletusmahdollisuuden korko -0,40 %.

Lisäksi eurojärjestelmä jatkoi julkisen sektorin velkapapereiden, katettujen joukkolainojen, omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja yrityssektorin velkapapereiden ostoja osana omaisuserien osto-ohjelmaansa, jossa ostoja pyrittiin tekemään keskimäärin 60 miljardilla eurolla kuukaudessa joulukuuhun 2017 asti. Tammikuusta 2018 keskimääräisiä ostoja vähennettiin siten, että ne ovat 30 miljardia euroa kuukaudessa syyskuuhun 2018 asti ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiouvahdin palautuneen kestävästi tavoitteen mukaisesti.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 272,7 miljardia euroa eli 60,3 miljardia euroa suurempi kuin edeltäneellä tarkastelujaksolla (siis vuoden 2017 viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla). Likviditeettitarpeiden kasvu johtui siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 59,3 miljardia euroa 1 149,5 miljardiin euroon, kun taas vähimmäisvarantovelvoitteet suurenivat 1 miljardilla eurolla ja olivat 123,3 miljardia euroa.

Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvu, joka viittaa likviditeetin vähentymiseen, johtui suurelta osin likviditeettiä lisäävien erien pienentymisestä. Suurin vaikutus oli euromääräisillä nettosaamisilla, jotka vähenivät 54,4 miljardia euroa ja olivat tarkastelujakson aikana keskimäärin 251,8 miljardia euroa. Myös valuuttamääräiset nettosaamiset vähenivät ja olivat 635,0 miljardia euroa, mikä on 2 miljardia euroa vähemmän kuin edellisellä tarkastelujaksolla.

Likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden vaikutus lisääntyi hieman tarkastelujakson aikana, mikä lisäsi riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvua. Suurin vaikutus oli liikkeessä olevien setelien määrällä, joka kasvoi 9,3 miljardia euroa ja oli 1 151,9 miljardia euroa, ja muilla riippumattomilla tekijöillä, jotka kasvoivat 5,3 miljardia euroa ja olivat 695,6 miljardia euroa. Valtioiden talletusten väheneminen 11,8 miljardilla eurolla tasoitti likviditeettiä vähentävien tekijöiden vaikutusta.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

	1.11.2017–30.1.2018		26.7.2017–31.10.2017		Kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso	
Velat – Likviditeettitarpeet (keskiarvoja; mrd. euroa)								
Riippumattomat tekijät	2 035,9	(+2,8)	2 033,1	2 040,8	(+9,1)	2 031,7	(-15,0)	
Liikkeessä olevat setelit	1 151,9	(+9,3)	1 142,7	1 158,2	(+11,6)	1 146,6	(+3,8)	
Valtioiden talletukset	188,3	(-11,8)	200,1	188,1	(-0,4)	188,5	(-29,8)	
Muut riippumattomat tekijät	695,6	(+5,3)	690,3	694,5	(-2,1)	696,6	(+11,0)	
Sekkitilitalletukset	1 293,7	(+45,7)	1 248,0	1 275,2	(-34,5)	1 309,7	(+56,4)	
Rahapoliittiset välineet	808,8	(+56,9)	752,0	812,9	(+7,5)	805,4	(+35,0)	
Vähimmäisvarantovelvoitteet	123,3	(+1,0)	122,2	123,8	(+0,9)	122,9	(+0,6)	
Talletusmahdollisuus	685,6	(+55,8)	629,8	689,2	(+6,6)	682,5	(+34,4)	
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Saamiset – likviditeetin tarjonta (keskiarvoja; mrd. euroa)								
Riippumattomat tekijät	886,8	(-56,4)	943,2	843,6	(-80,2)	923,8	(-13,2)	
Valuuttamääräiset nettosaamiset	635,0	(-2,0)	637,0	635,7	(+1,2)	634,5	(-0,5)	
Euromääräiset nettosaamiset	251,8	(-54,4)	306,1	207,9	(-81,4)	289,3	(-12,7)	
Rahapoliittiset välineet	3 128,8	(+160,9)	2 968,0	3 161,9	(+61,4)	3 100,4	(+89,0)	
Avomarkkinaoperaatiot	3 128,6	(+160,9)	2 967,7	3 161,7	(+61,5)	3 100,2	(+89,0)	
Huutokauppaoperaatiot	765,2	(-7,8)	773,0	763,5	(-3,1)	766,7	(-5,3)	
Perusrahoitusoperaatioiden korko	2,9	(-3,2)	6,1	2,9	(-0,1)	3,0	(-3,8)	
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	7,8	(-0,6)	8,4	7,8	(-0,2)	7,9	(-0,4)	
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (ensimmäinen sarja)	14,9	(-3,7)	18,6	13,4	(-2,7)	16,1	(-1,1)	
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	739,6	(-0,4)	740,0	739,5	(-0,1)	739,7	(-0,1)	
Suorat arvopaperisijoitukset	2 363,4	(+168,7)	2 194,7	2 398,2	(+64,6)	2 333,5	(+94,4)	
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma	6,1	(-1,1)	7,2	6,1	(-0,0)	6,1	(-0,9)	
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	4,8	(-0,1)	4,9	4,7	(-0,0)	4,8	(-0,1)	
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	240,5	(+10,7)	229,8	242,5	(+3,6)	238,8	(+6,1)	
Velkapaperiohjelma	89,0	(-2,1)	91,1	89,1	(+0,2)	88,9	(-1,6)	
Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	25,1	(+0,5)	24,6	25,1	(+0,0)	25,1	(+0,5)	
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	1 867,8	(+141,6)	1 726,2	1 897,3	(+54,7)	1 842,6	(+79,3)	
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	130,1	(+19,3)	110,9	133,4	(+6,1)	127,3	(+11,0)	
Maksuvalmiusluotto	0,2	(-0,0)	0,3	0,2	(-0,1)	0,2	(+0,0)	
Muut likviditeettiä koskevat tiedot (keskiarvoja; mrd. euroa)								
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 272,7	(+60,3)	1 212,5	1 321,3	(+90,2)	1 231,1	(-1,2)	
Riippumattomat tekijät ¹	1 149,5	(+59,3)	1 090,2	1 197,6	(+89,3)	1 108,3	(-1,8)	
Ylimääräinen likviditeetti	1 855,8	(+100,6)	1 755,3	1 840,4	(-28,7)	1 869,1	(+90,2)	
Korkokehitys (keskikorko; prosentteina)								
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	
Talletusmahdollisuus	-0,40	(+0,00)	-0,40	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	
Eonia korko	-0,351	(+0,006)	-0,357	-0,359	(-0,014)	-0,345	(+0,014)	

Lähde: EKP.

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

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

Riippumattomien tekijöiden päivittäinen vaihtelu oli edelleen voimakasta ja pysyi jokseenkin muuttumattomana edelliseen tarkastelujaksoon nähden. Vaihtelun taustalla olivat pääasiassa valtioiden talletusten ja euromääräisten nettosaamisten määrien heilahtelut.

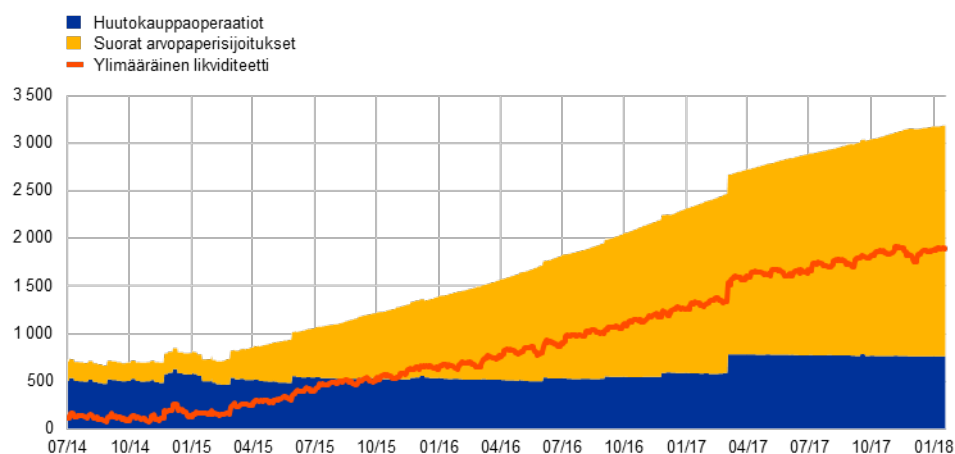
Likviditeetin tarjonta rahapoliittisissa operaatioissa

Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 160,9 miljardia euroa ja oli 3 128,6 miljardia euroa (ks. kuvio A). Kasvu johtui kokonaisuudessaan laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä ostoista. Likviditeetin kysyntä huutokauppaoperaatioissa puolestaan väheni hieman.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioiden ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 7,8 miljardilla eurolla ja oli 765,2 miljardia euroa. Tämä johtui pääosin kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin keskimääräisen volyymin pienenemisestä 4,1 miljardilla eurolla operaatioissa jaetun likviditeetin vapaaehtoisen takaisinmaksun vaikutuksesta. Perusrahoitusoperaatioiden kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui sekin 3,2 miljardia euroa. Myös kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi pieneni 0,6 miljardia euroa.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 168,7 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 363,4 miljardia euroa laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen jatkuessa.

Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 141,6 miljardia euroa. Kolmannen katettujen joukkolainojen osto-ohjelman osuus kokonaisvolyymin kasvusta oli

10,7 miljardia euroa, omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelman osuus 0,5 miljardia euroa ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman osuus 19,3 miljardia euroa. Likviditeettiä vähensivät velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittujen joukkolainojen eräntymiset, joiden määrä oli yhteensä 3,3 miljardia euroa.

Ylimääräinen likviditeetti

Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi kasvoi edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna 100,6 miljardia euroa ja oli 1 855,8 miljardia euroa (ks. kuvio A). Kuten edellä mainittiin, ylimääräisen likviditeetin kasvun taustalla ovat pääosin laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa toteutetut 60 miljardin euron kuukausittaiset ostot, joiden vaikutusta jonkin verran vähensi riippumattomista tekijöistä johtuva likviditeettitarpeen kasvu. Nykyisen tarkastelujakson tarkempi analyysi osoittaa, että riippumattomat tekijät hidastivat ylimääräisen likviditeetin kasvua erityisesti kahdeksannella pitoajanjaksolla, jonka aikana ylimääräisen likviditeetin määrä itse asiassa väheni 28,7 miljardia euroa huolimatta omaisuuserien osto-ohjelman kautta jaetun likviditeetin kasvusta. Tähän vaikuttivat sekä likviditeettiä lisäävien riippumattomien tekijöiden vähentyminen, mikä johtui euromääräisten nettosaamisten supistumisesta, sekä euroalueen pankkien yhteenlasketun likviditeettitarpeen kasvaminen ennen kaikkea setelien lisääntyneen kysynnän vuoksi. Sitä vastoin seitsemännellä pitoajanjaksolla ylimääräinen likviditeetti lisääntyi 90,2 miljardia laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman ostojen vaikutuksesta ja siksi, että riippumattomien tekijöiden likviditeettiä vähentävä vaikutus supistui hieman pääasiassa valtioiden talletusten vähenemisen vuoksi.

Ylimääräisen likviditeetin kasvu näkyi keskimääräisissä sekkitilitalletuksissa, jotka kasvoivat tarkastelujaksolla 45,7 miljardia euroa ja olivat 1 293,7 miljardia euroa. Myös talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö kasvoi 55,8 miljardia euroa ja oli 685,6 miljardia euroa.

Korkokehitys

Yön yli -rahamarkkinakorot pysyivät tarkastelujaksolla lähellä talletusmahdollisuuden korkoa ja laskivat vakuudellisilla markkinoilla joitakin vakuuskoreja käytettäessä jopa sitä alemmas. Vakuudettomilla markkinoilla eoniakorko oli keskimäärin -0,351 %, kun se edellisellä tarkastelujaksolla oli keskimäärin -0,357 %. Eonia oli korkeimmillaan -0,241 % lokakuun viimeisenä päivänä 2017 ja alimmillaan -0,370 % tammikuun 2018 alussa.

Vakuudellisilla markkinoilla GC Pooling -markkina-alustalla yön yli -reposopimusten keskikorko laski edellisestä tarkastelujaksosta sekä perustason vakuuskoria että laajennettua vakuuskoria käytettäessä. Yön yli -reposopimusten keskikorko oli perustason vakuuskoria käytettäessä -0,447 prosenttia ja laski vuoden lopussa -0,756 prosenttiin. Laajennettua koria käytettäessä se oli -0,415 prosenttia.

Vuoden 2017 lopussa euroalueen ydinmaiden repokorot laskivat vähemmän kuin vuoden 2016 lopussa, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ovat ottaneet käyttöön tehokkaampia vakuushallintakäytäntöjä. Myös julkisen sektorin velkapaperien osto-ohjelman arvopaperilainaus on voinut vaikuttaa positiivisesti.

Osa-aikatyöllisyyden viimeaikainen kehitys

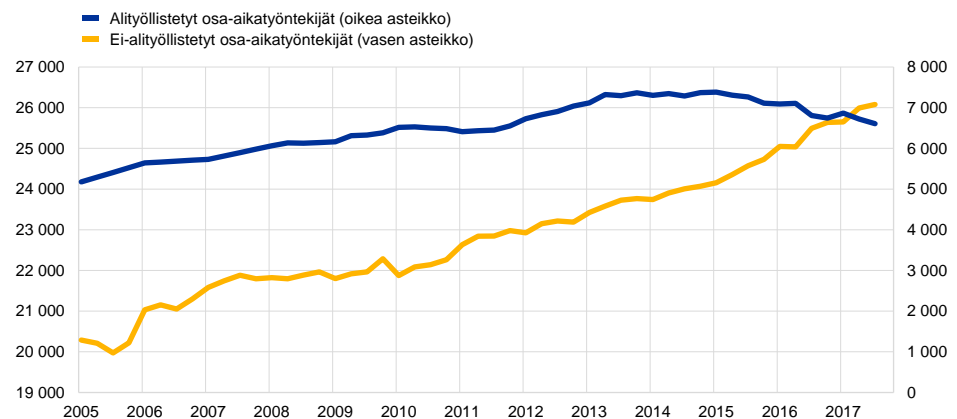
Osa-aikatyön merkitys euroalueella on lisääntynyt. Osa-aikaisten työntekijöiden osuus on tällä hetkellä noin 22 % koko työllisyydestä, ja osa-aikatyö on muodostanut noin neljänneksen työllisyyden nettokasvusta euroalueen elpymisen aikana (vuoden 2013 toisesta neljänneksestä alkaen). Tässä kehikossa tarkastellaan viimeaikaisinta kehitystä ja kahden keskeisen ryhmän eli alityöllistettyjen ja ei-alityöllistettyjen osa-aikaisten työntekijöiden piirteitä.

Alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden määrä kasvoi kriisin aikana mutta on viime aikoina vähentynyt. Euroopan unionin työvoimatutkimuksen mukaan jakaa osa-aikaiset työntekijät voidaan jakaa niihin, jotka haluavat tehdä enemmän työtunteja, ja niihin, jotka eivät halua. Ensimmäistä ryhmää kutsutaan ”alityöllistetyiksi”.¹³ Vaikka tähän ryhmään kuuluvat ovat työllisiä, heitä pidetään yleensä osittain työttöminä tai alihödynnettyinä, mikä tarkoittaa, että heidän toivomansa työtuntien määrä ylittää heidän työnantajansa työtuntien kysynnän määrän. Alityöllistettyjen määrä kasvoi euroalueella sekä syvän taantuman alkuvaiheessa että valtionvelkakriisin jälkeen. Määrä on viime aikoina ollut laskussa mutta on edelleen kriisiä edeltänyttä tasoaan korkeampi (ks. kuvio A). Alityöllisyyden suhdannevaihtelu on samankaltainen kuin työttömyyden.

Kuvio A

Alityöllistettyjen ja ei-alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden määrä euroalueella

(tuhatta)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Korjattu aikasarjan metodologisten muutosten arvioidun vaikutuksen huomioon ottamiseksi. Vuosien 2005-2008 tiedot perustuvat EKP:n arvioihin.

Ei-alityöllistettyjen osa-aikatyö lisääntyi sekä kriisin että elpymisen aikana.

Jälkimmäinen ryhmä eli osa-aikatyöntekijät, jotka eivät halua tehdä enemmän työtunteja, tekevät yleensä osa-aikatyötä perhe-, terveys- tai muista syistä (esim. opiskelu). Tämä ryhmä muodostaa suurimman osan osa-aikatyöntekijöistä: neljä viidestä osa-aikaisesta työntekijästä euroalueella on tyytyväisiä työtuntiansa

¹³ Ks. Eurostatin tilastojen selityssivulta kuvaus ”[Underemployment and potential additional labour force statistics](#)”. Ei-vapaaehtoisen osa-aikatyöllisen käsite on vastaava kuin alityöllistetty, joskin käsitteissä on pieniä eroja: ei-vapaaehtoinen osa-aikatyöntekijä tekee osa-aikatyötä siksi, ettei ole onnistunut löytämään koko-aikaista työtä. Ks. tutkimuksen metodologian kuvaus Eurostatin sivulta ”[EU labour force survey – methodology](#)”.

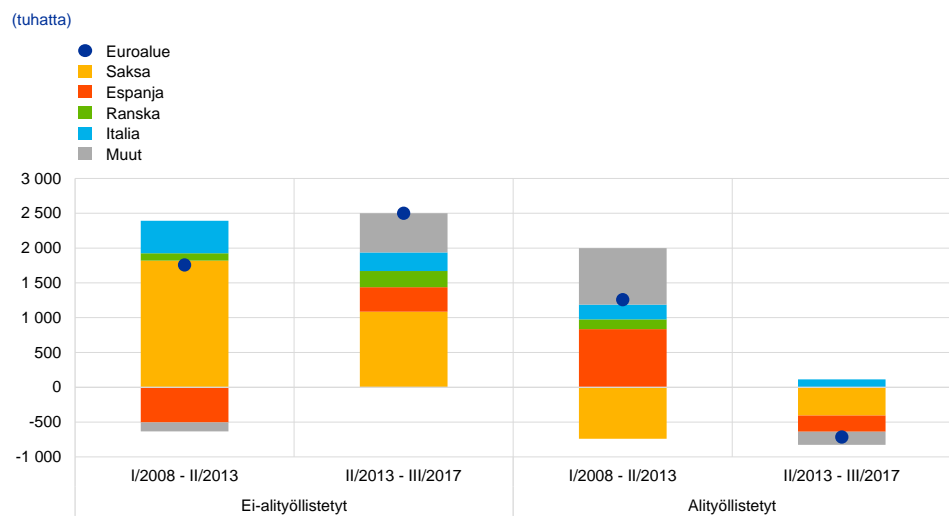
määrään. Tässä osa-aikatyöllisyyden lajissa ei ole ollut suhdannevaihteluja viime vuosina, vaan se on kasvanut vakaasti sekä kriisin että elpymisen aikana (ks. kuvio A). Tämä viittaa siihen, että tämä osa-aikatyöllisyyden laji heijastelee pääasiassa rakenteellisia tekijöitä.

Ei-alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden määrä on kasvanut lähinnä Saksassa, kun taas euroalueen suurimmat muutokset alityöllistettyjen määrässä tapahtuivat Espanjassa (ks. kuvio B). Euroalueen neljästä

suurimmasta maasta osa-aikaisten työntekijöiden osuus kokonaistyöllisyydestä on korkein Saksassa. Saksassa myös suhteellisesti suurin osa osa-aikatyöntekijöistä on tyytyväisiä työtuntiansa määrään ja osa-aikatyön viimeaikainen lisääntyminen ei ole ollut yhteydessä työttömyyteen. Sitä vastoin alityöllistettyjen määrä kasvoi erityisen voimakkaasti Espanjassa ja Italiassa kriisin aikana. Espanjassa alityöllisyyteen on siirrytty työttömyydestä, kokoaikatyöstä ja ei-alityöllistetyistä osa-aikatyöstä.¹⁴ Alityöllisyyden huomattava kasvu kriisin aikana todennäköisesti johtuu osa-aikatyötä koskevan sääntelyn muutoksista sekä kriisin vaikutuksista tuloihin ja varallisuuteen, joka on johtanut työtunneissa mitattuun työvoiman tarjonnan kasvuun. Italiassa hallituksen toimet työtuntien vähennyksen tukemiseksi ovat saattaneet vaikuttaa alityöllisyyteen. Vaikka alityöllisyys on viime aikoina vähentynyt, se on edelleen kriisiä edeltänyttä tasoa korkeampi sekä Italiassa että Espanjassa ja selvästi kriisiä edeltänyttä tasoa matalampi Saksassa.

Kuvio B

Alityöllistettyjen ja ei-alityöllistettyjen määrän muutos euroalueella kriisin ja elpymisen aikana maittain



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.
Huom. Korjattu aikasarjan metodologisten muutosten arvioidun vaikutuksen huomioon ottamiseksi.

Molemmat osa-aikatyön lajit ovat erityisen yleisiä palvelualalla ja naisten keskuudessa. Osa-aikatyölliset euroalueella ovat keskittyneet kolmelle sektorille: 1) julkiset palvelut; 2) kauppa, kuljetus, majoitus ja ravitsemus sekä 3) viestintä ja tiedotus. Tämän seurauksena myös molempien lajien osa-aikatyö on keskittynyt

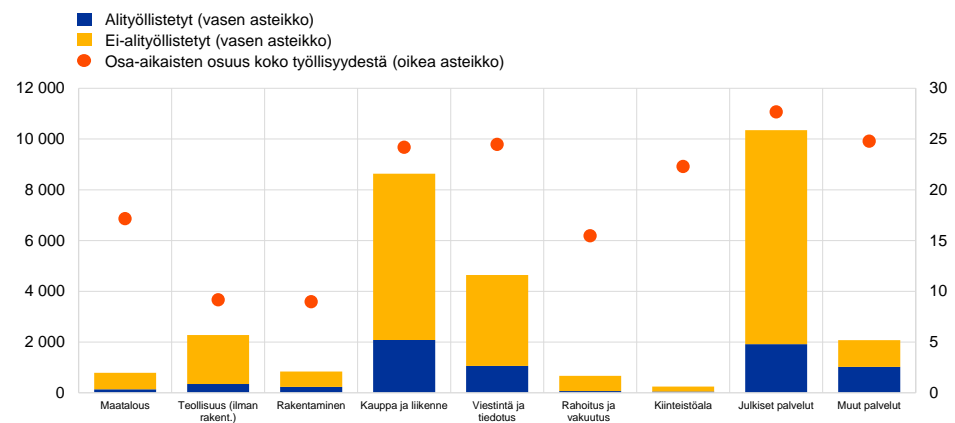
¹⁴ Ks. myös kehikko "Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy", *Economic Bulletin*, nro 2, Banco de España, 2017.

näille sektoreille (ks. kuvio C). Henkilökohtaisten ominaisuuksien puolesta selvästi suurin osa osa-aikatyöntekijöistä on parhaassa työiässä olevia tai ikääntyneempiä naisia (ks. kuvio D). Osa-aikatyön jakaantuminen alityöllistettyyn ja ei-alityöllistettyyn työhön on eri toimialoilla ja henkilökohtaisten ominaisuuksien kannalta hieman erilaista. Alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden osuus kaikista osa-aikatyöntekijöistä on korkein muissa palveluissa (taide, viihde ja vapaa-aika, muut palvelut, kotitaloustoiminnot sekä kansainväliset järjestöt ja toimielimet) ja sitä seuraavaksi korkeimmat osuudet ovat rakentamisessa, kaupassa ja kuljetuksessa sekä viestinnässä ja tiedotuksessa. Alityöllistetyin osa-aikatyön osuus on korkea myös parhaassa työiässä olevien miesten ja nuorten keskuudessa. Lopuksi, alityöllistetyt osa-aikatyöntekijät tekevät yleensä jonkin verran vähemmän työtunteja kuin ei-alityöllistetyt osa-aikaiset.

Kuvio C

Alityöllistettyjen ja ei-alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden määrä ja osa-aikaisten työntekijöiden osuus koko työllisyydestä euroalueella vuonna 2016

(vasen asteikko, tuhatta; oikea asteikko, prosenttia)

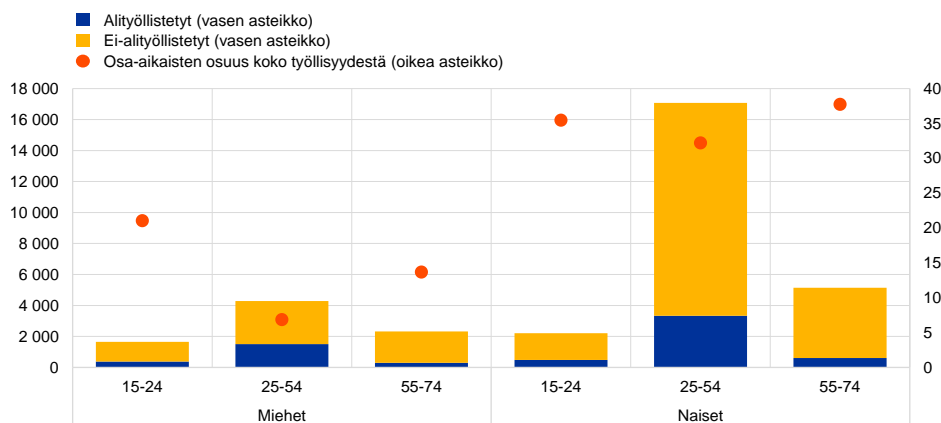


Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Kuvio D

Alityöllistettyjen ja ei-alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden määrä ja osa-aikaisten työntekijöiden osuus työllisyydestä sukupuolen ja iän perusteella euroalueella vuoden 2017 kolmannella neljänneksellä

(vasen asteikko, tuhatta; oikea asteikko, prosenttia)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Eräs tärkeä kysymys on, missä määrin alityöllistetyt osa-aikatyöntekijät edustavat turvatonta ns. prekaaria työtä ja/tai talouden varakapasiteettia.

Empiirisen kirjallisuuden mukaan alityöllistettyjen osa-aikatyöntekijöiden työsuhteturva, työtyytyväisyys¹⁵ ja palkkaus¹⁶ ovat huonompia kuin ei-alityöllistettyjen. Näin ollen alityöllistettyä osa-aikatyötä voidaan pitää joissakin tapauksissa prekaarina työnä. On kuitenkin epävarmaa, missä määrin alityöllistetyt osa-aikatyöntekijät tosiasiallisesti olisivat käytettävissä tekemään enemmän työtunteja, jolloin heitä voisi pitää vajaakäyttynä työvoimana.¹⁷ Samaan aikaan moni voi pitää ei-alityöllistettyä osa-aikatyötä mahdollisuutena päästä työmarkkinoille tai pysyä niillä, mikä voi usein johtaa työtyytyväisyyteen.¹⁸ Tämän tyyppin osa-aikatyöntekijät eivät todennäköisesti edusta varakapasiteettia tai prekaaria työtä. Tämä kaikki viittaa siihen, että alityöllistetyn osa-aikatyön viimeaikaisen vähenemisen ja ei-alityöllistetyn osa-aikatyön jatkuvan lisääntymisen voi katsoa lisäävän yleistä hyvinvointia.

¹⁵ Ks. esim M. Vaalavuo, "Part-time work: A divided Europe", *Evidence in focus*, Euroopan komissio, 2016; ja M. Kauhanen ja J. Nätti, "Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work", *Työpapereita*, nro 272, Palkansaajien tutkimuslaitos, Helsinki, 2011.

¹⁶ M. Veliziotis, M. Matsaganis ja A. Karakitsios, "Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets", *Working Papers*, nro 15/02, ImPRovE, tammikuu 2015.

¹⁷ Ks. esim. M. Weale, "Slack and the labour market", puhe Thames Valleyen kauppakamarilla, 20.3.2014.

¹⁸ D. Gallie ym., "Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries", *International Review of Sociology*, Vol. 26, nro 3, 2016, s. 457-481.

Ajantasaiset ja luotettavat tilastot ovat taloudellisen analyysin kannalta ensiarvoisia. Tässä kehikossa tarkastellaan ja arvioidaan Eurostatin julkaisemaa vuoden 2016 alussa käyttöön otettua euroalueen neljännesvuotuisen BKT:n kasvun alustavaa pika-arviota. Euroalueen yhteinen rahapolitiikka on riippuvainen ajantasaisista, luotettavista ja vertailukelpoisista indikaattoreista, jotka kuvaavat talouden kehitystä täsmällisesti. Kansantalouden tilinpito antaa kattavan ja yhdenmukaisen kuvan taloudesta. Niinpä se onkin rahapolitiikan analysoinnin kulmakivi. Siten BKT:n alustava pika-arvio oli tervetullut edistysaskel Euroopan tilastointikehikon jatkuvassa parantamisessa. On kuitenkin tärkeää, ettei ajantasaisuutta tavoiteltaessa vaaranneta luotettavuutta, jolla tässä yhteydessä tarkoitetaan alustavan arvion ja sitä myöhäisempien arvioiden keskinäistä osumatarkkuutta. Luotettavuutta koskeva tieto voi auttaa tulkitsemaan alustavia arvioita niiden epävarmuuden kannalta tai helpottaa mahdollisten tulevien muutosten suunnan arvaamista. Jos talousindikaattorit antavat talouskehityksestä harhaanjohtavia signaaleja, jotka myöhemmin korjataan tilastotietojen tarkistuksilla, tällä voi olla taloudellisen analyysin kannalta haitallisia seurauksia.

Alustavan pika-arvion käyttöönotto joudutti euroalueen BKT:tä koskevan ensimmäisen tiedon julkistusta noin viidellätoista vuorokaudella, sillä sen myötä ensimmäinen arvio julkaistaan 30 vuorokauden kuluttua – aiemman 45:n sijaan – tarkastelujakson päättymisestä. Eurostat otti euroalueen ja EU:n BKT:n alustavan pika-arvion käyttöön yhteistyössä EU:n jäsenvaltioiden kanssa 29.4.2016 toteutettavuustutkimuksen jälkeen.¹⁹ Useimmissa maissa t+30-arviot perustuvat pitkälti samaan menetelmään kuin t+45-arviot. Tietolähteisiin liittyvien rajoitteiden vuoksi vuosineljänneksen kolmas kuukausi on kuitenkin yleensä estimoitu kokonaan tai osittain tilastollisten mallintamistekniikoiden avulla hyödyntämällä käytettävissä olevaa kuukausittaista tietoa (esim. lyhytaikaiset tilastot, yrityskyselyt, hintatilastot ja lähdetietojen alustavat arviot).²⁰ Euroalueen alustava pika-arvio perustuu i) kuuden maan kansallisiin arvioihin (Belgia, Espanja, Ranska, Latvia, Liettua ja Itävalta), jotka yhdessä muodostavat noin 40 % euroalueen BKT:stä ja jotka julkistetaan ajankohdassa t+30, ja ii) muiden maiden kansallisiin arvioihin, jotka toimitetaan luottamuksellisesti Eurostatille näiden eurooppalaisten summalukujen laskemista varten. Neljä euroalueen maata (Irlanti, Luxemburg, Malta ja Slovenia – jotka muodostavat yhdessä vajaat 4 % euroalueen BKT:stä) eivät julkaise arvioita ajankohdassa t+30 tai t+45, vaan ne julkaisevat kansantalouden tilinpidon tietonsa aikaisintaan 60 vuorokautta tarkasteluneljänneksen päättymisen jälkeen. Näiden maiden tietojen sisällyttäminen ja aikaisemmin alustavia tietoja toimittaneiden maiden tietojen tarkistaminen saattavat vaikuttaa kunkin vuosineljänneksen lopulliseen arvioon ja siten johtaa aikaisemman arvion tarkistamiseen. Tarkistukset voivat liittyä myös euroalueen koostumuksen muutoksiin

¹⁹ Ks. myös [Eurostatin verkkosivusto](#) sekä Talouskatsauksen 4/2016 kehikko "Ajantasaisempi arvio euroalueen BKT:n neljännesvuotuisesta kehityksestä: ensimmäiset kokemukset".

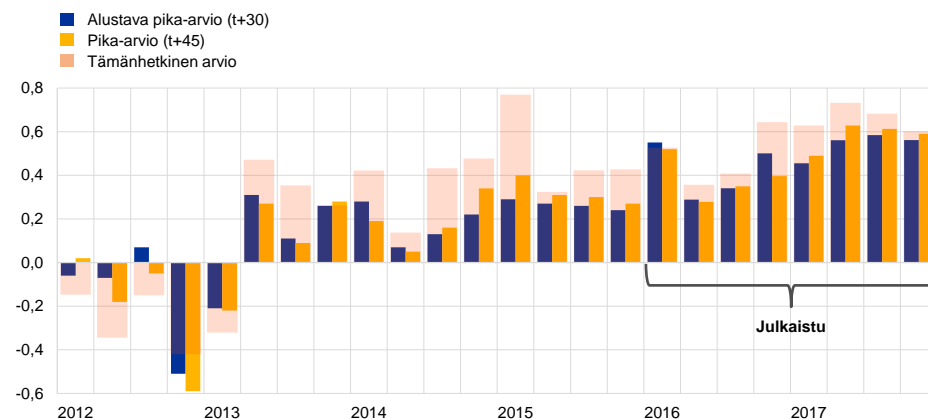
²⁰ Estimointimenetelmät vaihtelevat maittain, mutta niihin saattaa kuulua autoregressiivisiä jakautuneiden viiveiden malleja (ADL), dynaamisia faktorimalleja, ajallisia disaggregointitekniikkoja, ennustemalleja ja monimuuttujamalleja, joita on kuvattu esimerkiksi Eurostatin julkaisuissa "Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30" ja "Overview of GDP flash estimation methods".

ja/tai menetelmäparannuksiin (kuten Euroopan kansantalouden tilinpito- ja aluetilinpitojärjestelmän (ESA 2010) käyttöönotto syyskuussa 2014).

Kuvio A

Euroalueen BKT:n arviot

(kumulatiiviset prosentimuutokset)



Lähde: Eurostat.

Huom. Eurostatin ensimmäinen alustava pika-arvio julkaistiin 29.4.2016 vuoden 2016 ensimmäiseltä neljännekseltä. Aikaisempia jaksvoja koskevat pika-arviot on poimittu Eurostatin julkaisusta "Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days". Tässä analysissa käytetään kahden desimaalin estimoititarkkuutta. "Tämänhetkinen arvio" tarkoittaa EKP:n Statistical Data Warehouse -tilastopalvelussa 7.3.2018 ollutta tuoreinta tietoa. Pika-arviot perustuvat euroalueen kulloiseenkin koostumukseen, kun taas tämänhetkiset arviot perustuvat euroalueen nykyiseen koostumukseen.

Alustava pika-arvio (t+30) on suoriutunut hyvin verrattuna pika-arvioon (t+45).

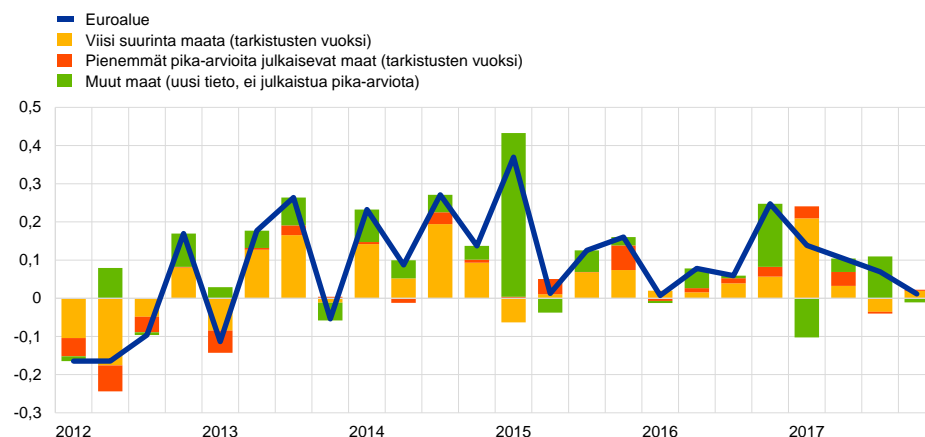
Vuoden 2012 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2017 viimeisen neljänneksen välisenä aikana alustavan pika-arvion ja pika-arvion välillä ei keskimäärin ole eroa (ks. kuvio A). Vaikka tarkasteltaisiin yksittäisiä vuosineljänneksiä, ei ole näyttöä erityisen suurista eroista näiden kahden arvion välillä. Tämä viittaa siihen, että varhaisemmasta julkistuspäivästä huolimatta ensimmäisen arvion luotettavuus on säilytetty. Viime kädessä tietysti sekä alustavaa pika-arviota että pika-arviota on verrattava tuoreimpaan käytettävissä olevaan BKT-tietoon. Tässä suhteessa molemmat pika-arviot suoriutuvat samantasoisesti, sillä kumpikin arvio on ollut keskimäärin 0,1 prosenttiyksikköä tuoreinta käytettävissä olevaa lukua pienempi. Kuten olettaa saattaa, suurin osa tarkistuksista johtuu viidestä suurimmasta maasta, jotka muodostavat yli 80 % euroalueen BKT:stä (ks. kuvio B). Kuitenkin myös pienemmillä mailla on tässä suhteessa merkitystä joko siksi, että i) ne itse tarkistavat omia pika-arvioitaan tai ii) euroalueen tietoihin yhdistellään tiedot niistä maista, jotka eivät julkista tietoja aikaisemmin kuin 60 vuorokauden kuluttua tarkasteluneljänneksen jälkeen. Itse asiassa ne neljä pienempää maata, jotka eivät julkaise arvioita ajankohtina t+30 tai t+45, vaikuttivat suhteellisen merkittävästi euroalueen tasolla tehtyihin tarkistuksiin, erityisesti vuoden 2015 ensimmäisen neljänneksen, vuoden 2016 viimeisen neljänneksen ja vuoden 2017 kolmannen neljänneksen osalta.²¹

²¹ Näiden neljänneksen tietojen tarkistukset johtuivat suurelta osin Irlannin tietojen yhdistelemisestä euroalueen lukuihin. Monikansallisten yritysten hyvin merkittävä asema Irlannissa ja käytössä oleva tapa kirjata niiden aineettomia omistuksia on lisännyt BKT:n kasvuvauhtien heilahtelua viime vuosina.

Kuvio B

Vaikutukset t+45-pika-arvion ja tuoreimpien tietojen välisiin eroihin

(prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Viisi suurinta maata BKT:llä mitattuna ovat Saksa, Espanja, Ranska, Italia ja Alankomaat.

Euroalueen tilastot ovat viime vuosina parantuneet, mutta niihin liittyy

edelleen useita haasteita. BKT:n alustavan pika-arvion (t+30) käyttöönotto on eräs viime vuosien merkittävimmistä kansantalouden tilinpidon parannuksista, sillä se jouduttaa ensimmäisen arvion julkistusta uhraamatta lainkaan sen luotettavuutta. EKP käyttää säännöllisesti tällaisia arvioita analyysissään ja makrotaloudellisissa ennusteissaan, joten se hyötyy tietojen ajantasaisuuden paranemisesta. Muiden euroalueen maiden odotetaan alkavan julkaista alustavia pika-arvioita BKT:stä lähivuosina,²² mutta sellaisten maiden määrä, jotka julkaisevat kansallisia arvioita tai yksityiskohtaisia menoerittelyjä ajankohtana t+30, ei välttämättä ole lyhyellä aikavälillä riittävä siihen, että euroalueen makrotaloudellista kehitystä pystyttäisiin analysoimaan perusteellisemmin niin pian vuosineljänneksen päätyttyä. Lisäksi alustavien pika-arvioiden yhteydessä käytetyt taloustilastot ovat edelleen epätäydellisempiä ja vähemmän ajantasaisia koko euroalueen tasolla kuin tilastot useista yksittäisistä euroalueen maista ja euroalueen keskeisistä kauppakumppaneista (kuten Yhdysvalloista). Siksi on tärkeää, että tarpeellisten euroalueen tasoisten ja maakohtaisten tilastojen kehittäminen jatkuu ja sitä priorisoidaan asianmukaisesti. On myös tärkeää parantaa alustavien pika-arvioiden lähdetietojen laatua (esim. palvelujen lyhyen aikavälin tilastot)²³. Tällaiset parannukset viime kädessä parantavat alustavien pika-arvioiden luotettavuutta ja käyttökelpoisuutta, mikä puolestaan edistää tarkempaa taloudellista analyysia.

²² Italian tilastoviranomaisen [Istatin julkistuskalenterin](#) mukaan Italia julkistaa ensimmäisen alustavan pika-arvionsa BKT:stä 2.5.2018.

²³ Ks. myös [EKP:n lausunto](#) ehdotuksesta Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi Euroopan yritystilastoista, asetuksen (EY) N:o 184/2005 muuttamisesta ja kymmenen säädöksen kumoamisesta yritystilastojen alalla (CON/2018/1), 2.1.2018.

Kausivaihtelun ja poikkeavien havaintojen vaikutus ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon

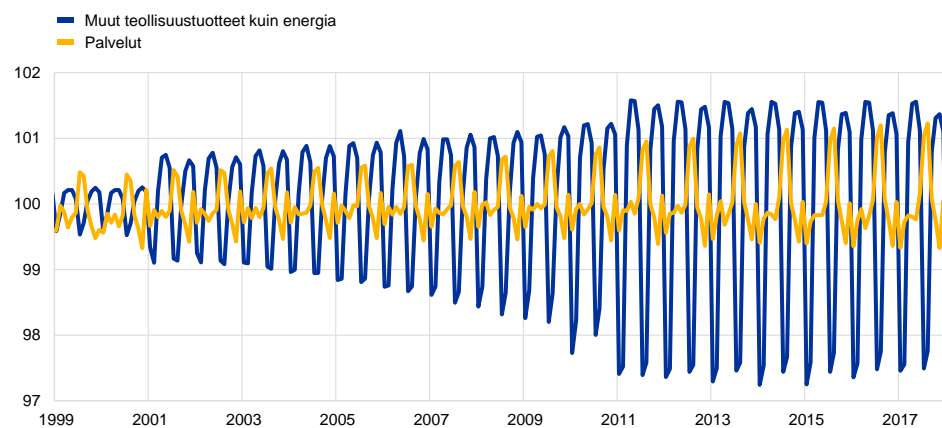
Pohjainflaatiomittarit tarjoavat keinon katsoa hintakehitykseen lyhyen aikavälin heilahtelua syvemmälle. Esimerkki tästä on erittäin voimakkaasti heilahtelevien elintarvikkeiden ja energian aluerien erottaminen YKHI-inflaatiosta. Kuitenkin myös ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon voi liittyä lyhytaikaista heilahtelua. Tässä kehikossa tarkastellaan kahta mahdollista tällaisen volatilititeetin lähdettä – kausivaihtelua sekä idiosynkraattisia hinnan muutoksia (eli ”poikkeavia havaintoja”) – ja arvioidaan, missä määrin ne voivat selittää euroalueen ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation lyhytaikaista volatilititeettiä viime aikoina.

Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun euroalueen YKHI-inflaation kausivaihtelut ovat ajan mittaan korostuneet. Kausivaihteluilla ei sinänsä ole vaikutusta vuotuisiin inflaatiovauhteihin, mutta kausiluonteisten tekijöiden muutoksilla on. Merkittävä osa kausivaihtelun kasvusta johtuu menetelmämuutoksista, joskin osa siitä tuntuu johtuvan yleisemmästä kehityksestä.²⁴ Kausivaihtelun kasvu näkyy sekä muiden teollisuustuotteiden kuin energian YKHI-inflaatiossa että palvelujen aluerän YKHI-inflaatiovauhdissa (ks. kuvio A).

Kuvio A

Kausivaihtelutekijä euroalueen muiden teollisuustuotteiden kuin energian sekä palvelujen aluerän YKHI-inflaatiossa

(indeksi: ei kausivaihtelun vaikutusta YKHI:ssä = 100)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Kausivaihtelutekijä lasketaan kausivaihtelun suhteen korjaamattoman ja korjatun aikasarjan suhteena. Luku, joka ylittää (alittaa) 100, tarkoittaa positiivista (negatiivista) kausivaihtelun vaikutusta euroalueen muiden teollisuustuotteiden kuin energian sekä palvelujen aluerän YKHI-inflaatioon

Kausivaihtelun vaikutus muiden teollisuustuotteiden kuin energian YKHI-inflaatioon sekä palvelujen aluerän YKHI-inflaatioon liittyy pääasiassa vaatteiden hintoihin ja matkustukseen liittyviin palveluihin. Vaatteiden

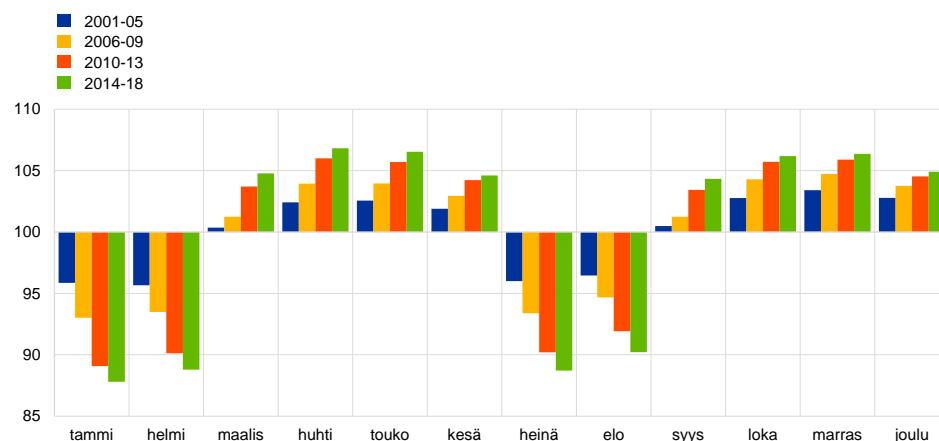
²⁴ Ks. ”kausivaihtelun” määritelmä Talouskatsauksen 3/2016 kehikossa ”Harmonised Index of Consumer Prices – Easter effects and improved seasonal adjustment”.

kausiluonteiset alennusmyynnit pidetään yleensä talvisin tammikuussa ja helmikuussa sekä kesäisin heinäkuussa ja elokuussa (ks. kuvio B).²⁵ Aikaisemmin (myöhemmin) aloitettu alennusmyyntikausi saattaa siten tarkoittaa suurempaa (pienempää) kuukausitason hinnanmuutosta kuin edellisvuonna ja siten aiheuttaa merkittävän tilapäisen laskun (nousun) vuotuisessa inflaatiovauhdissa. Vaatteiden hintoihin liittyvä kausivaihtelu on voimistunut tuntuvasti vuodesta 2001 muun muassa parantuneen hintojen keruun, talvi- ja kesävaatteiden hinnanmuutosten tilastoinnin paranemisen sekä vuodesta 2010 lähtien kausituotteiden käsittelystä annetun asetuksen myötä.²⁶ Matkustukseen liittyvien palvelujen (esim. pakettimatkat, majoitus, lennot) hintojen kausivaihtelut perustuvat voimakkaisiin hinnanmuutoksiin lähinnä kesä- ja talvikuukausina (ks. kuvio C).²⁷ Ottaen huomioon vaatteiden ja matkustukseen liittyvien palvelujen verrattain suuren painon YKHI-inflaatiossa (noin 12 %) poikkeamat tavanomaisesta kausivaihtelusta saattavat vaikuttaa vuotuisen inflaatioon voimakkaasti.

Kuvio B

Kausivaihtelutekijä euroalueen vaatteiden hintojen YKHI:n alaeässä

(indeksi: ei kausivaihtelun vaikutusta YKHI:ssä = 100, keskiarvot)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vaatteiden hinnoilla tarkoitetaan YKHIin sisältyvää vaatehintaindeksiä. Ajanjakso 2014--2018 päättyi tammikuuhun 2018 ja sisältää sen. Kausivaihtelutekijä lasketaan kausivaihtelun suhteen korjaamattoman ja korjatun aikasarjan suhteena. Kehikon kirjoittajat käyttävät aikasarjan kausivaihtelukorjauksessa X12-regArima-menetelyä.

²⁵ Italiassa ja Espanjassa vaatteiden hinnoissa on suurta kausivaihtelua, kun taas Saksassa ja Ranskassa se on vähäisempää.

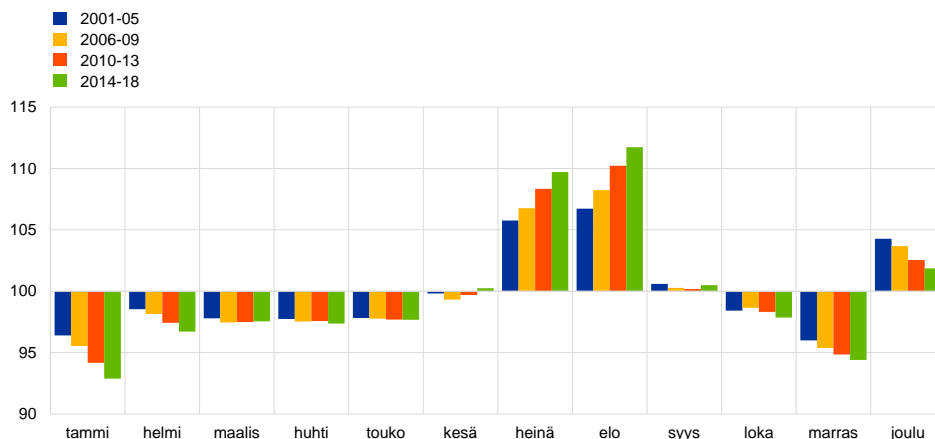
²⁶ Ks. huhtikuun 2011 Kuukausikatsauksen kehikko "Methodological changes in the compilation of the HICP and their impact on recent data" .

²⁷ Mitä tulee matkustukseen liittyviin palveluihin, kausivaihtelu on voimakkainta Ranskassa kesäisin ja Saksassa ympäri vuoden, mikä tarkoittaa lähinnä sitä, että Saksassa on selvät pakettimatkojen sesonkikaudet. Kesälomien tarkka ajoittuminen saattaa vaihdella vuosittain. Tämän muutoksen vaikutus ei määritelmän mukaisesti erottuisi kausivaihteluna.

Kuvio C

Kausivaihtelutekijä euroalueen matkustukseen liittyvien palvelujen hintojen YKHI:n aluerässä

(indeksi: ei kausivaihtelun vaikutusta YKHI:ssä = 100, keskiarvot)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Matkustukseen liittyvät palvelut ovat pakettimatkoja, majoituspalveluja ja lentomatoja. Ajanjakso 2014--2018 päättyy tammikuuhun 2018 ja sisältää sen. Kausivaihtelutekijä lasketaan kausivaihtelun suhteen korjaamattoman ja korjatun aikasarjan suhteena. Kehikon kirjoittajat käyttävät aikasarjan kausivaihtelukorjauksessa X12-regArima-menetelmää.

Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio heijastelee myös poikkeavia havaintoja. Poikkeavat havainnot voidaan määritellä

epätavallisiksi hinnannuutoksiksi, jotka ovat tilastollisesti merkitsevässä määrin kyseisen kuukauden keskimääräistä muutosta suurempia tai pienempiä (kausi- ja kalenterikorjausten jälkeen), ja ne liittyvät yleensä tiettyihin tapahtumiin.²⁸ Merkittäviä esimerkkejä tällaisista tapahtumista ovat arvonnäkövieron kannan muutokset tai hallinnolliset toimet, mutta myös järjestetyt kansainväliset tapahtumat, kuten maailmannäyttelyt tai olympialaiset. Kuviossa D on eritelty näin määriteltyjen poikkeavien havaintojen vaikutuksia²⁹. Vuonna 2017 poikkeavien havaintojen vaikutus ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon oli noin -0,1 prosenttiyksikköä, joka oli voimakkain negatiivinen nettovaikutus vuosien 2001--2017 otoksessa. Sen taustalla olivat sosiaaliturvamaksun alennus Saksassa tammikuussa 2017, yliopistojen lukukausimaksua koskevan vapautuksen laajennus Italiassa lokakuussa 2017 sekä liikennevakuutusmaksujen alennus Saksassa lokakuussa 2017.

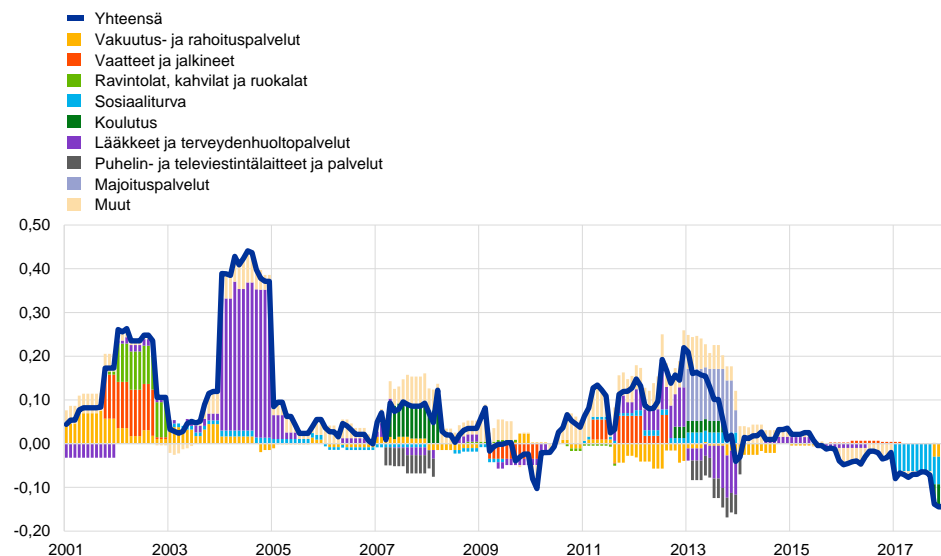
²⁸ Tätä kehikkoa varten poikkeavat havainnot on tunnistettu autoregressiivisten integroitujen liukuvien keskiarvojen malleilla (ARIMA) (X13-regArima). Vain tason siirtymistä koskevat vaikutukset on esitetty, sillä yksittäiset poikkeavat havainnot eivät ole riittäväällä tarkkuudella erotettavissa kausivaihtelun muutoksista. Kausivaihteluun kuulumattomat poikkeavat havainnot on määritelty kuukausitason muutoksina, jotka poikkeavat keskiarvosta kolmen keskihajonnan verran, mikä on lähellä regArima-menetelmän mukaista kriittistä arvoa.

²⁹ Poikkeavat havainnot on tunnistettu yksittäin euroalueen ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation 72 aluerän joukosta. Näiden poikkeavien havaintojen aggregointimenetelmä saattaa poiketa EKP:n kausivaihtelu- ja kalenterikorjauksista, joita sovelletaan ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun YKHI-inflaatioon sekä palvelujen ja muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian aluerien inflaatioon. Tämä johtuu siitä, että poikkeavia havaintoja on todennäköisempää havaita eritellymmällä hintojen tarkastelutasolla.

Kuvio D

Poikkeavien havaintojen vaikutus ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettuun vuotuisen YKHI-inflaatioon

(prosenttiyksikköä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Poikkeavien havaintojen vaikutus vuotuisen inflaatiovauhtiin on yleensä lyhytaikainen.

Edelliseen kuukauteen verrattuna epätavallinen hinnan muutos vaikuttaa inflaatiovauhtiin vuoden ajan, jollei muutos häviä nopeasti seuraavina kuukausina, mahdollisesti vastakkaisen poikkeavan havainnon seurauksena. Yhtenä esimerkkinä on hyvin leuto ja lumeton talvi hiihtokeskusalueilla, joka vähentää majoituspalvelujen kysyntää ja alentaa hintoja tavanomaiselta tasolta. Useimpien kuviossa D yksilöityjen erien hintoja kuitenkin asetetaan tavallisesti harvoin (erityisesti hallinnollisesti määräytyviä hintoja), joten poikkeava hintahavainto on todennäköisesti aito tasosiirtymä, jonka vaikutus inflaatioon häviää vasta vuoden kuluttua.

Kausivaihtelujen ja poikkeavien havaintojen lisääntyminen kasvattaa inflaatioyllätysten mahdollisuutta.

Epätavanomaisten kausivaihtelujen ja poikkeavien havaintojen tunnistaminen ja arviointi on tärkeää lyhyen aikavälin ennustamisen kannalta, jotta lyhytaikaiset sokit osataan erottaa suhdannevaihteluista sekä keskipitkän ja pitkän aikavälin trendeistä. Käytännössä poikkeavat havainnot otetaan niiden odottamattomuuden ja kertaluonteisuuden vuoksi usein mekaanisesti huomioon lyhyen aikavälin inflaationäkymän päivityksessä siten, että kuukausitason muutosvauhti pidetään muuttumattomana suhteessa edelliseen ennusteeseen. Tähän sisältyy riski olla huomaamatta, että poikkeava havainto voi olla trendimuutoksen ensimmäinen vaihe tai että se saattaa kumoutua hyvin nopeasti vastakkaisen muutoksen myötä.

Finanssipolitiikan mitoitus aiempien noususuhdannejaksojen aikana

Euroalueen ja sen useimpien jäsenmaiden talouskasvu on palautunut kriisiä edeltäneille tasoille, ja parhaillaan on menossa noususuhdanne. Neljän viime vuoden aikana on asteittain siirrytty laaja-alaiseen ja omalla painollaan etenevään kasvuun samalla, kun euroalueen finanssipolitiikan mitoitus on kokonaisuudessaan ollut jokseenkin neutraali. Harkinnanvaraisella politiikalla ei toisin sanoen ole annettu taloudelle merkittävää kasvusysäystä eikä toisaalta myöskään hidastettu euroalueen kasvua kokonaisuudessaan. Kun noususuhdanne muuttuu vakaammaksi ja saavuttaa kypsän vaiheen, euroalueella saattaa tulla tarpeelliseksi sykliä tasoittava politiikka. Alan kirjallisuudessa esitetyt perustelut vastasyklisen finanssipolitiikan puolesta³⁰ pohjautuvat tarpeeseen parantaa rahoitusasemia taloudellisesti hyvinä aikoina ja käyttää näin saavutettua finanssipoliittista liikkumavaraa talouden tukemiseen taantumissa ilman, että velan kestävyys kärsii tästä. Euroalueella automaattisten vakauttajien merkittävä rooli syklin tasoittajina edellyttää, että maat noudattavat politiikassaan vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisia sitoumuksiaan. Näin ne voivat ryhtyä taas kerryttämään julkisen talouden puskureita, pienentää velkasuhdetta ja pitää finanssipolitiikan kestäväällä tolalla.

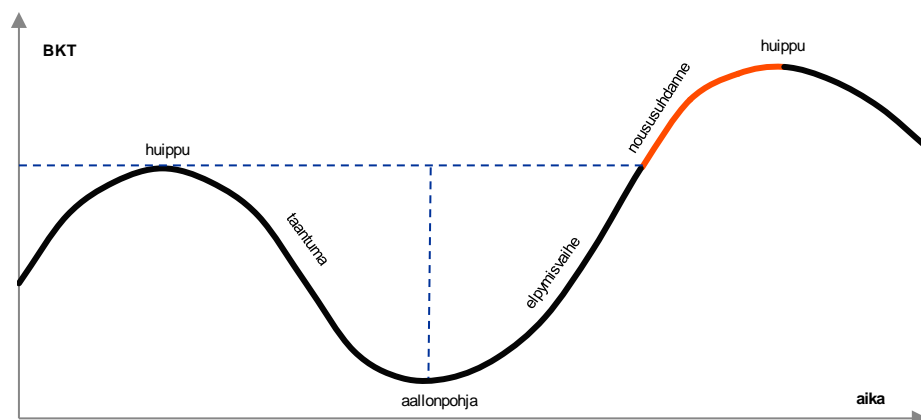
Tässä kehikossa tarkastellaan finanssipolitiikan mitoitusta aiempien noususuhdanteiden aikana ja sitä, missä määrin taloudellisesti hyviä aikoja on hyödynnetty julkisen talouden puskurien kerryttämiseksi. Tässä kehikossa noususuhdanteella tarkoitetaan ajanjaksoa, joka alkaa, kun BKT:n taso on palautunut taantumaa edeltäneeseen huippuunsa, ja päättyy, kun seuraava huippu on saavutettu³¹. Tätä suhdannesyklin osaa sanotaan usein noususuhdanteeksi erotuksena elpymisvaiheesta eli vaiheesta, jossa BKT palautuu aallonpohjasta takaisin edelliselle huipputasolle (ks. kuvio A). Vaihtoehtoisesti noususuhdannetta voidaan mitata tunnistamalla ne ajanjaksot, joina tuotantokuilu on positiivinen ja BKT:n toteutunut kasvu ylittää potentiaalisen kasvun.

³⁰ Ks. mm. John B. Taylor, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14, No 3, 2000, s. 21–36, ja uudempi kirjoitus aiheesta, "Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth", *Fiscal Monitor*, IMF, Washington, huhtikuu 2015.

³¹ Suhdannehuippujen ja -pohjien määrittämiseen käytetään Bryn ja Boschanin menetelmää neljännesvuosittaisella BKT:n frekvenssillä. Ks. tarkemmin Hardin ja Pagan, "Dissecting the cycle: a methodological investigation", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, Issue 2, 2002, s. 365–381.

Kuvio A

Pelkistetty esitys suhdannesyklistä



Huom. Punaisella merkitty noususuhdannejakso merkitsee aikaa, joka alkaa siitä, kun BKT:n taso on palautunut edelliseen huippuunsa, ja kattaa BKT:n kasvun aina seuraavaan huippuun asti. Taantuma määritellään jaksoksi, jonka aikana BKT:n kasvu on vähintään kahdella peräkkäisellä vuosineljänneksellä negatiivinen.

Euroalueella oli vuosina 1996–2007 pitkä noususuhdanne (ks. taulukko A).

Tällä ajanjaksolla euroalueen BKT kasvoi keskimäärin 2,4 % vuodessa. Viidestä suurimmasta maasta Ranskassa, Espanjassa ja Alankomaissa oli pitkä noususuhdannejakso, ja Espanjassa ja Alankomaissa BKT:n keskimääräinen kasvu oli huomattavasti suurempaa kuin Ranskassa. Saksassa ja Italiassa taas pitkä noususuhdanne keskeytyi 2000-luvun alkuvuosina ja jatkui jälleen 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen puolestavälistä vuoteen 2007 asti. Euroalueen viidestä suurimmasta maasta BKT:n keskimääräinen kasvu oli suurta taantumaa edeltäneen noususuhdanteen aikana alhaisinta Italiassa. Viime vuosina taas Saksa on ollut ainoa maa, jossa esiintyi lyhytaikainen noususuhdanne heti vuosien 2008–2009 talous- ja finanssikriisin jälkeen.

Taulukko A

Finanssipolitiikan mitoitus ja julkisen talouden kehitys noususuhdanteissa

Noususuhdanteet	Finanssi- politiikan keski- määräinen vuotuinen mitoitus	Suhdannekorjattu perusjäämä		Julkisen talouden velka		Perus- jäämä	BKT:n kasvu	Tuota- nto- kuilu
		alussa	lopussa	alussa	lopussa			
		(% BKT:stä)				Keskiarvo (%)		
Euroalue								
I/1996–I/2008	0,0	0,5	0,7	70,8	64,9	1,4	2,4	0,6
Saksa								
I/1996–II/2001	0,6	0,4	3,3	54,8	58,9	1,3	1,9	0,0
II/2005–I/2008	0,6	0,0	1,8	64,8	63,7	1,1	2,6	-0,1
I/2011–III/2012	1,5	-0,6	1,2	80,9	79,8	1,9	2,5	0,5
Ranska								
I/1996–I/2008	-0,1	-0,7	-1,7	55,8	64,3	0,2	2,3	0,8
Italia								
I/1996–I/2001	0,0	3,9	4,0	116,9	105,1	5,0	2,0	0,3
IV/2003–I/2008	0,1	1,5	1,9	100,5	99,8	1,4	1,5	1,4
Espanja								
I/1996–II/2008	0,2	-0,8	1,9	61,7	35,6	2,0	3,8	1,7
Alankomaat								
I/1996–II/2008	0,3	-2,8	0,8	73,6	42,7	2,4	3,0	0,0

Lähteet: Euroopan komissio, Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Noususuhdanteeseen lasketaan vuosineljännekset sen jälkeen, kun BKT on palannut taantumaa edeltäneelle huipputasolle, siihen asti, että se saavuttaa seuraavan huipun. Keskimääräinen vuotuinen finanssipolitiikan mitoitus lasketaan suhdannekorjatun perusjäämän keskimääräisenä vuosimuutoksena. Koska suhdannekorjatusta perusjäämästä on tietoja saatavilla vuodesta 1995 alkaen ja finanssipolitiikan mitoituksesta siis vuodesta 1996 alkaen, ensimmäisen noususuhdanteen alkuna on vuoden 1996 ensimmäinen neljännes. Euroalueen BKT saavutti kuitenkin kriisiä edeltäneen huipputasonsa vuoden 1994 toisella neljänneksellä. Indikaattorit perustuvat vuoden lopun tietoihin, kun taas noususuhdanteen loppu ajoittuu vuoden kolmannelle neljännekselle. Saksan ja euroalueen osalta vuoden 1995 suhdannekorjatusta perusjäämästä on poistettu Treuhandanstaltin (entisen Saksan demokraattisen tasavallan yhtiöiden yksityistämistä varten perustetun omaisuusneuvoston) Saksan liittotasavallan budjettiin sisällyttämisen suuri kertaluonteinen vaikutus.

Finanssikriisiä edeltävänä aikana euroalueen finanssipolitiikan mitoitus oli keskimäärin neutraali.³² Eri maista finanssipolitiikan mitoitus, joka määritellään suhdannekorjatun perusjäämän muutoksena, oli jokseenkin neutraali Espanjassa, Italiassa ja Ranskassa, lievästi supistava Alankomaissa ja vastasyklisempi Saksassa³³ (ks. kuvio A). Kun myös BKT:n kasvu oli vahvaa, Espanjan ja Alankomaiden velkasuhde supistui merkittävästi. Ranskassa se sitä vastoin kasvoi, mihin vaikutti olennaisesti se, että suhdannekorjattu perusjäämä pysytteli negatiivisena koko noususuhdanteen ajan. On syytä huomata, että Italian perusylijäämät olivat varsin mittavia vuosien 1996–2000 noususuhdanteen aikana, mikä supisti maan velkasuhdetta huomattavasti. Tämä ei kuitenkaan toistunut seuraavan noususuhdanteen aikana 2003–2007, jolloin BKT:n keskimääräinen kasvu oli hieman heikompaa ja perusylijäämä oli huomattavasti pienempi. Saksa erottuu muista maista siinä, että sen finanssipolitiikan mitoitus oli johdonmukaisesti kaikkein vastasyklisintä noususuhdanteiden aikana.

Yksinkertaisella ”finanssipolitiikan reaktiofunktioilla” voidaan tunnistaa tärkeimmät harkinnanvaraista politiikkaa ohjaavat tekijät. Aihetta koskevan kirjallisuuden³⁴ mukaan poliitikkojen valitsemaan finanssipolitiikan mitoitukseen vaikuttavat 1) velan taso, sillä korkea velkasuhde saattaa vaatia tasapainottamistoimia kestävyuden varmistamiseksi, 2) perusjäämän lähtötaso, sillä mitä korkeampi perusjäämän lähtötaso on, sitä vähemmän on tarvetta rakentaa julkisen talouden puskureita, 3) vaalinäkökohdat, sillä finanssipolitiikkaa saatetaan käyttää kannatuksen lisäämiseen vaalien yhteydessä, ja 4) suhdannekehitys, sillä

³² Finanssipolitiikan mitoitus osoittaa valtion politiikan vaikutusta rahoitusjäämään. Tämän vaikutuksen tärkeimpänä mittarina on suhdannekorjattu perusjäämä (eli julkisen talouden rahoitusasema ilman korkomenojen vaikutuksia ja suhdannekomponenttia). Se saattaa silti mitata valtion toimia puutteellisesti, sillä tuotantokuilun mittaaminen on epävarmaa ja mittariin itseensäkin saattavat vaikuttaa tekijät, joihin valtio ei voi vaikuttaa. Näihin tekijöihin kuuluvat julkisen talouden tulot ja sosiaaliturvamaksut, joiden pohjat kehittyvät usein jossakin määrin eri tavoin kuin BKT, joten tavanomaiset verojoustop eivät päde. Finanssipoliittisten toimien arviointiin on viime aikoina otettu tueksi alhaalta ylöspäin suuntautuva analyysi, joka tarjoaa yksityiskohtaisempia laskelmia valtion toimista tulojen ja menupuolen toimenpiteiden perusteella. Ks. tarkemmin lokakuun 2014 Kuukausikatsauksen artikkeli ”The assessment of fiscal effort”.

³³ Finanssipolitiikan mitoitusta, jonka suhde BKT:hen vaihtelee -0,2 prosentin ja 0,2 prosentin välillä, pidetään yleensä jokseenkin neutraalina. Tässä kehikossa esitetyssä analyysissä käytetään jälkikäteistietoja. On huomattava, että reaaliaikaisiin tietoihin verrattuna euroalueen maiden suhdannekorjatut rahoitusasemat ovat jälkikäteistiedoissa heikkommat, mikä johtuu siitä, että arvioita vuosien 1996–2007 noususuhdanteen aikaisesta potentiaalisesta tuotannosta on jälkikäteen tarkistettu alaspäin. Tämä merkitsee, että reaaliaikaisten tietojen mukaan finanssipolitiikan mitoitus olisi ollut enemmän sykliä tasaava kuin millaisena se jälkikäteistietojen perusteella toteutui.

³⁴ Ks. A. Turrini, ”Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure”, *Economic Papers*, No 323, 2008; C. Checherita-Westphal ja V. Žďárek, ”Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area”, *Working Paper Series*, No 2036, EKP, 2017; ja R. Golinelli, I. Mammi, S. Momigliano ja P. Rizza, ”The Cyclical Policy in the Euro Area over the Crisis” teoksessa *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d’Italia, 2017, mimeo.

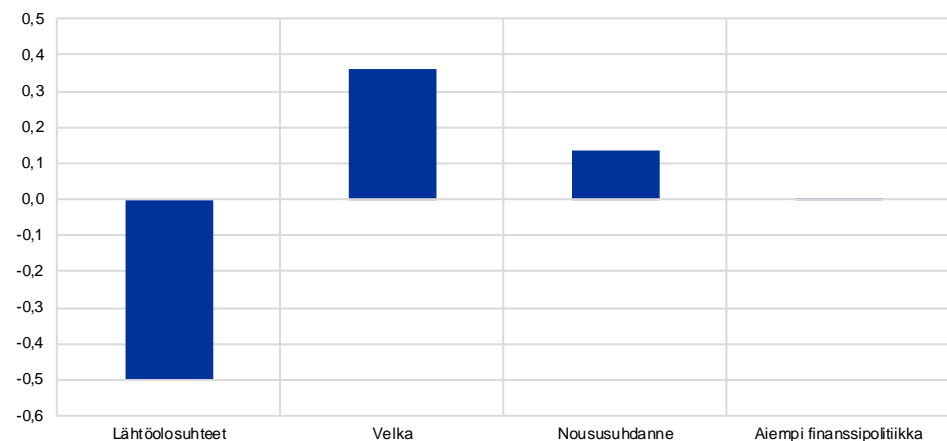
taloudellisesti hyvinä aikoina valtiot saattavat rakentaa julkisen talouden puskureita seuraavan taantuman vaikutusten torjumiseksi.

Estimoitu finanssipolitiikan reaktiofunktio vaikuttaa taulukossa A esitettyjen kuvailevien tietojen mukaiselta. Kuviossa B esitetään estimoidun finanssipolitiikan reaktiofunktion perusteella saatu tilastollisesti merkitsevien selittävien muuttujien suhteellinen vaikutus finanssipolitiikan mitoituksen ennustettuun arvoon³⁵. Se vahvistaa alan kirjallisuudessa esitetyt havainnot, joiden mukaan finanssipolitiikan kokonaismitoitukseen on vaikuttanut positiivisesti (eli finanssipolitiikan mitoitusta tiukentavasti) velan taso ja negatiivisesti (eli finanssipolitiikan mitoitusta keventävästi) perusjäämän lähtötaso. Lisäksi kuviosta B näkyy, että tässä kehikossa esitetyn määritelmän mukaisten talouden noususuhdanteiden aikana finanssipolitiikan mitoituskkin on yleensä suhteellisesti ottaen tiukempi.

Kuvio B

Vaikutukset finanssipolitiikan mitoitukseen (1996–2017)

(prosenttiyksikköinä)



Huom. Palkit edustavat kunkin estimoidussa finanssipolitiikan reaktiofunktiossa huomioon otetun selittävän muuttujan suhteellista vaikutusta finanssipolitiikan mitoitukseen (eli suhdannekorjatun perusjäämän muutokseen). Kunkin muuttujan suhteellinen vaikutus lasketaan kyseisen muuttujan estimoidun kertoimen ja keskimääräisen arvon tulona, joka esitetään suhteessa finanssipolitiikan mitoituksen ennustettuun arvoon. Finanssipolitiikan reaktiofunktion kertoimet on estimoitu kiinteiden vaikutusten käyttöön perustuvilla paneelimenetelmillä (ks. alaviite 6). Muihin robustisuustarkastuksiin kuuluu estimointi dynaamisella GMM-menetelmällä, jolla otetaan huomioon mahdollinen endogeenisuus, joka johtuu viivästetyn selittävän muuttujan sisällyttämisestä selittäviin muuttujiin. Instrumentteina käytetään endogeenisten muuttujien viivästettyjä arvoja. Tulokset ovat robusteja eri spesifikaatioilla. Havainnot = 100. Lähtöolosuhteisiin sisältyy suhdannekorjatun perusjäämän viivästetty taso ja vakio.

Lievästi vastasyklinen tai jokseenkin neutraali finanssipolitiikan mitoitus, joka vallitsi finanssikriisiä edeltäneen noususuhdanteen aikana, ei riittänyt kerryttämään tarpeeksi suuria puskureita seuraavan taantuman varalle. EU:n finanssipolitiikan ohjausjärjestelmässä kaikkien EU-maiden on saavutettava kestävä velkataso ja varmistettava samalla, että niiden talousarvioissa on riittävästi

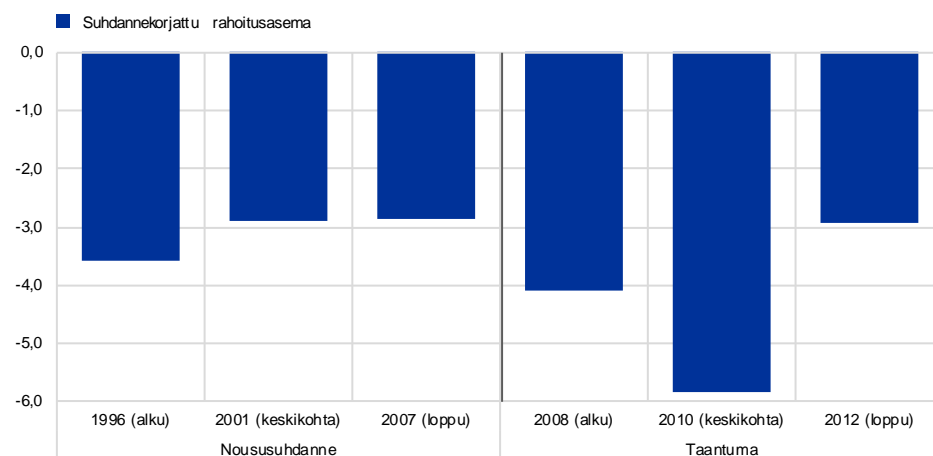
³⁵ Finanssipolitiikan reaktiofunktion perustuvassa lähestymistavassa finanssipolitiikan mitoitus (eli suhdannekorjatun perusjäämän muutos) estimoidaan 1) viivästetyn finanssipolitiikan mitoituksen, 2) suhdannekorjatun perusjäämän viivästetyn tason, 3) viivästetyn velan tason ja 4) sellaisen apumuuttujan funktiona, jonka arvo on (edellä kuviossa A esitetyn määritelmän mukaisina) noususuhdannevuosina 1 ja muulloin 0. Tämä suhde estimoidaan otoksesta, jossa ovat euroalueen viisi suurinta maata ajanjaksolla 1996–2017. Estimointimenetelminä ovat kiinteiden vaikutusten käyttöön perustuvat paneeliaineistomenetelmät sekä instrumenttimuuttujamenetelmät, joilla otetaan huomioon mahdolliset endogeenisuusongelmat. Muihin robustisuustarkastuksiin kuuluu estimointi dynaamisella GMM-menetelmällä.

liikkumavaraa ja turvamarginaali, joka estää niitä rikkomasta EU:n finanssipoliittisia sääntöjä negatiivisten sokkien tapahtuessa³⁶. Vuosien 2008–2009 talous- ja finanssikriisiä edeltäneen hyvin pitkän noususuhdanteen aikana euroalue ei onnistunut kerryttämään riittäviä julkisen talouden puskureita. Tämä johtui siitä, että euroalueen suhdannekorjattu rahoitusjäämä (eli julkisen talouden rahoitusasema ilman suhdannekomponenttia, ks. kuvio C) pysytteli pitkään negatiivisena. Kriisin alkaessa euroalueen suhdannekorjattu rahoitusjäämä oli -2,8 %. Seuraavalla ajanjaksolla, vuosina 2008–2010, suhdannekorjatun rahoitusjäämän suhde BKT:hen heikkeni edelleen lähes kolmella prosenttiyksiköllä (vuonna 2010 se oli -5,8 %) ja velkasuhde kasvoi lähes 20 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen Euroopan komission tietojen mukaan. Tämän kokemuksen perusteella ja kaksi supistumisvaihetta sisältäneen taantuman aikana kertyneen velan huomioon ottaen näyttää siltä, että euroalueen mailla on hyviä syitä hyödyntää tämänhetkistä suotuisaa taloustilannetta riittävien julkisen talouden puskurien kerryttämiseksi vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti. Tätä taustaa vasten kannattaa muistaa euroryhmän marraskuussa 2017 esittämä toteamus, jonka mukaan etenkin suuret kestävyysriskit huomioon ottaen oli huolestuttavaa, että joissakin jäsenvaltioissa oli vuonna 2018 odotettavissa vain vähäisiä julkisen talouden rakenteellisia sopeutuksia.³⁷ Euroryhmä kehotti kaikkia jäsenvaltioita, joiden kohdalla komissio katsoi olevan vaarana, että niiden talousarviot eivät noudata vakaus- ja kasvusopimuksessa asetettuja vaatimuksia, hyvissä ajoin harkitsemaan tarvittavia finanssipoliittisia lisätoimia sen varmistamiseksi, että niiden vuoden 2018 talousarviot olisivat vaatimusten mukaisia.

Kuvio C

Euroalueen suhdannekorjattu rahoitusjäämä edellisen noususuhdanteen ja taantuman aikana

(% suhteessa BKT:hen)



Lähde: Euroopan komissio.

³⁶ Vuodesta 2005 asti tätä vaatimusta on toteutettu edellyttämällä, että maat etenevät kohti keskipitkän aikavälin tavoitettaan eli tasapainoista tai lähes tasapainoista rakenteellista rahoitusasemaa. Koska tämän analyysin alkujankoha edeltää rakenteellisen rahoitusaseman käyttöönottoa, kunkin noususuhdanteen lopussa vallinnutta suhdannekorjatun rahoitusjäämän tasoa käytetään kuvaamaan sitä, missä määrin maat ovat kerryttäneet julkisen talouden puskureita.

³⁷ Ks. EKP:n Talouskatsauksen numeron 8/2017 kehikko ”Huomioita alustavien talousarviosuunnitelmien arvioinnista vuoden 2018 arvioinnin perusteella”.

Huom. Noususuhdanteen ja taantumamääritelmien osalta ks. kuvion A huomautus. Noususuhdanne- ja taantumajaksojen keskipitkällä tarkoitetaan jakson puoleksivälissä olevaa vuotta.

8 Euroopan komission vuoden 2018 arvio makrotalouden epätasapainoista ja uudistusten edistymisestä

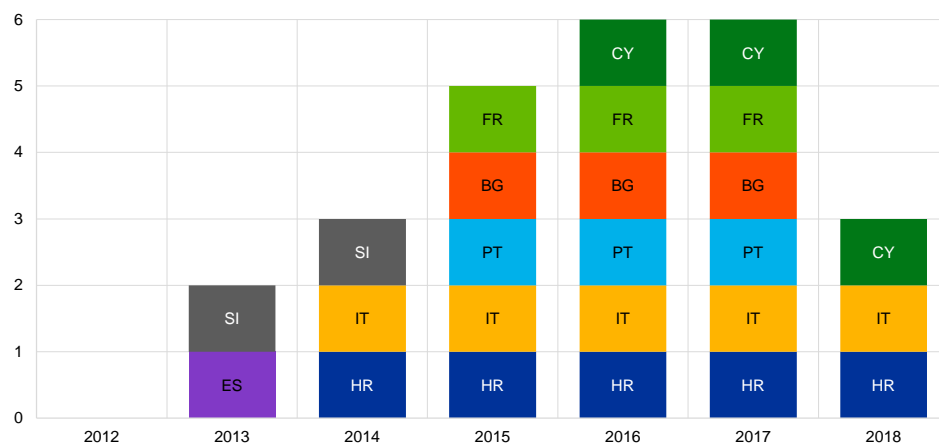
Euroopan komission vuoden 2018 arvio makrotalouden epätasapainoista ja uudistusten edistymisestä vahvistaa, että monissa EU:n jäsenvaltioissa tarvitaan lisätoimia talouskasvun ja häiriönsietokyvyn edistämiseksi kestävämmältä pohjalta.

Komission 7.3.2018 julkaistu arvio on olennainen osa talouspolitiikan eurooppalaista ohjausjaksoa ja sen makrotalouden epätasapainoa koskevaa menettelyä. Eurooppalainen ohjausjakso (European Semester) on prosessi, jolla Euroopan unioni koordinoi talous- ja finanssipolitiikkaa. Tässä prosessissa makrotalouden epätasapainoa koskevalla menettelyllä pyritään ehkäisemään haitallisten makrotalouden epätasapainojen syntyminen EU:n jäsenvaltioissa ja korjaamaan liiallisiksi arvioidut epätasapainot. Euroopan komissio käy kunkin vuoden syksyllä läpi standardoidun tulostaulun ja tekee sen jälkeen valituista maista perusteelliset arviot. Jos jäsenvaltiossa todetaan epätasapaino, sille annetaan makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn ennaltaehkäisevän osan mukaisia politiikkasuosituksia. Jos epätasapaino todetaan liialliseksi, komissio saattaa tehostaa menettelyä ja käynnistää liiallisia epätasapainoja koskevan menettelyn antamalla Euroopan unionin neuvostolle asiasta suosituksen. Tämän menettelyn korjaavan osan mukaisesti asianomaisen jäsenvaltion on esitettävä korjaavista toimenpiteistä suunnitelma, ja sille voidaan asettaa taloudellisia seuraamuksia.

Komission vuoden 2018 arvion mukaan makrotalouden epätasapainot EU:n jäsenvaltioissa tulevat asteittain purkautumaan. Niiden maiden määrä, joilla komissio on todennut liiallisen epätasapainon, on laskenut ensimmäistä kertaa sen jälkeen, kun makrotalouden epätasapainoa koskeva menettely otettiin käyttöön vuonna 2011. Tässä ryhmässä on enää kolme jäsenvaltiota (Kroatia, Italia ja Kypros) (ks. kuvio A). Kolmen edellisen vuoden aikana ryhmään kuuluivat myös Bulgaria, Ranska ja Portugali, mutta parannusten jälkeen komissio katsoo nyt, että kyseisissä maissa vallitsee vain epätasapaino (eikä liiallinen epätasapaino) (ks. taulukko A). Jälkimmäisessä ryhmässä pysyvät myös Saksa, Irlanti, Espanja, Alankomaat ja Ruotsi, vaikka näissä maissa on viime aikoina edistytty joidenkin epätasapainojen supistamisessa. Slovenian kohdalla komissio on päätellyt, että viime vuonna todettuja epätasapainoja ei enää ole. Kaiken kaikkiaan komissio ei ole havainnut merkkejä makrotalouden epätasapainoista kuudessatoista jäsenvaltiossa. Näitä ovat Slovenia sekä maat, joita ei makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn ensimmäisessä vaiheessa valittu perusteellisen arvion kohteiksi.

Kuvio A

EU:n jäsenvaltiot, joilla arvioidaan olevan liiallisia epätasapainoja



Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Kuviossa esitetään maat, joilla komissio on ilmoitettu vuosina todennut liiallisen epätasapainon. Talouden sopeutusohjelmassa oleva maa siirtyy ohjelman päättyessä automaattisesti makrotalouden epätasapainoa koskevaan menettelyyn. Vuonna 2012 liiallista epätasapainoa ei todettu yhdelläkään maalla.

Taulukko A

Komission päätelmät vuoden 2018 makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä

(1) Ei epätasapainoa		(2) Epätasapaino	(3) Liiallinen epätasapaino	(4) Liiallinen epätasapaino ja liiallisia epätasapainoja koskeva menettely (korjaava osa)
BE	MT	BG	HR	-
CZ	AT	DE	IT	
DK	PL	IE	CY	
EE	RO	ES		
LV	SK	FR		
LT	SI	NL		
LU	FI	PT		
HU	UK	SE		

Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Taulukossa on korostettu ne neljä maata, joiden luokitusta makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä Euroopan komissio paransi vuonna 2018 (joko "liiallisesta epätasapainosta" "epätasapainoon" tai "epätasapainosta" ryhmään "ei epätasapainoa"). Kreikka ei tällä hetkellä kuulu makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn piiriin, koska se on talouden sopeutusohjelmassa.

Makrotalouden epätasapainojen viimeaikainen koheneminen on johtunut osin suhdannetekijöistä eli EU:n jatkuvasta talouskasvusta.

Talouskasvun vahvistuminen on tukenut epätasapainojen korjautumista sekä suoranaisesti että epäsuorasti. Suoranaisesti se on edistänyt yritysten ja kotitalouksien velkataakan purkamista sekä työttömyyden vähenemistä. Epäsuorasti taas se on auttanut supistamaan taseiden epätasapainoja, jotka yleensä ilmaistaan suhteessa kansalliseen tuotantoon. Tämän myötä julkinen, yksityinen ja ulkomainen velka ovat edelleen supistuneet useimmissa EU:n jäsenvaltioissa. Lisäksi kokonaistyöttömyys (ja etenkin nuorisotyöttömyys) on edelleen laskenut, mitä ovat joissakin maissa edistäneet aiempina vuosina toteutetut työmarkkinauudistukset.

Näistä parannuksista huolimatta komissio on nimenomaisesti varoittanut vaaroista, jotka syntyvät vallitsevista korkeista taseiden epätasapainoista.

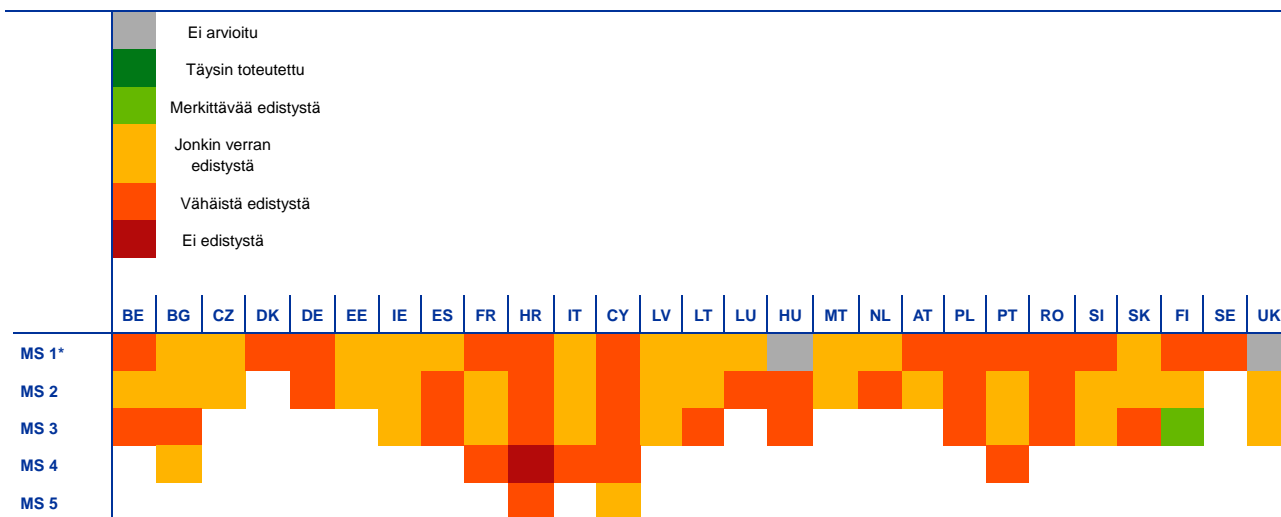
E erityisesti julkinen, yksityinen ja ulkomainen velka pysyttelevät monissa jäsenvaltioissa selvästi kriisiä edeltäneitä tasoja korkeammalla ja tekevät nämä maat jatkossa alttiiksi epäsuotuisille sokeille. Tämä vaatii maiden tarkan seurannan jatkamista makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä vielä silloinkin, kun niiden epätasapainoja ei enää arvioida liiallisiksi.

Rakennemuutokset ovat välttämättömiä kasvun ja häiriönsietokyvyn lujittamiseksi kestäväällä tavalla, mutta kuluneen vuoden aikana uudistusten toteutustahti on pysynyt monissa EU:n jäsenvaltioissa melko vaimeana.

Tämä ilmenee komission vuotuisesta maakohtaisten suositusten täytäntöönpanon arviosta. Maakohtaisessa suosituksessa annetaan yksittäiselle EU:n jäsenvaltiolle räätälöityjä ja noin 12–18 kuukauden ajanjakson kattavia ohjeita siitä, miten parantaa talouskasvua ja häiriönsietokykyä pitäen samalla yllä tervettä julkista taloutta. Euroopan unionin neuvosto hyväksyi nykyiset maakohtaiset suositukset heinäkuussa 2017. Komissio on viime vuoden tavoin todennut, että suurimmassa osassa – yli 90 prosentissa – uudistussuosituksista on edetty vain ”jonkin verran” tai ”vähäisessä” määrin, ja vain yksi maakohtainen suositus (lähes kahdeksastakymmenestä) on toteutettu merkittävin osin eikä yhtäkään ole toteutettu täysin (ks. taulukko B). Suuremmasta häiriöalttiudesta huolimatta ne kuusi maata, joilla viime vuonna todettiin liiallinen epätasapaino, eivät keskimäärin saavuttaneet sen suurempaa suositusten täytäntöönpanoa kuin keskimääräinen EU:n jäsenvaltio. Tämä pätee keskimäärin myös niihin kolmeen maahan, joiden luokitus makrotalouden epätasapainoja koskevassa menettelyssä parani komission vuoden 2018 arvioissa ”liiallisista epätasapainoista” ”epätasapainoihin”.

Taulukko B

Komission arvio vuoden 2017 maakohtaisten suositusten täytäntöönpanosta



Lähde: Euroopan komissio.

Huom. * Suosituksen 1 arvioissa ei ole huomioitu vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamista, jota Euroopan komissio arvioi keväällä 2018.

"Ei arvioitu" tarkoittaa tapauksia, joissa maakohtaiset suositukset liittyvät suurimmaksi osaksi tai kokonaan vakaus- ja kasvusopimukseen. Kreikka on talouden sopeutusohjelmassa, eikä sille ole näin ollen annettu maakohtaisia suosituksia.

Kaikkien makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn mukaisten toimenpiteiden (myös korjaavan osan) täysimääräinen ja tehokas käyttäminen

voisi nykyisessä suotuisassa taloustilanteessa auttaa tuomaan uutta puhtia uudistusohjelmaan. Vaikka komissio on vuoden 2018 arviossaan tunnistanut liiallisen epätasapainon kolmessa maassa, se ei ole suositellut liiallista alijäämää koskevan menettelyn (eli makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn korjaavan osan) käynnistämistä. Maakohtaisten suositusten epäjärjestelmällinen toteutus ilmentää sitä, miten vaikea uudistusten toteutusta on parantaa makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn ennaltaehkäisevän osan avulla. Menettelyn korjaava osa puolestaan tarjoaa selkeästi määritellyn prosessin, jolla voidaan tehokkaammin vaikuttaa makrotalouden kannalta kriittisimpien uudistusten toteuttamiseen. Tämä on erityisen merkityksellistä haavoittuvimmassa asemassa olevien jäsenvaltioiden kannalta, jotta niiden häiriönsietokykyä ja talous- ja rahaliiton toimintaa voitaisiin parantaa. Kaiken kaikkiaan makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä on toistaiseksi onnistuttu paremmin makrotalouden epätasapainojen tunnistamisessa kuin niiden korjaamisessa. Kaikkien käytettävissä olevien välineiden soveltaminen – mukaan lukien menettelyn korjaavan osan aktivointi niiden maiden osalta, joilla on liiallinen epätasapaino – voisi lisätä menettelyn tehokkuutta. (Tätä soveltamista on myös nimenomaisesti vaadittu vuonna 2015 julkaistussa viiden EU-johtajan raportissa³⁸, ja äskettäin sitä vaati niin ikään Euroopan tilintarkastustuomioistuin³⁹.) Jäsenvaltioiden suurempi sitoutuminen eurooppalaisessa ohjausjaksossa esitettyihin uudistusohjelmiin voisi myös auttaa lisäämään makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tehokkuutta.

³⁸ J.-C. Juncker et al., *Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistely*, kesäkuu 2015.

³⁹ Euroopan tilintarkastustuomioistuin, *Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn (MIP) tarkastus*, erityiskertomus nro 3, 2018.

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	1.5	1.9	0.9	6.7	1.8	1.1	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	.	2.3	1.7	1.6	6.9	2.3	2.3	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2017 Q1	0.9	0.3	0.2	0.3	1.4	0.6	2.4	1.8	2.5	2.1	0.3	1.4	1.8
Q2	1.0	0.8	0.3	0.6	1.9	0.7	2.1	1.8	1.9	2.7	0.4	1.4	1.5
Q3	1.0	0.8	0.5	0.6	1.8	0.7	2.2	1.8	2.0	2.8	0.6	1.6	1.4
Q4	.	0.6	0.4	0.1	1.6	0.6	2.3	1.9	2.1	3.0	0.6	1.8	1.4
2017 Sep.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.8	2.2	3.0	0.7	1.6	1.5
Oct.	-	-	-	-	-	-	2.2	1.9	2.0	3.0	0.2	1.9	1.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	2.4	1.8	2.2	3.1	0.6	1.7	1.5
Dec.	-	-	-	-	-	-	2.3	1.9	2.1	3.0	1.0	1.8	1.4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	2.1	3.0	1.4	1.5	1.3
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1.2

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53.1	55.8	56.2	51.4	50.4	53.8	51.8	53.7	50.4	1.1	3.6	-0.5
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.8	52.0	50.2	1.0	1.1	1.0
2017	53.3	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.9	53.8	52.8	5.2	3.1	6.6
2017 Q1	53.3	54.3	54.6	52.5	52.3	55.6	53.4	53.2	51.9	1.9	1.1	2.3
Q2	53.1	53.6	54.8	53.0	51.3	56.6	52.5	53.2	51.6	0.3	1.6	-0.6
Q3	53.3	54.9	54.1	51.8	51.9	56.0	52.7	53.5	51.9	1.6	1.0	2.0
Q4	53.4	54.6	55.2	52.6	51.9	57.2	53.5	53.4	52.1	1.4	1.6	1.3
2017 Sep.	53.2	54.8	54.1	51.7	51.4	56.7	52.9	53.3	51.5	1.6	1.0	2.0
Oct.	53.6	55.2	55.8	53.4	51.0	56.0	52.7	53.9	51.7	0.8	0.3	1.1
Nov.	53.2	54.5	55.0	52.2	51.6	57.5	53.7	53.1	52.2	1.2	0.8	1.5
Dec.	53.4	54.1	54.9	52.2	53.0	58.1	54.3	53.1	52.5	1.4	1.6	1.3
2018 Jan.	53.6	53.8	53.4	52.8	53.7	58.8	54.6	53.2	53.2	.	.	.
Feb.	54.3	55.8	54.5	52.2	53.3	57.1	53.9	54.5	52.5	.	.	.

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
2017 Aug.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.16	1.31	-0.03
Sep.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.17	1.32	-0.03
Oct.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.18	1.36	-0.04
Nov.	-0.35	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.43	-0.03
Dec.	-0.34	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.60	-0.02
2018 Jan.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.73	-0.03
Feb.	-0.36	-0.37	-0.33	-0.27	-0.19	1.87	-0.06

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
2017 Aug.	-0.78	-0.77	-0.73	-0.35	0.38	1.15	0.89	0.92	-0.75	-0.62	0.48	1.52
Sep.	-0.76	-0.75	-0.70	-0.26	0.52	1.27	1.04	0.98	-0.73	-0.54	0.65	1.68
Oct.	-0.79	-0.79	-0.74	-0.32	0.44	1.23	0.95	0.87	-0.78	-0.60	0.55	1.61
Nov.	-0.78	-0.76	-0.70	-0.28	0.44	1.20	0.79	0.88	-0.73	-0.52	0.56	1.52
Dec.	-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 Jan.	-0.63	-0.64	-0.52	0.05	0.71	1.35	0.81	1.07	-0.59	-0.21	0.96	1.60
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

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
2017 Aug.	375.1	3,451.3	727.5	266.5	681.4	288.8	187.3	596.2	467.4	284.4	340.3	861.1	2,456.2	19,670.2
Sep.	380.7	3,507.1	750.1	261.2	701.2	298.1	185.9	615.8	480.3	288.2	331.8	883.8	2,492.8	19,924.4
Oct.	391.7	3,614.7	791.0	267.8	724.9	306.3	190.2	636.2	501.1	290.1	330.9	895.9	2,557.0	21,267.5
Nov.	391.7	3,601.4	802.3	269.2	727.7	315.4	188.3	640.6	508.6	294.8	317.3	854.9	2,593.6	22,525.1
Dec.	389.7	3,564.7	796.2	274.9	719.0	313.5	189.1	641.2	491.3	291.3	316.1	839.7	2,664.3	22,769.9
2018 Jan.	398.4	3,612.2	822.3	276.1	731.7	323.4	196.3	661.2	504.6	284.9	312.6	848.1	2,789.8	23,712.2
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

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 Feb.	0.07	0.48	0.40	0.77	6.38	16.69	5.09	5.72	6.17	2.42	1.77	1.89	1.84	1.81	2.29	1.85
Mar.	0.06	0.47	0.40	0.74	6.38	16.70	4.99	5.62	6.08	2.41	1.74	1.88	1.85	1.81	2.25	1.85
Apr.	0.06	0.47	0.39	0.73	6.33	16.70	4.83	5.58	5.96	2.39	1.73	1.89	1.91	1.85	2.26	1.87
May	0.06	0.46	0.39	0.81	6.32	16.70	5.09	5.78	6.22	2.46	1.73	1.90	1.90	1.87	2.23	1.87
June	0.05	0.46	0.38	0.77	6.30	16.82	4.68	5.74	6.19	2.43	1.69	1.89	1.91	1.89	2.22	1.87
July	0.05	0.45	0.38	0.76	6.26	16.81	4.95	5.84	6.28	2.38	1.75	1.91	1.90	1.90	2.22	1.88
Aug.	0.05	0.44	0.35	0.75	6.23	16.80	5.33	5.89	6.34	2.38	1.75	2.00	1.92	1.94	2.21	1.91
Sep.	0.05	0.45	0.35	0.74	6.27	16.80	5.07	5.71	6.21	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	4.92	5.68	6.15	2.43	1.68	1.91	1.93	1.96	2.18	1.88
Nov.	0.05	0.45	0.33	0.75	6.21	16.80	4.73	5.69	6.14	2.38	1.67	1.92	1.95	1.94	2.17	1.87
Dec.	0.05	0.44	0.33	0.73	6.09	16.84	4.47	5.39	5.80	2.31	1.69	1.86	1.92	1.87	2.15	1.83
2018 Jan. ^(a)	0.04	0.44	0.35	0.72	6.15	16.88	5.07	6.02	6.45	2.30	1.67	1.87	1.92	1.90	2.14	1.84

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 Feb.	0.06	0.10	0.53	2.63	2.57	2.79	2.36	1.77	1.76	1.71	1.18	1.32	1.53	1.76
Mar.	0.06	0.08	0.58	2.58	2.51	2.79	2.36	1.76	1.79	1.72	1.30	1.63	1.57	1.82
Apr.	0.05	0.10	0.40	2.55	2.54	2.68	2.35	1.79	1.78	1.71	1.34	1.50	1.64	1.81
May	0.05	0.10	0.43	2.51	2.49	2.77	2.38	1.76	1.73	1.72	1.20	1.47	1.63	1.76
June	0.05	0.06	0.43	2.50	2.46	2.68	2.34	1.74	1.71	1.67	1.27	1.42	1.55	1.76
July	0.05	0.11	0.35	2.45	2.45	2.76	2.36	1.74	1.75	1.72	1.23	1.33	1.66	1.74
Aug.	0.04	0.10	0.36	2.43	2.49	2.71	2.41	1.74	1.78	1.78	1.24	1.44	1.58	1.75
Sep.	0.04	0.07	0.44	2.42	2.44	2.73	2.39	1.71	1.68	1.73	1.19	1.46	1.58	1.73
Oct.	0.04	0.11	0.40	2.39	2.39	2.69	2.36	1.70	1.66	1.70	1.23	1.35	1.60	1.73
Nov.	0.04	0.08	0.30	2.36	2.43	2.60	2.35	1.70	1.61	1.69	1.23	1.32	1.56	1.72
Dec.	0.04	0.06	0.32	2.35	2.40	2.45	2.29	1.70	1.66	1.66	1.34	1.27	1.52	1.71
2018 Jan. ^(a)	0.04	0.06	0.47	2.35	2.39	2.51	2.33	1.65	1.61	1.73	1.11	1.38	1.61	1.67

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														
2014	1,320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1,269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1,241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017 July	1,296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32
Aug.	1,302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25
Sep.	1,314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29
Oct.	1,287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36
Nov.	1,276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25
Dec.	1,222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29
Long-term														
2014	15,129	4,048	3,161	.	993	6,285	643	226	65	49	.	16	86	10
2015	15,247	3,785	3,288	.	1,056	6,481	637	217	68	47	.	13	81	9
2016	15,399	3,695	3,235	.	1,185	6,643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 July	15,400	3,616	3,237	.	1,152	6,762	633	269	74	93	.	22	76	4
Aug.	15,326	3,590	3,178	.	1,148	6,776	634	127	29	35	.	3	54	5
Sep.	15,364	3,568	3,181	.	1,176	6,804	634	233	56	64	.	17	90	5
Oct.	15,338	3,579	3,160	.	1,182	6,777	640	242	76	50	.	21	85	10
Nov.	15,369	3,595	3,125	.	1,187	6,819	643	222	55	56	.	23	79	8
Dec.	15,343	3,560	3,135	.	1,187	6,819	642	198	52	72	.	14	54	6

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2014	16,449.3	4,590.6	3,291.5	.	1,051.5	6,822.7	693.0	6,016.3	591.3	850.5	4,574.6
2015	16,516.5	4,301.8	3,435.1	.	1,117.9	6,959.2	702.4	6,814.3	584.3	985.2	5,244.9
2016	16,639.8	4,213.3	3,371.1	.	1,243.8	7,108.1	703.5	7,089.5	537.6	1,097.8	5,454.1
2017 July	16,696.1	4,130.2	3,389.2	.	1,239.2	7,238.8	698.8	7,718.2	663.1	1,197.5	5,857.6
Aug.	16,627.8	4,105.8	3,333.3	.	1,233.0	7,250.5	705.2	7,638.4	630.8	1,174.6	5,832.9
Sep.	16,678.6	4,098.0	3,341.8	.	1,257.2	7,282.0	699.6	7,937.7	657.7	1,237.3	6,042.6
Oct.	16,625.6	4,108.4	3,315.2	.	1,265.8	7,233.9	702.3	8,168.2	649.6	1,301.3	6,217.3
Nov.	16,644.9	4,121.8	3,272.5	.	1,267.3	7,279.9	703.5	8,010.7	638.4	1,257.5	6,114.8
Dec.	16,565.9	4,078.8	3,273.3	.	1,256.4	7,257.5	699.8	7,959.5	628.5	1,251.2	6,079.8
Growth rate											
2014	-0.6	-8.0	1.1	.	5.3	3.2	1.1	1.5	7.2	1.9	0.7
2015	0.3	-7.0	5.7	.	4.7	1.8	0.6	1.1	4.2	1.6	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.7	.	7.5	2.1	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017 July	1.8	-1.1	3.6	.	9.5	1.8	-0.9	0.8	6.1	1.4	0.1
Aug.	1.6	-1.5	2.2	.	9.2	2.0	-0.3	0.8	6.1	1.4	0.2
Sep.	1.4	-1.5	1.3	.	7.7	2.3	-0.4	0.9	6.1	2.0	0.2
Oct.	1.0	-1.0	-0.5	.	7.3	1.9	-0.4	0.9	6.0	2.8	0.1
Nov.	1.1	-0.8	-0.2	.	6.6	1.8	0.4	1.0	6.1	2.8	0.1
Dec.	1.2	-0.6	0.0	.	6.4	2.1	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3

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	80.7	88.3	105.7	86.9
2016	94.4	89.5	90.8	84.9	80.0	89.5	109.7	89.2
2017	96.6	91.4	92.0	.	.	.	112.0	90.5
2017 Q1	93.8	89.1	89.6	83.4	79.5	88.3	108.6	88.1
Q2	95.3	90.3	91.0	84.7	79.1	89.3	110.1	89.0
Q3	98.6	93.2	93.8	87.7	81.3	92.1	114.5	92.3
Q4	98.6	93.1	93.5	.	.	.	115.0	92.5
2017 Sep.	99.0	93.6	94.0	-	-	-	115.0	92.7
Oct.	98.6	93.1	93.6	-	-	-	114.8	92.4
Nov.	98.5	93.0	93.4	-	-	-	115.0	92.5
Dec.	98.8	93.3	93.6	-	-	-	115.3	92.6
2018 Jan.	99.4	93.9	93.9	-	-	-	116.1	93.2
Feb.	99.6	93.9	93.9	-	-	-	117.3	94.1
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2018 Feb.	0.2	0.1	0.0	-	-	-	1.0	0.9
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2018 Feb.	6.6	5.7	5.1	-	-	-	8.5	7.2

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 Q1	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0.860	4.5217	9.506	1.069	1.065
Q2	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0.861	4.5532	9.692	1.084	1.102
Q3	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0.898	4.5822	9.557	1.131	1.175
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
2017 Sep.	7.826	7.464	26.075	7.440	308.368	131.924	4.269	0.895	4.5992	9.533	1.147	1.191
Oct.	7.789	7.509	25.766	7.443	309.951	132.763	4.263	0.891	4.5895	9.614	1.155	1.176
Nov.	7.772	7.551	25.538	7.442	311.891	132.392	4.227	0.888	4.6347	9.848	1.164	1.174
Dec.	7.807	7.539	25.645	7.443	313.163	133.638	4.203	0.883	4.6348	9.937	1.169	1.184
2018 Jan.	7.840	7.436	25.452	7.445	309.269	135.255	4.163	0.883	4.6491	9.820	1.172	1.220
Feb.	7.807	7.440	25.320	7.446	311.735	133.293	4.165	0.884	4.6559	9.938	1.154	1.235
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2018 Feb.	-0.4	0.1	-0.5	0.0	0.8	-1.5	0.1	0.1	0.1	1.2	-1.5	1.2
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2018 Feb.	6.7	-0.1	-6.3	0.1	1.0	10.9	-3.3	3.7	3.2	4.9	8.3	16.0

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>												
2016 Q4	23,995.3	24,798.1	-802.8	10,690.9	8,633.5	7,864.0	10,583.9	-56.3	4,789.0	5,580.6	707.6	13,795.5
2017 Q1	25,224.7	25,780.6	-555.9	11,113.0	8,955.8	8,256.5	10,868.6	-61.5	5,190.3	5,956.2	726.6	14,252.2
Q2	24,681.2	25,242.2	-560.9	10,845.7	8,841.2	8,198.2	10,636.9	-46.7	5,001.4	5,764.1	682.7	13,826.2
Q3	24,507.7	25,014.4	-506.8	10,552.7	8,562.7	8,354.3	10,665.4	-58.8	4,984.6	5,786.3	674.8	13,700.9
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2017 Q3	221.5	226.1	-4.6	95.4	77.4	75.5	96.4	-0.5	45.1	52.3	6.1	123.8
<i>Transactions</i>												
2017 Q1	655.0	585.6	69.4	204.8	206.7	174.8	75.5	23.2	254.6	303.4	-2.3	-
Q2	195.6	133.2	62.4	27.2	18.4	171.4	145.4	-2.3	0.9	-30.6	-1.6	-
Q3	91.2	-71.1	162.2	-139.9	-155.8	190.9	42.5	-10.7	50.2	42.2	0.5	-
Q4	38.0	-80.5	118.5	-2.8	19.5	85.2	-26.1	-1.1	-45.3	-73.9	2.0	-
2017 July	-2.1	-58.8	56.7	-163.0	-168.4	68.4	39.7	-2.7	100.4	69.9	-5.2	-
Aug.	61.8	24.3	37.5	9.6	17.2	73.9	-16.1	-5.1	-15.9	23.2	-0.7	-
Sep.	31.4	-36.6	68.0	13.5	-4.5	48.7	18.9	-2.9	-34.2	-50.9	6.4	-
Oct.	183.2	145.9	37.3	33.2	4.9	22.9	-23.8	-0.2	130.0	164.7	-2.7	-
Nov.	58.5	22.9	35.6	-0.4	16.8	50.9	18.1	0.5	1.1	-12.0	6.3	-
Dec.	-203.6	-249.2	45.6	-35.6	-2.1	11.5	-20.5	-1.4	-176.4	-226.6	-1.6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2017 Dec.	979.8	567.3	412.6	89.4	88.8	622.3	237.4	9.0	260.4	241.1	-1.3	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2017 Dec.	8.8	5.1	3.7	0.8	0.8	5.6	2.1	0.1	2.3	2.2	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance 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	10,515.6	10,030.7	5,753.8	2,169.4	2,078.3	1,016.3	638.3	418.0	29.3	484.9	4,847.0	4,362.1
2016	10,789.7	10,312.7	5,891.5	2,220.1	2,190.4	1,052.1	674.9	457.8	10.7	477.0	4,937.2	4,460.2
2017	11,165.5	10,674.8	6,073.2	2,272.4	2,298.0	1,112.1	712.7	467.8	31.2	490.6	5,276.5	4,785.9
2017 Q1	2,748.2	2,632.1	1,504.4	562.3	560.7	273.2	172.2	113.9	4.8	116.2	1,296.8	1,180.6
Q2	2,781.3	2,662.8	1,515.3	565.9	572.1	275.9	175.2	119.7	9.4	118.5	1,308.9	1,190.3
Q3	2,809.6	2,677.0	1,522.2	570.1	572.8	279.8	179.6	111.9	12.0	132.6	1,325.4	1,192.9
Q4	2,834.0	2,693.5	1,531.8	574.0	580.5	283.9	182.1	113.0	7.2	140.6	1,357.0	1,216.5
<i>as a percentage of GDP</i>												
2017	100.0	95.6	54.4	20.4	20.6	10.0	6.4	4.2	0.3	4.4	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q1	0.6	0.1	0.5	0.2	0.2	1.4	0.7	-3.5	-	-	1.3	0.2
Q2	0.7	1.0	0.5	0.4	1.7	0.5	1.6	4.9	-	-	1.2	1.8
Q3	0.7	0.2	0.3	0.4	-0.2	0.9	2.4	-6.7	-	-	1.6	0.6
Q4	0.6	0.2	0.2	0.3	0.9	0.7	1.3	0.6	-	-	1.9	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2015	2.1	2.0	1.8	1.3	3.3	0.5	5.4	7.2	-	-	6.4	6.7
2016	1.8	2.4	2.0	1.8	4.6	2.5	5.5	8.4	-	-	3.4	4.8
2017	2.3	2.0	1.6	1.2	3.5	3.3	5.2	1.4	-	-	4.9	4.4
2017 Q1	2.1	1.9	1.6	1.0	4.1	3.3	3.6	7.0	-	-	4.7	4.7
Q2	2.4	2.3	1.9	1.1	3.4	4.0	4.3	1.1	-	-	4.5	4.5
Q3	2.7	2.0	1.9	1.3	2.4	3.3	5.8	-4.3	-	-	5.8	4.4
Q4	2.7	1.5	1.5	1.4	2.5	3.6	6.2	-5.0	-	-	6.1	3.7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2017 Q1	0.6	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.2	0.5	-	-
Q2	0.7	0.9	0.3	0.1	0.4	0.0	0.1	0.2	0.2	-0.2	-	-
Q3	0.7	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.2	-0.3	0.0	0.5	-	-
Q4	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.4	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2015	2.1	2.0	1.0	0.3	0.6	0.0	0.3	0.3	0.0	0.1	-	-
2016	1.8	2.2	1.1	0.4	0.9	0.2	0.3	0.3	-0.1	-0.4	-	-
2017	2.3	1.9	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	0.4	-	-
2017 Q1	2.1	1.8	0.9	0.2	0.8	0.3	0.2	0.3	-0.1	0.2	-	-
Q2	2.4	2.2	1.0	0.2	0.7	0.4	0.3	0.0	0.3	0.2	-	-
Q3	2.7	1.9	1.0	0.3	0.5	0.3	0.4	-0.2	0.1	0.8	-	-
Q4	2.7	1.4	0.8	0.3	0.5	0.3	0.4	-0.2	-0.2	1.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and commu- nica- tion	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2015	9,443.4	153.9	1,900.3	468.6	1,782.2	433.1	464.0	1,073.1	1,026.1	1,811.6	330.4	1,072.2
2016	9,680.3	151.6	1,936.9	489.1	1,830.9	451.3	454.0	1,100.6	1,071.0	1,857.5	337.5	1,109.4
2017	10,010.5	164.4	2,001.8	513.5	1,906.9	467.5	451.8	1,132.1	1,121.5	1,905.6	345.3	1,155.0
2017 Q1	2,464.5	40.5	490.8	125.8	469.1	115.1	112.7	279.7	275.0	470.6	85.2	283.7
Q2	2,493.8	40.8	498.2	127.9	476.1	116.7	112.7	282.0	278.9	474.5	86.0	287.5
Q3	2,519.6	41.3	504.6	129.5	479.6	117.8	113.6	284.6	283.0	478.8	86.9	290.1
Q4	2,540.6	41.9	510.9	131.5	483.5	118.6	112.9	286.0	285.9	482.1	87.4	293.4
<i>as a percentage of value added</i>												
2017	100.0	1.6	20.0	5.1	19.0	4.7	4.5	11.3	11.2	19.0	3.4	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q1	0.7	1.6	0.0	1.3	1.3	1.2	-0.1	0.5	1.5	0.2	0.1	0.4
Q2	0.7	0.0	1.1	0.9	0.7	0.9	0.6	0.2	1.0	0.5	0.4	0.9
Q3	0.7	0.2	1.5	0.4	0.4	1.3	0.1	0.5	0.8	0.5	0.7	0.3
Q4	0.6	0.3	1.2	1.1	0.6	0.7	0.2	0.3	0.8	0.3	0.2	0.4
<i>annual percentage changes</i>												
2015	1.9	3.1	3.9	0.4	1.8	3.3	-0.3	0.7	2.9	0.9	1.1	3.3
2016	1.7	-1.2	1.9	1.7	2.0	2.9	0.2	1.0	2.8	1.3	1.2	2.8
2017	2.3	1.0	2.8	2.6	2.9	4.4	0.1	1.4	3.5	1.3	1.0	2.6
2017 Q1	2.0	0.5	1.8	2.4	2.8	4.9	-0.5	1.2	3.5	1.1	0.8	2.6
Q2	2.4	0.4	3.0	3.1	3.3	5.1	0.1	1.2	3.1	1.3	0.8	3.0
Q3	2.7	0.9	3.9	3.0	3.3	4.5	0.3	1.6	4.0	1.5	1.3	2.6
Q4	2.7	2.1	3.8	3.7	3.1	4.2	0.9	1.6	4.0	1.4	1.4	2.0
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2017 Q1	0.7	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.0	0.0	-
Q2	0.7	0.0	0.2	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.7	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
Q4	0.6	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2015	1.9	0.1	0.8	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.7	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2017	2.3	0.0	0.6	0.1	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
2017 Q1	2.0	0.0	0.4	0.1	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
Q2	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
Q3	2.7	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
Q4	2.7	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.4	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>													
2014	100.0	85.0	15.0	3.4	15.0	6.1	24.7	2.7	2.7	1.0	13.1	24.3	7.1
2015	100.0	85.2	14.8	3.3	14.9	6.0	24.8	2.7	2.6	1.0	13.3	24.3	7.1
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	5.9	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.3	7.0
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.6	0.7	0.1	0.1	-0.4	-1.3	0.7	0.7	-0.9	0.2	2.3	1.0	0.7
2015	1.0	1.2	-0.3	-1.2	0.2	0.0	1.3	1.4	-0.2	1.4	2.8	1.0	0.5
2016	1.3	1.6	-0.3	-0.5	0.6	-0.2	1.7	2.4	0.0	1.9	2.8	1.3	1.1
2016 Q4	1.3	1.6	-0.1	0.1	0.6	0.4	1.7	2.6	0.0	2.6	2.8	1.3	0.5
2017 Q1	1.6	1.8	0.2	1.0	0.8	1.5	1.7	3.2	-0.5	1.9	3.2	1.2	1.1
Q2	1.6	2.0	-0.3	0.6	1.1	1.5	1.8	3.4	-0.8	2.0	3.3	1.1	1.8
Q3	1.7	2.0	-0.1	-0.2	1.3	2.2	2.0	3.1	-0.9	2.0	3.2	1.1	2.0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2014	100.0	80.3	19.7	4.4	15.6	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	12.8	22.0	6.3
2015	100.0	80.5	19.5	4.3	15.5	6.8	25.6	2.9	2.7	1.0	13.0	22.0	6.3
2016	100.0	80.8	19.2	4.2	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.2	22.0	6.2
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.6	0.8	-0.4	-0.3	-0.1	-0.9	0.4	0.6	-1.0	0.0	2.4	1.2	0.1
2015	1.1	1.4	-0.2	-0.3	0.6	0.6	0.9	2.4	-0.1	1.8	2.9	1.0	0.8
2016	1.2	1.6	-0.1	-0.4	0.7	-0.1	1.6	1.9	0.6	2.1	2.8	1.0	0.9
2016 Q4	1.0	1.4	-0.3	-1.1	0.8	0.0	1.3	2.0	0.2	2.4	2.5	0.9	0.1
2017 Q1	1.3	1.7	-0.4	-0.6	1.0	1.6	1.3	2.9	-0.2	2.3	2.9	0.9	1.1
Q2	1.5	1.9	-0.2	-0.5	1.4	1.7	1.7	3.1	-1.4	1.8	2.8	1.0	1.7
Q3	1.8	2.2	0.0	-0.2	1.7	2.4	2.0	2.5	-0.8	2.0	3.1	1.0	2.3
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2014	0.0	0.1	-0.5	-0.4	0.3	0.4	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	0.1	0.3	-0.5
2015	0.1	0.1	0.1	0.9	0.3	0.5	-0.4	1.0	0.1	0.3	0.1	0.0	0.3
2016	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.2	-0.2	-0.4	0.6	0.2	0.0	-0.2	-0.1
2016 Q4	-0.3	-0.2	-0.2	-1.1	0.2	-0.4	-0.4	-0.6	0.1	-0.1	-0.2	-0.4	-0.3
2017 Q1	-0.3	-0.1	-0.6	-1.6	0.2	0.1	-0.4	-0.3	0.2	0.4	-0.3	-0.3	0.0
Q2	-0.1	-0.1	0.1	-1.1	0.3	0.2	0.0	-0.4	-0.6	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1
Q3	0.1	0.2	0.1	0.0	0.5	0.2	0.1	-0.6	0.2	0.0	-0.1	-0.1	0.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions 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	160.600	4.6	17.472	10.9	5.6	14.305	9.8	3.167	22.3	9.263	10.7	8.208	11.1	1.5
2016	161.877	4.3	16.252	10.0	5.0	13.290	9.0	2.962	20.9	8.483	9.7	7.770	10.4	1.7
2017	.	.	14.773	9.1	.	12.096	8.1	2.677	18.8	7.648	8.7	7.125	9.5	1.9
2017 Q1	161.635	4.3	15.384	9.5	4.8	12.611	8.5	2.773	19.6	7.960	9.1	7.424	9.9	1.9
Q2	162.214	4.2	14.862	9.1	4.5	12.159	8.2	2.703	19.1	7.688	8.8	7.174	9.6	1.9
Q3	163.330	4.0	14.602	9.0	4.2	11.957	8.0	2.645	18.6	7.574	8.6	7.028	9.3	1.9
Q4	.	.	14.243	8.7	.	11.657	7.8	2.585	18.1	7.368	8.4	6.875	9.1	2.0
2017 Aug.	-	-	14.607	9.0	-	11.961	8.0	2.646	18.5	7.590	8.7	7.017	9.3	-
Sep.	-	-	14.487	8.9	-	11.846	8.0	2.641	18.5	7.502	8.5	6.985	9.3	-
Oct.	-	-	14.364	8.8	-	11.743	7.9	2.621	18.3	7.431	8.5	6.933	9.2	-
Nov.	-	-	14.243	8.7	-	11.662	7.8	2.581	18.1	7.362	8.4	6.881	9.1	-
Dec.	-	-	14.121	8.6	-	11.567	7.8	2.554	17.9	7.311	8.3	6.810	9.0	-
2018 Jan.	-	-	14.111	8.6	-	11.577	7.8	2.535	17.7	7.312	8.3	6.799	9.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2010 ¹⁾	100.0	86.0	33.6	29.2	22.5	14.7	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2015	2.1	2.4	1.0	3.6	2.6	0.8	-0.9	3.6	3.0	1.7	4.0	2.4	8.8
2016	1.5	1.6	1.9	1.7	1.2	0.2	2.2	0.3	1.6	1.0	2.2	1.4	7.2
2017	3.0	3.2	4.1	3.6	1.6	0.8	2.6	7.7	2.4	1.5	3.3	1.0	5.6
2017 Q1	1.3	1.2	2.2	1.3	-0.5	1.9	1.9	5.5	2.1	1.3	2.7	1.9	4.8
Q2	2.7	2.8	3.8	2.4	1.7	1.6	3.6	6.7	2.7	2.4	3.3	1.6	6.0
Q3	3.7	4.0	4.9	4.7	2.0	0.6	3.0	9.1	2.6	1.4	4.1	0.4	5.5
Q4	4.2	5.0	5.5	5.9	3.1	-1.0	1.9	9.6	2.0	0.9	3.0	0.1	6.3
2017 Aug.	3.9	4.3	5.3	5.1	2.6	0.7	2.1	9.0	1.8	0.9	3.3	-0.3	6.9
Sep.	3.4	3.9	4.6	4.5	2.3	-1.0	3.6	10.7	3.9	2.3	5.7	0.5	5.3
Oct.	3.9	4.6	5.3	3.5	5.3	-2.0	2.3	8.8	0.3	-0.3	0.5	-0.2	5.9
Nov.	3.7	4.5	4.7	6.7	0.4	-1.9	2.9	10.6	3.7	1.8	5.6	0.4	8.7
Dec.	5.2	5.9	6.6	7.6	3.6	0.6	0.5	9.3	2.1	1.2	3.0	0.1	4.4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2.3	0.8	3.8	0.2	6.4
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2017 Aug.	1.5	1.7	1.2	3.4	0.3	0.8	-0.1	3.0	-0.2	-0.2	0.1	-0.9	2.9
Sep.	-0.5	-0.5	-0.4	-1.6	0.2	-1.0	0.3	1.1	1.0	1.2	0.8	-0.1	1.5
Oct.	0.4	0.3	0.3	-0.2	0.2	0.1	-0.4	0.3	-1.1	-1.5	-1.3	-0.4	-3.1
Nov.	1.3	1.5	1.1	3.5	0.2	0.8	0.2	1.7	2.0	1.2	2.8	0.8	5.2
Dec.	0.4	0.2	1.4	-1.1	0.9	1.3	0.1	2.0	-1.0	-0.4	-1.4	-0.5	0.4
2018 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0.1	-0.2	-0.3	0.1	0.1

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

1) For retail sales, refers to 2015.

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	99.6	-6.0	80.7	-12.7	-14.5	-8.3	6.8	-	51.1	52.4	52.9	52.7
2015	103.6	-3.1	81.4	-6.2	-22.5	1.6	9.2	88.4	52.2	53.4	54.0	53.8
2016	104.3	-2.6	81.9	-7.7	-16.5	1.5	11.1	89.1	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.7	4.5	83.3	-2.5	-4.0	3.3	14.6	89.8	57.4	58.5	55.6	56.4
2017 Q1	107.5	1.1	82.6	-5.5	-10.7	2.0	13.2	89.4	55.6	56.9	55.1	55.6
Q2	109.5	3.3	82.9	-2.8	-4.9	3.2	13.4	89.8	57.0	58.3	56.0	56.6
Q3	111.5	5.4	83.5	-1.5	-2.1	2.9	14.9	89.9	57.4	58.0	55.3	56.0
Q4	114.3	8.3	84.1	-0.2	1.8	5.3	16.9	89.9	59.7	60.7	56.0	57.2
2017 Sep.	112.5	6.7	-	-1.2	-1.5	3.0	15.4	-	58.1	59.2	55.8	56.7
Oct.	113.5	8.0	83.8	-1.1	0.5	5.5	16.2	89.6	58.5	58.8	55.0	56.0
Nov.	114.0	8.1	-	0.0	1.7	4.3	16.4	-	60.1	61.0	56.2	57.5
Dec.	115.3	8.8	-	0.5	3.1	6.0	18.0	-	60.6	62.2	56.6	58.1
2018 Jan.	114.9	9.0	84.4	1.4	4.7	5.2	16.8	90.2	59.6	61.1	58.0	58.8
Feb.	114.1	8.0	-	0.1	4.2	4.3	17.5	-	58.6	59.6	56.2	57.1

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	
2014	12.7	94.3	1.0	1.9	1.3	2.7	0.9	32.1	4.6	131.8	2.7	7.2	1.6	
2015	12.4	93.6	1.6	1.9	1.4	3.3	2.6	32.6	6.0	133.9	4.2	4.8	2.2	
2016	12.1	93.3	1.8	1.8	5.9	4.3	4.5	33.2	8.0	133.9	3.9	6.0	1.9	
2016 Q4	12.1	93.3	1.4	1.8	6.5	4.3	4.5	33.2	8.0	133.9	3.9	5.5	1.9	
2017 Q1	12.1	93.0	1.6	1.8	10.2	4.6	4.6	33.4	7.6	133.6	4.4	9.5	2.2	
Q2	12.1	93.1	1.3	2.0	5.4	4.9	4.8	33.1	6.9	132.8	4.1	10.0	2.2	
Q3	12.0	93.0	1.6	2.1	6.2	5.0	5.4	33.3	7.0	131.4	4.2	4.1	2.3	

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 Q1	959.3	868.2	91.1	558.6	479.3	206.1	188.4	167.6	143.9	27.0	56.6	7.4	17.7
Q2	965.0	884.1	80.9	559.9	477.3	207.8	190.4	170.8	146.1	26.4	70.3	7.0	17.2
Q3	991.0	866.9	124.2	575.7	477.1	210.8	184.6	177.9	139.2	26.7	65.9	6.5	8.4
Q4	982.7	887.5	95.2	582.8	495.1	211.5	191.9	161.4	135.6	26.9	64.8	11.6	7.7
2017 July	326.1	288.1	38.0	188.0	159.0	69.8	61.5	59.4	44.9	8.9	22.7	2.5	2.7
Aug.	333.0	289.5	43.5	191.6	159.5	70.2	61.2	62.1	48.3	9.1	20.6	1.9	2.6
Sep.	331.9	289.3	42.7	196.0	158.7	70.8	61.9	56.4	46.1	8.7	22.6	2.1	3.1
Oct.	317.4	287.0	30.3	187.7	161.4	69.2	62.3	52.1	42.5	8.3	20.8	3.0	1.6
Nov.	329.4	294.5	35.0	195.5	165.0	70.0	64.6	55.3	42.7	8.7	22.1	2.8	1.8
Dec.	335.9	306.0	29.9	199.7	168.7	72.3	65.0	54.1	50.4	9.8	21.8	5.9	4.4
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2017 Dec.	3,898.0	3,506.6	391.4	2,277.0	1,928.9	836.2	755.3	677.7	564.9	107.0	257.6	32.6	51.0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2017 Dec.	34.9	31.4	3.5	20.4	17.3	7.5	6.8	6.1	5.1	1.0	2.3	0.3	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2017 Q1	11.0	13.9	539.5	258.7	110.1	161.2	449.2	486.0	279.1	78.5	120.4	344.4	59.8
Q2	5.4	9.9	544.7	257.0	112.6	162.7	455.6	486.7	275.3	80.6	123.3	353.1	52.2
Q3	6.0	7.8	547.0	256.8	114.1	164.3	459.5	484.8	272.7	80.3	122.8	354.2	48.3
Q4	6.2	7.2	562.9	.	.	.	471.6	498.0	.	.	.	357.3	.
2017 July	5.9	9.1	178.7	83.9	36.8	53.8	149.7	161.2	90.5	26.5	40.9	117.6	15.8
Aug.	6.9	9.0	183.3	86.1	38.1	55.5	154.2	162.4	91.4	27.0	41.1	119.4	16.0
Sep.	5.2	5.5	185.1	86.9	39.2	55.0	155.6	161.2	90.8	26.8	40.8	117.2	16.5
Oct.	9.1	10.4	181.6	86.6	36.5	54.1	152.0	162.4	92.2	26.5	41.3	118.7	17.6
Nov.	8.5	8.6	189.0	90.2	38.6	56.4	158.2	167.0	94.8	26.9	42.2	119.6	19.5
Dec.	1.0	2.5	192.3	.	.	.	161.4	168.5	.	.	.	119.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2017 Q1	6.5	3.2	121.0	121.4	118.8	124.4	120.5	110.3	111.3	108.3	110.2	112.3	109.4
Q2	1.6	2.2	122.5	121.3	121.7	125.5	122.1	112.6	112.7	111.9	114.1	115.8	104.5
Q3	3.8	3.4	124.1	122.1	124.5	128.1	124.2	114.4	114.1	114.7	114.4	117.7	100.2
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 June	1.8	1.8	122.9	120.8	122.1	125.3	122.5	112.5	112.2	109.9	114.8	115.1	106.3
July	3.4	3.8	121.2	119.5	119.5	125.6	120.8	113.6	113.5	111.6	113.8	116.1	101.8
Aug.	4.9	5.1	124.9	122.5	125.5	129.9	125.1	115.5	115.3	117.3	114.7	119.6	100.6
Sep.	3.2	1.4	126.2	124.2	128.5	128.8	126.6	114.1	113.4	115.2	114.8	117.4	98.3
Oct.	7.2	7.3	123.5	123.1	120.4	126.4	123.4	114.4	114.4	113.7	115.5	118.8	102.5
Nov.	7.0	3.7	128.1	127.2	125.7	132.9	128.2	114.9	114.1	113.1	117.1	118.0	104.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices 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 Q1	101.0	1.8	0.8	2.3	1.1	0.7	0.3	2.0	0.1	3.3	0.3	2.0	0.5
Q2	102.0	1.5	1.1	1.5	1.6	0.1	0.7	-1.2	0.1	-1.4	0.5	1.6	1.3
Q3	101.8	1.4	1.2	1.4	1.5	0.2	0.7	0.4	0.2	-0.9	0.3	1.5	1.1
Q4	102.4	1.4	0.9	1.6	1.2	0.4	0.5	1.1	0.1	2.6	0.0	1.5	1.2
2017 Sep.	102.1	1.5	1.1	1.6	1.5	0.1	0.1	0.1	0.0	1.0	0.1	1.6	1.0
Oct.	102.2	1.4	0.9	1.5	1.2	0.1	0.1	0.8	0.0	0.7	-0.1	1.4	1.1
Nov.	102.3	1.5	0.9	1.8	1.2	0.2	0.2	0.0	0.1	1.5	0.1	1.6	1.2
Dec.	102.7	1.4	0.9	1.5	1.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.4	1.2
2018 Jan.	101.8	1.3	1.0	1.4	1.2	0.3	0.3	0.1	0.1	1.8	0.1	1.2	1.8
Feb. ³⁾	102.0	1.2	1.0	.	1.3	0.1	0.0	-0.3	0.1	-0.3	0.2	.	.

	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 2017	19.6	12.1	7.5	35.8	26.3	9.5	10.7	6.5	7.3	3.2	15.1	8.2	
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 Q1	2.0	0.9	4.0	2.4	0.3	8.2	1.3	1.2	1.7	-1.1	1.4	0.7	
Q2	1.5	1.4	1.6	1.5	0.3	4.6	1.3	1.3	2.6	-1.4	2.3	0.8	
Q3	1.6	2.0	0.9	1.3	0.5	3.4	1.3	1.2	2.3	-1.8	2.4	0.8	
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	
2017 Sep.	1.9	2.0	1.5	1.4	0.5	3.9	1.3	1.2	2.1	-1.8	2.4	0.9	
Oct.	2.3	2.1	2.8	1.1	0.4	3.0	1.3	1.2	1.5	-1.8	2.1	0.4	
Nov.	2.2	2.1	2.4	1.6	0.4	4.7	1.3	1.2	1.7	-1.6	2.0	0.4	
Dec.	2.1	2.2	1.9	1.2	0.5	2.9	1.2	1.2	1.9	-1.7	1.9	0.4	
2018 Jan.	1.9	2.5	1.1	1.0	0.6	2.2	1.3	1.2	1.5	-1.0	1.6	1.2	
Feb. ³⁾	1.1	2.4	-0.9	.	0.7	2.1	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

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

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction	Residential property prices ²⁾	Experimental indicator of commercial property prices ²⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.2	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2015	100.0	-2.8	-2.4	-0.5	-1.3	0.7	-0.6	-0.9	0.2	-8.6	0.4	1.6	3.2
2016	97.7	-2.3	-1.5	-0.6	-1.7	0.4	0.0	0.0	0.1	-7.1	0.6	3.2	5.3
2017	100.7	3.1	3.1	2.2	3.2	0.9	1.9	2.8	0.2	5.9	.	.	.
2017 Q1	100.7	4.2	4.1	2.0	3.1	0.8	1.7	2.5	0.1	10.7	2.0	3.8	3.5
Q2	100.2	3.4	3.1	2.4	3.5	0.9	2.3	3.4	0.2	6.2	2.0	3.9	5.2
Q3	100.4	2.4	2.7	2.2	3.0	1.0	2.2	3.1	0.3	3.2	2.1	4.3	5.4
Q4	101.6	2.5	2.6	2.1	3.3	0.9	1.6	2.0	0.3	3.6	.	.	.
2017 Aug.	100.4	2.6	2.7	2.2	3.0	1.0	2.2	3.2	0.3	3.4	-	-	-
Sep.	100.8	2.9	3.0	2.3	3.2	1.0	2.2	3.0	0.3	4.4	-	-	-
Oct.	101.2	2.5	2.6	2.3	3.5	0.9	1.8	2.4	0.2	3.1	-	-	-
Nov.	101.8	2.8	3.0	2.1	3.2	1.0	1.6	2.1	0.3	5.1	-	-	-
Dec.	101.9	2.2	2.2	1.9	3.0	0.9	1.4	1.7	0.4	2.7	-	-	-
2018 Jan.	102.3	1.5	2.0	1.9	2.8	1.1	1.2	1.3	0.6	0.5	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2010 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total								100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6		
2015	106.0	1.4	0.4	0.3	0.5	0.8	0.3	-2.0	47.1	0.0	4.2	-4.5	2.9	7.0	-2.7
2016	106.8	0.8	0.4	0.4	0.6	0.8	-1.5	-2.5	39.9	-3.5	-3.9	-3.2	-7.3	-10.3	-2.9
2017	108.0	1.1	1.5	1.4	1.1	1.4	1.9	2.8	48.1	5.9	-3.3	16.3	5.5	-3.1	17.2
2017 Q1	107.4	0.8	1.5	1.6	1.0	1.3	2.5	4.5	50.8	18.3	5.9	33.2	13.0	0.1	32.4
Q2	107.9	1.2	1.5	1.4	1.1	1.4	2.4	3.2	45.6	6.8	-2.7	18.2	6.7	-2.4	19.9
Q3	108.3	1.3	1.6	1.3	1.2	1.5	1.5	2.0	44.0	1.7	-7.4	11.9	2.4	-5.7	13.0
Q4	108.6	1.2	1.5	1.3	1.2	1.5	1.2	1.7	52.2	-2.4	-8.9	4.4	0.1	-4.7	5.9
2017 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	46.3	3.1	-7.2	14.7	4.1	-4.8	15.8
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.0	2.6	-6.1	12.0	5.2	-1.2	13.2
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-2.6	-8.3	3.2	0.3	-3.5	4.8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.2	-6.6	-12.2	-1.2	-4.7	-9.2	0.4
2018 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6	-7.9	-15.3	-0.5	-6.3	-12.7	1.2
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.0	.	.	.	.	.	.

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	-	-	-3.0	33.5	57.2	56.5	-	49.8
2015	-2.7	1.3	2.7	-13.3	-0.2	48.9	53.5	49.6	49.0
2016	-0.3	1.7	4.4	-7.2	0.2	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	9.1	5.5	6.9	2.6	12.3	64.6	56.3	55.1	51.6
2017 Q1	9.0	5.4	6.4	-3.5	12.9	67.8	56.7	55.0	51.4
Q2	7.9	4.2	5.9	2.0	12.3	62.5	55.9	54.6	51.5
Q3	8.7	4.8	6.8	3.5	10.4	60.4	55.7	54.4	51.4
Q4	10.9	7.6	8.4	8.3	13.8	67.9	56.9	56.3	52.1
2017 Sep.	10.5	6.1	8.0	4.5	11.4	64.0	56.3	55.2	51.8
Oct.	8.7	8.4	8.6	8.1	13.0	66.4	56.7	55.8	52.1
Nov.	11.1	7.5	8.2	8.2	14.7	69.4	56.9	56.8	52.1
Dec.	13.0	6.8	8.3	8.6	13.6	67.9	57.1	56.3	52.0
2018 Jan.	12.4	7.5	9.8	10.8	17.3	70.7	58.4	58.1	53.6
Feb.	12.6	7.0	9.5	10.1	18.3	68.7	56.9	58.4	52.9

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	1.9	0.7	1.6	1.6	1.5
2016	105.8	1.5	1.5	1.6	1.4	1.5	1.4
2017	.	.	.	.	.	.	1.5
2017 Q1	100.5	1.4	1.3	1.6	1.3	1.7	1.6
Q2	111.2	1.8	2.1	0.8	1.9	1.4	1.5
Q3	104.2	1.6	1.7	1.6	2.0	0.9	1.5
Q4	.	.	.	.	.	.	1.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 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												
2014	104.4	0.7	-1.4	-1.0	1.3	0.3	-1.4	3.0	1.7	1.3	1.6	1.6
2015	104.8	0.4	-3.4	-1.8	0.5	1.0	0.9	0.7	2.1	1.6	1.3	1.4
2016	105.6	0.8	2.2	0.0	-0.5	1.1	0.1	2.0	4.3	0.8	1.2	1.3
2016 Q4	106.0	0.8	3.8	-0.5	-0.4	1.0	-0.6	2.4	4.9	1.0	1.2	1.4
2017 Q1	106.3	0.9	0.8	0.4	0.0	0.4	-1.0	1.8	4.2	1.8	1.6	1.8
Q2	106.3	0.8	0.7	-0.4	-0.2	0.0	0.1	0.7	5.9	2.4	1.7	2.3
Q3	106.5	0.7	-0.1	-1.0	-0.2	0.5	1.1	0.0	4.0	2.0	1.3	1.9
Compensation per employee												
2014	106.6	1.4	0.2	2.1	1.6	1.2	2.2	2.0	1.9	1.7	1.1	1.0
2015	108.1	1.4	0.8	1.9	0.9	1.5	2.8	0.7	1.4	1.6	1.2	1.9
2016	109.5	1.2	1.5	1.3	1.4	1.4	0.6	2.2	3.4	0.8	1.2	1.5
2016 Q4	110.2	1.4	1.5	1.4	0.9	1.6	0.6	2.2	3.4	0.9	1.5	1.9
2017 Q1	110.6	1.4	0.2	1.4	0.9	1.4	0.6	1.8	3.5	2.1	1.6	1.5
Q2	111.0	1.6	0.6	1.5	1.4	1.4	1.6	1.6	5.1	2.2	1.8	1.4
Q3	111.5	1.6	1.0	1.5	0.6	1.8	2.4	1.2	3.5	2.8	1.7	1.2
Labour productivity per person employed												
2014	102.1	0.7	1.7	3.1	0.3	0.9	3.6	-0.9	0.2	0.4	-0.5	-0.6
2015	103.2	1.0	4.4	3.7	0.4	0.5	1.9	0.0	-0.7	0.1	-0.1	0.5
2016	103.7	0.5	-0.8	1.3	1.9	0.3	0.6	0.2	-0.9	0.0	0.0	0.1
2016 Q4	103.9	0.6	-2.2	2.0	1.3	0.5	1.2	-0.3	-1.4	-0.1	0.2	0.5
2017 Q1	104.1	0.5	-0.5	0.9	0.9	1.1	1.7	-0.1	-0.6	0.3	-0.1	-0.3
Q2	104.4	0.8	-0.2	1.9	1.6	1.5	1.6	0.9	-0.8	-0.1	0.1	-0.9
Q3	104.7	1.0	1.1	2.6	0.7	1.3	1.3	1.2	-0.5	0.7	0.4	-0.7
Compensation per hour worked												
2014	108.5	1.3	1.1	1.7	1.1	1.4	2.0	2.0	1.7	1.3	0.8	1.4
2015	109.9	1.3	0.7	1.5	0.3	1.6	1.8	0.7	0.6	1.2	1.3	1.8
2016	111.4	1.3	0.9	1.2	1.4	1.4	1.0	1.7	3.5	0.7	1.5	1.6
2016 Q4	112.2	1.6	2.2	1.3	1.2	1.8	1.1	2.2	4.3	1.0	1.8	2.3
2017 Q1	112.4	1.5	0.7	1.2	0.6	1.6	0.8	1.5	3.5	2.0	1.9	1.5
Q2	112.8	1.6	1.8	1.1	1.1	1.6	1.9	2.3	5.5	2.3	2.0	1.2
Q3	113.2	1.4	0.1	1.0	0.0	1.6	2.6	1.0	3.6	2.7	1.8	0.5
Hourly labour productivity												
2014	104.2	0.8	2.0	2.8	-0.1	1.3	3.7	-0.9	0.5	0.3	-0.8	-0.1
2015	105.2	1.0	3.4	3.3	-0.2	0.9	0.9	-0.1	-1.0	0.0	0.0	0.2
2016	105.8	0.6	-0.8	1.2	1.7	0.4	1.0	-0.4	-1.1	0.0	0.3	0.3
2016 Q4	106.2	0.9	-1.1	1.8	1.7	0.9	1.8	-0.4	-1.3	0.1	0.6	0.9
2017 Q1	106.2	0.7	1.0	0.8	0.8	1.5	2.0	-0.3	-1.1	0.6	0.2	-0.3
Q2	106.5	0.9	0.9	1.6	1.4	1.5	1.9	1.5	-0.7	0.3	0.3	-0.9
Q3	106.8	0.9	1.1	2.1	0.6	1.2	1.9	1.0	-0.4	0.8	0.5	-1.0

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	1,075.1	6,084.2	7,159.3	1,328.6	2,221.2	3,549.9	10,709.1	70.4	523.2	95.7	689.2	11,398.3
2017	1,112.0	6,636.5	7,748.5	1,193.1	2,261.2	3,454.3	11,202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11,863.8
2017 Q1	1,087.2	6,248.3	7,335.4	1,304.7	2,225.7	3,530.4	10,865.8	74.4	531.6	100.2	706.2	11,572.0
Q2	1,094.9	6,383.7	7,478.6	1,258.1	2,237.4	3,495.6	10,974.2	68.2	513.7	80.1	662.1	11,636.3
Q3	1,103.9	6,532.5	7,636.4	1,222.3	2,251.4	3,473.7	11,110.0	66.6	530.6	80.1	677.4	11,787.4
Q4	1,112.0	6,636.5	7,748.5	1,193.1	2,261.2	3,454.3	11,202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11,863.8
2017 Aug.	1,099.5	6,486.7	7,586.2	1,238.7	2,248.0	3,486.7	11,072.8	70.5	521.0	76.8	668.3	11,741.1
Sep.	1,103.9	6,532.5	7,636.4	1,222.3	2,251.4	3,473.7	11,110.0	66.6	530.6	80.1	677.4	11,787.4
Oct.	1,110.0	6,549.2	7,659.2	1,216.5	2,258.6	3,475.1	11,134.3	68.9	528.1	68.4	665.4	11,799.8
Nov.	1,110.2	6,614.7	7,724.8	1,200.4	2,258.9	3,459.3	11,184.2	78.4	518.8	77.4	674.6	11,858.8
Dec.	1,112.0	6,636.5	7,748.5	1,193.1	2,261.2	3,454.3	11,202.8	75.8	509.4	75.8	660.9	11,863.8
2018 Jan. ^(p)	1,114.5	6,683.1	7,797.6	1,199.4	2,263.7	3,463.2	11,260.8	72.3	513.3	58.7	644.3	11,905.1
Transactions												
2015	66.5	566.9	633.3	-134.5	12.3	-122.2	511.2	-47.4	49.7	-27.2	-25.0	486.1
2016	37.5	541.9	579.5	-105.8	16.0	-89.7	489.7	-4.2	38.0	16.1	49.8	539.6
2017	37.1	586.7	623.8	-112.2	36.3	-75.9	547.9	6.8	-13.7	-22.8	-29.6	518.3
2017 Q1	12.1	166.9	178.9	-21.6	4.4	-17.2	161.7	4.1	8.5	4.0	16.5	178.2
Q2	7.8	154.9	162.7	-36.8	11.3	-25.5	137.2	-5.6	-17.5	-20.8	-44.0	93.2
Q3	9.1	157.6	166.7	-32.7	10.8	-21.9	144.8	-1.1	16.8	2.7	18.4	163.2
Q4	8.2	107.3	115.5	-21.1	9.8	-11.3	104.2	9.5	-21.4	-8.6	-20.6	83.6
2017 Aug.	4.6	62.6	67.2	-6.1	5.0	-1.1	66.1	4.5	2.8	-2.0	5.3	71.4
Sep.	4.4	45.0	49.4	-16.5	3.4	-13.1	36.3	-3.9	9.7	5.5	11.3	47.6
Oct.	6.2	13.6	19.8	-6.9	7.2	0.3	20.1	2.2	-2.6	-11.8	-12.2	7.8
Nov.	0.1	69.3	69.4	-8.0	0.4	-7.6	61.9	9.8	-9.4	5.0	5.5	67.3
Dec.	1.9	24.3	26.2	-6.2	2.3	-4.0	22.2	-2.5	-9.5	-1.8	-13.8	8.4
2018 Jan. ^(p)	2.4	53.7	56.1	8.9	4.2	13.0	69.2	-3.1	3.9	-16.0	-15.2	53.9
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	3.6	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.7	7.8	21.0	7.8	5.0
2017	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2017 Q1	3.7	9.9	9.0	-7.6	0.7	-2.6	5.0	-14.5	12.9	3.9	7.9	5.1
Q2	3.8	10.6	9.6	-9.4	1.0	-3.1	5.2	-18.6	5.0	-16.4	-1.0	4.8
Q3	3.5	11.0	9.9	-10.5	1.4	-3.2	5.4	-13.2	5.6	-12.0	1.1	5.2
Q4	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2017 Aug.	3.5	10.7	9.6	-9.2	1.2	-2.8	5.4	-11.3	6.2	-24.9	-0.6	5.0
Sep.	3.5	11.0	9.9	-10.5	1.4	-3.2	5.4	-13.2	5.6	-12.0	1.1	5.2
Oct.	3.5	10.5	9.5	-9.8	1.7	-2.7	5.4	-6.1	3.5	-24.4	-1.2	5.0
Nov.	3.3	10.2	9.2	-9.4	1.7	-2.5	5.3	10.0	1.4	-23.2	-1.2	4.9
Dec.	3.4	9.7	8.7	-8.5	1.6	-2.1	5.1	9.8	-2.6	-24.0	-4.3	4.6
2018 Jan. ^(p)	3.1	9.9	8.9	-7.9	1.7	-1.9	5.3	-4.7	-1.2	-37.8	-6.6	4.6

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
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	2,082.3	1,617.4	296.2	160.3	8.4	6,051.6	3,401.2	643.8	2,004.7	1.9	989.1	198.2	383.2
2017	2,243.2	1,786.8	287.1	159.8	9.5	6,302.0	3,699.1	560.2	2,042.0	0.6	1,011.1	200.4	409.9
2017 Q1	2,160.4	1,694.9	301.4	157.6	6.5	6,136.0	3,498.1	620.5	2,014.8	2.6	972.9	191.5	392.2
Q2	2,189.9	1,732.0	293.5	158.0	6.4	6,187.6	3,560.6	599.2	2,025.5	2.3	970.3	196.5	403.1
Q3	2,219.8	1,770.4	285.9	158.3	5.3	6,255.7	3,635.2	582.0	2,036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
Q4	2,243.2	1,786.8	287.1	159.8	9.5	6,302.0	3,699.1	560.2	2,042.0	0.6	1,011.1	200.4	409.9
2017 Aug.	2,207.1	1,756.5	286.8	158.2	5.7	6,231.9	3,607.2	588.4	2,034.3	2.0	988.4	199.3	417.0
Sep.	2,219.8	1,770.4	285.9	158.3	5.3	6,255.7	3,635.2	582.0	2,036.6	2.0	977.1	201.0	419.2
Oct.	2,231.4	1,786.0	280.5	159.3	5.5	6,293.9	3,675.1	574.4	2,042.2	2.2	946.0	202.7	419.3
Nov.	2,247.7	1,797.9	282.2	159.6	7.9	6,295.3	3,683.7	567.1	2,042.5	2.0	989.3	208.1	412.1
Dec.	2,243.2	1,786.8	287.1	159.8	9.5	6,302.0	3,699.1	560.2	2,042.0	0.6	1,011.1	200.4	409.9
2018 Jan. (p)	2,283.7	1,823.3	291.4	158.5	10.5	6,329.7	3,726.1	554.6	2,047.3	1.7	988.5	202.1	414.7
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	128.0	151.8	-24.2	0.2	0.2	299.9	333.6	-46.5	13.7	-0.8	30.9	-29.6	18.8
2017	178.8	180.3	-2.6	-0.1	1.1	254.0	304.1	-82.2	33.4	-1.3	53.8	4.1	27.0
2017 Q1	81.1	79.0	6.5	-2.6	-1.9	84.6	97.4	-23.6	10.0	0.7	-14.6	-6.4	9.0
Q2	39.1	43.1	-4.8	0.7	0.0	54.8	65.7	-20.4	9.9	-0.3	14.0	5.3	10.7
Q3	35.2	41.8	-5.8	0.3	-1.1	66.4	75.6	-16.8	8.0	-0.3	12.1	4.8	16.2
Q4	23.5	16.3	1.5	1.5	4.2	48.2	65.4	-21.4	5.5	-1.3	42.3	0.4	-8.9
2017 Aug.	14.4	16.3	-2.3	0.8	-0.4	27.1	28.9	-4.7	3.0	0.0	12.2	4.6	7.7
Sep.	12.1	13.2	-0.7	0.1	-0.5	23.8	28.0	-6.4	2.2	-0.1	-11.7	1.7	2.1
Oct.	9.7	14.3	-5.9	1.0	0.3	37.6	39.4	-7.7	5.6	0.2	-32.8	1.7	0.0
Nov.	18.0	13.1	2.1	0.3	2.4	2.3	9.3	-7.1	0.3	-0.2	52.2	5.6	-6.5
Dec.	-4.2	-11.1	5.3	0.1	1.5	8.3	16.7	-6.7	-0.4	-1.4	22.9	-6.8	-2.3
2018 Jan. (p)	44.6	39.5	5.3	-1.3	1.1	30.7	28.0	-5.1	6.8	1.0	-18.4	1.9	4.8
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	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2017 Q1	7.8	11.5	-5.4	-1.4	-32.6	5.3	11.4	-10.1	1.0	1.6	1.4	-13.0	4.1
Q2	8.1	11.5	-4.3	-1.6	-21.4	4.8	10.7	-12.4	1.3	-25.3	3.2	-6.2	6.1
Q3	8.1	12.2	-7.3	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	9.0
Q4	8.6	11.2	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2017 Aug.	8.2	11.7	-5.1	-1.3	-32.2	4.5	9.9	-12.4	1.5	-28.8	6.3	-5.9	8.7
Sep.	8.1	12.2	-7.3	-1.8	-42.3	4.6	9.9	-12.6	1.6	-25.3	5.7	-2.0	9.0
Oct.	8.4	12.2	-7.1	-1.1	-20.0	4.8	10.1	-12.9	1.8	-21.3	4.2	-1.5	7.3
Nov.	8.5	11.9	-5.7	-0.1	-4.9	4.4	9.4	-12.9	1.7	-17.5	6.2	1.1	7.6
Dec.	8.6	11.2	-0.9	0.0	13.8	4.2	8.9	-12.8	1.7	-65.9	5.6	2.1	7.0
2018 Jan. (p)	8.5	10.8	-0.8	0.2	48.5	4.1	8.6	-12.6	1.7	-37.1	7.6	4.2	5.9

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
	Adjusted loans ²⁾	6	7	8						9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2015	3,901.3	1,113.5	2,785.4	12,599.8	10,509.6	10,805.0	4,290.2	5,308.7	787.1	123.8	1,307.8	782.4
2016	4,393.6	1,083.3	3,297.1	12,840.2	10,670.8	10,978.6	4,313.6	5,409.8	834.6	112.7	1,385.4	784.0
2017	4,631.1	1,032.5	3,584.7	13,114.3	10,872.9	11,170.0	4,325.0	5,597.9	841.1	108.8	1,439.9	801.5
2017 Q1	4,434.5	1,071.6	3,348.8	12,968.5	10,752.7	11,046.5	4,332.8	5,456.8	850.3	112.9	1,423.2	792.6
Q2	4,463.9	1,064.5	3,385.2	12,966.1	10,731.8	11,049.2	4,301.9	5,485.1	832.1	112.7	1,437.8	796.5
Q3	4,548.3	1,050.5	3,483.7	13,018.5	10,785.6	11,103.7	4,306.3	5,522.6	844.7	111.9	1,438.8	794.1
Q4	4,631.1	1,032.5	3,584.7	13,114.3	10,872.9	11,170.0	4,325.0	5,597.9	841.1	108.8	1,439.9	801.5
2017 Aug.	4,541.5	1,057.1	3,470.0	12,993.7	10,762.9	11,085.5	4,306.1	5,506.8	835.3	114.7	1,440.5	790.4
Sep.	4,548.3	1,050.5	3,483.7	13,018.5	10,785.6	11,103.7	4,306.3	5,522.6	844.7	111.9	1,438.8	794.1
Oct.	4,559.0	1,044.7	3,500.5	13,063.2	10,830.3	11,147.3	4,331.9	5,534.6	851.6	112.1	1,432.6	800.4
Nov.	4,581.9	1,041.6	3,526.4	13,091.1	10,858.4	11,170.0	4,344.6	5,550.7	848.1	115.0	1,426.9	805.8
Dec.	4,631.1	1,032.5	3,584.7	13,114.3	10,872.9	11,170.0	4,325.0	5,597.9	841.1	108.8	1,439.9	801.5
2018 Jan. ^(p)	4,596.9	1,030.7	3,552.0	13,183.6	10,930.9	11,226.8	4,352.6	5,604.1	861.6	112.6	1,450.1	802.6
Transactions												
2015	295.3	-21.0	316.0	82.9	55.9	76.0	-15.0	98.5	-22.0	-5.7	25.6	1.5
2016	488.3	-34.6	522.8	316.5	233.7	258.3	81.6	119.6	43.6	-11.1	78.8	4.1
2017	290.1	-43.4	332.9	367.0	278.1	316.1	80.0	179.6	22.1	-3.6	64.0	25.0
2017 Q1	77.4	-11.1	88.0	143.3	96.4	86.4	26.4	49.2	20.6	0.2	36.7	10.1
Q2	34.6	-5.2	39.8	58.5	27.2	49.6	0.1	37.6	-10.5	0.0	19.4	12.0
Q3	88.7	-10.8	99.6	77.1	78.8	86.8	22.1	42.6	14.8	-0.7	2.1	-3.8
Q4	89.4	-16.3	105.5	88.1	75.7	93.4	31.3	50.2	-2.8	-3.0	5.8	6.7
2017 Aug.	39.3	-1.3	40.5	17.7	33.3	22.4	4.6	23.5	4.6	0.6	-14.4	-1.2
Sep.	16.6	-3.5	20.4	25.4	27.4	27.3	5.9	17.5	6.7	-2.8	-1.5	-0.5
Oct.	4.2	-5.7	9.9	38.3	44.4	44.8	26.2	12.6	5.3	0.2	-8.8	2.7
Nov.	20.8	-1.4	22.2	43.9	35.5	32.9	16.0	18.4	-1.8	2.9	0.3	8.1
Dec.	64.4	-9.1	73.4	6.0	-4.2	15.7	-10.9	19.1	-6.2	-6.2	14.2	-4.1
2018 Jan. ^(p)	-30.0	-1.0	-29.3	77.8	66.9	65.5	32.4	7.5	23.2	3.9	11.1	-0.3
Growth rates												
2015	8.2	-1.8	12.8	0.7	0.5	0.7	-0.3	1.9	-2.7	-4.4	2.0	0.2
2016	12.5	-3.1	18.7	2.5	2.2	2.4	1.9	2.3	5.5	-9.0	6.0	0.5
2017	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2
2017 Q1	10.9	-4.2	16.8	3.1	2.4	2.7	1.7	2.5	4.8	3.6	8.2	4.7
Q2	8.2	-3.8	12.6	3.1	2.4	2.5	1.2	3.0	3.7	8.4	7.2	6.4
Q3	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6
Q4	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2
2017 Aug.	8.4	-3.9	12.9	2.8	2.4	2.6	1.4	3.1	3.5	4.0	6.0	2.6
Sep.	8.4	-4.0	12.8	2.8	2.5	2.7	1.5	3.1	3.6	2.0	5.6	2.6
Oct.	7.4	-4.2	11.5	2.8	2.6	2.8	1.7	3.2	3.6	-1.6	4.4	2.8
Nov.	6.8	-3.8	10.5	2.8	2.6	2.9	1.8	3.2	3.2	0.1	3.9	4.4
Dec.	6.7	-4.0	10.2	2.9	2.6	2.9	1.9	3.3	2.7	-3.2	4.6	3.2
2018 Jan. ^(p)	5.4	-4.4	8.7	3.1	3.0	3.3	2.2	3.2	5.5	-1.0	4.5	2.5

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2015	4,290.2	4,272.8	1,043.1	761.8	2,485.2	5,308.7	5,641.5	595.4	3,949.4	763.9
2016	4,313.6	4,313.1	1,002.2	797.7	2,513.6	5,409.8	5,726.5	615.3	4,046.2	748.4
2017	4,325.0	4,365.0	979.3	819.0	2,526.7	5,597.9	5,865.6	650.2	4,222.1	725.6
2017 Q1	4,332.8	4,333.9	1,006.0	802.5	2,524.3	5,456.8	5,767.9	626.6	4,085.7	744.5
Q2	4,301.9	4,316.1	990.8	798.6	2,512.5	5,485.1	5,797.7	635.0	4,112.9	737.1
Q3	4,306.3	4,327.6	978.2	812.4	2,515.8	5,522.6	5,827.3	644.4	4,148.7	729.5
Q4	4,325.0	4,365.0	979.3	819.0	2,526.7	5,597.9	5,865.6	650.2	4,222.1	725.6
2017 Aug.	4,306.1	4,327.9	982.7	804.8	2,518.6	5,506.8	5,818.9	642.6	4,132.0	732.2
Sep.	4,306.3	4,327.6	978.2	812.4	2,515.8	5,522.6	5,827.3	644.4	4,148.7	729.5
Oct.	4,331.9	4,352.6	992.4	816.9	2,522.7	5,534.6	5,840.4	647.4	4,156.5	730.7
Nov.	4,344.6	4,365.8	987.9	822.7	2,534.0	5,550.7	5,853.1	652.0	4,167.2	731.5
Dec.	4,325.0	4,365.0	979.3	819.0	2,526.7	5,597.9	5,865.6	650.2	4,222.1	725.6
2018 Jan. ^(p)	4,352.6	4,386.4	997.0	823.7	2,531.9	5,604.1	5,879.7	655.8	4,222.9	725.3
Transactions										
2015	-15.0	22.8	-62.1	31.9	15.2	98.5	76.9	21.8	80.2	-3.5
2016	81.6	98.8	-17.3	44.2	54.7	119.6	114.4	23.6	105.2	-9.2
2017	80.0	131.7	3.2	34.8	41.9	179.6	166.3	43.7	140.1	-4.1
2017 Q1	26.4	31.4	6.2	6.3	14.0	49.2	43.5	11.2	38.9	-0.8
Q2	0.1	11.3	-1.8	2.3	-0.4	37.6	40.2	10.3	27.9	-0.6
Q3	22.1	34.6	-6.3	17.1	11.4	42.6	34.8	10.7	36.6	-4.7
Q4	31.3	54.4	5.2	9.2	17.0	50.2	47.8	11.5	36.7	1.9
2017 Aug.	4.6	5.3	-1.8	3.3	3.2	23.5	12.0	3.5	20.4	-0.3
Sep.	5.9	8.9	-3.3	8.1	1.2	17.5	10.1	2.4	16.9	-1.7
Oct.	26.2	26.9	14.0	4.7	7.4	12.6	14.0	3.4	7.6	1.6
Nov.	16.0	17.6	-2.5	6.8	11.7	18.4	16.6	5.8	11.4	1.1
Dec.	-10.9	9.9	-6.4	-2.4	-2.1	19.1	17.2	2.3	17.6	-0.8
2018 Jan. ^(p)	32.4	24.4	19.9	6.0	6.6	7.5	17.0	5.7	1.4	0.4
Growth rates										
2015	-0.3	0.5	-5.6	4.4	0.6	1.9	1.4	3.9	2.1	-0.5
2016	1.9	2.3	-1.7	5.8	2.2	2.3	2.0	4.0	2.7	-1.2
2017	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2017 Q1	1.7	2.4	-2.7	4.9	2.6	2.5	2.4	4.5	2.9	-1.2
Q2	1.2	2.0	-2.5	3.8	2.0	3.0	2.6	6.0	3.3	-1.1
Q3	1.5	2.5	-1.2	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.3
Q4	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2017 Aug.	1.4	2.4	-1.8	3.8	1.9	3.1	2.7	6.7	3.3	-1.3
Sep.	1.5	2.5	-1.2	4.2	1.7	3.1	2.7	6.8	3.4	-1.3
Oct.	1.7	2.9	-0.7	4.6	1.9	3.2	2.7	6.7	3.4	-0.9
Nov.	1.8	3.1	-1.0	4.7	2.0	3.2	2.8	7.2	3.3	-0.8
Dec.	1.9	3.1	0.3	4.4	1.7	3.3	2.9	7.1	3.5	-0.6
2018 Jan. ^(p)	2.2	3.4	1.1	4.9	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.6

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

4) 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	6,999.1	2,119.4	80.0	2,255.8	2,543.9	1,350.6	284.5	205.9	135.6
2016	314.2	6,920.0	2,054.1	70.9	2,146.7	2,648.4	1,136.9	261.9	205.9	121.6
2017	356.2	6,748.1	1,968.7	59.7	2,016.1	2,703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2017 Q1	308.2	6,881.6	2,031.7	69.3	2,106.5	2,674.2	1,103.9	254.9	183.1	111.8
Q2	305.7	6,767.1	2,002.0	66.8	2,066.4	2,631.9	1,031.3	247.7	154.2	109.7
Q3	365.3	6,701.0	1,977.0	61.5	2,016.2	2,646.3	1,023.9	263.0	140.6	85.4
Q4	356.2	6,748.1	1,968.7	59.7	2,016.1	2,703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2017 Aug.	348.5	6,727.5	1,982.2	62.5	2,036.3	2,646.5	1,030.6	251.2	124.4	69.0
Sep.	365.3	6,701.0	1,977.0	61.5	2,016.2	2,646.3	1,023.9	263.0	140.6	85.4
Oct.	341.8	6,689.9	1,952.8	60.8	2,012.7	2,663.5	965.6	243.5	158.3	109.5
Nov.	308.9	6,666.4	1,934.5	60.1	2,016.2	2,655.6	951.8	209.3	167.6	132.7
Dec.	356.2	6,748.1	1,968.7	59.7	2,016.1	2,703.6	933.1	289.6	143.9	93.6
2018 Jan. ^(p)	316.2	6,729.8	1,957.7	60.4	2,019.5	2,692.2	817.4	353.3	132.3	85.8
Transactions										
2015	8.9	-216.1	-106.3	-13.5	-215.4	119.0	-86.0	-13.3	21.4	-4.0
2016	26.7	-114.4	-70.2	-9.1	-110.4	75.4	-276.2	-76.8	12.8	-12.0
2017	45.6	-72.5	-78.0	-8.7	-71.8	86.0	-103.1	-62.6	-60.8	-27.3
2017 Q1	-7.5	-11.9	-16.3	-1.5	-27.3	33.3	-33.6	-28.2	-21.6	-9.1
Q2	-2.6	-8.1	-22.1	-2.4	-3.2	19.6	-13.7	3.1	-28.9	-2.1
Q3	64.9	-20.3	-22.1	-2.9	-30.0	34.6	23.0	19.0	-13.6	-24.3
Q4	-9.2	-32.2	-17.5	-1.8	-11.3	-1.6	-78.8	-56.5	3.3	8.2
2017 Aug.	23.6	-2.9	-7.8	-0.8	-9.2	14.9	-12.1	47.2	-3.7	-7.5
Sep.	22.3	-12.6	-5.4	-1.0	-22.0	15.9	5.1	10.3	16.2	16.5
Oct.	-23.3	-28.3	-25.1	-0.7	-9.5	6.9	-66.5	-19.8	17.7	24.1
Nov.	-33.0	-3.4	2.3	-0.7	-7.2	2.2	0.0	-33.8	9.3	23.2
Dec.	47.2	-0.5	5.2	-0.5	5.5	-10.6	-12.4	-2.8	-23.7	-39.1
2018 Jan. ^(p)	-39.8	10.5	-9.1	-0.7	17.2	3.0	-29.4	6.3	-11.6	-7.8
Growth rates										
2015	3.5	-3.0	-4.8	-14.4	-8.8	4.8	-	-	11.6	-2.9
2016	9.4	-1.6	-3.3	-11.5	-4.9	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2017 Q1	-4.3	-1.1	-3.9	-10.1	-4.5	4.4	-	-	-20.8	-25.3
Q2	-7.7	-1.1	-3.9	-10.9	-3.7	3.6	-	-	-30.7	-22.6
Q3	22.0	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
Q4	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2017 Aug.	9.0	-0.8	-4.1	-11.8	-2.9	3.9	-	-	-38.2	-48.0
Sep.	22.0	-0.7	-3.9	-12.5	-3.4	4.3	-	-	-31.2	-33.4
Oct.	8.6	-1.3	-5.0	-12.6	-3.7	3.9	-	-	-17.4	-17.6
Nov.	4.0	-1.2	-4.4	-12.7	-3.8	3.6	-	-	-13.1	10.0
Dec.	14.4	-1.1	-3.8	-12.4	-3.4	3.3	-	-	-29.6	-22.6
2018 Jan. ^(p)	5.0	-0.8	-3.8	-12.4	-2.4	3.3	-	-	-25.0	-19.3

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3.0	-2.6	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
2014	-2.6	-2.2	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.1	-2.0	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.5	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2016 Q4	-1.5	.	.	.	.	0.6
2017 Q1	-1.3	.	.	.	.	0.8
Q2	-1.2	.	.	.	.	0.9
Q3	-0.9	.	.	.	.	1.1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions	Compensation of employees			Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	46.7	46.2	12.6	13.0	15.5	0.5	49.8	45.6	10.4	5.3	2.8	23.0	4.2
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.2	45.3	10.3	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.1	5.2	2.4	22.7	3.9
2016	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2016 Q4	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.4	47.6	44.1	10.0	5.2	2.2	22.7	3.5
2017 Q1	46.1	45.6	12.6	13.0	15.3	0.5	47.4	43.9	9.9	5.1	2.2	22.7	3.5
Q2	46.1	45.7	12.7	13.0	15.3	0.4	47.4	43.8	9.9	5.1	2.1	22.7	3.5
Q3	46.1	45.7	12.8	12.9	15.3	0.4	47.1	43.5	9.9	5.1	2.0	22.6	3.6

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91.3	2.6	17.5	71.2	45.4	26.4	45.9	10.4	81.0	19.4	32.1	39.9	89.3	2.1
2014	91.8	2.7	17.1	72.0	44.1	25.8	47.7	10.0	81.9	18.8	31.8	41.2	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.1	71.0	44.3	27.3	45.6	9.3	80.7	17.6	31.2	41.1	87.9	2.1
2016	88.9	2.7	15.4	70.8	46.2	30.7	42.7	8.9	80.0	17.1	29.8	41.9	86.9	2.1
2016 Q4	88.9	2.7	15.4	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 Q1	89.2	2.6	15.1	71.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	89.0	2.7	14.8	71.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.1	2.8	14.6	70.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets				Revaluation effects and other changes in volume	Other			
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities					Equity and investment fund shares
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	1.9	0.2	-0.3	-0.8	-0.5	-0.4	-0.2	0.4	0.2	0.3	1.9	2.6
2014	0.5	-0.1	-0.1	-0.3	0.2	-0.2	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.6	2.4
2015	-1.9	-0.3	-0.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.1	-0.1	-0.3	-0.8	1.3
2016	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2016 Q4	-1.0	-0.6	-0.3	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	-0.3	-0.3	-0.1	1.6
2017 Q1	-1.7	-0.8	-0.5	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.2	-0.3	-0.2	-0.3	1.0
Q2	-1.7	-0.9	-0.6	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.1	-0.2	-0.1	-0.2	0.8
Q3	-1.6	-1.1	0.2	0.7	0.8	-0.1	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	-0.6	1.2

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
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	13.3	11.6	4.3	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2016 Q4	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017 Q1	14.3	12.6	4.3	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.2	3.0	2.9	0.2	1.1
Q2	14.3	12.6	4.4	1.7	0.4	7.0	2.5	1.2	-0.2	2.9	2.6	0.2	1.2
Q3	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
2017 Aug.	13.7	12.0	4.3	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.2
Sep.	13.4	11.7	3.9	1.7	0.4	7.1	2.5	1.1	-0.2	2.9	2.5	0.2	1.1
Oct.	13.3	11.6	3.8	1.7	0.4	7.2	2.5	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.2	1.2
Nov.	13.3	11.6	4.0	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.4	0.2	1.2
Dec.	13.3	11.6	4.3	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 Jan.	13.1	11.4	4.3	1.7	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.4	1.2

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2013	-3.1	-0.1	-0.2	-6.1	-13.2	-7.0	-4.1	-2.9	-5.1	
2014	-3.1	0.3	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-8.8	
2015	-2.5	0.6	0.1	-1.9	-5.7	-5.3	-3.6	-2.6	-1.2	
2016	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5	
2016 Q4	-2.5	0.8	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.4	-2.5	0.5	
2017 Q1	-2.0	1.0	-0.5	-0.5	1.0	-4.2	-3.4	-2.4	0.5	
Q2	-1.5	0.9	-0.7	-0.6	1.0	-3.6	-3.2	-2.4	0.9	
Q3	-1.1	1.4	-0.7	-0.5	1.2	-3.1	-3.1	-2.3	1.9	
Government debt										
2013	105.5	77.4	10.2	119.4	177.4	95.5	92.4	129.0	102.6	
2014	106.8	74.6	10.7	104.5	179.0	100.4	95.0	131.8	107.5	
2015	106.0	70.9	10.0	76.9	176.8	99.4	95.8	131.5	107.5	
2016	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1	
2016 Q4	105.7	68.1	9.4	72.8	180.8	99.0	96.5	132.0	107.1	
2017 Q1	107.4	66.5	9.2	74.5	177.7	100.0	98.8	134.0	106.2	
Q2	106.1	65.9	8.9	74.0	176.1	99.8	99.3	134.7	106.1	
Q3	107.0	65.1	8.9	72.1	177.4	98.7	98.4	134.1	103.2	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2013	-1.0	-2.6	1.0	-2.4	-2.4	-2.0	-4.8	-14.7	-2.7	-2.6
2014	-1.2	-0.6	1.3	-1.8	-2.3	-2.7	-7.2	-5.3	-2.7	-3.2
2015	-1.2	-0.2	1.4	-1.1	-2.1	-1.0	-4.4	-2.9	-2.7	-2.7
2016	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2016 Q4	0.0	0.3	1.6	1.1	0.4	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017 Q1	0.0	0.7	0.7	2.2	1.0	-1.2	-1.6	-1.4	-2.0	-1.4
Q2	0.4	0.8	0.7	2.1	1.1	-1.3	-1.3	-1.2	-1.6	-0.7
Q3	0.5	1.0	0.9	3.3	1.2	-1.2	-0.1	-0.8	-1.6	-0.8
Government debt										
2013	39.0	38.8	23.7	68.4	67.8	81.0	129.0	70.4	54.7	56.5
2014	40.9	40.5	22.7	63.8	68.0	83.8	130.6	80.3	53.5	60.2
2015	36.9	42.6	22.0	60.3	64.6	84.3	128.8	82.6	52.3	63.6
2016	40.6	40.1	20.8	57.6	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2016 Q4	40.5	40.1	20.8	57.7	61.8	83.6	130.1	78.5	51.8	63.1
2017 Q1	39.4	39.2	23.9	58.2	59.6	81.7	130.5	80.2	53.3	62.7
Q2	40.0	41.7	23.4	56.5	58.7	81.3	132.1	79.8	51.7	61.7
Q3	38.3	39.4	23.4	54.9	57.0	80.4	130.8	78.4	51.3	60.4

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 7.3.2018 käytettävissä olleisiin tietoihin.

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