

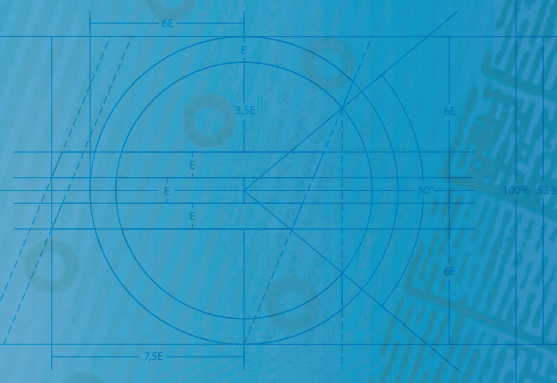


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

# Talouskatsaus

2/2019



# Sisällys

<b>Raha- ja reaalityalouden kehitys</b>	<b>2</b>
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	6
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	13
3 Talouskehitys euroalueella	18
4 Hinnat ja kustannukset	23
5 Rahan määrä ja luotonanto	29
6 Julkisen talouden kehitys	36
<b>Kehikot</b>	<b>39</b>
1 Euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien nykyisen noususuhdanteen luonnehdintaa: mitä on odotettavissa?	39
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.10.2018–29.1.2019	44
3 Työllisyyden kasvu ja BKT euroalueella	50
4 Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin uudet ominaisuudet: eriteltyt ryhmät, viivakoodinlukijoiden tiedot ja verkkosivujen haravointi	53
5 Uusi valmistatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon	57
6 Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja julkishallinnon velkaantuminen	61
7 Euroopan komission vuoden 2019 arvio makrotalouden epätasapainoista ja uudistusten edistymisestä	66
<b>Tilastot (vain englanniksi)</b>	<b>S1</b>

# Raha- ja reaalityalouden kehitys

## Yhteenveto

**EKP:n neuvosto tarkasteli 7.3.2019 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa perusteellisesti talous- ja inflaationäkymiä, ja teki tarkastelunsa perusteella useita rahapolitiittisia päätöksiä.** Heikentyvät taloustiedot viittaavat siihen, että talouskasvu vaimenee huomattavasti tämän vuoden aikana, vaikka osa kasvua hidastavista yksittäisistä kotimaisista tekijöistä vaikuttaakin olevan väistymässä. Geopoliittisiin tekijöihin, protektionismin uhkaan ja kehittyvien markkinoiden heikkouksiin liittyvä sitkeä epävarmuus vaikuttaa leimaavan talouden ilmapiiriä. Lisäksi pohjainflaatio on edelleen vaimeaa. Talouden heikompi kasvuvauhti hidastaa inflaation palautumista EKP:n neuvoston tavoitteen mukaiseksi. Suotuisat rahoitusolot ja myönteinen työmarkkinakehitys sekä palkkojen nopeutuva nousu tukevat kuitenkin edelleen euroalueen talouskasvua ja inflaatiopaineiden vähittäistä voimistumista. Näiden seikkojen vuoksi EKP:n neuvosto päätti muuttaa EKP:n ohjauksorkoja koskevaa ennakoivaa viestintäänsä toteamalla, että ”ohjauksorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla ainakin vuoden 2019 loppupuoliskon ajan ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä”. EKP:n neuvosto päätti lisäksi käynnistää uuden kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan ja toteuttaa kaikki luotto-operaatiot kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Näin toimitaan ainakin vuoden 2021 maaliskuussa alkavan vähimmäisvarantojen pitoajanjakson loppuun saakka. Tämänkertaisten rahapolitiittisten päätösten tarkoituksena on varmistaa, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi kohti hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

## EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

**Maailmantalouden kasvu maltillistui edelleen vuoden 2018 lopulla, ja sen arvioidaan hidastuvan vuonna 2019 mutta vakautuvan keskipitkällä aikavälillä.** Kasvu on hidastunut voimakkaammin tehdasteollisuudessa, mikä on heikentänyt jyrkästi kansainvälistä kauppaa. Maailmantalouden ja kansainvälisen kaupan kasvua on hidastanut osaltaan myös voimakkaampi maailmanlaajuinen epävarmuus, joka liittyy kauppakiistoihin, nousevien markkinatalousmaiden rahoitusmarkkinoilla viime kesänä ilmenneisiin häiriöihin ja merkkeihin Kiinan talouskasvun hidastumisesta. Kasvua haittaavien tekijöiden odotetaan heikentävän tänä vuonna edelleen maailmantaloutta, joka saanee kuitenkin tukea hiljattaisista talouspolitiittisista toimista. Kansainvälisen kaupan odotetaan heikkenevän huomattavasti tänä vuonna ja kasvavan keskipitkällä aikavälillä yhdenmukaisesti talouskasvun kanssa. Maailmanlaajusten inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän maltillisina, mutta maailmantalouden kasvunäkymien heikkenemisen riskit ovat lisääntymässä.

**Riskittömät pitkät korot ovat laskeneet EKP:n neuvoston joulukuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen, kun makrotalouden näkymät ovat heikentyneet ja Yhdysvaltojen rahapolitiikan on havaittu tiukentuvan aiempaa hitaammin.** Osakkeiden, yritysten joukkolainojen ja muiden riskipitoisten omaisuusserien hinnat ovat alkaneet nousta euroalueella, kun optimistisempi suhtautuminen maailmanlaajuisiin kauppaneuvotteluihin on osaltaan lisännyt riskinottohalua. Kauppapainotettu euron kurssi on yleisesti ottaen heikentynyt valuuttamarkkinoilla.

**Euroalueen BKT:n kasvu pysyi vaimeana vuoden 2018 neljännellä neljänneksellä mutta nopeutui edellisestä vuosineljänneksestä 0,2 prosenttiin.** Saadut tiedot viittaavat siihen, että kasvu jatkuu lyhyellä aikavälillä maltillisena. Julkistettujen tietojen perusteella kehitys on ollut edelleen heikkoa varsinkin tehdasteollisuudessa ulkoisen kysynnän vaimenemisen ja joidenkin maa- ja sektorikohtaisten tekijöiden yhteisvaikutuksen vuoksi. Näiden kasvua heikentävien tekijöiden vaikutus on osoittautumassa jonkin verran pitkäaikaisemmaksi, minkä vuoksi lyhyen aikavälin kasvunäkymät jäänevät odotettua heikommiksi. Vaikutuksen odotetaan kuitenkin jatkossa väistyvän. Euroalueen talouskasvu saa edelleen vetoapua suotuisista rahoitusoloista, työllisyyden kasvun ja palkkojen nousun jatkumisesta sekä maailmantalouden jatkuvasta (joskin hieman hidastuvasta) kasvusta.

**Samankaltainen näkemys välittyy euroalueen talousnäkymiä koskevista EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioista.** Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,6 % vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021. Joulukuussa 2018 julkaistuihin eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioihin nähden BKT:n kasvu on nyt arvioitu huomattavasti hiekkommaksi vuodelle 2019 ja hieman heikommaksi vuodelle 2020. Euroalueen talousnäkymin kohdistuvat riskit ovat edelleen painottuneet odotettua heikomman kehityksen suuntaan, sillä geopolitiisiin tekijöihin, protektionismin uhkaan ja kehittyvien markkinoiden heikkouksiin liittyvät epävarmuustekijät ovat edelleen sitkeästi läsnä.

**Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti nopeutui 1,5 prosenttiin helmikuussa 2019 (tammikuussa 1,4 %).** Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan pysyttelevän tulevina kuukausina suunnilleen samoissa lukemissa ja hidastuvan sen jälkeen vuoden loppua kohti. Pohjainflaatio on ollut indikaattorien mukaan edelleen yleisesti ottaen vaimeaa, mutta työvoimakustannuspaineet ovat kapasiteetin korkean käyttöasteen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä vahvistuneet ja laajentuneet. Pohjainflaation odotetaan vauhdittuvan vähitellen keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkojen nousun nopeutumisen tuella.

**Samankaltainen näkemys välittyy EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,2 % vuonna 2019 ja 1,5 % vuonna 2020 sekä 1,6 % vuonna 2021.** YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu koko arviointijaksolla hitaammaksi kuin joulukuussa 2018 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa erityisesti lyhyen aikavälin vaimeampien kasvunäkymien vuoksi. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun vuotuisen

YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,2 % vuonna 2019 ja 1,4 % vuonna 2020 sekä 1,6 % vuonna 2021.

**Rahan määrän ja luotonannon kasvu maltillistui tammikuussa 2019, mutta pankkien varainhankinta- ja luotonantotilanne on pysynyt hyvänä.** Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu oli vuoden 2019 tammikuussa 3,8 % eli hitaampaa kuin vuoden 2018 joulukuussa, jolloin se oli 4,1 %. M3:n kasvu nojaa yhä pankkien luotonantoon, jonka kasvu on kuitenkin viimeaikoina hidastunut. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa 3,3 prosenttiin (joulukuussa 3,9 %) vertailuajankohdan vaikutuksen vuoksi mutta myös siksi, että joissain maissa taloudellisen toimeliaisuuden hidastumisen vaikutus ilmenee yleensä viipeellä. Kotitalouksien lainakannan vuotuinen kasvuvauhti pysyi vakaana 3,2 prosentissa. Vuoden 2014 kesäkuusta lähtien käyttöön otetut rahapoliittiset toimet edistävät edelleen kotitalouksien ja etenkin pienten ja keskisuurten yritysten lainansaannin helpottumista. EKP:n neuvoston päätösten ja erityisesti uuden kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan avulla varmistetaan, että pankkien luotonantotilanne pysyy jatkossakin suotuisana.

**Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olleen kokonaisuudessaan jokseenkin neutraalia vuonna 2018, mutta vuodesta 2019 eteenpäin se lienee lievästi elvyttävää.** Tämä johtuu pääasiassa finanssipolitiikan kevenemisestä ja epäsuotuisammasta makrotaloudellisesta tilanteesta.

## Rahapoliittiset päätökset

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

- Ensinnäkin EKP:n ohjauskorot pidettiin ennallaan. EKP:n neuvosto odottaa nyt ohjauskorkojen pysyvän nykytasolla ainakin vuoden 2019 loppupuoliskon ajan ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen sen varmistamiseksi, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi lähemmäksi hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.
- Toiseksi EKP:n neuvosto aikoo jatkaa omaisuuserien osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n ohjauskorkoja aletaan nostaa, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.
- Kolmanneksi EKP:n neuvosto päätti käynnistää uuden kohdennettujen pitempiaikaisten neljännesvuosittaisten rahoitusoperaatioiden sarjan, joka alkaa syyskuussa 2019 ja päättyy maaliskuussa 2021 ja jossa kunkin operaation maturiteetti on kaksi vuotta. Uusilla operaatioilla ylläpidetään edelleen pankkien suotuisaa luotonantotilannetta ja rahapolitiikan sujuvaa välittymistä. Rahoitusoperaatioiden sarjan aikana vastapuolilla on oikeus saada lainaksi määrä, joka on enintään 30 % niiden operaation ehdot täyttävästä vuoden 2019

helmikuun lopun lainakannasta korolla, joka on indeksoitu perusrahoitusoperaatioiden korkoon kunkin operaation koko voimassaoloajaksi. Kuten meneillään olevissa kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa, myös uusissa operaatioissa on kannustinmekanismeja, joilla varmistetaan luotonantotilanteen pysyminen suotuisana. Lisätietoa uusien rahoitusoperaatioiden tarkoista ehdoista annetaan myöhemmin.

- Neljänneksi EKP:n neuvosto päätti toteuttaa eurojärjestelmän luotto-operaatiot jatkossakin kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti. Näin toimitaan niin kauan kuin on tarpeen ja ainakin vuoden 2021 maaliskuussa alkavan vähimmäisvarantojen pitoajanjakson loppuun saakka.

EKP:n neuvosto halusi rahapoliittisilla päätöksillään varmistaa, että inflaatio palautuu edelleen kestävästi kohti hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Päätöksillä tuetaan kotimaisten hintapaineiden lisäkasvua ja kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä. Joka tapauksessa EKP:n neuvosto on valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan sen varmistamiseksi, että inflaatiovauhti palautuu edelleen kestävästi kohti EKP:n neuvoston tavoitetta.

## Ulkoinen ympäristö

*Maailmantalouden kasvu hidastui edelleen loppuvuonna 2018, ja kyselytutkimusten mukaan se on heikentynyt lisää alkuvuonna 2019. Heikkeneminen on ollut erityisen korostunutta tehdasteollisuudessa, ja maailmankaupan kasvu on sen myötä hidastunut voimakkaasti. Maailmantalouden ja -kaupan kasvun hiipumisen taustatekijöitä ovat Yhdysvaltojen ja Kiinan ulkomaankauppakiistaan liittyvä epävarmuuden lisääntyminen, nousevien markkinatalouksien viime kesänä alkaneet rahoitusmarkkinajännitteet sekä sittemmin ilmenneet merkit Kiinan talouskasvun heikkenemisestä. Vaikka näiden tekijöiden odotetaan edelleen rasittavan maailmantalouden kehitystä tänä vuonna, viimeaikaisten talouspoliittisten toimien uskotaan tukevan kehitystä jossain määrin. Näin ollen maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan vuonna 2019 mutta vakaantuvan keskipitkällä aikavälillä. Maailmankaupan odotetaan heikkenevän selvemmin tänä vuonna ja kasvavan keskipitkällä aikavälillä samaa vauhtia talouden kanssa. Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä samalla, kun maailmantalouden hitaamman kasvun riskit ovat lisääntyneet.*

### Maailmantalouden ja kaupan kehitys

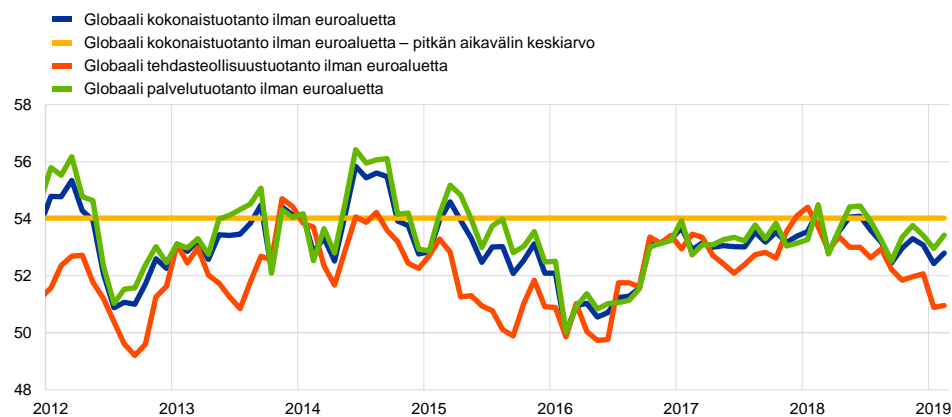
**Maailmantalouden kasvu hidastui edelleen loppuvuonna 2018.** Kehittyneiden talouksien talouskasvu hidastui edelleen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Kasvu hidastui sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa. Vaikka Japanin kasvu vahvistui samalla vuosineljänneksellä, tähän vaikutti sen supistuminen edellisellä neljänneksellä useiden luonnonkatastrofien vuoksi. Kasvu hidastui loppuvuonna 2018 myös nousevissa markkinatalouksissa Kiina mukaan lukien.

**Kyselypohjaiset tiedot viittaavat kasvun hidastumisen jatkumiseen alkuvuonna 2019.** Globaalia tuotantoa ilman euroaluetta kuvaava ostopäällikköindeksi on jatkanut laskuaan, joka johtuu pääasiassa tehdasteollisuustuotannon vaimenemisesta ympäri maailmaa. Myös palvelualan tuotanto on viime aikoina maltillistunut, joskin vähemmän ja korkeammalta lähtötasolta (ks. kuvio 1). Maailman teollisuustuotanto on hidastunut, kun suhdannejakso keskeisissä kehittyneissä talouksissa lähestyy taitekohtaansa. Samaan aikaan kasvun hidastumista korostaa moni maailmantaloutta varjostava epävarmuustekijä, kuten Yhdysvaltojen ja Kiinan välisen kauppakiistan pitkittyminen, nousevien markkinatalouksien viimekesäiset rahoitusmarkkinajännitteet sekä viime aikoina merkit Kiinan kasvun hidastumisesta. Myös maailman teollisuustuotannon kasvun hidastuminen heikentää kansainvälistä kauppaa.

## Kuvio 1

### Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäälliköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat helmikuulta 2019. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 tammikuuhun 2019.

### **Kehittyneiden talouksien rahoitusolot yleisesti ottaen tukevat edelleen kasvua, kun taas nousevien markkinatalouksien tilanne on epäytäinen.**

Markkinoiden odotukset uusista koronnostoista Yhdysvalloissa ovat helpottaneet ja valtion joukkolainojen tuotot ovat laskeneet edelleen osaksi maturiteettipreemioiden kehitystä heijastellen. Myös Kiinan rahoitusolot ovat helpottuneet, kun päättäjät ovat reagoineet talouden heikkenemisestä saatuihin merkkeihin keventämällä rahapolitiikan linjaansa. Loppuvuonna 2018 maailmantalouteen liittyvien huolien myötä jyrkästi laskeneet osakkeiden hinnat ovat toipuneet vuodenvaihteesta lähtien. Globaali riski-ilmapiiiri ei kuitenkaan ole normalisoitunut kokonaan, ja rahoitusmarkkinoiden volatilitteetti on edelleen koholla. Joissakin rahoitusmarkkinahäiriöistä viime kesänä voimakkaimmin kärsineissä nousevissa markkinatalouksissa, kuten Argentiinassa ja Turkissa, rahoitusolot ovat edelleen verrattain kireät ja rasittavat talouden kasvua.

### **Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan kasvua haittaavien tekijöiden vahvistumisen vuoksi.**

Kasvua hidastavat muun muassa maailman teollisuustuotannon ja kansainvälisen kaupan heikkeneminen poliittisen ja talouspoliittisen epävarmuuden ollessa suurta ja kasvaessa edelleen. Yhdysvalloissa toteutettu mittava finanssipoliittinen elvytys (johon kuuluu veronalennuksia ja julkisten menojen kasvattamista) vauhdittaa edelleen Yhdysvaltojen ja maailmantalouden kasvua, mutta tammikuussa päättyneen keskushallinnon osittaisen sulkemisen odotetaan painavan vuoden 2019 ensimmäisen neljänneksen kasvua. Kiinassa kotimaisen kysynnän odotetaan heikkenevän vuoden alkupuoliskolla, sillä viimeaikaisten toimien vaikutus tuntuu todennäköisesti vasta jonkinlaisella viiveellä.

### **Maailmantalouden kasvun arvioidaan vakaantuvan keskipitkällä aikavälillä.**

Maailmantalouden kehitykseen ennustejaksolla vaikuttaa näillä näkymin kolme keskeistä tekijää. Ensinnäkin keskeisten kehittyneiden talouksien suhdannekehityksen odotetaan hidastuvan, kun kapasiteettirajoitteet kiristyvät



entisestään ja kasvua tukeva talouspolitiikka asteittain normalisoituu positiivisten tuotantokuilujen ja alhaisen työttömyyden ympäristössä. Toiseksi Kiinan odotetaan jatkavan hallittua siirtymäänsä heikomman kasvun uralle, joka on vähemmän riippuvainen investoinneista ja viennistä. Lopuksi talouskasvun odotetaan elpyvän useissa keskeisissä nousevissa markkinatalousmaissa, jotka ovat parhaillaan tai ovat hiljattain olleet syvässä taantumassa. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden kasvusta odotetaan hitaampaa kuin ennen vuosien 2007–2008 finanssikriisiä.

**Kun tarkastellaan yksittäisten maiden kehitystä, Yhdysvaltojen talouskasvu on pysynyt varsin vahvana.** Maan vahva työmarkkinatilanne, suotuisat rahoitusolot ja kasvua tukeva finanssipolitiikka vauhdittavat edelleen kasvua, ja niiden vaikutus on Kiinan kanssa meneillään olevan kauppakiistan haittavaikutuksia voimakkaampi. Keskushallinnon osittaisen sulun haittavaikutuksen odotetaan jäävän tilapäiseksi. Kuluttajahintojen vuotuinen kokonaisinflaatio hidastui tammikuussa 1,6 prosenttiin edellisluvuun 1,9 prosentista pääasiassa energian hinnan laskun myötä, kun taas ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintainflaatio pysyi muuttumattomana 2,2 prosentissa.

**Japanissa kotimaisen kysynnän elpyminen tuki kasvua loppuvuonna 2018.** Elpymistä edelsi kolmannella vuosineljänneksellä voimakas supistuminen useiden luonnonkatastrofien seurauksena. Jatkossa maan kasvua tukevan rahapolitiikan linjan sekä vahvojen työmarkkinoiden ja investointikysynnän (ulkoisen ympäristön heikkenemisestä huolimatta) arvioidaan tukevan kasvua. Lisäksi finanssipoliittisten toimenpiteiden odotetaan tasoittavan tämän vuoden lokakuulle odotetun kulutusveron korotuksen haitallista vaikutusta. Palkkojen kasvun pysyminen maltillisena (erittäin kireästä työmarkkinatilanteesta huolimatta) ja maltilliset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyisi keskipitkällä aikavälillä Japanin keskuspankin 2 prosentin tavoitteen alapuolella.

**Ison-Britannian suuri poliittinen epävarmuus rasittaa edelleen talouskasvua.** Jopa lyhyen aikavälin näkymiin liittyy huomattavaa epävarmuutta, joka aiheutuu EU-erosopimusta koskevista tulevista parlamentin äänestyksistä. Keskipitkällä aikavälillä kasvun arvioidaan pysyvän alemmalla uralla kuin ennen kansanäänestystä.

**Keski- ja Itä-Euroopan maiden kasvun arvioidaan maltillistuvan jossain määrin tänä vuonna.** Investointien kasvu pysyy vahvana osittain EU-rahoituksen tuella, ja myös yksityinen kulutus on vahvan työmarkkinakehityksen myötä voimakasta. Euroalueen kasvun hidastuminen kuitenkin vaimentaa myös tämän alueen kasvunäkymiä. Keskipitkällä aikavälillä kyseisten maiden kasvun odotetaan hidastuvan lähemmäksi potentiaalista kasvuvauhtia.

**Kiinan kasvu on hidastunut viime kuukausina.** Kuukausi-indikaattorit viittaavat myös tämän suunnan jatkumiseen alkuvuonna 2019. Suojellakseen taloutta jyrkemmältä hidastumiselta Kiinan viranomaiset ovat ilmoittaneet useista finanssi- ja rahapoliittisista tukitoimista, joiden odotetaan johtavan hallittuun kasvun hidastumiseen tämän vuoden kuluessa. Sen jälkeen rakenneuudistusten etenemisen arvioidaan johtavan hallittuun siirtymään maltillisemmalle kasvu-uralle, joka on vähemmän riippuvainen investoinneista ja viennistä.

### **Raaka-aineiden viejäm maiden talouskasvun arvioidaan vahvistuvan asteittain.**

Venäjän kasvunäkymät myötäilevät globaalien öljymarkkinoiden kehitystä, ja taannoisen öljyn hinnan laskun odotetaan rasittavan talouskasvua tänä vuonna. Jatkossa Venäjän talouskasvun odotetaan vahvistuvan asteittain kansainvälisten pakotteiden, rakenneuudistusten toteuttamiseen liittyvän epävarmuuden ja viime vuonna ilmoitettujen menositoumusten värittämässä ympäristössä. Myös Brasilian talouskasvun odotetaan vahvistuvan, kun se saa pontta kasvua tukevista rahoitusoloista ja poliittisen epävarmuuden vähenemisestä.

**Turkin talouskasvu heikkeni merkittävästi vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä viime kesän rahoitusmarkkinahäiriöiden, nopean inflaation sekä suhdannevaihtelua voimistavan raha- ja finanssipolitiikan takia.** Loppuvuoden 2018 voimakkaan korjausliikkeen jälkeen kasvun arvioidaan elpävän myöhemmin tänä vuonna ja sen jälkeen vahvistuvan asteittain.

### **Maailmankauppa hidastui viime vuonna voimakkaan vaihtelun seurauksena, jossa kasvu oli voimakasta vuoden alkupuoliskolla ja hidastui sitten jyrkästi.**

Hidastuminen heijasteli globaalin tehdateollisuuden kasvun heikkenemistä, ulkomaankaupan jännitteiden kiristymistä sekä sittemmin ulkomaankaupan merkittävää heikkenemistä Aasiassa ja erityisesti Kiinassa. CPB:n tietojen mukaan koko maailman tavaratuonnin määrä supistui vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä 1,2 % edellisestä neljänneksestä, mikä viittaa ulkomaankaupan vaimenemiseen edelleen samalla jaksolla (ks. kuvio 2). Lisäksi tuoreiden tietojen mukaan maailmankauppa on jatkunut vaimeana myös vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä.

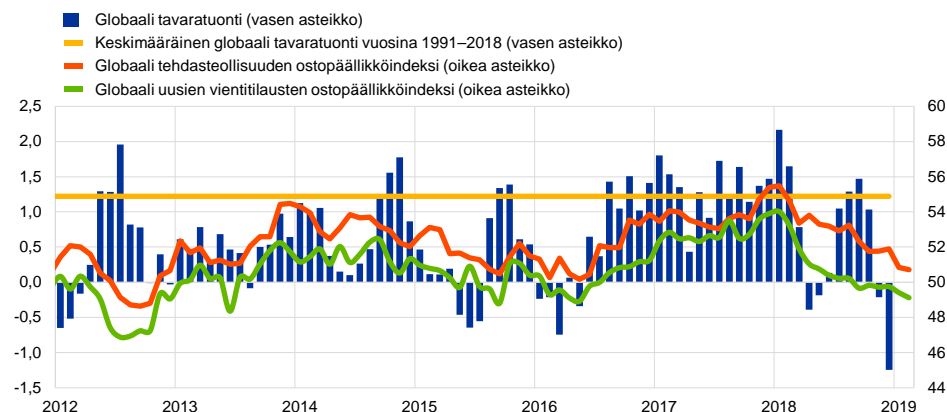
### **Yhdysvaltojen ja Kiinan joulukuussa 2018 solmima väliaikainen sopu keskeytti ulkomaankaupan kiistojen kärjistymisen.**

Yhdysvaltojen asettamien lisätullien, jotka koskevat 200 miljardin dollarin arvoista tuontia Kiinasta, oli alun perin määrä nousta 10 prosentista 25 prosenttiin 1.1.2019, mutta väliaikaisen sovun myötä korotusta ei toistaiseksi pantu täytäntöön. Vaikka välirauhaa pidettiin positiivisena merkinä, on vielä huomattavan epävarmaa, johtavatko meneillään olevat neuvottelut kauppapoliittisten jännitteiden merkittävään hellittämiseen. Presidentti Trump on hiljattain ilmoittanut, että välirauhaa jatketaan ja että kauppaneuvottelut ovat edenneet, joten lisätullien korotusta ei ole edelleenkään saatettu voimaan. Yhdysvaltojen ja Kiinan odotetaan nyt solmivan virallisen ulkomaankauppasopimuksen maaliskuun lopussa. Vaarana kuitenkin on, että jännitteet kiristyvät uudelleen ja Yhdysvaltojen hallinto voi asettaa uusia lisätulleja tuonnille muista maista.

## Kuvio 2

### Kyselytutkimukset ja tavaroiden maailmankauppa

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



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

Huom. Tuoreimmat havainnot PMI-indekseistä ovat helmikuulta 2019 ja maailmankaupasta joulukuulta 2018.

#### **Viime vuonna voimakkaasti kasvaneen maailmantalouden arvioidaan heikkenevän tänä vuonna, ennen kuin se vakaantuu keskipitkällä aikavälillä.**

Talouksenäkymistä maaliskuussa 2019 laadittujen EKP:n asiantuntijoiden arvioiden mukaan maailman BKT:n kasvu hidastuu euroalueen ulkopuolella siten, että se on tänä vuonna 3,5 %, kun se oli edellisvuonna 3,7 %. Arvion muutos heijastaa maailmantalouden kasvua hidastavien tekijöiden, kuten globaalin tehdasteollisuuden tilanteen heikkenemisen, vaikutusta korkean ja yhä kasvavan poliittisen ja talouspoliittisen epävarmuuden ympäristössä. Kasvun arvioidaan vakaantuvan vuosina 2020–2021 noin 3,6 prosentin tasolle, kun keskeisten kehittyneiden talouksien kasvu hidastuu, Kiina siirtyy heikomman kasvun uralle ja monien keskeisten nousevien markkinatalouksien kasvun puolestaan odotetaan piristyvän. Maailmankauppaan kohdistuvien merkittävien rasitteiden myötä euroalueen ulkomaisen kysynnän kasvun odotetaan hidastuvan tänä vuonna merkittävästi eli 2,2 prosenttiin viime vuoden 4,0 prosentista. Keskipitkällä aikavälillä euroalueen ulkomaisen kysynnän odotetaan kasvavan samaan tahtiin talouden kanssa, kun sekä poliittisen että talouspoliittisen epävarmuuden arvioidaan hälvenevän asteittain. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 kokonaistaloudellisiin arvioihin verrattuna globaalin BKT:n kasvuarviota on tarkistettu tälle vuodelle hieman hitaammaksi. Samalla euroalueen ulkomaisen kysynnän kasvua on tarkistettu merkittävästi hitaammaksi tälle vuodelle ja hieman hitaammaksi ensi vuodelle. Näissä arvioissa näkyvät loppuvuonna 2018 julkistetut odotettua heikommat taloustiedot sekä Kiinan, muiden kehittyvien Aasian maiden ja euroalueen ulkopuolisten Euroopan maiden tuontikysynnän odotettu hiipuminen.

#### **Odotettua hitaamman maailmantalouden kasvun riskit ovat kasvaneet.**

Yhdysvaltojen ja Kiinan välisen kiistan aselevosta huolimatta maailmankaupan jännitteiden kiristymiseen liittyvät häntäriskit ovat koholla. Kiinan talouden kasvun jyrkempää hidastumista voisi olla vaikeampi hallita talouspolitiikan keinoin, mikä olisi haasteellista myös maan meneillään olevan talousarvion tasapainottamisen kannalta. Myös Ison-Britannian sopimukseton ero EU:sta saattaisi aiheuttaa haitallisia kerrannaisvaikutuksia erityisesti Euroopassa, ja geopoliittisen

epävarmuuden lisääntyminen voisi vaimentaa maailmantalouden kasvua. Lisäksi jotkin nousevat markkinataloudet ovat haavoittuvaisia pääomavirtojen kääntymisen suhteen, joskin riski akuuttien häiriöiden leviämisestä useisiin kyseisiin maihin on viime aikoina väistynyt.

## Maailmanlaajuinen hintakehitys

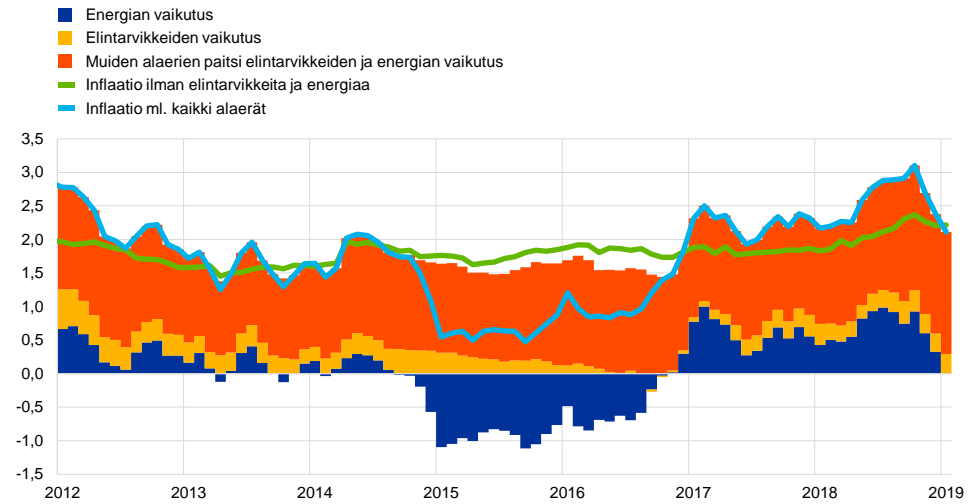
**Öljyn hinnan vaihtelu on jatkunut voimakkaana.** Vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä öljyn hinta laski, kun Saudi-Arabia ja Venäjä vakuuttivat kompensoivansa Yhdysvaltojen Iranille asettamien pakotteiden vaikutukset öljyn tarjontaan. Tämä laskupaine voimistui, kun Yhdysvallat myönsi iranilaisen öljyn tuojille väliaikaisia poikkeuslupia, Yhdysvaltojen oma raakaöljyn tuotanto oli korkealla tasolla ja maailmantalouden kehitys herätti jälleen huolta. Vuodenvaihteessa öljyn hinta jälleen elpyi jonkin verran, kun OPECin jäsenmaiden ja eräiden muiden maiden sopimus tuotannon vähentämisestä tuli voimaan ja monet jäsenmaat noudattivat sitä yllättävän tiukasti. Jatkossa öljyn hinnan odotetaan pysyvän ennustejaksolla jokseenkin vakaana nykyisellä alemmalla kehitysurallaan. Näin ollen EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun kokonaistaloudellisten arvioiden taustalla oleva oletus öljyn hinnasta oli eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun arvioihin verrattuna noin 8,6 % matalampi kuluvalle vuodelle (8,2 % matalampi vuodelle 2020 ja 8,0 % matalampi vuodelle 2021). Arvioiden laatimisen jälkeen öljyn hinta on kuitenkin laskenut lisää, ja 6.3.2019 se oli hieman yli 65 dollaria barrelilta.

**Globaalit inflaatiopaineet pysyvät hillittyinä.** Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli keskimäärin 2,4 % joulukuussa 2018 eli hitaampi kuin edelliskuussa ollut 2,7 %. Lasku johtui energian aluerän vaikutuksesta (ks. kuvio 3). Myös pohjainflaatio (ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) hidastui hieman edelliskuusta ja oli 2,2 %. Tähän mennessä keskeisten kehittyneiden talouksien kireä työmarkkinatilanne on näkynyt maltillisina palkankorotuksina, ja pohjainflaatio on pysynyt vaimeana. Öljyn hinnan aiemman laskun odotetaan hidastavan jatkossa kokonaisinflaatiota.

### Kuvio 3

#### OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksiköinä)



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

**Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä.** Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen nousun odotetaan heikkenevän voimakkaasti tänä vuonna, ja hintojen odotetaan pysyvän keskipitkällä aikavälillä vakaina. Tämä johtuu öljyn hinnan vaikutuksen pienenemisestä ja muuttumisesta negatiiviseksi lyhyellä aikavälillä, jolloin se tasoittaisi maailmanlaajuisen käyttämättömän kapasiteetin vähenemisestä aiheutuvat pohjainflaation nousupaineet.

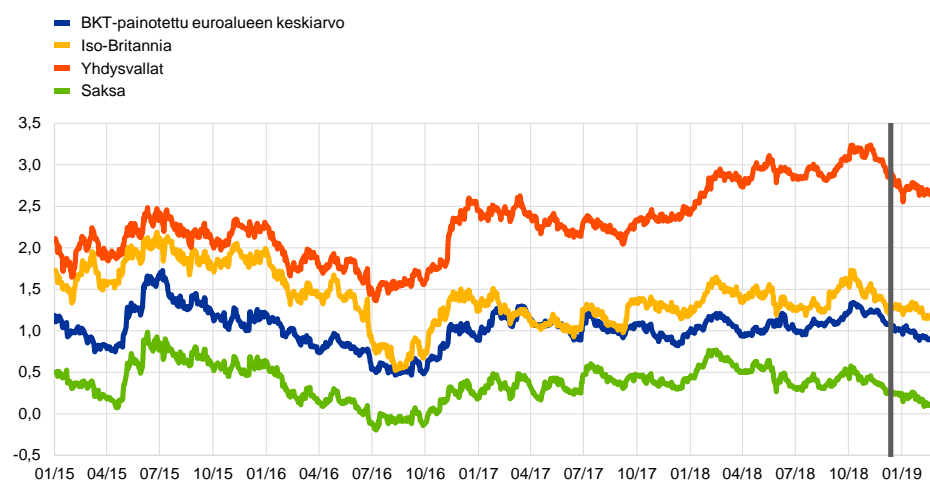
*Pitkät riskittömät korot ovat yleisesti laskeneet EKP:n neuvoston joulukuun 2018 rahapolitiikkakokouksesta lähtien, kun makrotalouden näkymät ovat heikentyneet ja Yhdysvaltain rahapolitiikan kiristäminen on hidastunut. Euroalueen riskipitoisten sijoituskohteiden kuten osakkeiden ja yritysten joukkolainojen hinnat ovat elpyneet riskinottohalukkuuden kohennuttua. Osasyynä tähän oli kansainvälisiin kauppaneuvotteluihin liittyvä entistä suurempi toiveikkuus. Kauppapainotteinen euron kurssi on pääosin heikentynyt valuuttamarkkinoilla.*

**Pitkät korot ovat laskeneet sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.** Euroalueen 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko (overnight index swap, OIS) laski tarkastelujaksolla (13.12.2018–6.3.2019) noin 0,23 prosenttiyksikköä 0,48 prosenttiin. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo (ks. kuvio 4) puolestaan pieneni noin 0,23 prosenttiyksikköä 0,84 prosenttiin. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot laskivat Yhdysvalloissa 0,22 prosenttiyksikköä 2,71 prosenttiin ja Isossa-Britanniassa 0,08 prosenttiyksikköä 1,22 prosenttiin. Globaalit pitkän aikavälin tuotot laskivat markkinoiden tulkittua Yhdysvaltain keskuspankin ilmoituksen tarkoittavan, että rahapolitiikan kiristämisen tahtia aiotaan hidastaa. Yhdysvaltain tilanteen mahdollisten leviämisvaikutusten lisäksi euroalueen joukkolainatuotoissa kuvastui myös makrotalouden näkymien heikkeneminen useiden odotettua heikompia makrotaloustietojen julkistamisen jälkeen. Tuottokäyrän lyhyen päään kehityksen perusteella markkinoilla tapahtui myös jonkin verran euroalueen rahapolitiikan näkymien uudelleenarviointia.

#### Kuvio 4

##### Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosenteina; päivähavaintoja)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.12.2018. Tuoreimmat havainnot 6.3.2019.

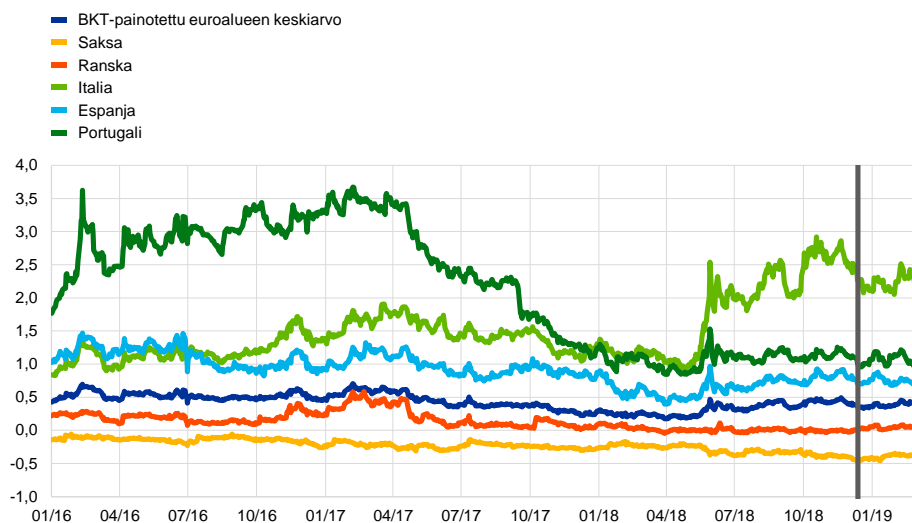
**Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot riskittömään yön yli -indeksiswapkorkoon nähden pysyivät tarkastelujakson aikana pääosin samalla tasolla.** Valtion joukkolainamarkkinat olivat koko tarkastelujakson jokseenkin vakaat. Poikkeuksena olivat Italian markkinat, joilla kymmenen vuoden

joukkolainojen tuottoero vaihteli voimakkaasti, mutta tarkastelujakson päätteeksi elpyi ja oli 2,11 prosenttiyksikköä (ks. kuvio 5). Euroalueen valtion joukkolainojen BKT-painotetun keskiarvon ja 10 vuoden yön yli -indeksiswapkoron tuottoero pysyi vakaana ja oli 0,36 prosenttiyksikköä 6.3.2019.

### Kuvio 5

Euroalueen valtion joukkolainojen tuottoerot euroalueen yön yli -indeksiswapkorkoon nähden

(vuotuinen tuottoero prosenttiyksiköinä)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkoron valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.12.2018. Tuoreimmat havainnot 6.3.2019.

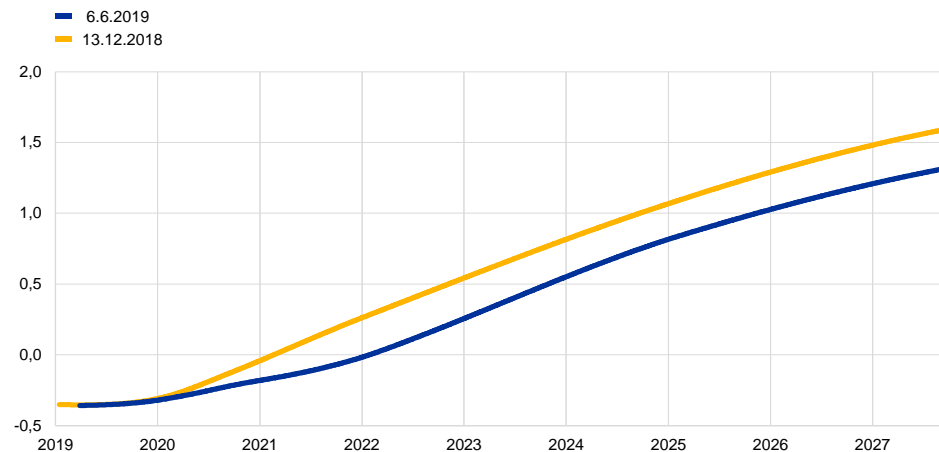
**Eoniakorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,37 %.** Ylimääräisen likviditeetin määrä pysyi pääosin ennallaan ja oli noin 1 890 miljardia euroa. Likviditeettitilannetta käsitellään tarkemmin kehikossa 2.

**Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi tarkastelujaksolla jonkin verran alaspäin.** Käyrän pysyminen nollan alapuolella vuoteen 2022 asti viittaa siihen, että markkinaosapuolet odottavat talletusmahdollisuuden koron pysyvän negatiivisena pitemmän aikaa (ks. kuvio 6).

## Kuvio 6

### Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

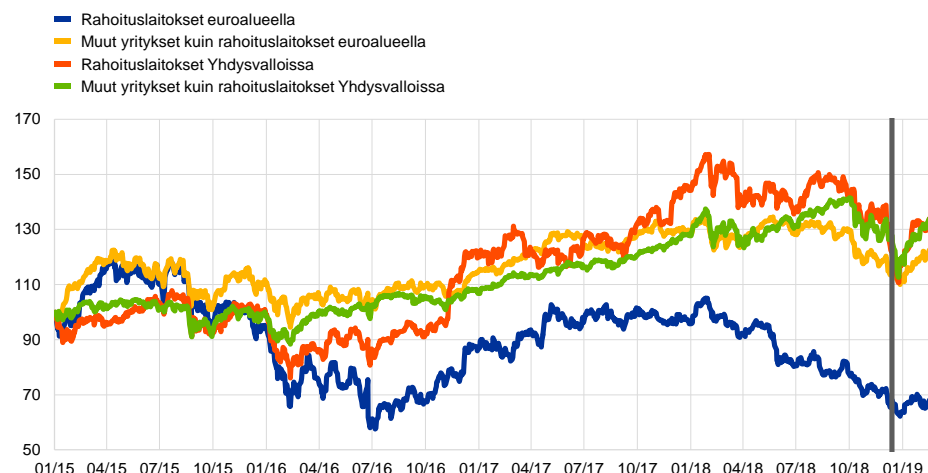
### Euroalueen laajat osakeindeksit nousivat globaalin riskinottohalukkuuden elvyttyä.

Tarkastelujaksolla euroalueen rahoituslaitosten ja muiden yritysten osakehinnat nousivat noin 7 % (myös Yhdysvalloissa osakehintojen lasku oli samaa suuruusluokkaa), ja suuri osuus vuoden 2018 viimeisen neljänneksen laskevasta kehityksestä kumoutui (ks. kuvio 7). Osakehintojen elpyminen kuvasti optimistisempää suhtautumista maailmankaupan näkyymiin, ja lisätukea antoi Yhdysvaltain keskuspankin ilmoitus, joka markkinoilla tulkittiin merkiksi rahapolitiikan kiristämisen suunnitellun vauhdin hidastamisesta. Lisäksi tarkastelujakson aikana yritysten tulosennusteita sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä tarkistettiin alaspäin, mikä kuvasti euroalueen makrotalouden näkymien arvioitua heikkenemistä.

## Kuvio 7

### Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.12.2018. Tuoreimmat havainnot 6.3.2019.

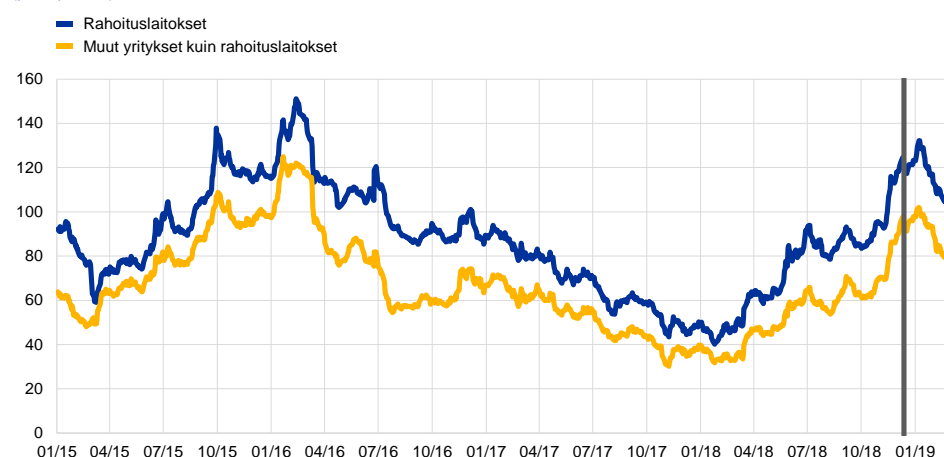


**Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat tarkastelujaksolla, mikä suurelta osin kuvastaa myös riskinottohalukkuuden elpymistä.** Yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden on supistunut joulukuusta lähtien noin 0,14 prosenttiyksikköä 0,78 prosenttiyksikköön (ks. kuvio 8). Rahoitussektorin velkapaperien tuotot ovat myös supistuneet, jonka seurauksena tuottoero supistui noin 0,18 prosenttiyksikköä. Viimeaikaisista supistumisista huolimatta molemmat tuottoerot ovat korkeampia kuin vuosi sitten.

### Kuvio 8

#### Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 13.12.2018. Tuoreimmat havainnot 6.3.2019.

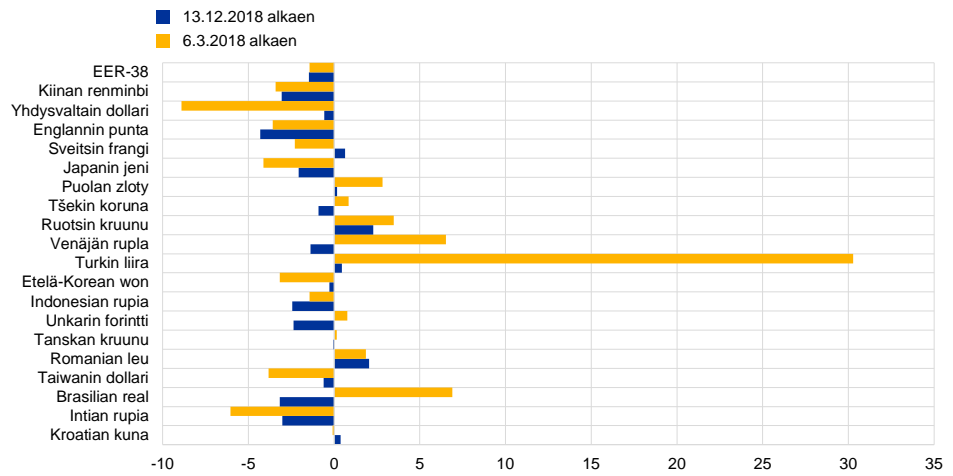
### Euron kauppapainotteinen valuuttakurssi heikkeni yleisesti (ks. kuvio 9)

**valuuttamarkkinoilla.** Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 38 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni tarkastelujaksolla 1,2 %. Euron kahdenvälinen kurssi heikkeni useimpiin valuuttakursseihin nähden, etenkin Yhdysvaltain dollariin nähden (0,6 %) ja myös useimpiin muihin keskeisiin valuuttoihin nähden, mukaan lukien Englannin punta (4,3 %), Japanin jeni (2,1 %) ja Kiinan renminbi (3,1 %). Euro heikkeni myös useimpien nousevien markkinatalousmaiden valuuttoihin nähden, mutta vahvistui useimpien euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden valuuttoihin nähden.

## Kuvio 9

### Euron kurssimuutokset tiettyihin valuuttoihin nähden

(prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. EER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Muutokset on laskettu 6.3.2019 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

### 3 Talouskehitys euroalueella

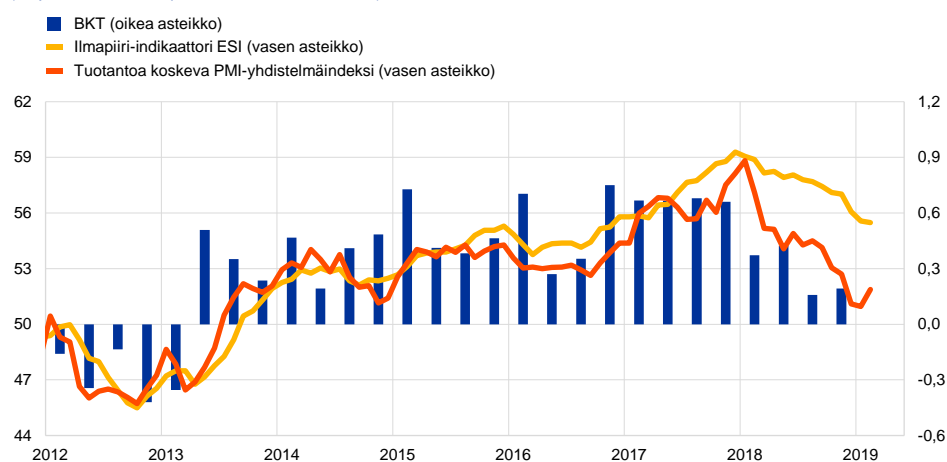
Euroalueen BKT:n kasvu pysyi vaimeana vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä, jolloin se kasvoi 0,2 % edellisestä neljänneksestä teollisuussektorin tuotannon supistumisen myötä. Tuoreimmat tiedot viittaavat siihen, että kasvu jatkuu vaimeana lyhyellä aikavälillä. Euroalueen talouden kasvun odotetaan jatkuvan, kun se saa tukea suotuisista rahoitusoloista, työllisyyden kasvun jatkumisesta ja palkkojen noususta sekä jatkuvasta, joskin jonkin verran hidastuvasta maailmantalouden kasvusta. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioissa euroalueen BKT:n määrän vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,6 % vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021. BKT:n kasvu vuonna 2019 on nyt arvioitu selvästi hitaammaksi ja vuonna 2020 hieman hitaammaksi kuin joulukuussa 2018 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa.

**Euroalueen talous jatkoi hidasta kasvua vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Kasvun heikkous johtui pääasiassa teollisuussektorin supistumisesta, mutta kokonaisuutena kasvu kesti hyvin.** BKT kasvoi viime vuoden viimeisellä neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut hieman hitaammin (ks. kuvio 10). Viimeisen vuosineljänneksen vaimea kasvu johtui etupäässä teollisuussektorin voimakkaasta supistumisesta, kun taas palvelualan kehitys pysyi vahvempana. Kotimainen kysyntä vauhditti BKT:n kasvua 0,4 % ja nettovienti 0,2 %, kun taas varastojen muutoksen vaikutus oli 0,4 % negatiivinen. Vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä tapahtuneen tuotannon kasvun myötä BKT kasvoi koko vuoden aikana 1,8 % eli hitaammin kuin edellisvuonna (2,4 %).

#### Kuvio 10

Euroalueen BKT, talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI ja kokonaistuotantoa kuvaava PMI-ostopäällikköindeksi

(Neljännesvuosikasvu prosentteina, diffuusioindeksi)



Lähteet: Markit, Euroopan komissio ja Eurostat.

Huom. Ilmapiiri-indikaattori ESI on standardoitu ja uudelleenskaalattu siten, että sen keskiarvo ja keskihajonta vastaavat ostopäällikköindeksiä. Tuoreimmat havainnot BKT:stä vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä ja ESistä ja PMI:stä helmikuulta 2019.

**Työllisyyden kasvu jatkui vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä, jolloin se kasvoi 0,3 % edellisestä neljänneksestä (ks. kuvio 11).** Monien euroalueen

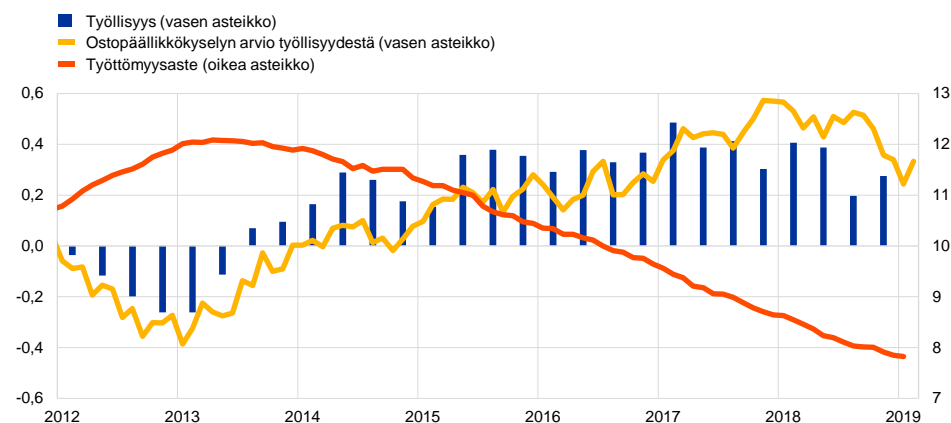
maiden työllisyys kasvoi toimialoittain tarkastellen laaja-alaisesti. Työllisyys on nyt lähes 3,0 % korkeampi kuin parhaimmillaan ennen kriisiä vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Tämän nousun myötä työllisten määrä euroalueella on kasvanut vuoden 2013 toisen neljänneksen aallonpohjan jälkeen kumulatiivisesti yli 10 miljoonaa. Työllisyyden kasvun samanaikainen jatkuminen BKT:n supistumisen kanssa vuonna 2018 on johtanut tuottavuuden kasvun maltillistumiseen edellisvuoden vaatimattoman piristymisen jälkeen. Empiiristen tarkastelujen mukaan työllisyys sopeutuu yleensä tuotannon supistumiseen viiveellä. Yksi syy tähän on se, että pitkäaikaisia työsopimuksia ei voi muuttaa välittömästi yritysten kysynnän hiipussa.

**Viimeaikaiset lyhyen aikavälin työmarkkinaindikaattorit viittaavat työllisyyden kasvun jatkumiseen mutta kasvun hidastumiseen vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä.** Euroalueen työttömyysaste tammikuussa 2019 oli 7,8 % eli sama kuin joulukuussa 2018, ja siten se on edelleen alimmillaan sitten lokakuun 2008. Kyselypohjaiset indikaattorit kertovat työllisyyden kasvun hidastuneen edelleen vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä.

## Kuviot 11

### Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääliköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä; diffuusioindeksi; prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. PMI-ostopääliköindeksi ilmaistaan poikkeamana 50:stä jaettuna 10:llä. Tuoreimmat havainnot työllisyydestä vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä, PMI-indeksistä helmikuulta 2019 ja työttömyysasteesta tammikuulta 2019.

**Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä ja sen odotetaan kiihtyvän myös seuraavilla neljänneksillä, kun tilapäiset vaimentavat tekijät hälvnevät kotitalouksien tulojen jatkuvan vahvistumisen myötä.**

Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin kasvu oli ollut jonkin verran heikompaa. Kotitalouksien kulutuksen heikkous johtui osittain autoteollisuuden tilapäisistä pullonkauloista, jotka vaikuttivat kestokulutushyödykkeiden kulutukseen, sekä energian hinnan nousun negatiivisesta vaikutuksesta kotitalouksien ostovoimaan. Raakaöljyn hinta (euroina) nousi vuoden 2017 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2018 kolmanteen neljännekseen saakka. Tämä rasitti erityisesti kertakulutushyödykkeiden eli elintarvikkeiden ja energian kulutuksen kasvua. Sittemmin öljyn hinta laski jyrkästi (ennen kuin se taas elpyi jossain määrin kahden viime kuukauden aikana). Tämän

voi odottaa tukevan kertakulutushyödykkeiden kulutusta lyhyellä aikavälillä. Lisäksi työllisyyden kasvu vahvistui vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä samalla, kun palkat nousivat voimakkaasti. Tämä viittaa kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen vakaaseen kasvuun ja tukee kuluttajien luottamusta ja kulutusta. Lisäksi rahoitusolojen ollessa edelleen hyvin suotuisat kotitalouksien nettovarallisuus kasvoi nopeasti vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä.

### **Tuoreimmat indikaattorit viittaavat myös yksityisen kulutuksen**

**jonkinasteiseen vahvistumiseen kuluvaan vuoden mittaan.** Viimeaikaiset tiedot vähittäiskaupasta ja henkilöautojen rekisteröinnistä viittaavat yksityisen kulutuksen maltilliseen mutta vakaaseen kasvuun. Vähittäiskaupan myynnin määrä kasvoi 1,4 % tammikuussa 2019, kun se oli edellisen kuukauden aikana vähentynyt. Siten myynti oli vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä 1,5 % keskimääräistä suurempi. Uusien henkilöautojen rekisteröinnit kasvoivat tammikuussa 2019 neljättä kuukautta peräkkäin. Kasvua edellisestä kuukaudesta kertyi 4,8 %. Tämä vahvistaa aikaisemmat odotukset henkilöautojen rekisteröintien kehityksen normalisoitumisesta 1.9.2018 käyttöön otetusta yhdenmukaistetusta kevyiden hyötyajoneuvojen kansainvälisestä testimenettelystä aiheutuneiden häiriöiden jälkeen. Lisäksi kuluttajien luottamus vahvistui helmikuussa toista kuukautta peräkkäin, joten suurimman osan vuotta 2018 jatkunut laskutrendi on pysähtynyt. Viimeaikainen parannus liittyy kotitalouksien aiempaa ja tulevaa taloustilannettaan koskevien näkemysten paranemiseen sekä yleisen talous- ja työllisyystilanteen odotettuun kohenemiseen. Kuluttajien luottamus on edelleen historiallista keskiarvoaan vahvempi ja sopusoinnussa yksityisen kulutuksen vakaan kasvun jatkumisen kanssa.

### **Myös asuntomarkkinoiden elpymisen odotetaan jatkuvan, joskin hitaampana kuin vuonna 2018.**

Asuinrakentamisinvestoinnit kasvoivat 0,6 % vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä, jolloin elpyminen jatkui monissa euroalueen maissa ja euroalueella kokonaisuutena. Vaikka kasvu oli vuonna 2018 edellisvuoden reipasta kasvua hitaampaa, se oli kuitenkin edelleen vakaalla ja hyvällä tasolla. Myös viimeaikaiset lyhyen aikavälin indikaattorit ja kyselyjen tulokset kertovat positiivisesta mutta hidastuvasta kasvusta. Vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä rakennustuotanto kasvoi 0,2 % eli kasvu kiihtyi kolmannen neljänneksen -0,8 prosentista. Euroopan komission rakennusalan luottamusindikaattorit ovat viime kuukausina viitanneet positiiviseen, joskin vaimenevaan kasvuun vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä ja alkuvuonna 2019. Asuntorakentamista koskeva ostopääälikkaindeksi (PMI) oli vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä keskimäärin 52,0, mutta se laski 50,6:een tammikuussa 2019. Sekä ostopääälikkaindeksi että Euroopan komission luottamusindikaattori ovat edelleen selvästi pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella.

### **Euroalueen yritysten investointien kasvu näyttää hidastuneen vuoden 2018 jälkipuoliskolla, mutta talouden perustekijät tukevat sitä edelleen.**

Joistakin euroalueen suurimmista maista saatavissa olevat maakohtaiset tiedot viittaavat yleisesti yritysten investointien kasvun hidastumiseen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Yritysten investointien hiipuminen liittyy osittain lisääntyneeseen talouspoliittiseen epävarmuuteen sekä joidenkin euroalueen maiden

rahoitusmarkkinoiden epävakauteen. Myös maailmankaupan kehitykseen, Ison-Britannian mahdolliseen sopimuksettomaan EU-eroon sekä Kiinan talouden heikkouteen liittyvät huolet näyttävät vaikuttaneen yritysten luottamukseen epäedullisesti. Arviot pääomahyödykesektorin vientitilauksista ja tuotanto-odotuksista heikkenivät edelleen tammi- ja helmikuussa 2019. Talouden perustekijät kuitenkin tukevat edelleen yritysten investointeja. Ensinnäkin kapasiteetin käyttöaste on edelleen selvästi pitkän ajan keskiarvoaan korkeampi ja suuri osa tehdasteollisuusyrityksistä kertoo laitteiden puutteen rajoittavan tuotantoaan. Toiseksi EKP:n rahapolitiittiset toimet tukevat suotuisia rahoitusoloja ja rahoituksen saatavuutta euroalueen yritysten kannalta. Kolmanneksi yritykset ovat viimeaikaisen elpymisen aikana hyödyntäneet voittojaan merkittävän likviditeettipuskurin rakentamiseen.

**Euroalueen tavarakauppa jatkui vuoden 2018 lopussa vaimeana, ja sen odotetaan heikkenevän edelleen lyhyellä aikavälillä.** Tuoreimpien julkistettujen kansantalouden tilinpidon tietojen mukaan vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä euroalueen kokonaisvientä kasvoi 0,9 % ja tuonti 0,5 % edellisestä neljänneksestä. Viimeaikaiset tiedot tavarakaupasta vahvistavat euroalueen ulkomaankaupan olleen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä kokonaisuutena heikkoa pääasiassa euroalueen sisäisen kaupan heikkouden vuoksi. Joulukuussa 2018 euroalueen viennin arvo supistui 0,5 % edellisestä kuukaudesta ja euroalueen sisäinen vienti supistui vielä enemmän (0,9 %). Euroalueen tuonnin arvo kasvoi edelliskuusta 0,4 %. Tilapäiset tekijät, kuten uudet henkilöautojen päästötestejä koskevat säännöt, rasittivat vientiä. Kaikissa tuoteryhmissä on kuitenkin nähtävissä yleistä heikkenemistä. Euroalueen ulkopuolisen viennin heikkous vuoden 2018 viimeisinä kuukausina liittyi pääasiassa Isoon-Britanniaan, Turkkiin ja Kiinaan. Ennakoivat indikaattorit viittaavat euroalueen ulkopuolisen viennin vähenemiseen edelleen lähikuukausina. Helmikuussa 2019 tehdasteollisuuden euroalueen ulkopuolisia uusia tilauksia kuvaava ostopääällikköindeksi oli alimmillaan sitten lokakuun 2012 (46,2 %) ja Euroopan komission arvio oli negatiivisempi kuin tammikuussa.

**Tuoreimmat kyselytutkimusten tulokset ovat olleet edelleen odotettua heikompia, ja ne viittaavat euroalueen talouskasvun hidastumiseen lyhyellä aikavälillä.** Euroopan komission talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori ESI pysyi helmikuussa jokseenkin muuttumattomana pitkän aikavälin keskiarvotasoon korkeammalla. Vuoden 2019 tähänastinen keskiarvolukema on 106,2 eli heikempi kuin 108,8 vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä. Teollisuuden ja rakennusalan indikaattorit heikkenivät, mutta ilmapiirin koheneminen palvelualalla, vähittäiskaupassa ja kotitalouksissa kompensoi sitä jossain määrin. Kokonaistuotantoa kuvaava ostopääällikköindeksi nousi hieman helmikuussa, mutta vuoden 2019 kahden ensimmäisen kuukauden keskiarvo 51,4 on edellisen neljänneksen lukemaa (52,3) heikempi.

**Tämänhetkisestä hidastumisestaan huolimatta laaja-alaisen talouskasvun odotetaan keräävän vauhtia ja jatkuvan keskipitkällä aikavälillä.** EKP:n kasvua tukeva rahapolitiikka vauhdittaa edelleen kotimaista kysyntää. Työllisyyden ja palkkojen kasvun voi odottaa ylläpitävän vahvaa yksityistä kulutusta. Samaan aikaan yritysten investoinnit saavat tukea vahvasta kotimaisesta kysynnästä, suotuisista

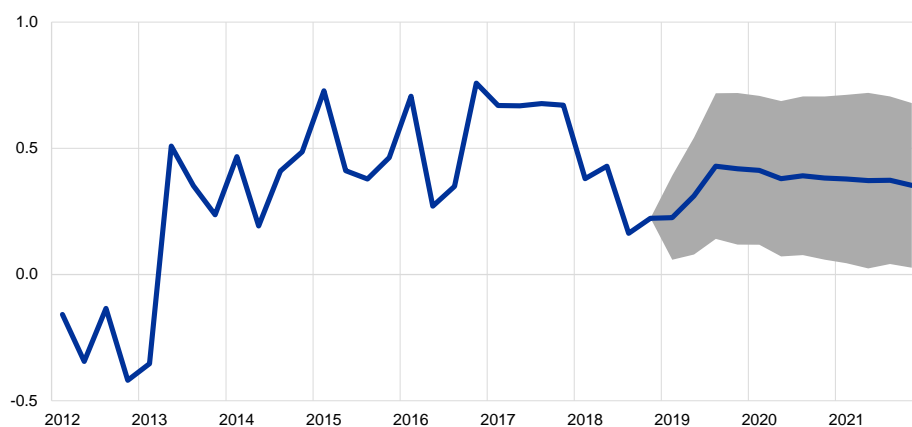
rahoitusoloista ja taseiden vahvistumisesta. Myös asuinrakennusinvestoinnit jatkuvat vahvoina.

**EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioissa euroalueen BKT:n vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,6 % vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021 (ks. kuvio 12).** BKT:n kasvu on nyt arvioitu vuonna 2019 selvästi hitaammaksi ja vuonna 2020 hieman hitaammaksi kuin joulukuussa 2018 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Euroalueen talousnäkyymiin liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua heikomman kehityksen suuntaan.

### Kuvio 12

#### Euroalueen BKT:n määrä

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 7.3.2019 julkaistu artikkeli "Euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2019)".  
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

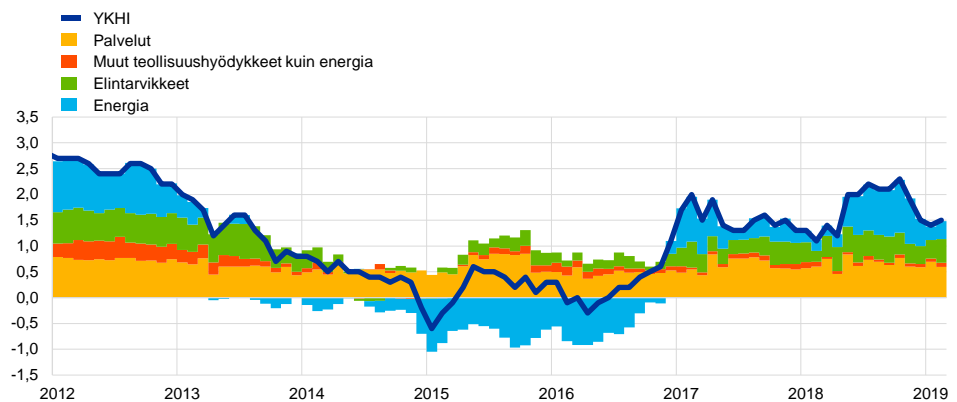
Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli helmikuussa 1,5 % (tammikuussa 1,4 %). Vaikka pohjainflaatioindikaattorit pysyivät entisellä tasolla, kotimaiset kustannuspaineet vahvistuivat ja laajenivat edelleen, kun kapasiteetin käyttöaste oli korkea ja työmarkkinatilanne kiristyi. Pohjainflaation odotetaan kiihtyvän asteittain keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkakehityksen nopeutumisen tuella. Jokseenkin samankaltainen näkemys välittyi EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioista, joissa euroalueen vuotuisen YKHI-inflaation ennakoitaan olevan 1,2 % vuonna 2019 ja 1,5 % vuonna 2020 sekä 1,6 % vuonna 2021. Arvioita on korjattu aiempaa hitaamman kasvun suuntaan koko ennustejaksolle pääasiassa aiempaa vaikeampien lyhyen aikavälin kasvunäkymien vuoksi. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,2 % vuonna 2019, 1,4 % vuonna 2020 ja 1,6 % vuonna 2021.

**Kokonaisinflaatio kiihtyi helmikuussa volatiilimpien alaerien hintojen nousun vauhdittumisen takia.** Eurostatin pika-arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti kiihtyi helmikuussa 1,5 prosenttiin, kun se oli tammikuussa ollut 1,4 % (ks. kuvio 13). Tämä johtui volatiilimpien alaerien eli energian ja elintarvikkeiden hintojen nousun kiihtymisestä, kun taas ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio hidastui. Energian hinnan vuotuisen nousuvauhdin kiihtyminen johtui vertailukohdan vaikutuksista sekä öljyn hinnan maltillisesta noususta (euroissa mitattuna). Kun tarkastellaan YKHI-inflaatiota tammikuusta 2019 lähtien, on syytä huomata kaksi tehtyä menetelmämuutosta, joihin liittyy myös historiallisten tietojen muutoksia (ks. kehikko 4, ”Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin uudet ominaisuudet: analyttiset ryhmät, viivakoodinlukijoiden tiedot ja verkkosivujen haravointi”, sekä kehikko 5, ”Uusi valmistamattomien hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon”).

### Kuvio 13

#### Euroalueen YKHI-inflaation alaerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

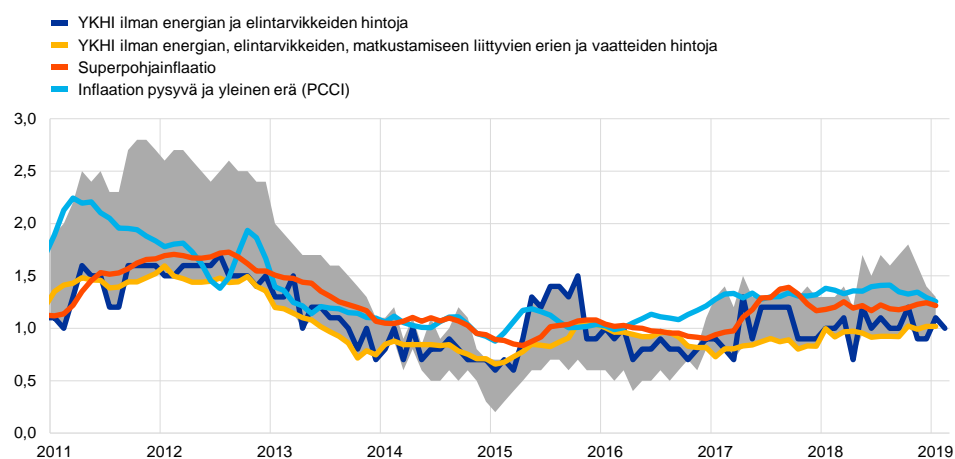
Huom. Tuoreimmat havainnot helmikuulta 2019 (pika-arviot). Vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 5).



**Pohjainlaatioindikaattorit pysyvät samalla tasolla noustuaan taannoisista pohjalukemistaan.** Ilman energian ja elintarvikkeiden hintaa laskettu YKHI-inflaatio oli helmikuussa 1,0 %, kun se tammikuussa oli ollut 1,1 %. Siten se pysytteli edelleen 1 prosentin tuntumassa, johon se asettui noustuaan vuoden 2016 puolivälin pohjatasoltaan. Inflaation hidastuminen helmikuussa johtui palvelujen hintojen inflaatiovauhdin hidastumisesta 1,6 prosentista 1,3 prosenttiin, kun taas muiden teollisuushyödykkeiden kuin energian inflaatiovauhti pysyi ennallaan 0,3 prosentissa. Muutkin pohjainlaatioindikaattorit, kuten inflaation pysyvä ja yleinen erä (PCCI) ja superpohjainlaatio,<sup>1</sup> jotka ovat saatavilla vain tammikuuhun saakka, viittaavat siihen, että inflaatiokehitys on viime kuukausina pysynyt pitkälti entisellään (kuvio 14). Kukin tilastollinen ja mallipohjainen mittari kuitenkin pysyi korkeammalla tasolla kuin ne olivat alimmillaan vuonna 2016. Pohjainlaatiomittareiden odotetaan tästä eteenpäin nousevan asteittain, kun ne saavat nostetta palkkojen kasvun kiihtymisestä sekä kotimaisissa tuottajahinnoissa havaitusta noususta.

**Kuvio 14**  
Pohjainlaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHIstä ovat helmikuulta 2019 (pika-arvio) ja muiden mittarien osalta tammikuulta 2019. Pohjainlaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja; keskitetty keskiarvo (10 %); keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHI:n painotettu mediaani. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI:n nousuvauhtia vuonna 2015 väärinää menetelmämuutos (ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 5).

**Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen nousupaineet kasvoivat hinnoitteluketjun myöhäisemmissä vaiheissa, kun taas alkupäätä koskevat signaalit olivat epäyhtenäisiä.** Tuotantoketjun alkupään hintapaineet ovat kohonneet, sillä öljyn ja teollisuuden raaka-aineiden hintojen vuotuinen muutosvauhti (euroissa mitattuna) kiihtyi merkittävästi helmikuussa. Sitä vastoin muiden hyödykkeiden kuin energian tuottajahintainflaatio hidastui edelleen hieman tammikuussa. Alkupään hintapaineiden aikaisempi heikkous on vaikuttanut tuontihintoihin ja välituotteiden tuottajahintoihin, joista kummatkin ovat laskeneet edelleen viime vuoden elokuusta lähtien. Ketjun myöhäisemmissä vaiheissa muiden kulutushyödykkeiden kuin elintarvikkeiden tuontihintojen vuotuinen kasvuvauhti

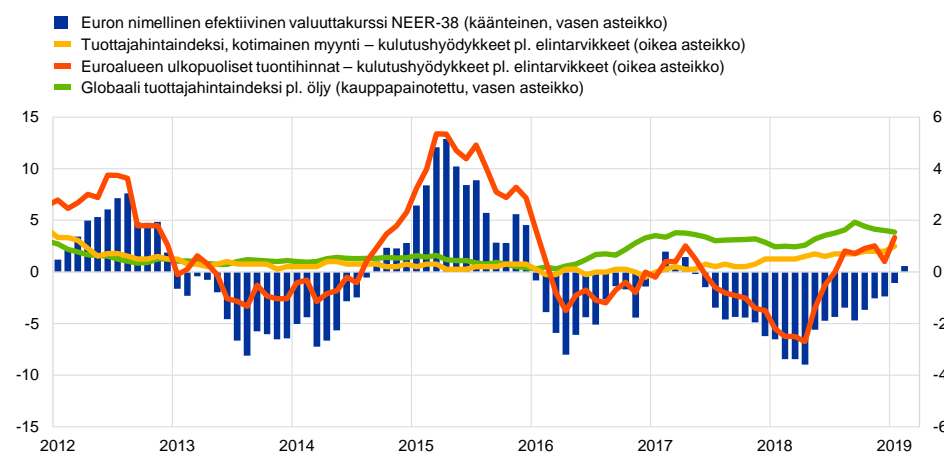
<sup>1</sup> Ks. Lisätietoja näistä pohjainlaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin ”Measures of underlying inflation for the euro area” kehikoista 2 ja 3.

kiihtyi tammikuussa 1,3 prosenttiin joulukuun (alaspäin korjatusta) 0,4 prosentista. Lisäksi niiden kotimaisten tuottajahintojen inflaatio kiihtyi 1,0 prosenttiin tammikuussa 2019, kun se oli kolmen edellisen kuukauden ajan kasvanut 0,8 prosentin vauhtia, pysyen siten pitkän aikavälin keskiarvoaan nopeampana (ks. kuvio 15). Kaikkiaan kulutushyödykkeiden hintapaineet hinnoitteluketjun loppupäässä pysyivät jokseenkin vakaina, kun osa alkupäästä tulevaa hintaheikkoutta ei mahdollisesti ollut vielä välittynyt sinne asti.

### Kuvio 15

#### Tuottaja- ja tuontihinnat

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot euron nimellisestä efektiivisestä valuuttakurssista (NEER-38) ovat helmikuulta 2019 ja kotimaisesta tuottajahintaindeksistä, tuontihinnoista sekä globaalista tuottajahintaindeksistä tammikuulta 2019. NEER-38 on euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi euroalueen 38 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttaan nähden. Tuottajahintaindeksi (PPI) kuvaa tehtaanhintojen kuukausittaista kehitystä.

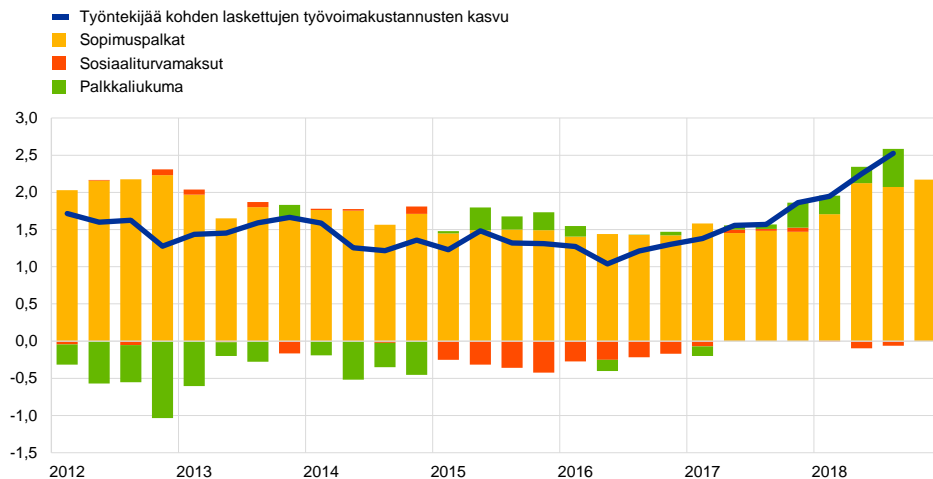
### Tuoreet palkkakehitystä koskevat tiedot viittaavat kasvun jatkumiseen ja tukevat käsitystä kotimaisten kustannuspaineiden asteittaisesta

**lisääntymisestä.** Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti nopeutui 2,5 prosenttiin vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä oltuaan toisella vuosineljänneksellä 2,2 %. Sopimuspalkat nousivat vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä 2,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin ne nousivat 2,1 % (ks. kuvio 16). Palkkojen kasvun mittarit ovat nyt yleisesti selvästi koholla vuoden 2016 alkupuoliskoon verrattuna. Tämä kehitys on sopusoinnussa työmarkkinatilanteen kiristymisen kanssa. Vaikka työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu johtui alkuvaiheessa pääasiassa palkkaliukumasta, suurin osa viime vuosineljänneksen kasvusta johtui sopimuspalkkojen vuotuisesta noususta, mikä vahvistaa luottamusta palkkakehitysnäkymien suhteen.

## Kuvio 16

### Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset alarittain

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat

Huom. Tuoreimmat havainnot työvoimakustannuksista työntekijää kohden vuoden 2018 kolmannelta neljännekseltä ja sopimuspalkkojen kasvusta vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä.

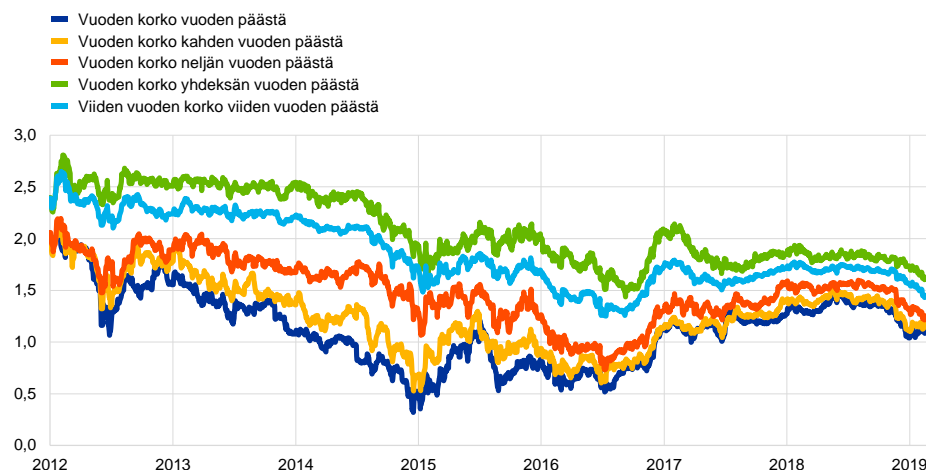
### Sekä markkina- että kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat laskeneet jonkin verran.

Viiden vuoden inflaatioidonnainen swapkorko oli 1,51 prosenttia 6.3.2019 eli noin 13 peruspistettä vähemmän kuin joulukuun puolivälissä (ks. kuvio 17). Markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaimeana pitkän aikaa ja palaa vasta asteittain lähelle 2 prosentin tasoa mutta sen alle. Negatiivisen keskimääräisen inflaation riskineutraali todennäköisyys viiden seuraavan vuoden ajan inflaatio-optioiden markkinahinnoista johdettuna on mitättömän pieni, mikä viittaa siihen, että markkinoilla deflaation riskiä pidetään tällä hetkellä hyvin vähäisenä. Vuoden 2019 ensimmäisen neljänneksen Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimuksen mukaan euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotus oli laskenut 1,8 prosenttiin edellisen kyselyn 1,9 prosentista.

## Kuvio 17

### Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat havainnot 6.3. 2019.

### EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioissa inflaation odotetaan kiihtyvän asteittain ennustejakson kuluessa.

Helmikuun puolivälissä käytettävissä olevien tietojen perusteella YKHI-kokonaisinflaation arvioidaan olevan 1,2 % vuonna 2019, 1,5 % vuonna 2020 ja 1,6 % vuonna 2021, kun taas eurojärjestelmän asiantuntijat olivat arvioineet joulukuussa 2018 vastaaviksi inflaatiovauhdeiksi 1,6 % vuonna 2019, 1,7 % vuonna 2020 ja 1,8 % vuonna 2021 (ks. kuvio 18). Tämä johtuu pääasiallisesti YKHIn energiaerän hintainflaation huomattavasta hidastumisesta vuoden 2018 lopussa tapahtuneen öljyn hinnan rajun laskun ja sen aiempaan nousuun vuonna 2018 liittyvien vertailuajankohdan vaikutusten vuoksi. Vastedes YKHlin sisältyvän energian hinnan odotetaan nousevan hillitysti ja noudattelevan öljyfutuuriin jokseenkin loivaa hintakäyrää. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio on loivassa nousutrendissä ja se saa tukea asteittaisesta mutta jatkuvasta talouden elpymisestä sekä työmarkkinatilanteen kiristymisestä, jotka kasvattavat kotimaisia kustannuspaineita. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nopeutuvan 1,2 prosentista vuonna 2019 niin, että se on 1,4 % vuonna 2020 ja 1,6 % vuonna 2021. Siten arvioita on tarkistettu 0,2 prosenttiyksikköä aiempaa alemmiksi.

## Kuvio 18 Euroalueen YKHI inflaatio

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja artikkeli "Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2019)", joka on julkaistu EKP:n verkkosivuilla 7.3.2019.

Huom. Tuorein havainto vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Arvion vaihteluväli perustuu toteutuneiden arvojen ja useiden aiempien arvioiden väliin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, esitellään julkaisussa "New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges" (EKP, joulukuu 2009). Arvioissa käytettyjen tietojen viimeinen päivä oli 21.2.2019 eli ennen menetelmämuutoksista johtuvaa historiallisten YKHI-tietojen muutospäivämäärää.

## 5 Rahan määrä ja luotonanto

Rahan määrän ja luotonannon kasvu hidastui tammikuussa 2019. Lavean rahan määrän kasvu on pysynyt vahvana, vaikka laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kuukausittaisia netto-ostoja on supistettu. Samaan aikaan pankkien rahoitus- ja luotonantotilanne pysyi suotuisana. Yritysten velkapaperien nettomääräinen liikkeeseenlasku väheni vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä merkittävästi tilanteessa, jossa vuoden 2017 lopulla alkanut joukkolainamarkkinoiden olosuhteiden asteittainen huononeminen jatkui edelleen.

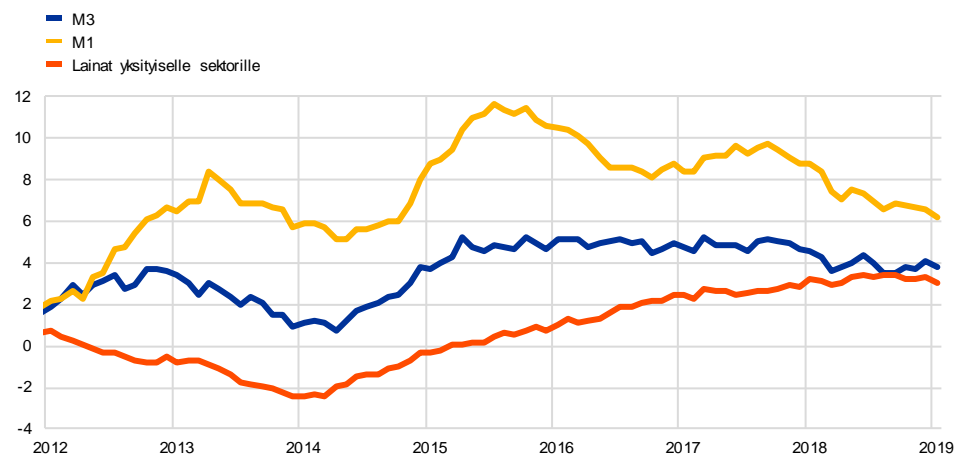
### Lavean rahan (M3) kasvu hidastui tammikuussa ja pysytteli edelleen suunnilleen samalla tasolla kuin maaliskuusta 2018 asti.

M3:n vuotuinen kasvuvauhti hiipui 3,8 prosenttiin tammikuussa 2019. Joulukuussa 2018 se oli ollut 4,1 % (ks. kuvio 19). Tässä kehityksessä näkyy M3:n kasvun kestävyys laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman mekaanisen kasvuvaikutuksen heikentyessä. M3:n kasvu on hidastunut vuoden 2017 lopulta alkaen samaan aikaan, kun omaisuuserien netto-ostot ovat supistuneet. Laajennetulla omaisuuserien osto-ohjelmalla oli siis pienempi positiivinen vaikutus M3:n kasvuun. M3:n likvideimpien erien eli suppean raha-aggregaatin M1:n kasvu vaikutti edelleen huomattavasti lasean rahan kasvuun, vaikka laskikin 6,2 prosenttiin tammikuussa. Rahan määrän kasvu sai edelleen tukea talouskasvun jatkumisesta ja likvideimpien instrumenttien hallussapidon alhaisesta vaihtoehtoiskustannuksesta korkotason ollessa hyvin matala.

### Kuvio 19

#### M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

**M3:n kasvun pääasiallisena veturina olivat edelleen yön yli -talletukset.** Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui tammikuussa 6,4 prosenttiin, Tämä kuvasti yritysten hallussaan pitämien yön yli -talletusten vuosikasvun heikkenemistä, kun taas kotitalouksien yön yli -talletusten kasvu pysyi vakaana. Lisäksi liikkeessä olevan rahan määrän vakaa kasvu kertoo siitä, että talletuksia ei laajasti korvata käteisellä tilanteessa, jossa koko euroalueen korkotaso on hyvin alhainen tai

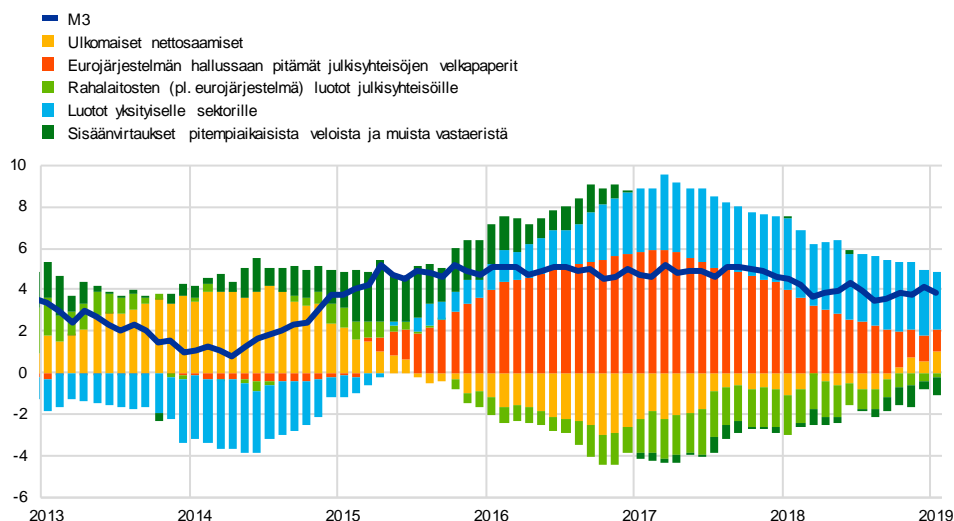
negatiivinen. Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset (eli M2 - M1) hidastivat edelleen M3:n kasvua, vaikka lyhytaikaisten talletusten ja yön yli -talletusten välinen korkoero onkin vuoden 2017 lopun jälkeen vakautunut. Jälkimarkkinakelpoiset instrumentit (M3 - M2), joiden kasvuvauhti on nykyisellään hidastunut näille instrumenteille maksettavan tuoton alhaisen tason vuoksi, vaikuttivat M3:n kasvuun kokonaisuudessaan neutraalisti.

**Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot olivat vastaerien kannalta katsottuna edelleen suurin lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä (ks. kuvio 20).**

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kuukausittaisten netto-ostojen edellä mainitun supistumisen myötä eurojärjestelmän hallussaan pitämien julkisyhteisöjen velkapaperien positiivinen vaikutus M3:n kasvuun supistui edelleen (ks. kuvion 20 palkkien punaiset osat). Tätä on pitkälti tasoittanut yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen vaikutuksen maltillinen kasvu vuoden 2017 lopulta alkaen (ks. kuvion 20 palkkien siniset osat). Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot olivat edelleen rahan luomisen tärkein lähde, mutta laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kasvuvaihtuksen supistumisen ovat viime aikoina korvanneet ulkoiset rahavirrat (ks. kuvion 20 palkkien keltaiset osat) ja julkisyhteisöille myönnetyt luotot (ks. kuvion 20 palkkien vaaleanvihreät osat). Ulkomaisten nettosaamisten vaikutuksen kasvussa näkyy osittain euroalueen omaisuuserien suosio sijoituskohteena tilanteessa, jossa epävarmuus ja riskinottohaluttomuus ovat kasvaneet. Lisäksi liikepankkien suorittamat valtion velkapapereiden ostot ovat viime kuukausina lisääntyvässä määrin vakauttaneet M3-raha-aggregaattia. Nämä kehityskulut kertovat meneillään olevasta siirtymisestä kohti enemmän omalla painollaan toimivia rahan luomisen lähteitä.

**Kuvio 20**  
M3 ja sen vastaerät

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



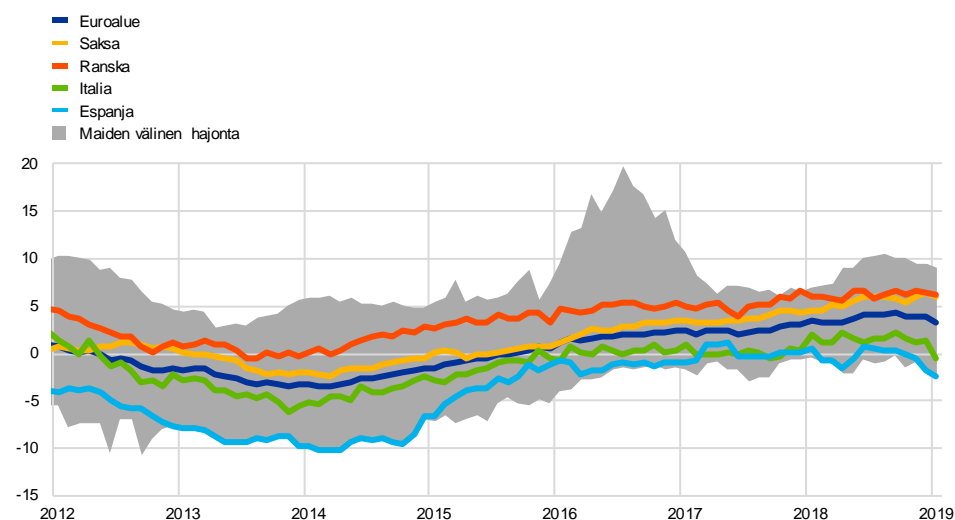
Lähde: EKP.  
Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-rahailaitossektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit. Se kattaa siis myös eurojärjestelmän toteuttamat muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden hankinnat yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

**Luotonannon kasvu hidastui tammikuussa.** Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) hidastui tammikuussa 3,0 prosenttiin oltuaan joulukuussa 3,4 % (ks. kuvio 19). Tämä johtui eri toimialojen yrityksille suunnatun luotonannon vuotuisen kasvuvauhdin voimakkaasta hidastumisesta 3,3 prosenttiin tammikuussa, kun se joulukuussa oli 3,9 %. Yrityslainakannan kasvu, jossa oli huomattavia eroja maiden välillä, noudattelee pitkän aikavälin säännönmukaisuuksia, ja se voidaan selittää vuoden 2018 alusta jatkuneella BKT:n kasvun hidastumisella (ks. kuvio 21). Samaan aikaan kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi entisellään ja oli tammikuussa 3,2 %. Siinäkin oli huomattavaa vaihtelua maiden välillä (ks. kuvio 22). Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kehitystä tukivat edelleen suotuisat rahoitusolot, yritysten investointien vahva kasvu, työmarkkinatilanteen paraneminen, kypsät asuntomarkkinat ja sekä asuinrakentamisen että yksityisen kulutuksen kasvu. Lisäksi pankit ovat edistyneet taseidensa vakauttamisessa, kannattavuuden parantamisessa ja järjestämättömien saamisten vähentämisessä, joskin näiden saamisten osuus on joissakin maissa pysynyt edelleen korkeana.

## Kuvio 21

### Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

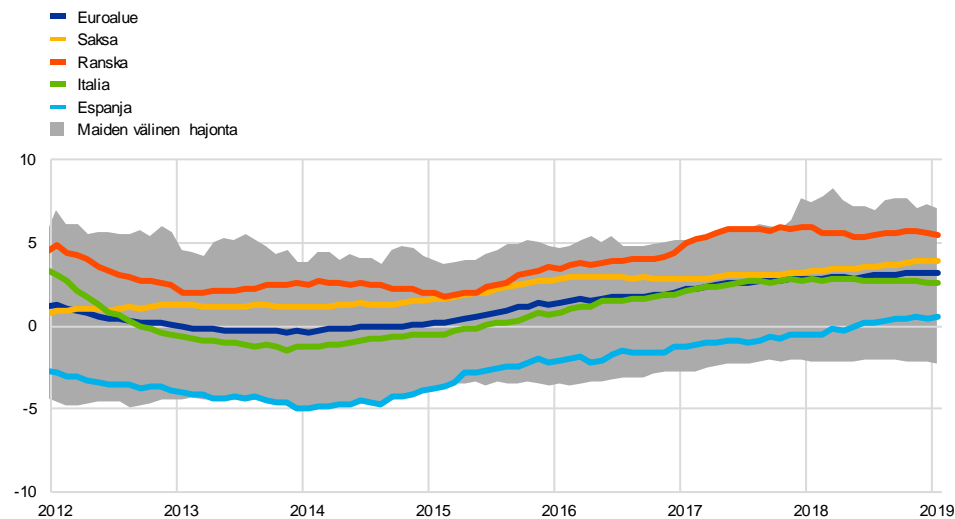
Huom. Lainanantoa koskevat luvut on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.



## Kuvio 22

### Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

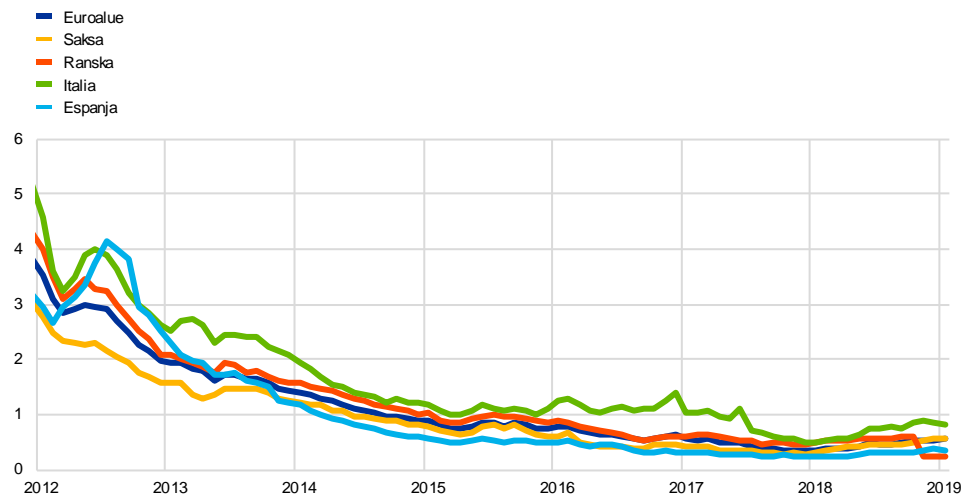
### Pankkien rahoitusolot pysyvät pitkällä aikavälillä arvioiden suotuisina.

Tammikuussa euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus pysyi vakaana kasvettuaan asteittain vuoden 2018 alusta asti (ks. kuvio 23). Tämä johtui pankkien joukkolainojen tuottojen pysymisestä ennallaan koko euroalueella. Maiden väliset erot olivat huomattavia, koska poliittinen epävarmuus oli suurta ja pankkien tukkurahoituksen saanti vaihtelevaa. Samaan aikaan talletusrahoituksen kustannukset pysyivät muuttumattomina. Velkapaperien liikkeeseenlaskuun perustuvan rahoituksen kustannusten kasvu on vaikuttanut pankkien rahoituksen yhdistelmäkustannukseen kokonaisuudessaan varsin vähän, koska tämäntyyppisen rahoituksen merkitys pankkien rahoitusrakenteissa on pieni. Pankkien rahoitusolot ovatkin kaiken kaikkiaan pysyneet suotuisina, mikä johtuu kasvua tukevasta EKP:n rahapolitiikan mitoituksesta ja pankkitaseiden vahvistumisesta. Lisäksi uusi kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarja auttaa varmistamaan, että pankkien luotonantotilanne pysyy suotuisana jatkossakin.

## Kuvio 23

### Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, vuotuisina prosentteina)



Lähteet: EKP, Markit iBoxx ja EKP:n laskelmat.

Huom. Talletusten yhdistelmäkustannus lasketaan yön yli -talletuksia, määräaikaistalletuksia ja irtisanomisehtoisia talletuksia koskevien uusien sopimusten korkojen keskiarvona ja painotettuina vastaavilla kannan määrillä. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

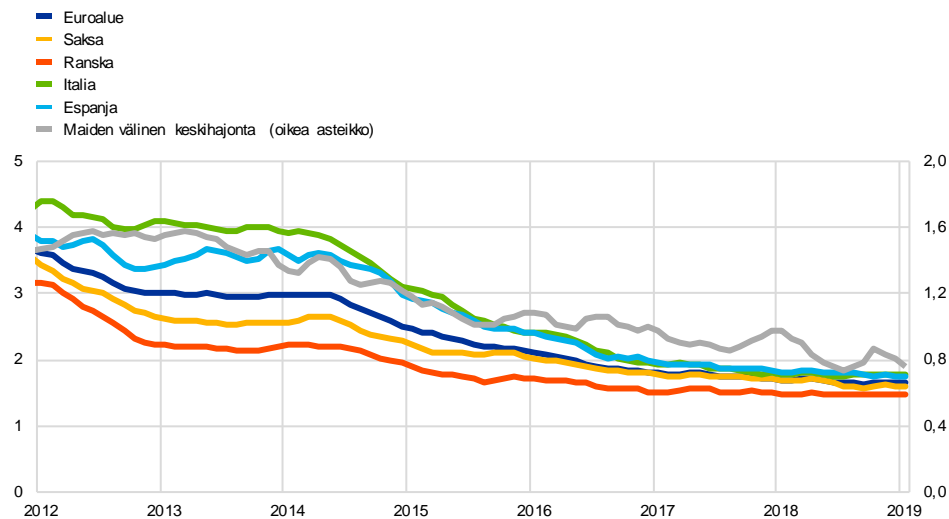
### Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen korot pysyttelivät lähellä pitkän aikavälin pohjalukemiaan.

Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen yhdistelmäkorkot (ks. kuvio 24) pysyivät tammikuussa 2019 pitkälti vakaina 1,63 prosentissa, lähellä toukokuun 2018 ennätysmäisen alhaista 1,62 prosentin tasoa. Asuntolainojen yhdistelmäkorko pysyi tammikuussa pitkälti vakaana 1,82 prosentissa, niin ikään lähellä joulukuun 2016 ennätysmäisen alhaista tasoaan (ks. kuvio 25). Pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkorkot ovat laskeneet huomattavasti ja markkinaviitekorjoja enemmän sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä. Maiden välillä oli edelleen huomattavaa vaihtelua. Toukokuusta 2014 tammikuuhun 2019 yritys- ja kotitalouslainojen yhdistelmäkorkot laskivat noin 1,30 prosenttiyksikköä ja kotitalouslainojen yhdistelmäkorkot 1,10 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen korot sekä pienyrityksille myönnettyjen lainojen korot (olettaen, että hyvin pienet, enintään 0,25 miljoonan euron lainat myönnetään ensisijaisesti pienyrityksille) laskivat erityisen merkittävästi finanssikriisistä eniten kärsineissä euroalueen maissa. Tämä viittaa siihen, että rahapolitiikka on välittynyt aiempaa tasapuolisemmin pankkien antolainauskorkoihin euroalueen eri maissa ja erikokoisten yritysten kohdalla.

## Kuvio 24

### Yrityslainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



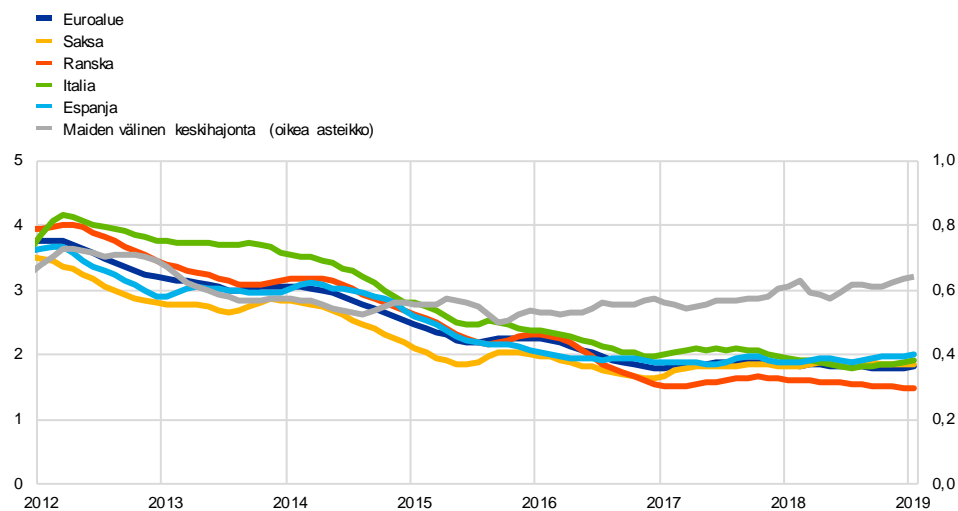
Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

## Kuvio 25

### Asuntolainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

Huom. Pankkilainanoton kokonaiskustannusten indikaattori (yhdistelmäkorke) lasketaan lyhyiden ja pitkien korkojen aggregaattina käyttämällä uusien sopimusten 24 kuukauden liukuvaa keskiarvoa. Maiden välinen keskihajonta lasketaan 12 euromaan kiinteän otoksen perusteella. Tuorein havainto on tammikuulta 2019.

**Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen kokonaismäärä on arvioiden mukaan vakautunut vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä.** Pankkien luotonannon kasvu oli vahvaa, ja sitä tukivat suotuisina pysyneet luotonantokriteerit sekä pankkilainojen suhteellisten kustannusten aleneminen edelleen. Arvopaperien nettoemissiot sitä vastoin supistuivat viimeisellä vuosineljänneksellä. Supistumisen taustatekijöitä olivat muun muassa talouskasvun hidastuminen, fuusioiden ja

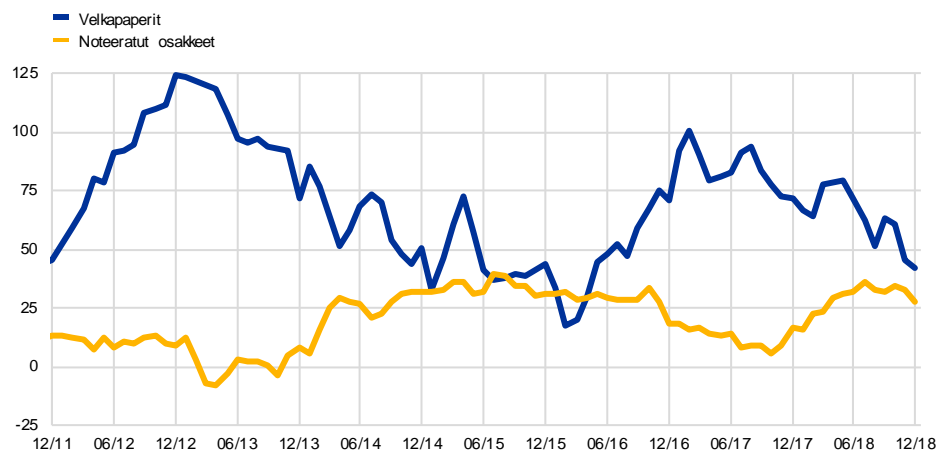
yritystojen arvojen aleneminen sekä markkinaehtoisen rahoituksen kustannusten ja epävarmuuden kasvu. Tämä kehitys on kuitenkin muuttumassa yhä vaihtelevammaksi eri maissa.

**Vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä yritysten velkapaperien nettoemissiot supistuivat merkittävästi, kun taas velkapaperien liikkeeseenlaskun kustannukset jatkoivat samalla aikavälillä kasvuaan.** Nettoemissioiden väheneminen vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä selittyy osittain sarjan kausivaihtelulla, mutta keskipitkällä aikavälillä tarkasteltuina nettoemissiot olivat vuositasolla joulukuussa 2018 alimmillaan toukokuun 2016 jälkeen (ks. kuvio 26), ja niiden vuoden 2017 alussa alkanut laskusuuntaus jatkuu edelleen. Markkinatiedot viittaavat siihen, että investointiluokan liikkeeseenlaskijoiden velkapaperien nettoemissiot kasvoivat vuoden 2019 alkukuukausina, mutta korkeatuottoisessa segmentissä ne pysyivät kutakuinkin nollassa. Myös osakkeiden nettoemissiot olivat käytännössä nollassa vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä.

### Kuvio 26

Euroalueen yritysten velkapaperien ja noteerattujen osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku

(vuositasolla, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

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

**Joulukuussa 2018 yritysten rahoituskustannukset kasvoivat edelleen.** Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat, velkapaperien liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli joulukuussa 4,8 % oltuaan marraskuussa 4,7 %. Ulkoisen rahoituksen nykyiset kustannukset ovat 0,57 prosenttiyksikköä elokuun 2016 ennätysalimman tason yläpuolella mutta edelleen merkittävästi alempana kuin vuoden 2014 puolessavälissä, jolloin markkinoiden odotukset julkisen sektorin velkapaperien osto-ohjelman käyttöönotosta alkoivat näkyä.

## 6 Julkisen talouden kehitys

*Euroalueen talouskehitys saa tukea lievästi elvyttävästä finanssipolitiikasta ja automaattisten vakauttajien toiminnasta. Samaan aikaan maiden, joiden julkisen talouden velka on suuri, on jatkettava julkisen talouden puskurien palauttamista. Kaikkien maiden olisi edelleen lisättävä toimia, joilla parannetaan julkisen talouden edellytyksiä tukea kasvua. Myös Euroopan unionin finanssi- ja talouspoliittisen ohjausjärjestelmän avoin ja johdonmukainen täytäntöönpano ajankohdasta ja maasta riippumatta vahvistaa euroalueen talouden häiriönsietokykyä.*

**Euroalueen julkisen talouden alijäämä koheni viime vuonna, mutta sen arvioidaan kasvavan jälleen vuonna 2019 ja pysyvän kahtena seuraavana vuonna suurin piirtein vakaana.**<sup>2</sup> Vuotta 2018 koskevien, toistaiseksi epätäydellisten tietojen perusteella euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan olleen 0,5 % suhteessa BKT:hen, kun alijäämäsuhte vuonna 2017 oli 1,0 %. Vuonna 2018 alijäämä supistui pääosin suotuisten suhdanteiden ja korkomaksujen vähenemisen ansiosta. Tänä vuonna se todennäköisesti kasvaa jälleen, koska suhdannekorjattu perusjäämä on merkittävästi pienempi. Alijäämän arvioidaan myös pysyvän suurempana kahden seuraavan vuoden ajan (ks. kuvio 27).

**Euroalueen julkisen talouden alijäämän kehitys kahtena seuraavana vuonna on nyt arvioitu heikommaksi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden joulukuun 2018 arvioissa.** Alijäämän kasvu johtuu osittain perusjäämän supistumisesta, jossa näkyy se, että monissa euroalueen suurimmissa maissa politiikka on elvyttävämpää kuin aiemmin arvioitiin. Se johtuu myös suhdannekomponentin pienenemisestä, koska makrotalouden näkymiä on tarkistettu alaspäin.

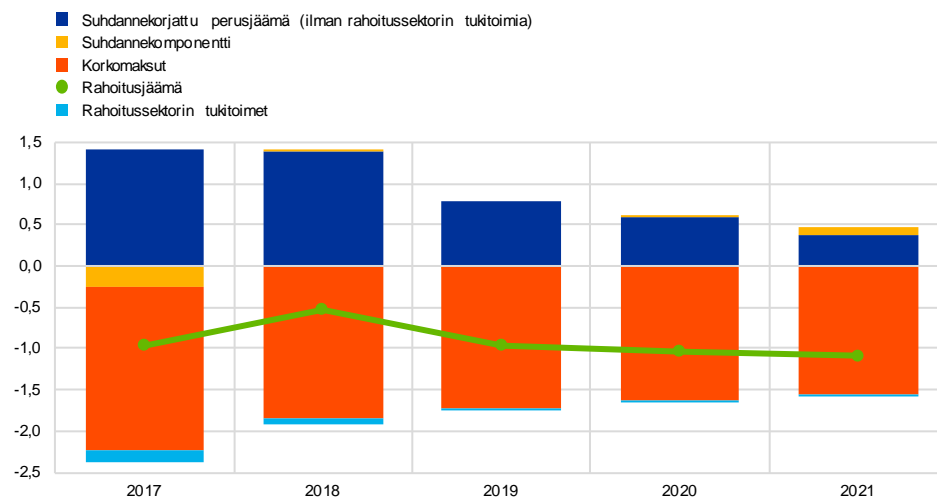
---

<sup>2</sup> Ks. EKP:n verkkosivuilla 7.3.2019 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot \(maaliskuu 2019\)](#)".

## Kuvio 27

### Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(% suhteessa BKT:hen)



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

### Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olleen kokonaisuudessaan joksinkin neutraalia vuonna 2018, mutta vuodesta 2019 eteenpäin sen odotetaan olevan jossakin määrin elvyttävää.<sup>3</sup> Arvion tärkeimpinä taustatekijöinä

ovat välittömien verojen ja sosiaaliturvamaksujen leikkaukset sekä Saksassa että Ranskassa, mutta se perustuu myös menojen verrattain voimakkaaseen kasvuun useissa maissa.

### Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan, joskin aiempaa hitaammin. EKP:n asiantuntijoiden maaliskuun 2019 arvioissa

ennakoidaan, että BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden kokonaisvelka supistuu 81,1 prosenttiin vuoden 2021 loppuun mennessä, kun se vuonna 2017 oli 86,8%<sup>4</sup>. Arvioita julkisen talouden velan pienenemisestä tukee velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron pysyminen negatiivisena<sup>5</sup> sekä perusylijämiä suotuisan kehityksen jatkuminen (ks. kuvio 28). Alijäämä-velkakoikaisujen odotetaan kuitenkin osittain kumoavan näiden tekijöiden vaikutuksen. Velkasuhteen odotetaan arviointijaksolla supistuvan tai kasvavan vain hitaasti kaikissa euroalueen maissa, mutta joissakin maissa se ylittää edelleen pitkälti viitearvon, joka on 60 % BKT:stä. Euroalueen kokonaisvelkasuhteen odotetaan pienenevän koko ennustejaksolla hitaammin kuin joulukuussa 2018 arvioitiin. Tämä johtuu pääosin velan koron ja

<sup>3</sup> Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Tässä yhteydessä finanssipolitiikan mittarina on muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan käsitettä tarkastellaan lähemmin EKP:n Talouskatsauksen numeron 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

<sup>4</sup> Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

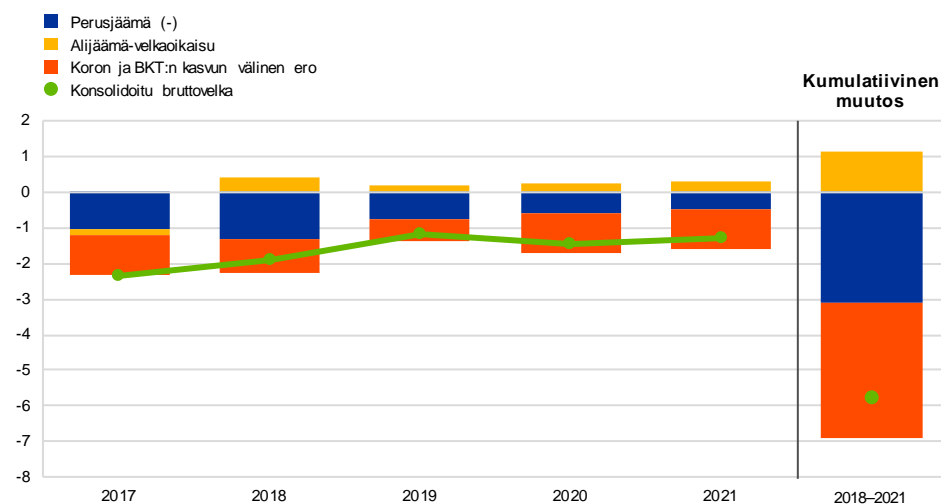
<sup>5</sup> Lisätietoja on tämän Talouskatsauksen numeron kehikossa "Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja julkishallinnon velkaantuminen".

BKT:n kasvuvauhdin välisen eron kasvamisesta vuonna 2019, kun BKT:n kasvuarvioita korjataan alaspäin ja perusjäämä supistuu.

### Kuvio 28

#### Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



Lähteet: EKP ja euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot maaliskuulta 2019.  
Huom. Tiedot viittaavat euroalueen koko julkisyhteisösektoriin.

**Maiden olisi jatkettava finanssipolitiikkaansa vakaus- ja kasvusopimusta täysimääräisesti noudattaen.** Tämä saattaa edellyttää, että automaattisten vakauttajien annetaan toimia tarpeen mukaan. Samaan aikaan maiden, joiden julkisen talouden velka on suuri, on jatkettava julkisen talouden puskurien palauttamista. Kaikkien euroalueen maiden olisi edelleen lisättävä toimia, joilla parannetaan julkisen talouden edellytyksiä tukea kasvua.

# Kehikot

## 1 Euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien nykyisen noususuhdanteen luonnehdintaa: mitä on odotettavissa?

**Tässä kehitössä tarkastellaan suhdannekierron nykyistä vaihetta tärkeimmissä euroalueen ulkopuolisissa kehittyneissä talouksissa ja arvioidaan hitaampaan kasvuun siirtymisen taustatekijöitä.**<sup>6</sup> Vaikka euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien kasvu on hidastunut, jyrkän hidastumisen tai taantumien merkit ovat tässä vaiheessa vähäisiä, ja perusskenaario on edelleen talouskasvun maltillinen hidastuminen.

**Historiallisesti tarkastellen nykyinen euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien kasvu on ollut jokseenkin epätavallista sekä pituudeltaan että nopeudeltaan.** Kun talouden toimeliaisuus maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen alkoi elpyä, tuotantokuilut olivat erittäin suuret. Maailmantalouden kasvua on nyt jatkunut kymmenen vuotta, ja siitä on tulossa pisin koskaan kirjattu kasvujakso. Kasvu on myös ollut verrattain ohutta: kumuloiutuva BKT:n kasvu vuodesta 2009 lähtien on ollut alle 20 %, mikä on huomattavasti edellisten nousukausien lukemia vähemmän (ks. kuvio A). Elpymisen vaikeus saattaa tukea näkemystä, jonka mukaan trendikasvu on hidastunut viimeisen vuosikymmenen aikana.

---

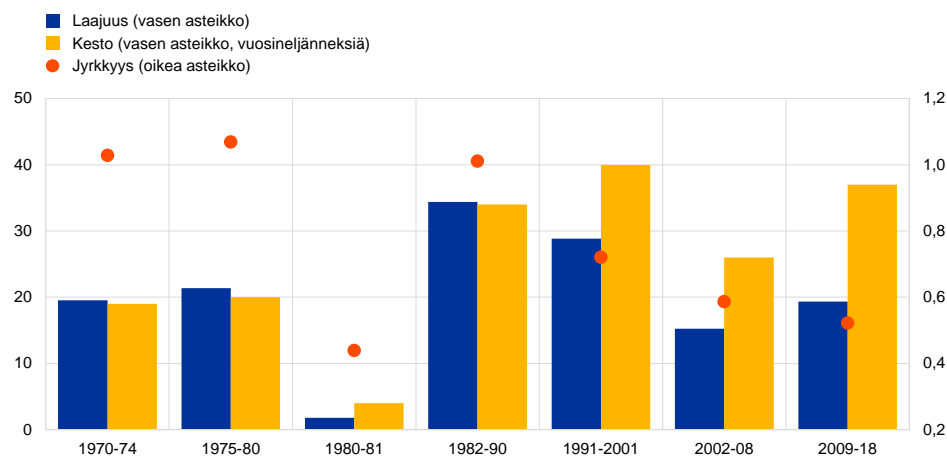
<sup>6</sup> Analyysi perustuu seuraavien euroalueen ulkopuolisten maiden tietoihin: Yhdysvallat (US), Japani (JP), Iso-Britannia (UK), Kanada (CA), Sveitsi (CH), Ruotsi (SE), Tanska (DK), Norja (NO) ja Australia (AU).



## Kuvio A

### Noususuhdanteiden laajuus, kesto ja jyrkkyys euroalueen ulkopuolisissa kehittyneissä talouksissa

(vasen asteikko: prosentteja ja vuosineljänneksiä; oikea asteikko: prosentteja)



Lähde: EKP:n asiantuntijat.

Huom. Kehittyneiden talouksien suhdannekierron on laskettu otoksen maiden painotettuna keskiarvona. Maat on lueteltu tämän kehikon ensimmäisessä alaviitteessä. "Kesto" on vuosineljännesten lukumäärä laskukauden pohjalta seuraavan nousukauden huipulle, "laajuus" viittaa reaalisin BKT:n prosenttimuutokseen laskukauden pohjalta seuraavan nousukauden huipulle ja "jyrkkyys" on laajuuden suhde keston.

### Suhdannekierron dynamiikan perusteellisempi analyysi edellyttää sen eri vaiheiden tarkempaa määrittelyä.

Tässä kehikossa yhdistetään kaksi lähestymistapaa. Ensiksi tunnistetaan taantumet puhtaasti teknisen määritelmän avulla eli soveltamalla Bry-Boschanin algoritmia<sup>7</sup>. Sen mukaan taantumien muodostavat vähintään kaksi vuosineljännestä, joiden aikana reaalin BKT laskee. Kirjallisuudessa tätä kutsutaan klassiseksi suhdannevaiheiden määrittämiseksi.<sup>8</sup> Kun taantumien ajankohdat on tällä tavoin määritetty, noususuhdanteen eri vaiheet eritellään käyttämällä BKT:n syklistä komponenttia, joka saadaan poistamalla reaalin BKT:n tasoista trendin vaikutus BKT:n trendikasvun estimaattien pohjalta.<sup>9</sup> BKT:n vaihtelut jaotellaan neljään lisävaiheeseen sen mukaan, onko BKT:n toteutunut kasvu trendikasvua nopeampaa vai hitaampaa ja onko tuotantokuilu positiivinen vai negatiivinen. Tässäkin kukin sykli määritellään vähintään kahdeksi peräkkäiseksi neljännekeksi, joiden aikana kehitys on

<sup>7</sup> Ks. G. Bry ja C. Boschan, "Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Tämä menetelmä tarjoaa hyvän approksimaation, ja sitä käytetään laajasti noususuhdanteiden ja taantumien empiirisissä tutkimuksissa. Ks. esim. G7- ja EU-maiden osalta M. Artis, Z. Kontolemis ja D. Osborn, "Business Cycles for G7 and European Countries", *The Journal of Business*, Vol. 70, N:o 2, huhtikuu 1997, s. 249-279. Yhdysvaltain osalta ks. J. Stock ja M. Watson, "Estimating turning points using large data sets", *Journal of Econometrics*, Vol. 178, Part 2, tammikuu 2014, s. 368-381. Nämä tulokset ovat laajalti vertailukelpoisia Centre for Economic Policy Research (CEPR)- ja NBER-tutkimuslaitosten raportointien euroalueen ja Yhdysvaltain suhdannevaiheiden ajoitusten kanssa. Molemmat laitokset ovat käyttäneet kattavampia menetelmiä, joissa tarkastellaan neljännesvuositaisen BKT:n lisäksi myös BKT:n keskeisiä osatekijöitä, muun muassa työllisyyttä ja teollisuustuotantoa. Taantuma on määritelmän mukaan kaksi peräkkäistä vuosineljännestä kestävä BKT:n lasku.

<sup>8</sup> Ks. A. Burns and W. Mitchell, "Measuring Business Cycles", *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, joulukuu 1946.

<sup>9</sup> Samaa lähestymistapaa suhdannevaiheen ajoituksessa on käytetty kehikossa "The measurement and prediction of the euro area business cycle", EKP:n Kuukausikatsaus, toukokuu 2011.

samansuuntainen.<sup>10,11</sup> Kuviossa B esitetään esimerkki viidestä vaiheesta euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien aggregoitujen lukujen perusteella.

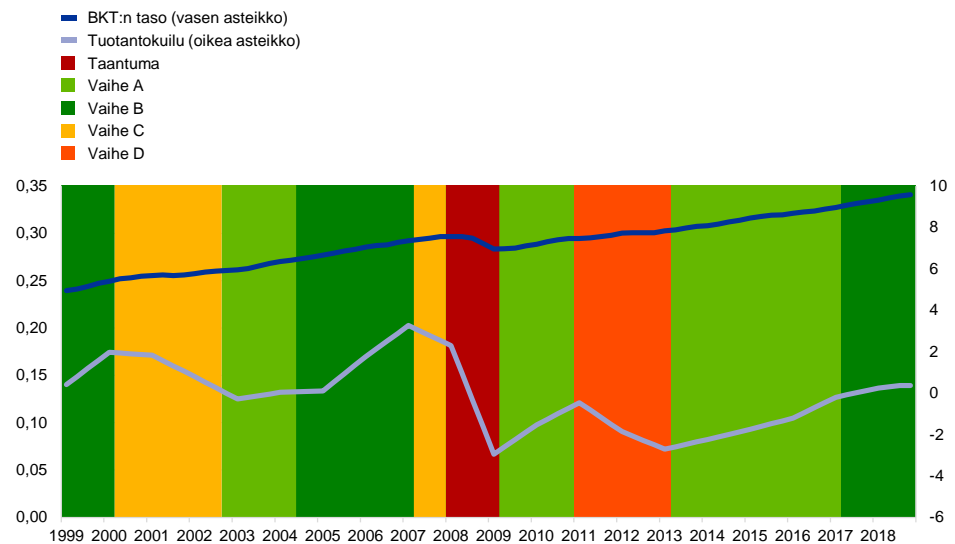
### Toisessa vaiheessa voidaan luonnehtia nousukausien eri vaiheita tarkemmin.

Erityisesti otetaan huomioon trendikasvun hidastumisen vaikutukset. Vaiheessa 1 (kuvion B punaisella varjostettu alue) tunnistetut taantumet yhdistetään vaiheessa 2 (vaaleanvihreällä, tummanvihreällä, keltaisella ja oranssilla varjostetut alueet) tunnistettuihin lisävaiheisiin. Sen jälkeen erotellaan varsinaiset taantumet sellaisista jaksoista, joiden aikana talouden toimeliaisuus hidastuu suhteessa trendikasvuun ja tuotantokuilut ovat ajoittain negatiivisia, mutta varsinaista taantumaa ei ole.<sup>12</sup>

### Kuvio B

#### Euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien suhdannekierto

(vasen asteikko: indeksi (logaritminen); oikea asteikko: prosentteja)



Lähde: EKP:n asiantuntijat.

Huom. Kuviossa esitetään kehittyneiden talouksien suhdannekierron viiden vaiheen jaksottelu. Ensimmäisessä vaiheessa nousukaudet ja taantumet on eritelty klassisen suhdannevaiheiden ajoituksen avulla soveltamalla Bry-Boschanin algoritmia reaalisena BKT:n tasoihin (logaritmisesti). Toisessa vaiheessa on jaoteltu reaalisena BKT:n syklisen osatekijän kehitys neljään vaiheeseen. Vaihe A: tuotantokuilu on edelleen negatiivinen, mutta BKT:n kasvu trendikasvua nopeampaa. Vaihe B: tuotantokuilu on positiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua nopeampaa. Vaihe C: tuotantokuilu on positiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua hitaampaa. Vaihe D: tuotantokuilu on negatiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua hitaampaa. Tuorein havainto on vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä.

### Tässä sovelletun menetelmän perusteella vaikuttaa siltä, että monissa tärkeimmissä kehittyneissä talouksissa tuotantokuilu on parhaillaan positiivinen ja talouden toimeliaisuus kasvaa edelleen trendikasvua nopeammin (ks. kuvio C). Tässä käytetyt estimaatit viittaavat siihen, että

Yhdysvalloissa, Japanissa, Kanadassa, Sveitsissä ja Tanskassa tuotantokuilut ovat positiivisia ja talouden toimeliaisuus kasvaa edelleen trendikasvua nopeammin.

<sup>10</sup> Tässä kehikossa esitetty analyysi ja suhdannekierron vaiheiden ajoitus riippuu BKT:n trendikasvun estimaateista. Kehikossa on käytetty IMF:n ja EKP:n tuottamia trendikasvun estimaatteja. Neljännesvuosittaiset frekvenssit on interpoloitu vuosittaisista tiedoista kolmannen asteen spline-funktiolla. Trendikasvun estimaatit ennen vuotta 1980 on laskettu yksinkertaisilla trendin vaikutuksen poistavilla menetelmillä.

<sup>11</sup> OECD:n ennakoivissa yhdistelmäindikaattoreissa käytetään vaihtoehtoista tapaa, jossa keskitytään ennakoimaan talouden toimeliaisuuden käännekohtia.

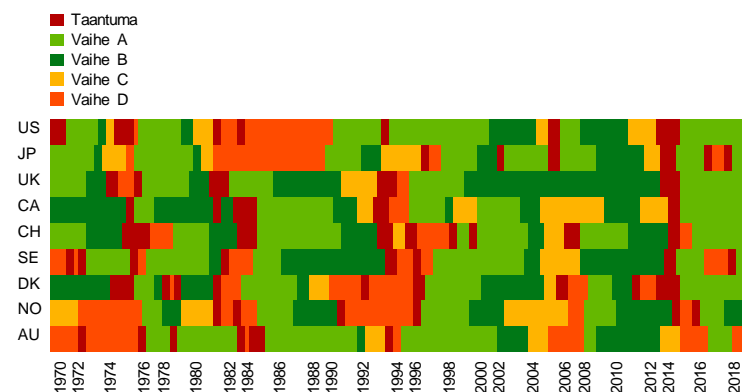
<sup>12</sup> Tämän kaksivaiheisen menettelyn vuoksi taantumajakso saattaa seurata mitä tahansa neljästä talouden laajenemisvaiheesta, vaikka käytännössä taantuma seuraa yleensä vaihetta C ja harvemmin myös vaiheita B ja D.

Ruotsi sen sijaan on saattanut jo siirtyä vaiheeseen, jossa talouden toimeliaisuus kasvaa trendikasvua hitaammin. Ison-Britannian, Norjan ja Australian elpyminen puolestaan näyttää jatkuneen finanssikriisistä asti, ja näissä talouksissa on silti vielä jonkin verran käyttämätöntä kapasiteettia.

### Kuvio C

#### Tiettyjen kehittyneiden talouksien suhdannevaiheiden jaksottelu

(vaiheita)



Lähde: EKP:n asiantuntijat.

Huom. Taantumat on eritelty soveltamalla Bry-Boschanin algoritmia reaalian BKT:n tasoihin (logaritmisesti). Vaihe A: tuotantokuilu on edelleen negatiivinen, mutta BKT:n kasvu on trendikasvua nopeampaa. Vaihe B: tuotantokuilu on positiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua nopeampaa. Vaihe C: tuotantokuilu on positiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua hitaampaa. Vaihe D: tuotantokuilu on negatiivinen ja BKT:n kasvu trendikasvua hitaampaa. Tuorein havainto on vuoden 2018 viimeiseltä neljännekseltä.

#### Kokemus on osoittanut, että talouksien trendikasvua nopeampi kasvu voi jatkua pitkäänkin, ja vähittäinen hidastuminen on suoranaista taantumaa todennäköisempi vaihtoehto.

Kuvio C osoittaa, että talouksissa, joissa tuotantokuilu on positiivinen, BKT voi kasvaa trendikasvua nopeammin keskimäärin kahdesta kolmeen vuotta ennen kuin suhdannevaihe vaihtuu. Lisäksi useimmissa tapauksissa talouksien kasvun hidastuminen tapahtuu vähittäin. Historialliset suhdannevaiheiden vaihtumista koskevat (ehdottomat) todennäköisyydet viittaavat siihen, että sellaisen vaiheen jälkeen, jossa tuotantokuilu on positiivinen ja kasvuvauhti ylittää trendikasvun (vaihe B), noin kolmasosa maista siirtyy taantumaa ja kaksi kolmasosaa siirtyy hitaamman kasvun vaiheeseen toimeliaisuuden alittaessa trendikasvun.

#### Perusskenaariossa oletuksena on, että kehittyneiden talouksien kasvuvauhti hidastuu hieman.

Vuoden 2017 suhdannehuipun jälkeen BKT:n kasvu kehittyneissä talouksissa alkoi hidastua vuoden 2018 ensimmäisellä puoliskolla, ja kyselypohjaiset mittarit viittasivat hidastumisen jatkumiseen vielä vuodenvaihteessa. Teollisuustuotannon hidastuminen arvioitiin erityisen voimakkaaksi, ja sitä todennäköisesti voimistaa maailmanlaajuisiin investointeihin ja tuotantoon liittyvä epävarmuus. Uusimmassa Kansainvälisen valuuttarahaston ennusteessa (IMF World Economic Outlook) arvioidaan, että kehittyneiden talouksien kasvu hidastuu vähitellen vuoden 2018 tasosta eli 2,3 prosentista ensin 2,0 prosenttiin vuonna 2019 ja sitten 1,7 prosenttiin vuonna 2020. Arvio on samansuuntainen kuin

maaliskuussa 2019 julkaistut euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot.<sup>13</sup>

**Voidaan siis todeta, että vaikka euroalueen ulkopuolisten kehittyneiden talouksien kasvu on hidastunut, talouden jyrkän hidastumisen tai taantumien merkkejä ei juuri ole näkyvissä.** Tästä huolimatta kasvun hidastumisen riskejä on runsaasti, ja ne ovat viime aikoina kasvaneet. Esimerkiksi kauppapoliittisten jännitteiden kärjistyminen tai Ison-Britannian eroaminen EU:sta ilman erosopimusta saattaisivat haitata kehittyneiden talouksien tulevaisuudennäkymiä.

---

<sup>13</sup> Ks. "Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (maaliskuu 2019)", julkaistu EKP:n verkkosivuilla 7.3.2019.

## 2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 31.10.2018–29.1.2019

**Tässä kehikossa tarkastellaan EKP:n rahapoliittisia operaatioita vuoden 2018 seitsemännellä ja kahdeksannella vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 31.10.2018–18.12.2018 ja 19.12.2018–29.1.2019.** Perusrahoitusoperaatioiden korko oli koko tämänkin tarkastelujakson ajan 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletusmahdollisuuden korko -0,40 %. Lisäksi eurojärjestelmä jatkoi julkisen sektorin velkapapereiden, katettujen joukkolainojen, omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja yrityssektorin velkapapereiden ostoja osana laajennettua omaisuuserien osto-ohjelmaansa, jossa netto-ostoja pyrittiin tekemään keskimäärin 15 miljardilla eurolla kuukaudessa joulukuun 2018 loppuun asti. Sen jälkeen osto-ohjelmassa siirryttiin uudelleensijoittamisvaiheeseen 1.1.2019.

### 2.1 Likviditeettitarpeet

**Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 511,5 miljardia euroa eli 51,8 miljardia euroa suurempi kuin edeltäneellä tarkastelujaksolla (eli vuoden 2018 viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla).** Likviditeettitarpeiden kasvu johtui pääosin siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 51,4 miljardia euroa 1 384,5 miljardiin euroon, kun taas vähimmäisvarantovelvoitteet kasvoivat 0,4 miljardia euroa ja olivat 127,1 miljardia euroa.

**Riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvu johtui likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvamisesta ja likviditeettiä lisäävien tekijöiden vähenemisestä.** Likviditeettiä vähentävistä tekijöistä liikkeessä olevien seteleiden määrä kasvoi keskimäärin 16,8 miljardia euroa 1 210 miljardiin euroon ja muiden riippumattomien tekijöiden vaikutus kasvoi 18,5 miljardia euroa 730,7 miljardiin euroon. Näiden tekijöiden vaikutusta tasoitti jonkin verran valtioiden talletusten määrän väheneminen 23,3 miljardia euroa 236,1 miljardiin euroon. Eniten riippumattomien tekijöiden yhteisvaikutuksen kasvuun vaikutti euromääräisten nettosaamisten väheneminen keskimäärin 46,7 miljardilla eurolla 153,5 miljardiin euroon. Eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat keskimäärin 50,5 miljardia euroa. Vuoden lopun kausivaihtelu oli voimakkaampaa kuin vuosineljänneksen lopun kausivaihtelu aiemmalla tarkastelujaksolla<sup>14</sup> ja vaikutti siten negatiivisesti (likviditeettiä lisääviin) keskimääräisiin euromääräisiin nettosaamisiin.

<sup>14</sup> Eurojärjestelmän euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle ovat pääasiassa euroalueen ulkopuolisten keskuspankkien euromääräisiä talletuksia eurojärjestelmän kansallisissa keskuspankeissa. Näiden talletusten lisääntyminen vaikuttaa erityisesti neljänneksen lopussa ja jossain määrin myös kuukauden lopussa, koska liikepankit eivät mielellään ota vastaan vakuudettomia tai vakuudellisia käteisvaroja juuri ennen taseraportointia. Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle kasvoivat 459,3 miljardiin euroon 31.12.2018, kun ne seitsemännellä ja kahdeksannella pitoajanjaksolla olivat olleet keskimäärin 315,3 miljardia euroa. Vaikutus oli siis suurempi kuin 30.6.2018, jolloin näiden velkojen määrä kasvoi 301,7 miljardiin euroon, kun se viidennellä ja kuudennella pitoajanjaksolla oli keskimäärin 264,7 miljardia euroa.

## Taulukko A

### Eurojärjestelmän likviditeetti

#### Velat – likviditeettitarpeet

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.10.2018–29.1.2019						Edellinen tarkastelujakso: 1.8.2018– 30.10.2018	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 31.10.2018– 18.12.2018		Kahdeksas pitoajanjakso 19.12.2018– 29.1.2019		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>2 176,8</b>	<b>(+12,0)</b>	<b>2 162,5</b>	<b>(-19,3)</b>	<b>2 193,4</b>	<b>(+30,9)</b>	<b>2 164,8</b>	<b>(+40,9)</b>
Liikkeessä olevat setelit	1 210,0	(+16,8)	1 202,4	(+8,1)	1 218,8	(+16,4)	1 193,1	(+16,6)
Valtioiden talletukset	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Muut riippumattomat tekijät	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
<b>Sekkitilitalletukset</b>	<b>1 357,6</b>	<b>(-0,5)</b>	<b>1 379,4</b>	<b>(+10,4)</b>	<b>1 332,1</b>	<b>(-47,2)</b>	<b>1 358,0</b>	<b>(+26,2)</b>
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>764,9</b>	<b>(-14,8)</b>	<b>762,7</b>	<b>(+4,3)</b>	<b>767,4</b>	<b>(+4,6)</b>	<b>779,7</b>	<b>(-0,4)</b>
Vähimmäisvarantovelvoitteet <sup>1</sup>	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Talletusmahdollisuus	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Likviditeettiä vähentävät hienosäätöoperaatiot	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

## Saamiset – likviditeetin tarjonta

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.10.2018–29.1.2019						Edellinen tarkastelujakso: 1.8.2018– 30.10.2018	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso 31.10.2018– 18.12.2018		Kahdeksas pitoajanjakso 19.12.2018– 29.1.2019		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
<b>Riippumattomat tekijät</b>	<b>792,7</b>	<b>(-39,2)</b>	<b>802,5</b>	<b>(-23,0)</b>	<b>781,3</b>	<b>(-21,2)</b>	<b>831,9</b>	<b>(+10,9)</b>
Valuuttamääräiset nettosaaamiset	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)	631,8	(+1,9)
Euromääräiset nettosaaamiset	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)	200,1	(+8,9)
<b>Rahapoliittiset välineet</b>	<b>3 379,8</b>	<b>(+35,7)</b>	<b>3 375,6</b>	<b>(+18,1)</b>	<b>3 384,7</b>	<b>(+9,1)</b>	<b>3 344,1</b>	<b>(+53,0)</b>
Avomarkkinaoperaatiot	3 379,7	(+35,7)	3 375,5	(+18,0)	3 384,6	(+9,1)	3 344,0	(+53,0)
<b>Huutokauppaoperaatiot</b>	<b>732,5</b>	<b>(-6,6)</b>	<b>733,2</b>	<b>(-1,5)</b>	<b>731,8</b>	<b>(-1,5)</b>	<b>739,1</b>	<b>(-14,0)</b>
<b>Perusrahoitusoperaatiot</b>	<b>7,3</b>	<b>(+2,5)</b>	<b>6,8</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>7,9</b>	<b>(+1,1)</b>	<b>4,8</b>	<b>(+2,9)</b>
<b>Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)</b>	<b>4,7</b>	<b>(+0,1)</b>	<b>4,4</b>	<b>(+0,7)</b>	<b>5,0</b>	<b>(+0,6)</b>	<b>4,6</b>	<b>(-2,8)</b>
<b>Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (ensimmäinen sarja)</b>	<b>0,0</b>	<b>(-5,5)</b>	<b>0,0</b>	<b>(-1,5)</b>	<b>0,0</b>	<b>(+0,0)</b>	<b>5,5</b>	<b>(-5,6)</b>
<b>Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)</b>	<b>720,5</b>	<b>(-3,7)</b>	<b>722,0</b>	<b>(-0,6)</b>	<b>718,8</b>	<b>(-3,1)</b>	<b>724,2</b>	<b>(-8,5)</b>
<b>Suorat arvopaperisijoitukset</b>	<b>2 647,2</b>	<b>(+42,2)</b>	<b>2 642,3</b>	<b>(+19,6)</b>	<b>2 652,8</b>	<b>(+10,5)</b>	<b>2 604,9</b>	<b>(+67,0)</b>
<b>Ensimmäinen katettujen joukkolainojen ohjelma</b>	<b>4,3</b>	<b>(-0,2)</b>	<b>4,3</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>4,3</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>4,5</b>	<b>(-0,2)</b>
<b>Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma</b>	<b>4,0</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>4,0</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>4,0</b>	<b>(-0,0)</b>	<b>4,0</b>	<b>(-0,2)</b>
<b>Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma</b>	<b>262,3</b>	<b>(+3,9)</b>	<b>262,1</b>	<b>(+2,2)</b>	<b>262,6</b>	<b>(+0,5)</b>	<b>258,4</b>	<b>(+3,8)</b>
<b>Velkapaperiohjelma</b>	<b>73,0</b>	<b>(-1,2)</b>	<b>73,0</b>	<b>(-1,0)</b>	<b>73,1</b>	<b>(+0,1)</b>	<b>74,2</b>	<b>(-9,3)</b>
<b>Omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma</b>	<b>27,6</b>	<b>(+0,3)</b>	<b>27,7</b>	<b>(+0,6)</b>	<b>27,6</b>	<b>(-0,1)</b>	<b>27,3</b>	<b>(-0,2)</b>
<b>Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma</b>	<b>2 098,7</b>	<b>(+30,9)</b>	<b>2 095,0</b>	<b>(+13,0)</b>	<b>2 103,1</b>	<b>(+8,2)</b>	<b>2 067,8</b>	<b>(+63,6)</b>
<b>Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma</b>	<b>177,1</b>	<b>(+8,4)</b>	<b>176,3</b>	<b>(+4,9)</b>	<b>178,1</b>	<b>(+1,9)</b>	<b>168,7</b>	<b>(+9,5)</b>
Maksuvalmiusluotto	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)	0,1	(-0,0)

## Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.10.2018–29.1.2019						Edellinen tarkastelujakso: 1.8.2018– 30.10.2018	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 31.10.2018– 18.12.2018		Kahdeksas pitoajanjakso: 19.12.2018– 29.1.2019		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 511,5	(+51,8)	1 487,2	(+3,8)	1 539,9	(+52,8)	1 459,8	(+32,3)
Riippumattomat tekijät <sup>2</sup>	1 384,5	(+51,4)	1 360,4	(+3,6)	1 412,6	(+52,2)	1 333,1	(+29,8)
Ylimääräinen likviditeetti	1 868,2	(-16,1)	1 888,4	(+14,3)	1 844,6	(-43,7)	1 884,3	(+20,8)

## Korkokehitys

(keskikorko; prosentteina)

	Nykyinen tarkastelujakso: 31.10.2018–29.1.2019						Edellinen tarkastelujakso: 1.8.2018–30.10.2018	
	Seitsemäs ja kahdeksas pitoajanjakso		Seitsemäs pitoajanjakso: 31.10.2018–18.12.2018		Kahdeksas pitoajanjakso: 19.12.2018–29.1.2019		Viides ja kuudes pitoajanjakso	
Perusrahoitusoperaatiot	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Maksuvalmiusluotto	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Talletusmahdollisuus	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)	-0,40	(+0,00)
Eoniakorko	-0,363	(-0,00)	-0,360	(+0,01)	-0,366	(-0,01)	-0,362	(+0,00)

Lähde: EKP.

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

1) Vähimmäisvarantovelvoitteita ei ole eritelty eurojärjestelmän taseessa, joten niitä ei sisällytetä velkojen yhteismäärän laskentaan.  
2) Riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kokonaisarvoon on luettu mukaan myös "selvitettävänä olevat erät".

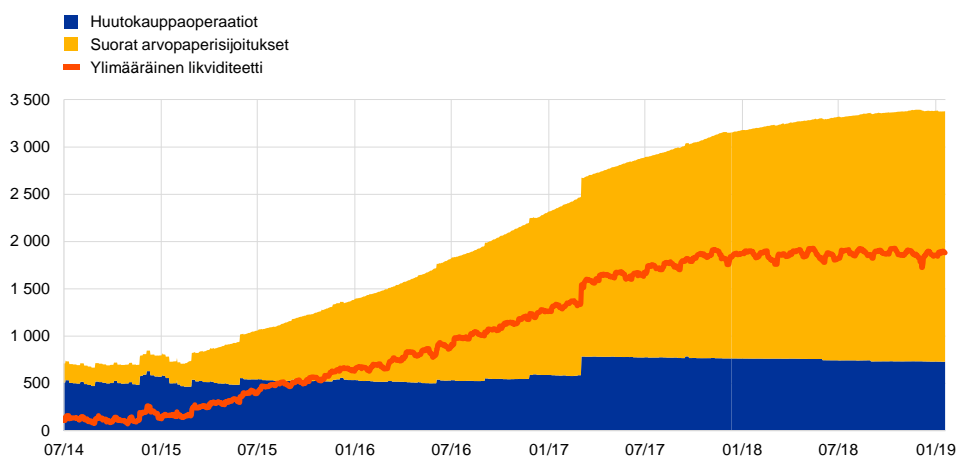
## 2.2 Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

**Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 35,7 miljardia euroa ja oli 3 379,8 miljardia euroa (ks. kuvio A). Kasvu johtui kokonaisuudessaan laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehdyistä netto-ostoista. Likviditeetin kysyntä huutokauppaoperaatioissa puolestaan väheni hieman.**

### Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioiden ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

**Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 6,6 miljardilla eurolla ja oli 732,5 miljardia euroa. Supistuminen johtui kokonaan kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun, takaisin maksamatta olevan likviditeetin keskimääräisen volyymin pienenemisestä 9,2 miljardilla eurolla.**



Perusrahoitusoperaatioiden kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 2,5 miljardia euroa 7,3 miljardiin euroon. Kasvu korvasi osittain kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän pienenemistä.

**Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi kasvoi 42,2 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 647,2 miljardia euroa joulukuuhun 2018 jatkuneiden laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen netto-ostojen vuoksi. Kasvu oli kuitenkin 24,8 miljardia euroa vähemmän kuin edellisellä tarkastelujaksolla.** Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen kautta jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi kasvoi 30,9 miljardia euroa. Kolmannen katettujen joukkolainojen osto-ohjelman osuus kokonaisvolyymin kasvusta oli 3,9 miljardia euroa, yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman osuus 8,4 miljardia euroa ja omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelman osuus 0,3 miljardia euroa. Velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittuja joukkolainoja erääntyi 1,3 miljardin euron arvosta.

## 2.3 Ylimääräinen likviditeetti

**Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni edellisestä tarkastelujaksosta hieman eli 16,1 miljardia euroa 1 868,2 miljardiin euroon (ks. kuvio A).** Ylimääräisen likviditeetin keskimääräisen volyymin väheneminen kuvastaa pääasiassa kahdeksannella pitoajanjaksolla tapahtunutta riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvua, jonka osasyynä oli vuoden lopun kausivaihtelu euromääräisissä veloissa euroalueen ulkopuolelle. Kausivaihtelua tasoitti vain hieman laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen kautta jaettu likviditeetti, kun ostot vähenivät joulukuun loppua kohti ennen uudelleensijoitusvaiheeseen siirtymistä 1.1.2019. Ylimääräisen likviditeetin talletaminen sekkitileille ja talletusmahdollisuuden kautta jakautui siten, että keskimääräiset sekkitilitalletukset supistuivat hieman eli 0,5 miljardia euroa ja olivat 1 357,6 miljardia euroa. Myös talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö supistui 15,2 miljardia euroa ja oli 637,8 miljardia euroa.

## 2.4 Korkokehitys

**Sekä vakuudelliset että vakuudettomat yön yli -rahamarkkinakorot pysyivät tarkastelujaksolla lähellä EKP:n talletusmahdollisuuden korkoa.**

Vakuudettomilla markkinoilla eoniakorko oli keskimäärin -0,363 % eli lähes sama kuin edellisellä tarkastelujaksolla. Eonia oli alimmillaan -0,374 % joulukuun 21. päivänä ja korkeimmillaan -0,335 % joulukuun 27. päivänä. Vakuudellisilla markkinoilla GC Pooling -markkina-alustalla yön yli -reposopimusten keskikorkojen ero perustason vakuuskoria käytettäessä ja laajennettua vakuuskoria käytettäessä<sup>15</sup> supistui huomattavasti. Yön yli -reposopimusten keskikorko perustason vakuuskoria

<sup>15</sup> Eurex-markkina-alustalla voidaan GC Pooling -alustan avulla solmia reposopimuksia käyttäen vakioituja vakuuskoreja.

käytettäessä nousi 0,2 prosenttiyksikköä (-0,417 %) ja laajennettua koria käytettäessä laski 0,2 prosenttiyksikköä (-0,406 %) edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna. Vuoden 2018 lopussa euroalueen ydinmaiden repokorkojen lasku oli vähäisempää kuin vuoden 2017 lopussa, mikä viittaa siihen, että markkinaosapuolet ovat ottaneet käyttöön tehokkaampia vakuushallintakäytäntöjä. Lisäksi eurojärjestelmän julkisen sektorin osto-ohjelman arvopaperien lainausjärjestely tuki edelleen repomarkkinoiden häiriötöntä toimintaa.

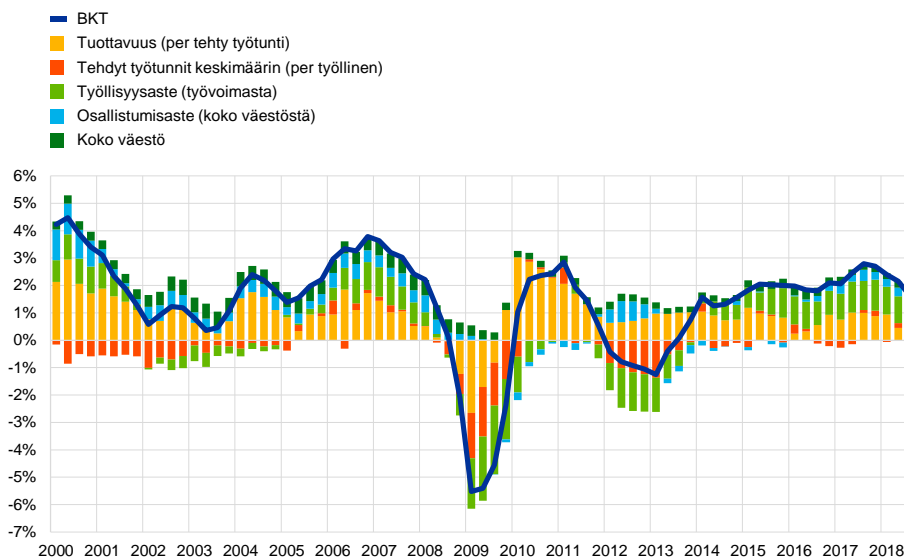
## Työllisyyden kasvu ja BKT euroalueella

**Tässä kehikossa analysoidaan euroalueen työmarkkinoiden kehitystä suhteessa BKT:n kasvun viimeaikaisiin muutoksiin.** Työmarkkinat pysyivät suhteellisen vakaina vuoden 2018 mittaan huolimatta reaalisen BKT:n kasvun hidastumisesta. Kun tarkastellaan BKT:n osatekijöitä eli työn tuottavuutta, työpanosta ja demografista kehitystä, voidaan todeta, että työllisyyden vaikutus reaalisen BKT:n kasvuun on suurempi (ks. kuvio A). Vuoden 2018 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä talouskasvua tukivat vahvasti työllisyyden kasvu ja työttömyysasteen tasainen lasku. Tämä kehitys on vastakkainen elpymisen alkuvaiheen kehitykselle ja korostaa euroalueen työmarkkinoiden vahvuutta sitä taustaa vasten, että BKT:n kasvu hidastui vuoden 2018 aikana. Euroalueen eri maiden välisestä huomattavasta vaihtelusta huolimatta koko euroalueen työttömyysaste joulukuussa 2018 oli alhaisimmillaan sitten lokakuun 2008, ja työllisyysaste puolestaan oli korkeampi kuin vuonna 2008<sup>16</sup>.

### Kuvio A

#### Reaalisen BKT:n kasvun osatekijät

(prosentteja, vuositason kasvulukuja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Reaalisen BKT:n osatekijät ovat työn tuottavuus (reaalinen BKT / kokonaistyötunnit), keskimääräiset työtunnit per työllinen, työllisyysaste (kokonaistyöllisyys/työvoima), työvoiman osallistumisaste (työvoima/väestö) ja väestön kokonaismäärä. Työvoima on työllisten ja työttömien työntekijöiden yhteenlaskettu määrä.

**Työllisyyden/työttömyyden ja BKT:n välinen estimoitu yksinkertainen staattinen suhde kuvastaa euroalueen elpymisen alkamisesta asti jatkunutta hyvää kehitystä työmarkkinoilla (ks. kuvio B).** Työllisyyden kasvu oli 0,4 prosenttiyksikköä odotetun tason yläpuolella vuoden 2018 lopussa, mikä perustui työllisyyden ja BKT:n kasvun väliseen staattiseen suhteeseen pitkällä aikavälillä.

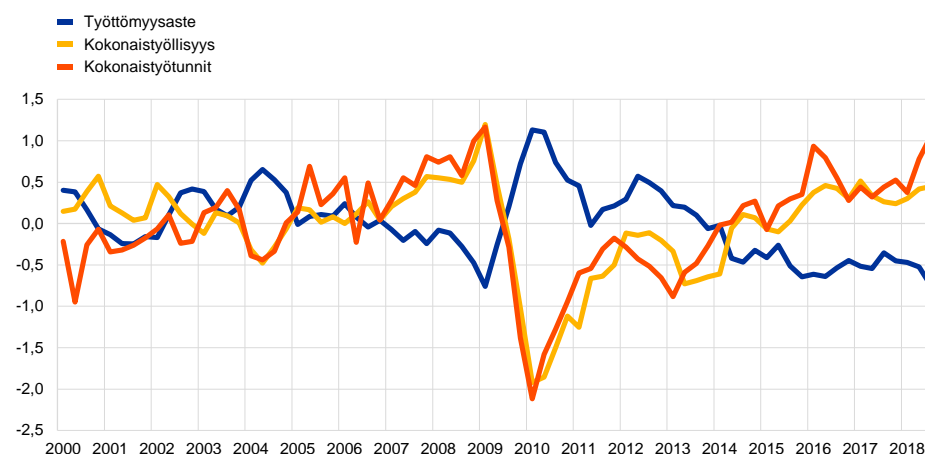
<sup>16</sup> Työttömyysasteiden heterogeenisyys on suuri: euroalueen maiden suurimman ja pienimmän työttömyysasteen välinen ero on yli 15 prosenttiyksikköä. Työllisyysaste, joka tässä on kokonaistyöllisyys per 15-74-vuotiaiden väestösegmentti, kasvoi 0,8 prosenttiyksikköä eli 58,7 prosentista 59,5 prosenttiin vuoden 2008 kolmannen neljänneksen ja vuoden 2018 kolmannen neljänneksen välillä.

Nämä elpymisen alkamisesta lähtien positiivisina pysyneet työllisyyden residuaalit korostuivat entistä selvemmin vuoden 2018 viimeisillä kolmella neljänneksellä, kun BKT:n vuositason hidastumisen yhteydessä ei esiintynytkaan vastaavan suuruista työllisyyden kasvun hidastumista. Mainitut positiiviset residuaalit on käännetty myös kokonaistyötuntien kasvun positiiviseksi residuaaleiksi, mikä tarkoittaa, että kokonaistyötunnit ovat kasvaneet enemmän kuin BKT:n kasvuvauhdin perusteella olisi odotettavissa. Samaten odotetun arvon alapuolella kulkeva työttömyysaste kuvastaa työmarkkinoiden vahvaa kehitystä perinteisen staattisen Okunin säännön perusteella. Työmarkkinoiden vahvuus on havaittu laaja-alaisesti eri maissa<sup>17</sup>, kun Okunin esittämän työttömyysasteen ja BKT:n välisen suhteen perusteella voidaan havaita, että työmarkkinoiden kehitys on jatkuvasti odotettua parempi. Tämä voi johtua rakenteellisista uudistuksista, jotka ovat lisänneet työpaikkojen syntymistä viimeaikaisen talouden elpymisen aikana<sup>18</sup>.

### Kuvio B

#### Okunin staattisiin estimaatteihin perustuvat residuaalit

(prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n asiantuntijoiden laskelmat.

Huom. Estimaatit perustuvat vuoden 1998 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2018 kolmannen neljänneksen välisen ajanjakson tietoihin. Residuaalit perustuvat Okunin määrittämään staattiseen suhteeseen työttömyysasteen vuositason muutosten, kokonaistyöllisyyden vuositason kasvuvauhdin ja kokonaistyötuntien vuositason kasvuvauhdin sekä samanaikaisen BKT:n vuositason kasvun välillä.

### Nykyinen työmarkkinoiden kehitys riippuu kuitenkin reaalisen BKT:n kasvun havaittuun hidastumiseen vaikuttavien häiriöiden luonteesta.

Okunin staattisessa lähestymistavassa korostuu reaalisen BKT:n kasvun ja työpanoksen välinen suhde pitkällä aikavälillä, ja huomiotta jää sekä lyhyen että pitkän aikavälin dynamiikka työmarkkinoiden sopeutumisessa suhdannesyklin vaihteluihin.

Dynaaminen lähestymistapa, jolla voidaan arvioida reaalisen BKT:n kasvun ja työpanoksen välistä aikaprofiilia, osoittaisi, että työmarkkinoiden kehitys ei riipu

<sup>17</sup> Poikkeuksia vuoden 2018 kolmannella neljänneksellä olivat Italia (työllisyyden residuaalit olivat negatiiviset mutta kokonaistyötuntien ja työttömyysasteen residuaalit positiiviset), Viro (työllisyyden ja kokonaistyötuntien residuaalit olivat negatiiviset mutta työttömyyden residuaalit positiiviset) ja Malta (työllisyyden, kokonaistyötuntien ja työttömyysasteen residuaalit olivat positiiviset).

<sup>18</sup> Ks. esim. kehikko "Recent employment dynamics and structural reforms" artikkelissa "The employment-GDP relationship since the crisis", EKP:n Talouskatsaus, nro 6, 2016, ja kehikko "Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness" julkaisussa "Structural policies in the euro area", Occasional Paper –sarja, N:o 210, EKP, kesäkuu 2018.

yksinomaan nykyisistä muutoksista reaalisien BKT:n kasvussa, vaan myös aiemmista BKT:n muutoksista<sup>19</sup>. Kun vielä Okunin säännön mukaan oletettujen joustojen suuruus on alle yksi, reaalisien BKT:n kasvun vaihtelut saattavat olla merkki siitä, että muutokset näkyvät kokonaistyöllisyydessä, työttömyysasteessa ja kokonaistyötunneissa viiveellä ja lieventyneinä. Lisäksi tämänhetkiseen vahvaan työmarkkinoiden kehitykseen ja sen etenemiseen saattaisi myös vaikuttaa taloutta koettelevien häiriöiden luonne.

**Voidaan siis todeta, että työmarkkinoiden dynamiikka elpymisen alettua on ollut vahvaa ja työmarkkinat ovat viime aikoina olleet vakaat huolimatta reaalisien BKT:n kasvun hidastumisesta vuoden 2018 aikana.** Kun BKT:n kasvu hidastui 0,7 prosenttiyksikköä vuonna 2018, työllisyyden kasvu hidastui vain 0,2 prosenttiyksikköä, jolloin staattiset Okunin residuaalit muuttuivat entistä negatiivisemmiksi työttömyysasteen osalta ja positiivisemmiksi työllisyyden ja kokonaistyötuntien osalta. Työmarkkinoita luonnehtii kuitenkin myös se, että ne reagoivat BKT:n muutoksiin viiveellä, mikä on yksi monista työmarkkinoiden kehitykseen vaikuttavista tekijöistä tulevilla neljänneksillä.

---

<sup>19</sup> Ks. kehikko "A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship" artikkelissa "The employment-GDP relationship since the crisis", EKP:n Talouskatsaus, nro 6, EKP, 2016.

## 4 Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin uudet ominaisuudet: eriteltyt ryhmät, viivakoodinlukijoiden tiedot ja verkkosivujen haravointi

**Yhdenmukaistetut kuluttajahintaindeksit (YKHI) elintarvikkeille, teollisuushyödykkeille, palveluille ja energialle ovat mittareita, joita EKP hyödyntää euroalueen inflaation yksityiskohtaisemmassa analyysissa.**

Tammikuun 2019 YKHI-indeksien julkaisusta alkaen nämä eriteltyt ryhmät eli alaerät muodostetaan aiempaa tarkemmin kohdistettujen tavararyhmien perusteella. Tämän myötä tavaroiden ja palvelujen sekä jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden jaottelu on aiempaa tarkempi. Tämä parannus on toteutettu johtamalla alaerät YKHIn yleisestä luokituksesta eli yksilöllisen kulutuksen käyttötarkoituksen mukaisesta eurooppalaisesta luokituksesta (ECOICOP) jakamalla ne aikaisempaa tuoteryhmittelyä yksityiskohtaisemmin. Toinen viimeaikainen parannus on päivittäistavaramyymälöiden viivakoodinlukijoiden käytön laajentaminen. Toinen yleisemmin käytetty menetelmä on verkkosivujen haravointi, jolla suuria tietomääriä kerätään automaattisesti verkkosivustoilta. Kaiken kaikkiaan näiden muutosten myötä talouden kuluttajahintamuutoksia pystytään kuvaamaan aiempaa tarkemmin – erityisesti koska ne laajentavat laskentaan sisältyvien myyntihintojen kattavuutta.

**EKP tarkkailee ja analysoi inflaatiota jalostamattomiin ja jalostettuihin elintarvikkeisiin sekä teollisuushyödykkeisiin, palveluihin ja energiaan eritellyn YKHI-inflaation avulla.** Näillä alaerillä on usein erityisiä piirteitä, kuten jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian YKHI-inflaation suurempi volatilititeetti. Eräät pohjainflaatioindikaattorit johdetaan rajaamalla jotkut näistä alaeristä tarkastelun ulkopuolelle.<sup>20</sup> Yleisesti ottaen erityisiä indikaattoreita käytetään siksi, että inflaatioon vaikuttavia tekijöitä voitaisiin analysoida ja ymmärtää paremmin.

**Euroopan unionin tilastolaitokset ovat ottaneet käyttöön aiempaa yksityiskohtaisemman, kulutustarkoitukseen perustuvan YKHI-luokittelun.**

Yksityiskohtaisimmalla tasolla ECOICOP-luokitus käsittää noin 300 alaerää, esimerkiksi ”matkapuhelinlaitteet” (aiemmin tarkimmin eriteltyllä tasolla kaikki puhelin- ja faksilaitteet kuuluivat samaan luokkaan). Myös ”puhelin- ja faksilaitteiden korjaus” on eriytetty omaksi luokakseen. Tilastolaitokset erittelevät kansalliset YKHI-inflaationsa eri aikaväleillä ECOICOP-luokituksen mukaisesti. Siinä, missä Ranska ja Liettua ovat laskeneet koko aikasarjan uudelleen, Irlanti ja Suomi ovat julkaisseet tiedot ainoastaan vuodesta 2017 eteenpäin.

**Kulutustarkoitukseen perustuvan tarkennetun luokittelun mukaiset eriteltyjen ryhmien hintaindeksit otettiin käyttöön euroalueen tammikuun 2019 YKHI-inflaation julkistuksen yhteydessä.** Euroopan unionin tilastotoimisto Eurostat on laskenut nämä uudet erityiset alaerät taannehtivasti tammikuuhun 2017 saakka euroalueen, koko Euroopan unionin sekä kaikkien yksittäisten EU:n jäsenvaltioiden osalta. Aiemmat YKHIn erityiset alaerät on korvattu niillä. Joulukuuhun 2016 saakka

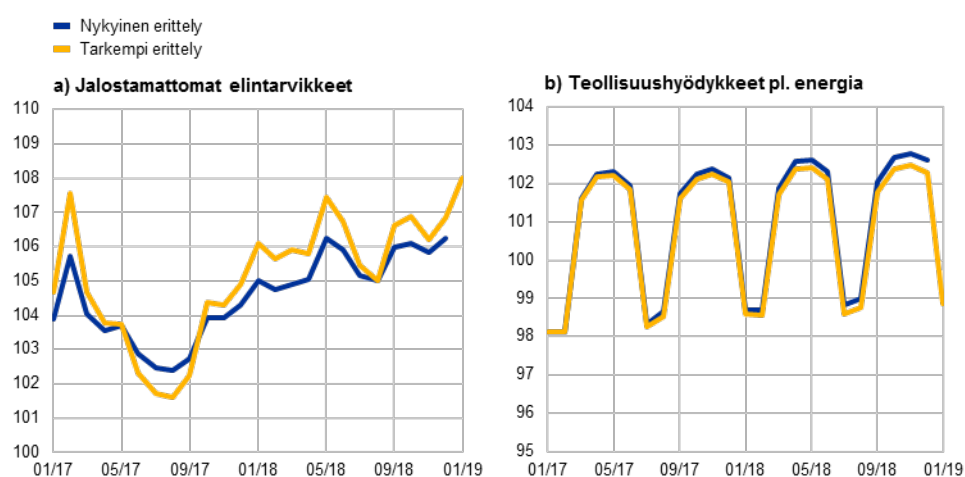
<sup>20</sup> Ks. EKP:n Talouskatsaus 4/2018 artikkeli ”[Measures of underlying inflation for the euro area](#)”.

YKHIn erityisten alaerien tiedot perustuvat vähemmän yksityiskohtaiseen erittelyyn, mikä aiheuttaa aikasarjaan tilastollisen epäjatkuvuuskohdan. Kuvio A osoittaa, miten tuotteiden yksityiskohtaisempi erittely vaikuttaa jalostamattomien elintarvikkeiden ja teollisuushyödykkeiden (pl. energia) hinnan YKHI-inflaatioon. Jalostamattomia ja jalostettuja elintarvikkeita koskevan jaottelun jälkeen yksityiskohtaisemmalla erittelyllä on varsin vähäinen vaikutus. Tällä voi kuitenkin olla jonkinlainen vaikutus YKHIn erityisiä alaeriä koskevaan ennustamiseen ja kausivaihtelujen oikaisuun.

### Kuvio A

Euroalueen jalostamattomien elintarvikkeiden ja teollisuushyödykkeiden (pl. energia) YKHI-inflaation yksityiskohtaisempi erittely

(indeksi: 2015 = 100)



Lähde: Eurostat.

**Yksityiskohtaisempaan tuoteluokitteluun perustuvat energian, tavaroiden, palvelujen ja energian YKHI-inflaatiot ovat tärkeä edistysaskel.** Niiden avulla inflaation taustatekijät, esimerkiksi palvelualan palkankorotukset, voidaan tunnistaa aiempaa paremmin. Myös inflaation ekonometrinen mallintaminen eriteltyjen ryhmien avulla helpottunee yksityiskohtaisemman erittelyn myötä.

**Tammikuussa 2019 julkistettujen YKHIn myötä verkkosivujen haravoinnin käyttöä on laajennettu edelleen, ja monet tilastolaitokset käyttävät jo nyt päivittäistavarakaupan viivakoodinlukijoiden tietoja.** Perinteisesti kivijalkakauppojen hintatietoja ovat keränneet hinnantarkkailijat, jotka keskittyivät myydyimpien tuotteiden hintoihin ja käyvät myymälässä vähintään kerran kuukaudessa; hinnaltaan vaihtelevampia tuotteita on tarkasteltu useamminkin. Vaikka monissa EU:n jäsenvaltioissa hintojen keräämisellä myymälöistä on edelleen keskeinen asema YKHI-otannassa, monet tilastolaitokset ovat alkaneet hyödyntää viivakoodinlukijoiden tietoja ja verkkosivustojen haravointia tai lisänneet niitä entisestään.

**Nämä uudet tiedonkeruumenetelmät tarjoavat aiempaa huomattavasti enemmän hintatietoa, ottavat huomioon tuotteiden eroavaisuudet ja kattavat myös useampia ostospäiviä kustakin kuukaudesta.** Tavanomaisesta

myymälöissä toteutetuista kyselymuotoisesta tiedonkeruusta poiketen viivakoodinlukijoiden tietoja hyödyntävät indeksin laskentamenetelmät perustuvat liikevaihtotietoihin, jotka on eritelty viivakodeittain (Global Trade Identification Number, GTIN) tai vastaavan tunnusteen perusteella. Hinnat johdetaan jakamalla tuotekoodiin perustuva kunkin tuotteen liikevaihto myydylle kappalemäärällä. Viivakoodinlukijoiden tiedoilla varmistetaan, että pidemmällä aikavälillä laskenta kattaa paljon useampia tuotteita. Viivakoodinlukijoista saadut hintatiedot edustavat kuukausittaisia keskiarvoja paremmin kuin yksittäisen keruujankohdan hinnat.

#### **Uudet tiedonkeruumenetelmät edellyttävät uusia tilastollisia menetelmiä.**

Tilastollisen tiedon määrän merkittävä kasvu vaatii tilastolaitoksia käsittelemään sitä automaattisesti. Tuotekohtaisten hintaindeksien laatiminen viivakoodinlukijoiden tietojen perusteella asettaa useita haasteita, jotka liittyvät erityisesti alennushintojen käsittelyyn ja alennushintojen aiheuttamaan ostomäärien kasvuun. Pieni liikevaihto alennusjaksojen päätyttyä tarkoittaa sitä, että myyntimäärillä painotetuilla hintaindeksillä saattaa olla taipumusta alasuuntaiseen liukumiseen vakiintuneiden hintaindeksikaavojen soveltamisen yhteydessä.<sup>21</sup> Useimmissa tapauksissa viivakoodinlukijoiden tietoja hyödyntävät tilastolaitokset laativat liukumasta korjattuja indeksejä siten, että ne eivät käytä samanaikaisesta liikevaihdosta johdettuja indeksipainoja. Tilastotieteilijät kehittävät paraikaa menetelmiä, joiden avulla liikevaihto voidaan ottaa huomioon painottamalla menoja aiheuttamatta vääristymää alaspäin.<sup>22</sup>

#### **Myös uudelleenlanseeratut tuotteet saattavat vaikuttaa indeksin laadintaan viivakoodinlukijoita käytettäessä.**

Vaikka uudelleenlanseeratut tuotteet ovat keskeisiltä ominaisuuksiltaan ennallaan, niiden tuotekoodi voi muuttua ja myyntihinta nousta. Tässä tapauksessa tuotekoodien perusteella laadittu hintaindeksi ei rekisteröisi hinnan nousua. Siksi on tarpeen kehittää menetelmiä, jotka tunnistavat uudelleenlanseeraukset myös niissä tapauksissa, joissa tuotekoodit muuttuvat.

#### **Kolme keskeistä tapaa, joilla viivakoodinlukijat ja verkkosivujen haravointi vaikuttavat YKHIn, ovat tuotetyyppien tarkempi erittely, tietojen tiheämpi tallennus ja suurempi kattavuus kunkin raportointikuukauden aikana.**

Viivakoodinlukijoiden tiedot viittaavat yleensä kahden tai kolmen viikon jaksoon kuukauden aikana. YKHIn pika-arvio saattaa koskea lyhyempiäkin jaksoja. Siten viivakoodinlukijoiden tiedot saattavat toisinaan johtaa siihen, että pika-arvioihin tehdään aiempaa useampia ja suurempia korjauksia. Kaiken kaikkiaan tietomäärän kasvun myötä kuukausittaiset hintaindeksit reagoivat aiempaa voimakkaammin päivittäistavaramyymälöiden ja verkkokauppojen hinnanasetantaan. Uudet menetelmät kattavat paremmin esimerkiksi viikonloput sekä pääsiäistä ja joulua edeltävät ostospäivät.

#### **Viivakoodinlukijoiden tiedot kuvaavat paremmin alennuksiin liittyviä suuria hinnanmuutoksia.**

Joulunajan myyntihinnoilla voi olla vaikutusta erityisesti viivakoodinlukijoiden tietojen ensimmäisen käyttöönoton yhteydessä, sillä YKHI-

<sup>21</sup> Ks. esim. J. de Haan ja H. van der Grient, "Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data", *Journal of Econometrics*, Vol. 161(1), s. 36–46, maaliskuu 2011.

<sup>22</sup> Ks. esim. A. Chessa, J. Verburg ja L. Willenborg, "A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data", esitelty Ottawa Groupin 15. kokouksessa Eltvillem Rheinissa Saksassa 10.–12.5.2017.



indeksin laskeminen edellyttää ketjutusta yli joulukuun. Yleisesti ottaen viivakoodinlukijoiden tietoja käytettäessä myyntihinnat lasketaan mukaan kattavammin sekä ajallisesti että tuoteryhmittäin, mikä tarkoittaa sitä, että niihin perustuvat indeksit voivat olla merkittävästi alttiimpia vaihtelulle.

## 5 Uusi valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon

**Yhdenmukaistettuja kuluttajahintaindeksejä (YKHI) päivitetään säännöllisesti kulutuksen painojen ja mukaan luettujen tuotteiden osalta, ja toisinaan myös indeksien laskentamenetelmiä parannetaan.** Eräs tällainen parannus on tehty tapaan, jolla valmismatkojen hintaindeksi lasketaan Saksan YKHI-inflaatiota varten. Muutos sisältyy tammikuussa 2019 julkaistuun YKHIin. Tämä aiheutti vuotuisten muutosprosenttien tarkistuksia paitsi Saksan, myös koko euroalueen tasolla.

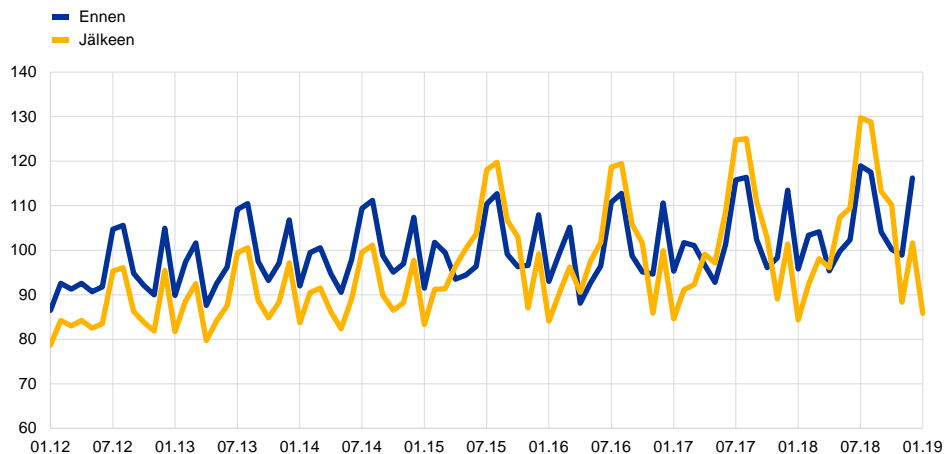
**Saksan valmismatkojen hintaindeksi kuvaa nyt kausivaihtelua tarkoituksenmukaisemmalla tavalla.** Siinä, missä aikaisemmassa menetelmässä menoihin sovellettiin kausipainoja – eli eri aikoina tehtyjä valmismatkoja painotettiin indeksissä eri tavoin – uudessa laskentatavassa sovelletaan vuotuisia painoja, jotka pidetään ennallaan koko kalenterivuoden ajan. Tämän seurauksena kausittaisten painojen muutokset lomakausien alussa ja lopussa eivät enää heilauttele valmismatkojen hintaindeksiä. Kiinteiden painojen käyttö kuitenkin tarkoittaa sitä, että lomasesongin ulkopuolella, jolloin kausimatkojen hinnoista ei ole havaintoja, puuttuvat hintojen muutokset on arvioitava. Esimerkiksi kesällä on tarpeen ottaa indeksiin mukaan arvio talvimatkojen hintojen muutoksista ja vastaavasti kesälomamatkojen hintojen muutokset on laskettava arvioiden perusteella talvikuukausina. Tällaisia kausijaksoja koskeva arviointi perustuu kullakin jaksolla tosiasiallisesti tehtyjen muiden matkojen hintakehitykseen. Siinä, missä aikaisemmassa menetelmässä talvi- ja kesälomia käsiteltiin erikseen, uudessa integroidussa otoksessa on mukana myös lomakohteita, joihin matkustetaan vuoden ympäri. Tämän perusteella muodostetaan käsitys kausimatkojen hintakehityksestä.

**Laskentamenetelmän muutos on johtanut Saksan ja myös koko euroalueen valmismatkojen hintaindeksin kausivaihtelun korostumiseen.** Kuvio A osoittaa, että euroalueen indeksi vaihtelee kausittain aiempaa enemmän siten, että arvot ovat kesäkuukausina korkeampia ja talvikuukausina matalampia. Vaikka uusi indeksi vaihtelee aiempaa voimakkaammin kausiluonteisista huipuista aallonpohjiin, sen profiili on kuitenkin aiempaa säännönmukaisempi.

## Kuvio A

Euroalueen valmismatkojen hintaindeksi ennen menetelmämuutosta ja sen jälkeen

(indeksi: 2015 = 100)



Lähde: Eurostat.

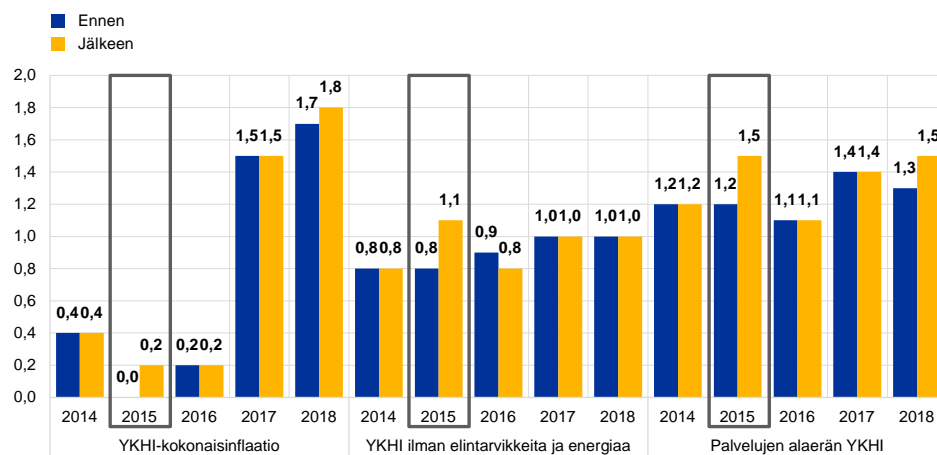
**Tarkistetut tiedot vaikuttavat huomattavasti useiden euroalueen YKHI-inflaation aluerien vuotuisiin muutosvauhteihin ensimmäisenä vuonna, jota menetelmämuutos koskee. Seuraavina vuosina muutos on maltillisempi (ks. kuvio B).** Indeksien pisteluvut vuodesta 2015 eteenpäin perustuvat uuden menetelmän mukaisiin tietoihin, kun taas vuoden 2014 ja sitä vanhemmat tiedot perustuvat edelleen valmismatkojen aikaisempaan käsittelymenetelmään. Vuoden 2015 vuotuiset muutosvauhdit on laskettu eri menetelmin perustuvista pisteluvuista, ja siten ne ovat vääristyneitä.<sup>23</sup> Vuodesta 2016 alkaen vuotuiset kasvuvauhdit perustuvat kokonaan uuteen menetelmään eivätkä siten ole vääristyneitä. Menetelmämuutoksen vaikutus vuotuisiin kasvuvauhteihin vuosina 2016–2018 on varsin vähäinen.

<sup>23</sup> Ks. Eurostat, "Improved calculations of HICP special aggregates and German package holidays methodological change", helmikuu 2019, s. 2.

## Kuvio B

### Saksan valmismatkojen hintaindeksin menetelmämuutoksen vaikutus euroalueen YKHI-inflaation alaeriin

(Vuotuinen inflaatiovauhti)



Lähde: Eurostat.

Huom. Palvelujen aluerän YKHI-vauhtiin vuosina 2017 ja 2018 muutoksen jälkeen vaikuttaa myös yksityiskohtaisemman tuoteluokittelun käyttöönotto. Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko "Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin uudet ominaisuudet: eritellyt ryhmät, viivakoodinlukijoiden tiedot ja verkkosivujen haravointi".

### Tilaston käyttäjien on syytä olla kiinnittämättä liikaa huomiota vuotuisten kasvuvauhtien vinoumaan etenkin vuoden 2015 osalta arvioidessaan mennyttä inflaatiokehitystä.

Tämä koskee erityisesti ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettua euroalueen YKHI-inflaatiota pohjainflaatioindikaattorina (ks. kuvio C). Aikasarjan tarkistus vääristää kuvaa usean peräkkäisen vuoden ajan jatkuneesta hitaasta pohjainflaatiosta. Analyysitarpeita varten tilaston käyttäjät voivat oikaista prosenttimuutosten aikasarjaa monin eri keinoin.<sup>24</sup> Yksinkertainen tapa muodostaa samaan laskentatapaan perustuvat vuotuiset inflaatiovauhdit on käyttää joulukuuhun 2015 saakka ennen menetelmämuutosta lasketun indeksin vuotuisia muutosvauhteja ja tammikuusta 2016 alkaen uuteen laskentamenetelmään perustuvan indeksin muutosvauhteja.<sup>25</sup>

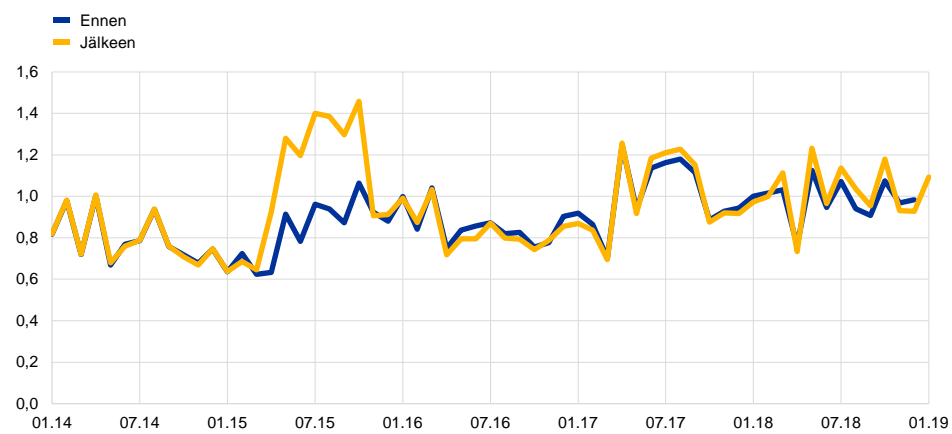
<sup>24</sup> Vääristymien vaikutusta voisi vähentää myös aikasarjojen analyysitekniikoiden avulla esimerkiksi puhdistamalla kausivaihtelua.

<sup>25</sup> Tällä menetelmällä ei kuitenkaan voida johtaa YKHI-inflaation aikasarjaa. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) laskentakaava perustuu Laspeyres-menetelmään (ks. Eurostat, "Harmonised Index of Consumer Prices (HICP), Methodological Manual", marraskuu 2018, s. 170), mikä tarkoittaa, että menojen vuotuisia painoja sovelletaan alaindekseihin eikä niiden kasvuvauhteihin.

### Kuvio C

Euroalueen YKHI-inflaatio ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja ennen muutosta ja sen jälkeen

(Vuotuinen muutosvauhti)



Lähde: Eurostat.

## Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja julkishallinnon velkaantuminen

**Julkisen velan keskimääräisen koron ja talouden nimellisen kasvuvauhdin välinen ero on keskeinen muuttuja tarkasteltaessa velkaantumista ja valtionvelan kestävyttä.** Valtionvelassa kahden vuoden aikana tapahtunut muutos on yhtä kuin velkakannasta maksettu korko, perusalijäämä (tulot ylittävä osa menoista, pois lukien korkomaksut) ja muut tekijät (alijäämä-velkakoikaisut). Velkasuhteen muutokset määrittyvät näin ollen pääosin perusalijäämän sekä velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron perusteella. Jos velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ( $i - g$ ) on yksinomaan positiivinen, velkasuhteen vakauttamiseen tai pienentämiseen tarvitaan julkisen talouden perusyliäämää. Mitä korkeampi on velan lähtötaso, sitä suurempi on julkisen talouden perusyliäämän oltava. Sitä vastoin negatiivisena pysyttelevä julkisen velan  $i - g$  (jolloin  $i < g$ ) taas viittaisi siihen, että velkasuhde saattaa pienentyä, vaikka julkisessa taloudessa olisikin perusalijäämä (jos se on pienempi kuin velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron aiheuttama velkavaikutus).<sup>26</sup>

**Kuten useimmissa kehittyneissä talouksissa, myös euroalueen valtioissa  $i - g$  on äskettäin kääntynyt negatiiviseksi.** Euroopan komission syksyn 2018 ennusteen mukaan  $i - g$  oli vuonna 2017 negatiivinen kaikissa euroalueen maissa Italiaa lukuun ottamatta. Eron odotetaan kasvavan 12 euromaassa vuoteen 2020 mennessä, mutta pysyvän negatiivisena kaikissa maissa Italiaa lukuun ottamatta.

**American Economic Associationin (AEA) puheenjohtajan Olivier Blanchardin AEA:n vuosikokouksessa 2019 pitämä luento on herättänyt uudelleen keskustelun finanssipolitiikan roolista tilanteessa, jossa velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero pysyttelee negatiivisena.**<sup>27</sup> Yhdysvaltoja esimerkkinä käyttäen Blanchard esittää, että julkisen talouden velan kustannukset saattavat olla pienemmät kuin poliittisessa keskustelussa yleensä oletetaan. Tämä johtuu siitä, että (Yhdysvaltain) turvallinen korko (joukkolainojen marginaalikorkoja kuvaava korko) alittaa nimellisen BKT:n kasvuvauhdin, mikä on pitkällä aikavälillä ollut enemmänkin sääntö kuin poikkeus. Kun ero  $i - g$  on negatiivinen, julkisen talouden velalla ei välttämättä ole julkistaloudellisia kustannuksia. Sillä saattaa silti olla sosiaalisia kustannuksia, mutta nekin saattavat olla alhaisemmat kuin yleensä oletetaan. Tämä merkitsisi, että Yhdysvallat voi pitää yllä (eli pidentää) suurta (tai nykyistä suurempaa) velkaa ilman merkittäviä kustannuksia. Blanchard painottaa kuitenkin,

<sup>26</sup>  $\Delta b_t = \left( \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$  (eq. 1)

Yhtälö 1 (tyypillinen velkaantumista kuvaava yhtälö) tarjoaa yksinkertaisen tilinpitokehikon, jonka avulla BKT:hen suhteutetussa valtion bruttovelassa tapahtuva muutos ( $\Delta b_t$ ) voidaan eritellä tärkeimpiin osatekijöihinsä. Näitä ovat: 1) ns. lumipalloefekti eli valtionvelan keskimääräisen nimellisen koron ( $i_t$ ) ja BKT:n nimellisen kasvuvauhdin ( $g_t$ ) välisen eron vaikutus kerrottuna edeltävän ajanjakson velkasuhteella ( $b_{t-1}$ ), 2) BKT:hen suhteutettu perusjäämä (perusyliäämä) ( $pb_t$ ) ja 3) alijäämä-velkakoikaisu suhteessa BKT:hen ( $dda_t$ ) eli velkakannan korjauserä, joka koostuu tekijöistä, jotka vaikuttavat velkaan mutta eivät sisälly rahoitusjäämään (kuten rahoitusomaisuuden hankinnat tai myynnit).

<sup>27</sup> "Public Debt and Low Interest Rates", 2019, AEA:n puheenjohtajan Olivier Blanchardin luento (Atlanta 5.1.2019). Luento perustui pääosin hänen tuoreeseen artikkeliansa "[Public Debt and Low Interest Rates](#)".

että luennon tarkoituksena ei ole puolustaa suurempaa velkaa sinänsä, vaan tuoda entistä monipuolisempia näkökulmia velkapolitiikasta ja asianmukaisista velkasäännöistä käytävään keskusteluun.

**Teoreettisten mallien pohjalta ei voida tehdä yksioikaisia päätelmiä siitä, mitä velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron positiivisuus tai negatiivisuus ja eron suuruus merkitsevät julkisen talouden velan kannalta.** Yleensä mallit perustuvat oletukseen, jonka mukaan aikaan suhteutettu budjettirajoite pysyy voimassa eli tulevien perusylijiämien on oltava nykyarvoltaan samansuuruisia kuin velan nykyinen taso (velkasuhde ei siis kasva räjähdysmäisesti). Vakiintuneessa kasvuteoriassa oletetaan, että vakaassa tilassa (tasapainoisella kasvu-uralla) toimivien talouksien  $i - g$  on positiivinen myös turvallisen koron osalta, kun taas limittäisten sukupolvien malleissa, joissa epävarmuus ei ole hajautettavissa, tai rationaalisten kuplien malleissa julkisen talouden velan  $i - g$  voi olla negatiivinen samalla, kun talous on dynaamisesti tehokas.<sup>28</sup> Lisäksi on syytä huomata, että tällaisissa malleissa analysoidaan ”riskitöntä korkoa”, kun taas valtion luottoriskin tai maksukyvyttömyysmahdollisuuden huomioon ottaminen kasvattaisi julkisen talouden velan kustannuksia.<sup>29</sup>

**Empiirisesti katsoen edellä määritelty, julkisen talouden velkakehityksen kannalta merkityksellinen velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero on kehittyneissä kypsissä talouksissa ollut pitkiä aikoja positiivinen.** Kypsissä talouksissa  $i - g$  on pitkällä aikavälillä pysytellyt arvoltaan yhden prosenttiyksikön tuntumassa.<sup>30</sup> Positiiviset arvot ovat tyypillisiä myös euroalueen suurimmille talouksille (ks. kuvio A). Toisaalta  $i - g$  on arvoltaan negatiivinen kehittyneiden talouksien ylikuumenemisjaksoilla ja nousevissa markkinatalouksissa yleisemminkin. Kuten empiirisessä kirjallisuudessa esitetään<sup>31</sup>, selitys siihen, että velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero nousevissa markkinatalouksissa pysyttelee sitkeästi negatiivisena, on pääosin tiukassa talouspolitiikassa, jota harjoitetaan myös hyperinflaation aikana, sekä jossakin määrin siinä, että tulojen kasvu on nopeampaa kuin kehittyneissä talouksissa (ns. kiinniottajan etu). Lopuksi myös perusjäämällä on tärkeä rooli velkakehityksessä. Vaikka  $i - g$  olisi negatiivinen, riittävän suuri

<sup>28</sup> O. Blanchard ja S. Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge, 1989, ja Blanchard (2019), mt.

<sup>29</sup> Tätä käsittelevistä julkaisuista on yhteenveto artikkelissa P. D’Erasmus, E. Mendoza ja J. Zhang, ”What is a Sustainable Public Debt?”, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 2B, 2016, s. 2557–2588.

<sup>30</sup> Ks. J. Escolano, ”A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates”, *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington D.C., 2010. OECD:n merkittävässä artikkelissa julkisen velan kestävyyttä tukevista toimenpiteistä (Blanchard ym., 1991) päätellään, että vaikka velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen negatiivisen eron asetelma, joka on ”helppo hylätä teoreettisilla tai empiirisillä perusteilla, pysyy teoreettisena erikoisuutena, – – Vallitsee silti yleinen yksimielisyyss siitä, että olosuhteet, joissa korkotaso on BKT:n kasvuvauhtia suurempi, pätevät luultavasti elleivät aina niin vähintään keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä” (s. 15). Ks. O. Blanchard, J.-C. Chouraqui, R. Hagemann ja N. Sartor, ”The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question”, *Economic Studies*, No 15, OECD, Paris, 1990.

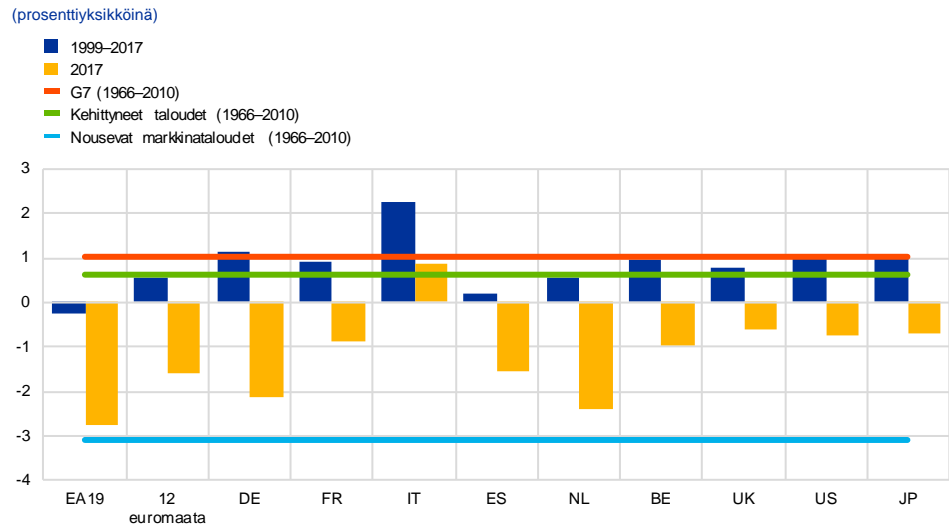
<sup>31</sup> Ks. esim. J. Escolano, A. Shabunina ja J. Woo, ”The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate–Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?”, *Fiscal Studies*, Vol. 38(2), 2017, s. 179–217.

perusaliijäämä estää velkasuhdetta vakautumasta. Useimpien euroalueen maiden perusyliäämät ovatkin auttaneet kääntämään velkasuhteen laskusuuntaan.<sup>32</sup>

**Vaikka lisäksi korkokehitys on jatkunut selvästi laskevana 1980-luvulta asti, myös BKT:n kasvuvauhti on jossakin määrin hidastunut.** Etenkin 1980-luvulta alkaen reaalikorot ovat kehittyneissä talouksissa laskeneet, ja maailmanlaajuisen finanssikiisin myötä ne putosivat poikkeuksellisen alhaisiksi. Tähän kehitykseen on usein liittynyt arvioitun luonnollisen eli neutraalin koron lasku, joka puolestaan on monissa tutkimuksissa yhdistetty potentiaalisen tuotannon kasvun hidastumiseen.<sup>33</sup> Näiden kahden muuttujan välisen eron kehityssuuntaan ja erityisesti julkiseen velanottoon sovellettavaan korkoon liittyy siis yhä kysymyksiä.

### Kuvio A

Julkisen talouden velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ( $i - g$ )



Lähteet: Euroopan komission syksyn 2018 talousennuste (AMECO) vuosien 1999–2017 tietojen osalta (palkit) sekä Escolano ym. (2017) vuosien 1966–2010 tietojen osalta (viivat).  
 Huom. Kuvio kuvaa julkisen talouden velan keskimääräisen nimelliskoron ( $i$ ) ja nimellisen BKT:n kasvuvauhdin ( $g$ ) välistä eroa. Vuositasolla  $i$  määritellään ajanjaksolla  $t$  maksettujen korkojen kokonaismäärän ja ajanjaksolla  $t-1$  olevan velkakannan välisenä suhteena, jolle sitten lasketaan keskiarvo kuviossa esitetyiltä ajanjaksoilta. Yleisesti ottaen AMECO:n sarjat kattavat ESA-2010:n (Yhdysvaltain liittovaltion velkaa koskevan) määritelmän mukaisen julkisen talouden velan. Vaakasuorilla viivoilla esitetään keskimääräinen  $i - g$  vuosina 1966–2010 (kaikista otoksen maista ei ole tietoja saatavilla koko ajanjaksolta, kuten julkaisussa Escolano ym., 2017, selitetään). Kuviossa esitetyt euromaat ovat euroalueen kuusi suurinta taloutta. 12 euromaan otos sisältää Belgian, Saksan, Irlannin (pois lukien vuosien 2015 ja 2016 äärimmäisen poikkeukselliset arvot), Kreikan, Espanjan, Ranskan, Italian, Luxemburgin, Alankomaiden, Itävallan, Portugalin ja Suomen tiedot. Kuviossa esitetyt 12 euromaan arvot edustavat koko otoksen yksinkertaisia keskiarvoja erolle  $i - g$ . Muut maaryhmät ovat julkaisun Escolano ym. (2017) mukaisia ja pääpiirteissään Kansainvälisen valuuttarahaston kehittyneiden talouksien ja nousevien markkinatalouksien määritelmien mukaisia.

**Empiirisessä kirjallisuudessa<sup>34</sup> on nimetty useita tekijöitä, jotka vaikuttavat tämän eron dynamiikkaan.** Väestön ikääntyminen on todettu merkittäväksi tekijäksi, joka vaikuttaa luonnollisen koron laskuun mutta myös BKT:n potentiaalisen

<sup>32</sup> Komission syksyn 2018 talousennusteen mukaan euroalueen BKT:hen suhteutetun perusaliijäämän odotetaan olevan vuonna 2018 ylijäämäinen (+1,2 %), kun taas Yhdysvalloissa (-2,1 %) ja Japanissa (-1,5 %) se olisi alijäämäinen. Ranskaa, Espanjaa ja Latviaa lukuun ottamatta kaikkien euroalueen maiden perusaliijäämän arvioidaan olleen vuonna 2018 ylijäämäinen.

<sup>33</sup> Ks. C. Brand, M. Bielecki ja A. Penalver, "The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy", EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 217, Frankfurt am Main, 2018.

<sup>34</sup> Ks. esim. Escolano ym., mt., sekä D. Turner ja F. Spinelli, "Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics", *OECD Economics Department Working Papers*, No 919, OECD, Paris, 2011.



kasvun hidastumiseen.<sup>35</sup> Lisäksi kirjallisuudessa on mainittu ”maailmanlaajuinen liikasäästäminen” (jota kuvaavat nousevien markkinatalouksien vaihtotaseiden ylijäämät) sekä Euroopan rahaliiton<sup>36</sup> perustamisen kertaluonteinen vaikutus merkittävänä tekijänä, jotka edistävät eron  $i - g$  arvon pienenemistä kaikkialla kehittyneissä talouksissa. Myös suhdannetilanteella ja talouspolitiikalla näyttää olevan tärkeä osuus. Taantumassa ero voi kasvaa nopeastikin, varsinkin maissa, joiden julkisen talouden velka on suuri. Yleisesti ottaen heikomman rahoitusaseman (suurempi velka ja alijäämä) on havaittu olevan yhteydessä suurempaan eroon  $i - g$ . Taulukossa A esitetään 12 euromaan eron  $i - g$  pitkän aikavälin keskiarvot, joissa otetaan huomioon suuret julkisen talouden velkasuhteet ja suhdannekierron vaihe. Ero on keskimäärin suurempi, kun julkisen talouden velka on suuri (ajanjaksolla 1999–2017 se oli 1,7 prosenttiyksikköä, kun BKT:hen suhteutettu velka oli 90 % tai enemmän, ja 0,0 prosenttiyksikköä, kun velka oli alle 90 %; samankaltaisia tuloksia on saatu vuonna 1985 alkaneelta pitemmältä ajanjaksolta). Tämä selittyy osittain suhdannekierron vaiheella: taloudellisesti huonoina aikoina  $i - g$  on paljon suurempi kuin taloudellisesti normaaleina tai hyvinä aikoina (vuosina 1999–2017 se oli suurimmillaan 3,0 ja pienimmillään -0,5 prosenttiyksikköä). Taloudellisesti huonoina aikoina ero on kuitenkin suurempi mailla, joiden velka on suurempi (3,8 prosenttiyksikköä, kun se muilla mailla on 2,5 prosenttiyksikköä).<sup>37</sup>

## Taulukko A

Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron historialliset keskiarvot ( $i - g$ ), joissa otetaan huomioon julkisen talouden velan ja suhdannekierron vaikutukset

(prosenttiyksikköinä, 12 euromaata)

	Yhteensä	Pieni julkisen talouden velka ( $< 90$ % BKT:stä)	Suuri julkisen talouden velka ( $\geq 90$ % BKT:stä)
1985–2017	0,9	0,4	1,9
1999–2017	0,6	0,0	1,7
	Yhteensä	Taloudellisesti normaalit ja hyvät ajat (tuotantokuilu $\geq -1,5$ )	Taloudellisesti huonot ajat (tuotantokuilu $< -1,5$ )
1985–2017	0,9	0,1	2,9
1999–2017	0,6	-0,5	3,0
	Yhteensä	Taloudellisesti huonot ajat ja pieni julkinen velka (tuotantokuilu $< -1,5$ ja velka $< 90$ %)	Taloudellisesti huonot ajat ja suuri julkinen velka (tuotantokuilu $< -1,5$ ja velka $\geq 90$ %)
1985–2017	2,9	2,4	3,7
1999–2017	3,0	2,5	3,8

<sup>35</sup> Ks. EKP:n Talouskatsauksen 2/2018 artikkeli ”The economic impact of population ageing and pension reforms”.

<sup>36</sup> Vaikka EMUn käynnistymiseen liittynyt korkoerojen supistuminen pienensi eron  $i - g$  arvoja osissa euroaluetta, finanssi- ja valtionvelkakriisit käänsivät sen hyvin jyrkkään kasvuun joksikin aikaa.

<sup>37</sup> Empiirinen analyysi 12 euromaan otoksesta osoittaa, että julkinen velka ja alijäämät (samanaikaiset arvot, yhdellä vuodella viivästetyt arvot ja viiden vuoden keskiarvot) ovat merkittäviä eron  $i - g$  tekijöitä, kun tuotantokuilu, kokonaistuottavuuden kasvu, vanhushuoltosuhde, väestönkasvu, lyhytaikaiset korot, Yhdysvaltain  $i - g$  sekä kiinteät maa- ja vuosivaikutukset otetaan huomioon.

---

Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta, tarvittaessa ekstrapoloitu muiden lähteiden avulla ajanjaksolle 1985–2017.  
Huom. Esitetyt velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin erot ovat 12 euromaan yksinkertaisia keskiarvoja (ks. kuvio A) asianomaisilta ajanjaksoilta. Suuri velka määrittää julkisen talouden velaksi, jonka suhde BKT:hen on vähintään 90 %.  
Tuotantokuilun -1,5 prosentin arvo on raja, joka erottaa taloudellisesti huonot ajat normaaleista Ecofin-neuvoston (2015) joustomatriisissa. Samanlaisia tuloksia saadaan 24 kehittyneen talouden otoksesta, johon sisältyvät euroalueen 19 maata sekä Tanska, Ruotsi, Iso-Britannia, Yhdysvallat ja Japani.

**Vaikka julkisen talouden velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin väliset erot euroalueella ovat nykyään pienet, tätä ei pidä nähdä syynä kasvattaa velan tasoa varsinkaan talouksissa, joissa finanssipoliittinen liikkumavara on niukka.** Suuri julkisen talouden velka aiheuttaa merkittäviä haasteita taloudessa.<sup>38</sup> Vaikka julkisten menojen ja investointien tehostamisella voidaan kasvattaa maan kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä ja lieventää talouden taantumien kielteisiä suhdannevaikutuksia<sup>39</sup>, velan nykyinen korkea taso monissa talouksissa rajoittaa näitä kanavia ja etenkin mahdollisuuksia harjoittaa vastasyklisiä finanssipoliittisia taloudellisesti huonoina aikoina. Maakohtaiset ja maailmanlaajuiset taloudelliset ja poliittiset riskit vaativat politiikkaa, jolla rajoitetaan maiden haavoittuvuuksia.

---

<sup>38</sup> Ks. suureen julkiseen velkaan liittyvistä riskeistä EKP:n Talouskatsauksen 3/2016 artikkeli "[Government debt reduction strategies in the euro area](#)".

<sup>39</sup> Ks. EKP:n Talouskatsauksen 5/2017 artikkeli "[The composition of public finances in the euro area](#)".

## Euroopan komission vuoden 2019 arvio makrotalouden epätasapainoista ja uudistusten edistymisestä

**Euroopan komissio julkaisi 27.2.2019 vuotuisen arvionsa makrotalouden epätasapainoista ja rakenneuudistusten edistymisestä heinäkuussa 2018 hyväksytyjen maakohtaisten suositusten pohjalta.** Tämä arvio on keskeinen osa eurooppalaista ohjausjaksoa (European Semester), jolla EU koordinoi talous- ja finanssipolitiikkaa. Siihen sisältyvän makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn tarkoituksena on arvioida makrotalouden epätasapainoja, ehkäistä haitallisten epätasapainojen syntymistä ja aktiivisesti korjata liiallisiksi kasvaneita epätasapainoja.<sup>40</sup>

### Makrotalouden epätasapainot

**Komission mukaan maita, joiden makrotaloudessa esiintyy epätasapaino, on nyt kaikkiaan 13, kun niitä vuonna 2018 oli 11 (ks. taulukko A).** Tänä vuonna kolmella maalla – Italialla, Kyproksella ja Kreikalla – on arvioitu olevan ”liiallinen epätasapaino”. Italia ja Kypros olivat tässä ryhmässä myös viime vuonna, mutta Kreikka on tänä vuonna ensimmäistä kertaa mukana tässä menettelyssä, sillä sen rahoitustukiohjelma vietiin päätökseen kesällä 2018. Kreikan suurimpia haasteita ovat suuri julkisen talouden velka, negatiivinen ulkomainen nettovarallisuus, järjestämättömien lainojen hyvin suuri osuus lainakannasta, korkeana pysyttelevä työttömyysaste ja alhainen kasvupotentiaali. Kyproksella on sitkeitä haasteita, jotka liittyvät järjestämättömien lainojen ja ulkomaisen velan, yksityisen sektorin velan sekä julkisen talouden velan suuriin määriin. Italian osalta komissio toteaa, että julkisen talouden kestävyyyteen kohdistuvat riskit sekä uudistuskehityksen yleinen pysähtyminen ja taantuminen heikentävät nyt aiempina vuosina saavutettua edistystä. Lisäksi komissio muutti kahden maan luokitusta viime vuoden arviosta. Kroatian luokitus muutettiin ”liiallisesta epätasapainosta” ”epätasapainoon” muun muassa siksi, että sen yksityisen sektorin velka, julkisen talouden velka sekä ulkomainen velka olivat supistuneet. Romanian luokitus puolestaan muutettiin ”ei epätasapainoa” -ryhmästä ”epätasapainoon” muun muassa kilpailukyvyyn heikkenemisen sekä vaihtotaseen epätasapainon kasvun vuoksi.

<sup>40</sup> Komissio käyttää epätasapainojen tunnistamiseen standardoitua tulostaulua, jonka avulla se valikoi maat, joista tarvitaan perusteelliset arviot. Näistä perusteellisista arvioista voi seurata kolme mahdollista tulosta: ”ei epätasapainoa”, ”epätasapaino” tai ”liiallinen epätasapaino”. Jos komissio havaitsee epätasapainon, asianomainen maa saa politiikkasuosituksia sen korjaamiseksi. Jos epätasapaino arvioidaan niin vakavaksi, että se todetaan ”liialliseksi”, komissio voi lisäksi suositella, että neuvosto käynnistää liiallista epätasapainoa koskevan menettelyn.

## Taulukko A

Euroopan komission päätelmät vuoden 2019 makrotalouden epätasapainoa koskevasta menettelystä

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

Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Kolme sinisellä merkittyä maata ovat maat, joiden luokitus makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä muuttui vuonna 2019 Kaikkien "ei epätasapainoa" -ryhmän maiden osalta komissio oli jo arvioinut, että menettelyn ensimmäisessä vaiheessa eli varoituskäytön raportissa niissä ei esiintynyt epätasapainoa. Mistään näistä maista ei siis laadittu perusteellista arviota.

**Vaikka joidenkin jäsenvaltioiden liialliset epätasapainot ovat jatkuneet pitkään, liiallista epätasapainoa koskevaa menettelyä ei ole kertaakaan käynnistetty sitten makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn käyttöönoton vuonna 2012.** Tässä makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn

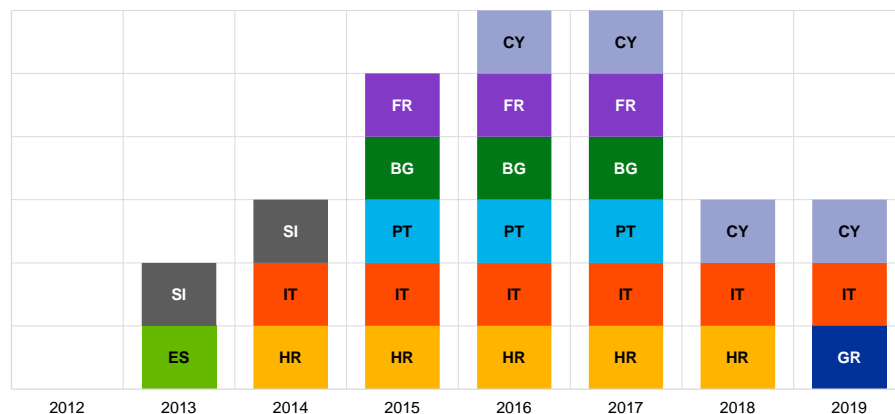
korjaavassa osassa neuvosto voi vaatia jäsenvaltiota, jolla on liiallinen epätasapaino, esittämään korjaavan toimintasuunnitelman ja tarvittaessa määrätä sille lopulta sakkoja. Kun liiallista epätasapainoa koskeva menettely jätetään kerran toisensa jälkeen käynnistämättä, koko menettelyn uskottavuus ja tehokkuus vaarantuvat. Kuvioista A ilmenee, että neljäjäsenosalla EU:n jäsenvaltioista on esiintynyt liiallisia epätasapainoja, jotka jatkuivat useita vuosia peräkkäin. Vaikka jotkin maat ovat onnistuneet ajan mittaan vähentämään epätasapainojen vakavuutta, liiallisen epätasapainon jatkuminen useiden vuosien ajan joissakin maissa viittaa siihen, että makrotalouden epätasapainoa koskevaa menettelyä olisi varaa tehostaa epätasapainojen korjaamiseksi. Kaikkien käytettävissä olevien välineiden soveltaminen – mukaan lukien menettelyn korjaavan osan aktivointi niiden maiden osalta, joilla on liiallinen epätasapaino – voisi lisätä menettelyn tehokkuutta ja uskottavuutta. Tätä on myös nimenomaisesti vaadittu vuonna 2015 julkaistussa ns. viiden puheenjohtajan raportissa<sup>41</sup>, ja äskettäin sitä vaati niin ikään Euroopan tilintarkastustuomioistuin<sup>42</sup>.

<sup>41</sup> J.-C. Juncker et al., *Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistely*, kesäkuu 2015.

<sup>42</sup> Euroopan tilintarkastustuomioistuin, *Makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn (MIP) tarkastus*, erityiskertomus nro 3, 2018.

## Kuvio A

EU:n jäsenvaltiot, joiden makrotaloudessa esiintyy liiallinen epätasapaino



Lähde: Euroopan komissio.

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

**Pitkäkestoiset makrotalouden epätasapainot – olivatpa ne liiallisia tai eivät – altistavat jäsenvaltiot makrotalouden häiriöille ja lisäävät yleisesti todennäköisyyttä taantumalle, johon usein liittyy suuria sosiaalisia ja taloudellisia kustannuksia.** Vaikka EU:n talous onkin kasvanut seitsemän viime vuoden ajan, kasvua hidastavia riskejä ovat geopolitiisiin tekijöihin liittyvä epävarmuus, protektionismin uhka ja makrotalouden epätasapainot. Maiden on siksi tärkeää sitoutua kunnianhimoisiin uudistustoimiin vahvistaakseen talouksiensa häiriönsietokykyä.

**Joissakin jäsenvaltioissa sekä julkisen talouden että yksityisen sektorin velka ovat yhä historiallisen korkealla tasolla, mikä vaikeuttaa taantumaa tai negatiivisiin sokkeihin reagoimista.** Viime vuosien nopea talouskasvu on auttanut pienentämään velkasuhteita, mutta useilla mailla velka on edelleen hyvin korkealla tasolla. Yritykset ovat onnistuneet vähentämään velkaantuneisuutta nopeammin kuin kotitaloudet. Samaan aikaan useissa maissa julkisen talouden ja yksityisen sektorin suuri velkaantuneisuus heijastuu suureen ulkomaisen velan kantaan, mikä korostaa tarvetta varmistaa, että vaihtotaseen ylijäämä on riittävän suuri.

**Jotta tasapainottumista voitaisiin tukea ja uusia hintakilpailukyyn epätasapainoja välttää koko EU:ssa, joidenkin maiden**

**yksikkötyökustannusten kiihtyvää kasvua on seurattava tarkasti.** Varsinkin maissa, joiden vaihtotase on ylijäämäinen ja joissa komissio on todennut kotimaisen kysynnän puutteen ja työvoimapulan, euroalueen keskiarvoa suurempi yksikkötyökustannusten kasvu saattaa helpottaa euroalueen maiden välistä tasapainottumista. Samaan aikaan hintakilpailukyyn suhteellista heikkenemistä haavoittuvammissa maissa, joissa työttömyys on suhteellisen suurta, on seurattava tarkasti, jotta voidaan välttää viime vuosina saavutetun positiivisen sopeutumiskehityksen kääntyminen negatiiviseksi.

## Uudistusten eteneminen

**Uudistukset ovat edelleen keskeisen tärkeitä näiden epätasapainojen korjaamiseksi, ja komissio arvioi suositeltujen uudistusten edistymistä vuosittain.** Komissio on erityisesti arvioinut neuvoston heinäkuussa 2018 hyväksymien maakohtaisten suositusten täytäntöönpanoa. Kussakin maakohtaisessa suosituksessa annetaan jäsenvaltiolle ohjeita tietyllä politiikan osa-alueella.

**Komission arvioissa todetaan jälleen suositeltujen uudistusten edistyneen vain niukasti.** Edistystä arvioidaan viisiportaisella asteikolla: ”ei edistystä”, ”vähäistä edistystä”, ”jonkin verran edistystä”, ”merkittävää edistystä” ja ”täysin toteutettu”.<sup>43</sup> Tämän vuoden arvioista on yhteenveto taulukossa B. Kaikkiaan 73 maakohtaisesta suosituksesta yhtäkään ei ole täysin toteutettu, ja merkittävää edistystä tapahtui vain kahdessa tapauksessa. Maakohtaisten suositusten ylivoimaisen enemmistön osalta (yli 90 %) komissio totesi, että jäsenvaltiot olivat saavuttaneet parhaimmillaankin vain vähäistä edistystä tai jonkin verran edistystä. Kahden maakohtaisen suosituksen toteutuksessa ei ollut edistytty lainkaan. Komission arviointiasteikolla ”ei edistystä” merkitsee, että kyseinen jäsenvaltio ei edes ”uskottavasti ilmoittanut” toimenpiteitä, joilla politiikkasuositus olisi tarkoitus toteuttaa. Kaikkein huolestuttavinta on, että vaikka maat, joilla oli liiallinen epätasapaino, ovat erityisen haavoittuvia, ne eivät edistyneet uudistuksissa viime vuoden aikana merkittävästi enempää kuin EU keskimäärin. Sama pätee maihin, joilla oli todettu epätasapaino. Kaiken kaikkiaan edistys oli uudistuksissa tänä vuonna yhtä heikkoa kuin viime vuonna.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> ”Täysin toteutettu” tarkoittaa, että jäsenvaltio on pannut täytäntöön kaikki toimenpiteet maakohtaisen suosituksen toteuttamiseksi asianmukaisesti. ”Merkittävää edistystä” tarkoittaa, että jäsenvaltio on hyväksynyt toimenpiteitä, jotka edistävät merkittävästi maakohtaisen suosituksen toteutumista ja joista useimmat on toteutettu. ”Jonkin verran edistystä” tarkoittaa, että jäsenvaltio on hyväksynyt toimenpiteitä, jotka edistävät maakohtaisen suosituksen toteutumista, mutta suosituksen toteuttamiseksi kokonaan tarvitaan vielä merkittävästi toimia, sillä vain muutamia hyväksytyjä toimenpiteitä on toteutettu. ”Vähäistä edistystä” tarkoittaa, että jäsenvaltio on ilmoittanut tiettyjä toimenpiteitä, joilla maakohtaista suositusta kuitenkin toteutetaan vain vähäisessä määrin, ja/tai esittänyt muita kuin lainsäätämisyjärjestyksessä hyväksyttäviä säädöksiä, mutta ilman enempää täytäntöönpanon seuranta suosituksen toteuttamiseksi. ”Ei edistystä” tarkoittaa, että jäsenvaltio ei ole uskottavasti ilmoittanut tai hyväksynyt mitään toimenpiteitä maakohtaisen suosituksen toteuttamiseksi.

<sup>44</sup> Ks. EKP:n Talouskatsauksen 2/2018 kehikko ”Euroopan komission vuoden 2018 arvio makrotalouden epätasapainoista ja uudistusten edistymisestä”.

## Taulukko B

Euroopan komission arvio vuoden 2018 maakohtaisten suositusten täytäntöönpanosta

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK	
MS 1*	Orange	Yellow	Yellow	Orange	Orange	Grey	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Green	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
MS 2	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
MS 3	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
MS 4	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange
MS 5	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange	Orange

Lähde: Euroopan komissio.

Huom. Suosituksen 1\* arvioissa ei ole huomioitu vakaus- ja kasvusopimuksen noudattamista, jota Euroopan komissio arvioi keväällä 2019. "Ei arvioitu" tarkoittaa tapauksia, joissa maakohtaiset suositukset liittyvät suurimmaksi osaksi tai kokonaan vakaus- ja kasvusopimukseen.

**Uudistusten edistyminen on ollut epätasaista, ja hyödykemerkkinoiden ja julkisen talouden aloilla se on ollut erityisen puutteellista.** Jonkin verran enemmän toimia on toteutettu rahoitussektorin ja työmarkkinoiden aloilla. Samaan aikaan komissio on havainnut, että joissakin tapauksissa uudistuksia on jopa peruttu, esimerkiksi julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys osalta (mukaan lukien eläkkeet).

**Investointiympäristöä kohentavat lisä uudistukset ovat olennaisen tärkeitä, jotta voidaan edistää tarkasti kohdennettuja, tuottavuutta, potentiaalista kasvua ja häiriönsietokykyä parantavia investointeja.** Komissio arvioi, että suurimpia investointien esteitä ovat instituutioiden laadulliset puutteet ja raskas sääntely. Investointiympäristön luominen auttaa vahvistamaan tuottavuuteen ja kasvuun keskittyviä investointeja, jotka ovat olennaisen tärkeitä tässä suhdannekierron vaiheessa. Investointien on puolestaan oltava tarkasti kohdennettuja, jotta ne olisivat tehokkaimmillaan. Useimmissa EU-maissa tarvitaan investointeja koulutukseen, tutkimukseen, kehitystyöhön ja innovaatioihin, mutta samalla on tärkeää, että investoinnit kohdistuvat aloille, joilla ne lisäävät eniten tuottavuuden kasvua ja kilpailukykyä. Tässä tarkoituksessa komissio on lisännyt maaraportteihin uuden liitteen. Siinä nimetään maakohtaiset investointitarpeet ja investointien pullonkaulat, ja sillä pyritään myös mukauttamaan EU-rahoituksen käyttö paremmin talouspolitiikan eurooppalaisen ohjausjakson analyyseihin.

# Statistics

## Contents

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

## Further information

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

## Conventions used in the tables

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



# 1 External environment

## 1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP <sup>1)</sup> (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)							
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area <sup>2)</sup> (HICP)	
							Total	excluding food and energy						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	3.2	1.6	1.8	0.6	6.7	2.0	4.5	1.8	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2	
2017	3.8	2.2	1.8	1.9	6.8	2.4	9.1	1.8	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5	
2018	.	3.0	1.4	0.7	6.6	.	10.4	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8	
2018 Q1	0.9	0.5	0.1	-0.2	1.5	0.4	2.2	1.9	2.2	2.7	1.3	2.2	1.3	
Q2	1.0	1.0	0.4	0.6	1.7	0.4	2.6	2.0	2.7	2.4	0.7	1.8	1.7	
Q3	0.8	0.8	0.6	-0.7	1.6	0.2	2.9	2.2	2.6	2.5	1.1	2.3	2.1	
Q4	.	0.6	0.2	0.3	1.5	0.2	2.7	2.3	2.2	2.3	0.8	2.2	1.9	
2018 Sep.	-	-	-	-	-	-	2.9	2.3	2.3	2.4	1.2	2.5	2.1	
Oct.	-	-	-	-	-	-	3.1	2.3	2.5	2.4	1.4	2.5	2.3	
Nov.	-	-	-	-	-	-	2.7	2.2	2.2	2.3	0.8	2.2	1.9	
Dec.	-	-	-	-	-	-	2.4	2.2	1.9	2.1	0.3	1.9	1.5	
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1.6	1.8	0.2	1.7	1.4	
Feb. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1.5	

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports <sup>1)</sup>						
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index <sup>2)</sup>			Global	Advanced economies	Emerging market economies	
	Global <sup>2)</sup>	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.7	52.0	50.1	1.2	1.4	1.0	
2017	53.2	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.8	53.8	52.8	5.6	3.1	7.3	
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.9	4.1	2.9	4.9	
2018 Q1	53.5	54.6	53.4	52.1	53.0	57.0	53.7	53.5	52.3	1.3	0.6	1.7	
Q2	53.9	55.9	54.3	52.3	52.5	54.7	53.1	54.2	50.3	0.0	-0.8	0.4	
Q3	53.1	54.8	53.9	51.5	52.1	54.3	52.6	53.2	49.8	2.0	0.8	2.7	
Q4	53.1	54.7	51.4	52.3	51.5	52.3	52.0	53.5	49.9	-1.6	1.2	-3.3	
2018 Sep.	52.4	53.9	54.1	50.7	52.1	54.1	52.2	52.5	49.5	2.0	0.8	2.7	
Oct.	53.0	54.9	52.1	52.5	50.5	53.1	51.8	53.3	50.0	1.6	1.5	1.6	
Nov.	53.3	54.7	50.8	52.4	51.9	52.7	52.0	53.8	49.8	0.2	1.3	-0.5	
Dec.	53.1	54.4	51.4	52.0	52.2	51.1	52.1	53.4	50.0	-1.6	1.2	-3.3	
2019 Jan.	52.4	54.4	50.3	50.9	50.9	51.0	50.9	53.0	49.6	.	.	.	
Feb.	52.8	55.5	51.5	50.7	50.7	51.9	51.0	53.4	49.6	.	.	.	

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

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

2) Excluding the euro area.

## 2 Financial developments

### 2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area <sup>1)</sup>					United States	Japan
	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2016	-0.32	-0.34	-0.26	-0.17	-0.03	0.74	-0.02
2017	-0.35	-0.37	-0.33	-0.26	-0.15	1.26	-0.02
2018	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2018 Aug.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.32	-0.04
Sep.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.35	-0.04
Oct.	-0.37	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.46	-0.08
Nov.	-0.36	-0.37	-0.32	-0.26	-0.15	2.65	-0.10
Dec.	-0.36	-0.37	-0.31	-0.24	-0.13	2.79	-0.10
2019 Jan.	-0.37	-0.37	-0.31	-0.24	-0.12	2.77	-0.08
Feb.	-0.37	-0.37	-0.31	-0.23	-0.11	2.68	-0.08

Source: ECB.

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

### 2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area <sup>1), 2)</sup>					Euro area <sup>1), 2)</sup>	United States	United Kingdom	Euro area <sup>1), 2)</sup>			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2018 Aug.	-0.63	-0.67	-0.63	-0.23	0.37	1.04	0.41	0.71	-0.68	-0.46	0.50	1.28
Sep.	-0.62	-0.63	-0.55	-0.09	0.51	1.14	0.49	0.77	-0.59	-0.31	0.68	1.36
Oct.	-0.75	-0.73	-0.63	-0.17	0.43	1.17	0.48	0.67	-0.66	-0.37	0.60	1.31
Nov.	-0.67	-0.70	-0.64	-0.23	0.37	1.06	0.30	0.57	-0.68	-0.45	0.50	1.28
Dec.	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019 Jan.	-0.58	-0.60	-0.58	-0.32	0.19	0.79	0.08	0.45	-0.61	-0.50	0.24	1.00
Feb.	-0.57	-0.57	-0.54	-0.28	0.23	0.80	0.17	0.49	-0.56	-0.44	0.27	1.06

Source: ECB.

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

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

### 2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices											United States	Japan	
	Benchmark		Main industry indices									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms			Health care
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321.6	3,003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2,094.7	16,920.5
2017	376.9	3,491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2,449.1	20,209.0
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	697.3	336.0	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2018 Aug.	382.5	3,436.8	785.2	273.0	711.6	357.5	167.9	653.3	529.4	282.1	288.7	834.2	2,857.8	22,494.1
Sep.	376.4	3,365.2	779.9	265.1	692.5	356.4	168.0	649.7	511.7	278.1	274.6	807.2	2,901.5	23,159.3
Oct.	359.0	3,244.5	733.7	253.2	657.3	349.6	160.1	607.6	483.0	269.0	277.7	783.7	2,785.5	22,690.8
Nov.	351.3	3,186.4	692.3	258.1	649.3	328.6	157.2	589.4	459.6	277.1	293.9	757.5	2,723.2	21,967.9
Dec.	335.2	3,057.8	646.7	247.8	624.8	311.8	146.9	556.0	441.5	283.5	296.3	719.4	2,567.3	21,032.4
2019 Jan.	340.5	3,088.7	662.2	252.1	630.4	315.4	150.2	570.3	448.1	293.2	288.0	718.3	2,607.4	20,460.5
Feb.	355.0	3,223.1	699.4	266.4	667.5	329.9	152.9	598.9	480.6	301.7	285.8	743.0	2,754.9	21,123.6

Source: ECB.

## 2 Financial developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC <sup>3)</sup>		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2018 Feb.	0.04	0.44	0.34	0.69	6.19	16.88	4.72	5.70	6.19	2.37	1.64	1.88	1.93	1.91	2.14	1.84
Mar.	0.04	0.45	0.35	0.67	6.14	16.89	4.71	5.57	6.05	2.34	1.63	1.85	1.95	1.91	2.15	1.84
Apr.	0.04	0.45	0.34	0.61	6.12	16.87	4.94	5.67	6.14	2.37	1.62	1.85	1.96	1.90	2.13	1.83
May	0.04	0.46	0.34	0.57	6.10	16.89	4.82	5.88	6.39	2.39	1.58	1.85	1.97	1.90	2.13	1.83
June	0.03	0.46	0.33	0.63	6.05	16.84	4.50	5.64	6.11	2.31	1.60	1.81	1.97	1.88	2.12	1.82
July	0.03	0.45	0.33	0.63	6.01	16.80	4.84	5.75	6.22	2.41	1.63	1.83	1.93	1.85	2.12	1.81
Aug.	0.03	0.45	0.30	0.63	6.02	16.78	5.42	5.88	6.41	2.39	1.63	1.82	1.92	1.85	2.12	1.81
Sep.	0.03	0.45	0.30	0.69	6.05	16.71	5.28	5.74	6.27	2.38	1.60	1.81	1.91	1.85	2.09	1.79
Oct.	0.03	0.45	0.29	0.73	5.98	16.73	5.04	5.71	6.23	2.46	1.60	1.80	1.91	1.86	2.09	1.80
Nov.	0.03	0.44	0.29	0.72	5.94	16.54	4.92	5.68	6.18	2.38	1.61	1.85	1.94	1.88	2.11	1.81
Dec.	0.03	0.43	0.30	0.77	5.87	16.55	4.91	5.47	5.98	2.30	1.61	1.80	1.91	1.84	2.10	1.80
2019 Jan. <sup>(a)</sup>	0.03	0.42	0.33	0.74	5.92	16.63	5.30	5.82	6.33	2.37	1.61	1.81	1.89	1.86	2.09	1.82

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 Feb.	0.04	0.09	0.43	2.36	2.37	2.49	2.33	1.66	1.63	1.74	1.18	1.35	1.64	1.71
Mar.	0.04	0.08	0.40	2.33	2.41	2.53	2.34	1.67	1.61	1.70	1.26	1.39	1.66	1.73
Apr.	0.04	0.06	0.32	2.32	2.37	2.42	2.33	1.67	1.61	1.74	1.23	1.29	1.65	1.71
May	0.03	0.08	0.43	2.28	2.31	2.47	2.38	1.65	1.61	1.74	1.07	1.22	1.65	1.62
June	0.04	0.07	0.74	2.29	2.27	2.44	2.31	1.64	1.56	1.71	1.21	1.33	1.70	1.68
July	0.03	0.08	0.38	2.27	2.16	2.41	2.28	1.67	1.59	1.68	1.14	1.30	1.66	1.64
Aug.	0.03	0.08	0.60	2.25	2.21	2.42	2.35	1.66	1.63	1.74	1.10	1.27	1.69	1.64
Sep.	0.03	0.08	0.44	2.22	2.21	2.34	2.32	1.65	1.55	1.69	1.12	1.40	1.69	1.65
Oct.	0.03	0.08	0.52	2.22	2.14	2.42	2.34	1.65	1.60	1.70	1.23	1.10	1.66	1.64
Nov.	0.03	0.07	0.63	2.19	2.20	2.40	2.34	1.66	1.60	1.69	1.20	1.35	1.69	1.66
Dec.	0.03	0.07	0.53	2.18	2.21	2.28	2.26	1.61	1.59	1.69	1.21	1.39	1.59	1.64
2019 Jan. <sup>(a)</sup>	0.03	0.07	0.56	2.22	2.15	2.39	2.32	1.68	1.61	1.73	1.13	1.30	1.61	1.63

Source: ECB.

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

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

## 2 Financial developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues <sup>1)</sup>						
	Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro-system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
Short-term														
2015	1,269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1,241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1,241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 July	1,313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42
Aug.	1,311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33
Sep.	1,295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28
Oct.	1,280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38
Nov.	1,270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31
Dec.	1,200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26
Long-term														
2015	15,250	3,786	3,270	.	1,075	6,481	637	216	68	46	.	14	80	9
2016	15,380	3,695	3,234	.	1,126	6,684	641	220	62	54	.	18	78	8
2017	15,362	3,560	3,109	.	1,185	6,865	642	247	66	74	.	17	83	7
2018 July	15,555	3,570	3,158	.	1,203	7,003	621	220	54	55	.	16	87	8
Aug.	15,564	3,578	3,167	.	1,186	7,010	622	131	50	38	.	2	38	3
Sep.	15,683	3,616	3,183	.	1,206	7,055	623	254	79	60	.	29	82	4
Oct.	15,719	3,672	3,188	.	1,205	7,026	628	215	60	61	.	14	69	10
Nov.	15,802	3,697	3,215	.	1,208	7,054	629	223	67	70	.	8	72	7
Dec.	15,747	3,694	3,194	.	1,212	7,020	626	175	60	74	.	14	24	3

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
Outstanding amount											
2015	16,518.8	4,303.2	3,417.2	.	1,137.0	6,958.9	702.4	6,814.4	584.3	968.3	5,261.9
2016	16,621.2	4,213.3	3,369.3	.	1,185.3	7,149.9	703.5	7,089.5	537.6	1,080.2	5,471.6
2017	16,602.8	4,079.7	3,264.5	.	1,255.2	7,303.6	699.8	7,954.7	612.5	1,249.4	6,092.8
2018 July	16,867.9	4,095.9	3,335.9	.	1,299.3	7,455.8	681.0	8,168.5	576.1	1,293.6	6,298.8
Aug.	16,874.8	4,102.8	3,345.2	.	1,281.6	7,457.7	687.5	8,019.9	521.1	1,282.5	6,216.3
Sep.	16,978.4	4,147.2	3,361.8	.	1,295.4	7,499.3	674.8	7,955.7	543.5	1,293.9	6,118.4
Oct.	16,999.6	4,197.4	3,358.4	.	1,296.9	7,464.9	682.0	7,546.6	515.4	1,201.8	5,829.4
Nov.	17,072.6	4,214.6	3,381.3	.	1,296.7	7,499.0	681.0	7,475.0	512.1	1,179.2	5,783.6
Dec.	16,947.3	4,192.7	3,353.5	.	1,283.7	7,444.7	672.7	7,030.7	465.1	1,099.0	5,466.6
Growth rate											
2015	0.2	-7.0	5.8	.	4.1	1.8	0.6	1.1	4.2	1.8	0.6
2016	0.3	-3.0	-1.2	.	6.5	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	-0.2	.	6.1	2.2	0.5	1.1	6.1	2.8	0.3
2018 July	1.2	-0.8	0.6	.	5.0	2.4	-2.5	1.2	0.4	4.8	0.6
Aug.	1.4	-0.2	1.2	.	4.2	2.2	-2.6	1.2	0.5	4.7	0.5
Sep.	1.8	0.9	1.3	.	5.1	2.4	-3.7	1.1	0.5	3.9	0.5
Oct.	1.9	0.9	2.0	.	4.9	2.4	-3.1	1.0	0.5	3.1	0.6
Nov.	2.0	1.3	2.5	.	3.7	2.4	-3.6	0.9	0.4	2.9	0.5
Dec.	1.7	1.7	1.6	.	3.4	1.9	-4.3	0.8	-0.1	2.8	0.4

Source: ECB.

## 2 Financial developments

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

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-38	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM <sup>2)</sup>	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94.4	89.4	90.9	85.1	79.4	89.1	109.7	88.7
2017	96.6	91.3	92.0	86.0	78.8	89.9	112.0	89.9
2018	98.9	93.3	93.5	.	.	.	117.9	93.7
2018 Q1	99.6	93.9	94.4	88.2	80.1	91.8	117.0	93.3
Q2	98.4	92.9	93.2	87.3	78.8	90.6	117.0	93.2
Q3	99.2	93.5	93.5	87.8	79.5	91.4	119.2	94.6
Q4	98.5	92.8	93.0	.	.	.	118.4	93.6
2018 Sep.	99.5	93.7	93.7	-	-	-	120.4	95.4
Oct.	98.9	93.2	93.3	-	-	-	119.0	94.2
Nov.	98.3	92.7	92.8	-	-	-	117.9	93.4
Dec.	98.4	92.6	93.0	-	-	-	118.0	93.2
2019 Jan.	97.8	92.0	92.5	-	-	-	117.3	92.5
Feb.	97.4	91.5	92.2	-	-	-	116.6	91.8
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2019 Feb.	-0.4	-0.5	-0.4	-	-	-	-0.6	-0.8
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2019 Feb.	-2.2	-2.4	-2.4	-	-	-	-0.6	-1.8

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
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0.819	4.4904	9.469	1.090	1.107
2017	7.629	7.464	26.326	7.439	309.193	126.711	4.257	0.877	4.5688	9.635	1.112	1.130
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2018 Q1	7.815	7.438	25.402	7.447	311.027	133.166	4.179	0.883	4.6553	9.971	1.165	1.229
Q2	7.602	7.398	25.599	7.448	317.199	130.045	4.262	0.876	4.6532	10.330	1.174	1.191
Q3	7.915	7.417	25.718	7.455	324.107	129.606	4.303	0.892	4.6471	10.405	1.144	1.163
Q4	7.895	7.420	25.864	7.462	322.995	128.816	4.299	0.887	4.6605	10.320	1.137	1.141
2018 Sep.	7.993	7.429	25.614	7.458	324.818	130.535	4.301	0.893	4.6471	10.443	1.129	1.166
Oct.	7.948	7.425	25.819	7.460	323.843	129.617	4.305	0.883	4.6658	10.384	1.141	1.148
Nov.	7.888	7.428	25.935	7.461	322.330	128.789	4.302	0.881	4.6610	10.292	1.138	1.137
Dec.	7.840	7.404	25.835	7.465	322.738	127.878	4.290	0.898	4.6536	10.277	1.129	1.138
2019 Jan.	7.750	7.429	25.650	7.466	319.800	124.341	4.292	0.886	4.7062	10.269	1.130	1.142
Feb.	7.649	7.415	25.726	7.463	317.908	125.280	4.318	0.873	4.7486	10.499	1.137	1.135
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2019 Feb.	-1.3	-0.2	0.3	0.0	-0.6	0.8	0.6	-1.5	0.9	2.2	0.6	-0.6
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2019 Feb.	-2.0	-0.3	1.6	0.2	2.0	-6.0	3.7	-1.3	2.0	5.6	-1.5	-8.1

Source: ECB.

## 2 Financial developments

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2017 Q4	24,840.3	25,526.8	-686.5	10,675.3	8,735.2	8,550.4	10,967.5	-55.7	5,000.6	5,824.1	669.7	13,890.4
2018 Q1	24,898.2	25,761.3	-863.1	10,643.9	8,825.8	8,532.1	10,933.7	-75.8	5,124.8	6,001.8	673.2	14,134.5
Q2	25,526.6	26,196.4	-669.8	10,828.6	8,922.0	8,743.6	11,010.0	-83.1	5,347.4	6,264.4	690.0	14,369.5
Q3	25,832.2	26,425.6	-593.5	10,939.9	9,011.5	8,883.2	11,099.3	-61.4	5,396.5	6,314.8	673.9	14,450.1
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2018 Q3	224.8	230.0	-5.2	95.2	78.4	77.3	96.6	-0.5	47.0	55.0	5.9	125.8
<i>Transactions</i>												
2018 Q1	440.6	319.3	121.3	62.7	-77.8	192.3	196.5	3.1	171.1	200.7	11.4	-
Q2	167.7	105.1	62.6	-2.2	-29.7	-1.9	-41.4	38.0	127.3	176.2	6.6	-
Q3	174.1	81.3	92.8	49.1	28.9	41.0	6.3	33.3	49.5	46.1	1.2	-
Q4	-309.8	-428.1	118.2	-108.2	-219.7	-124.6	-123.0	17.9	-100.6	-85.3	5.7	-
2018 July	143.0	140.1	2.9	43.1	36.9	20.9	13.4	12.8	70.6	89.8	-4.4	-
Aug.	31.6	1.5	30.1	-2.4	8.8	29.0	-42.3	14.1	-12.4	35.1	3.3	-
Sep.	-0.5	-60.4	59.9	8.4	-16.8	-8.8	35.2	6.4	-8.7	-78.7	2.2	-
Oct.	91.7	74.3	17.4	68.3	-2.7	-30.8	-17.5	1.7	53.2	94.5	-0.7	-
Nov.	-101.6	-126.4	24.8	-105.9	-97.4	-45.3	-34.0	9.9	36.5	5.0	3.2	-
Dec.	-299.9	-376.0	76.0	-70.6	-119.7	-48.5	-71.5	6.3	-190.3	-184.8	3.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2018 Dec.	472.6	77.6	395.0	1.3	-298.3	106.8	38.3	92.4	247.3	337.6	24.8	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2018 Dec.	4.1	0.7	3.4	0.0	-2.6	0.9	0.3	0.8	2.2	2.9	0.2	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

## 3 Economic activity

### 3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance <sup>1)</sup>			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories <sup>2)</sup>	Total	Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	
					Total construction	Total machinery	Intellectual property products					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2015	10,534.3	10,060.1	5,743.1	2,172.5	2,110.8	1,014.6	640.4	449.7	33.6	474.3	4,866.6	4,392.3
2016	10,827.7	10,349.6	5,877.4	2,223.3	2,210.8	1,053.2	679.3	472.3	38.2	478.0	4,942.9	4,464.9
2017	11,206.0	10,682.9	6,058.2	2,279.5	2,302.8	1,121.6	716.3	459.2	42.4	523.0	5,295.5	4,772.5
2017 Q4	2,844.1	2,702.4	1,530.7	576.0	588.2	287.1	185.4	114.3	7.5	141.7	1,361.5	1,219.8
2018 Q1	2,865.2	2,725.4	1,543.7	578.3	592.1	291.3	184.1	115.3	11.3	139.8	1,357.4	1,217.7
Q2	2,889.4	2,757.3	1,553.4	585.7	604.4	297.9	188.8	116.4	13.8	132.1	1,379.2	1,247.1
Q3	2,904.4	2,788.1	1,562.3	587.7	615.0	302.0	192.9	118.8	23.1	116.2	1,392.3	1,276.0
<i>as a percentage of GDP</i>												
2017	100.0	95.3	54.1	20.3	20.5	10.0	6.4	4.1	0.4	4.7	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2018 Q1	0.4	0.5	0.5	0.0	0.1	0.6	-0.8	0.4	-	-	-0.7	-0.6
Q2	0.4	0.5	0.2	0.4	1.6	1.3	2.4	0.7	-	-	1.2	1.3
Q3	0.2	0.6	0.1	0.3	0.7	0.2	1.3	1.1	-	-	0.1	1.0
Q4	0.2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>annual percentage changes</i>												
2015	2.1	2.4	1.8	1.3	4.9	0.4	5.6	15.6	-	-	6.6	7.7
2016	2.0	2.4	2.0	1.8	4.0	2.7	5.8	4.3	-	-	3.0	4.2
2017	2.4	1.7	1.6	1.2	2.6	3.9	5.0	-3.6	-	-	5.2	3.9
2018 Q1	2.4	1.8	1.7	1.0	3.4	3.4	5.4	0.6	-	-	3.8	2.7
Q2	2.2	1.5	1.4	1.1	2.9	4.0	6.1	-4.3	-	-	4.0	2.7
Q3	1.6	1.9	1.0	0.9	3.7	2.2	5.8	4.2	-	-	2.8	3.6
Q4	1.2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2018 Q1	0.4	0.5	0.3	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-	-
Q2	0.4	0.4	0.1	0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	-0.1	0.0	-	-
Q3	0.2	0.5	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.3	-0.4	-	-
Q4	0.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2015	2.1	2.3	1.0	0.3	1.0	0.0	0.3	0.6	0.0	-0.2	-	-
2016	2.0	2.3	1.1	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.1	-0.4	-	-
2017	2.4	1.6	0.9	0.2	0.5	0.4	0.3	-0.2	0.0	0.8	-	-
2018 Q1	2.4	1.8	0.9	0.2	0.7	0.3	0.3	0.0	-0.1	0.6	-	-
Q2	2.2	1.5	0.7	0.2	0.6	0.4	0.4	-0.2	-0.1	0.7	-	-
Q3	1.6	1.8	0.6	0.2	0.8	0.2	0.4	0.2	0.3	-0.2	-	-
Q4	1.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

## 3 Economic activity

### 3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Current prices (EUR billions)</b>												
2015	9,461.6	159.5	1,901.2	468.0	1,784.9	433.4	470.2	1,078.0	1,031.0	1,805.1	330.3	1,072.6
2016	9,715.8	158.6	1,962.6	486.8	1,836.0	452.7	464.1	1,098.7	1,069.2	1,849.8	337.4	1,111.7
2017	10,048.5	171.3	2,032.8	512.8	1,916.8	469.4	455.8	1,129.7	1,118.5	1,897.1	344.4	1,157.3
2017 Q4	2,551.4	43.7	519.9	131.5	486.4	119.1	114.0	285.3	284.9	479.7	86.9	292.8
2018 Q1	2,568.6	43.1	518.5	134.3	490.0	120.9	114.3	287.5	289.3	483.2	87.7	296.5
Q2	2,589.8	42.9	520.7	137.1	494.1	122.7	114.2	289.5	292.5	488.4	87.8	299.8
Q3	2,603.3	43.4	521.9	139.6	495.8	123.8	115.0	291.2	294.2	490.0	88.2	301.9
<i>as a percentage of value added</i>												
2017	100.0	1.7	20.2	5.1	19.1	4.7	4.5	11.2	11.1	18.9	3.4	-
<b>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</b>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2017 Q4	0.7	0.8	1.3	1.2	0.7	0.3	0.3	0.2	0.8	0.3	0.2	0.6
2018 Q1	0.4	0.7	-0.7	0.8	0.8	1.7	-0.4	0.6	1.1	0.3	0.1	0.3
Q2	0.4	-0.5	0.3	1.2	0.5	1.3	0.6	0.1	0.7	0.2	0.0	0.6
Q3	0.2	-0.6	0.0	0.6	0.1	0.8	0.4	0.3	0.0	0.2	0.2	0.1
<i>annual percentage changes</i>												
2015	1.9	-0.2	3.6	0.8	2.2	3.6	0.0	0.7	3.0	0.8	1.2	3.5
2016	1.9	-1.4	3.4	1.5	1.7	3.9	0.6	0.3	2.5	1.3	1.0	2.7
2017	2.4	0.7	3.1	3.2	3.1	4.3	-0.6	1.1	4.0	1.1	0.9	2.4
2017 Q4	2.8	2.5	3.9	4.3	3.4	3.7	0.0	1.3	4.4	1.2	1.0	2.1
2018 Q1	2.5	1.8	3.1	3.8	2.9	4.8	0.0	1.5	3.5	1.4	1.2	1.6
Q2	2.2	1.3	2.4	3.8	2.6	5.1	0.5	1.2	3.3	1.2	0.7	1.8
Q3	1.6	0.4	0.9	3.8	2.1	4.3	1.0	1.2	2.6	1.0	0.5	1.5
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2017 Q4	0.7	0.0	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2018 Q1	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	-
Q2	0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2015	1.9	0.0	0.7	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2016	1.9	0.0	0.7	0.1	0.3	0.2	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	-
2017	2.4	0.0	0.6	0.2	0.6	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2017 Q4	2.8	0.0	0.8	0.2	0.6	0.2	0.0	0.2	0.5	0.2	0.0	-
2018 Q1	2.5	0.0	0.6	0.2	0.5	0.2	0.0	0.2	0.4	0.3	0.0	-
Q2	2.2	0.0	0.5	0.2	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
Q3	1.6	0.0	0.2	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 3 Economic activity

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

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2016	100.0	85.5	14.5	3.2	14.8	6.0	24.9	2.8	2.6	1.0	13.5	24.2	7.0
2017	100.0	85.8	14.2	3.2	14.7	6.0	24.9	2.8	2.5	1.0	13.7	24.2	7.0
2018	100.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>annual percentage changes</i>													
2016	1.4	1.7	-0.3	-0.4	0.8	0.4	1.7	3.0	-0.2	1.9	2.7	1.4	0.7
2017	1.6	2.0	-0.5	-0.6	1.2	1.8	1.7	3.1	-1.2	1.5	3.1	1.3	1.4
2018	1.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	1.5	1.9	-0.8	-0.8	1.6	2.1	1.5	2.6	-0.9	1.5	3.1	1.2	0.5
Q2	1.5	1.8	-0.4	-0.4	1.6	2.6	1.3	2.6	-0.8	1.5	3.0	1.2	0.8
Q3	1.3	1.6	-0.3	0.3	1.2	2.5	1.3	3.4	-1.2	0.9	2.5	1.1	-0.8
Q4	1.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2015	100.0	80.3	19.7	4.4	15.4	6.7	25.7	2.9	2.7	1.0	13.0	21.9	6.2
2016	100.0	80.6	19.4	4.3	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.2	21.9	6.2
2017	100.0	81.0	19.0	4.2	15.3	6.7	25.8	3.0	2.6	1.0	13.4	21.8	6.2
<i>annual percentage changes</i>													
2015	1.2	1.4	0.1	-0.5	0.5	0.6	1.1	2.7	-0.2	1.4	3.0	1.2	1.1
2016	1.5	1.9	-0.3	-0.3	0.9	0.7	1.7	2.8	0.2	2.3	2.9	1.4	0.8
2017	1.4	1.9	-0.8	-1.0	1.2	1.9	1.4	3.0	-1.7	2.1	3.0	1.1	0.8
2017 Q4	1.8	2.4	-0.6	-0.6	2.0	3.6	1.5	3.1	-1.8	3.5	3.7	1.3	0.7
2018 Q1	1.4	2.0	-0.9	-1.0	1.7	2.4	1.2	2.3	-1.0	2.9	3.2	1.2	0.2
Q2	1.7	2.2	-0.5	0.4	1.8	2.7	1.1	3.0	-0.4	1.4	3.6	1.4	0.7
Q3	1.6	2.0	-0.2	0.5	1.7	3.4	1.3	3.7	-1.0	1.2	3.2	1.1	0.2
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2015	0.1	0.2	0.4	0.7	0.4	0.5	-0.3	1.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.5
2016	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.4	0.4	0.1	0.1	0.1
2017	-0.2	-0.1	-0.3	-0.4	0.0	0.1	-0.3	-0.1	-0.5	0.5	-0.1	-0.2	-0.6
2017 Q4	0.2	0.4	0.1	0.6	0.7	1.1	0.0	0.0	-0.3	1.9	0.2	0.1	-0.5
2018 Q1	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	0.1	0.3	-0.3	-0.2	0.0	1.3	0.1	-0.1	-0.3
Q2	0.2	0.4	-0.1	0.8	0.3	0.1	-0.2	0.4	0.4	-0.1	0.6	0.2	-0.1
Q3	0.3	0.5	0.1	0.2	0.4	0.8	0.0	0.3	0.2	0.3	0.7	0.0	1.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 3 Economic activity

### 3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions <sup>1)</sup>	Under-employment, % of labour force <sup>1)</sup>	Unemployment											Job vacancy rate <sup>2)</sup>
			Total		Long-term unemployment, % of labour force <sup>1)</sup>	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2016			100.0		81.7		18.3		52.2		47.8			
2016	162.028	4.3	16.254	10.0	5.0	13.291	9.0	2.963	20.9	8.482	9.7	7.772	10.4	1.7
2017	162.659	4.1	14.765	9.1	4.4	12.098	8.1	2.667	18.8	7.639	8.7	7.126	9.5	1.9
2018	.	.	13.393	8.2	.	10.957	7.3	2.436	17.0	6.902	7.9	6.491	8.6	2.1
2018 Q1	162.591	4.0	13.941	8.5	4.2	11.436	7.7	2.505	17.6	7.193	8.2	6.748	8.9	2.1
Q2	163.180	3.9	13.495	8.3	3.9	11.061	7.4	2.433	17.0	6.954	7.9	6.541	8.7	2.1
Q3	163.709	3.6	13.156	8.1	3.6	10.750	7.2	2.407	16.8	6.800	7.7	6.356	8.4	2.1
Q4	.	.	12.979	7.9	.	10.581	7.1	2.398	16.6	6.659	7.6	6.320	8.3	2.3
2018 Aug.	-	-	13.121	8.0	-	10.717	7.2	2.404	16.8	6.782	7.7	6.338	8.4	-
Sep.	-	-	13.108	8.0	-	10.695	7.2	2.414	16.8	6.779	7.7	6.329	8.4	-
Oct.	-	-	13.102	8.0	-	10.672	7.1	2.430	16.9	6.739	7.7	6.363	8.4	-
Nov.	-	-	12.965	7.9	-	10.583	7.1	2.382	16.5	6.661	7.6	6.304	8.3	-
Dec.	-	-	12.871	7.8	-	10.489	7.0	2.382	16.5	6.578	7.5	6.292	8.3	-
2019 Jan.	-	-	12.848	7.8	-	10.465	7.0	2.383	16.5	6.568	7.5	6.279	8.2	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Not seasonally adjusted.

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

### 3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2016	1.6	1.8	1.8	1.9	1.7	0.5	3.1	0.6	1.6	1.0	2.1	1.4	7.2
2017	3.0	3.2	3.4	3.9	1.5	1.1	3.0	7.9	2.3	1.4	3.3	0.9	5.7
2018	1.0	1.3	0.6	2.1	1.3	-1.5	2.2	2.5	1.5	1.3	1.8	0.6	0.8
2018 Q1	3.1	3.4	3.1	4.4	2.4	0.6	2.5	6.6	1.7	1.6	1.8	0.1	5.3
Q2	2.4	2.8	1.8	4.6	2.0	-1.9	2.7	3.8	1.7	1.2	2.3	0.8	3.2
Q3	0.7	0.9	-0.2	1.9	1.0	-1.2	2.2	1.5	1.2	1.0	1.4	-0.1	3.4
Q4	-1.9	-1.7	-2.3	-2.0	-0.3	-3.6	1.4	-1.7	1.5	1.3	1.7	1.4	-9.4
2018 Aug.	1.1	1.4	-0.2	1.8	3.1	-1.0	0.9	2.4	2.3	1.8	2.7	-0.3	30.9
Sep.	0.6	0.9	-0.4	2.2	0.6	-1.4	3.6	0.4	0.3	0.1	0.5	0.7	-21.2
Oct.	1.3	1.6	0.0	3.7	0.8	-2.6	0.8	-0.2	2.5	2.4	3.0	1.1	-11.8
Nov.	-3.0	-2.9	-3.1	-4.4	0.4	-4.0	1.1	1.0	1.9	0.8	2.4	1.7	-8.9
Dec.	-4.2	-4.0	-4.0	-5.5	-2.2	-4.2	0.7	-5.7	0.3	0.7	-0.1	1.4	-7.5
2019 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	2.2	2.2	1.7	4.3	-2.5	
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2018 Aug.	1.2	1.2	0.4	1.9	2.0	1.5	0.7	2.8	0.4	0.4	0.6	-0.5	21.9
Sep.	-0.7	-0.4	-0.4	-0.5	-1.0	-2.0	2.0	-1.1	-0.4	-0.4	-0.6	0.8	-37.1
Oct.	0.1	0.1	0.1	0.4	-0.2	-1.0	-1.4	0.1	0.7	0.7	0.6	0.5	9.1
Nov.	-1.7	-1.7	-1.2	-2.7	-0.5	0.2	0.3	2.2	0.8	-0.3	1.5	0.4	6.7
Dec.	-0.9	-1.0	0.0	-1.5	-1.5	-0.4	-0.4	-4.3	-1.4	-0.1	-2.4	0.1	2.5
2019 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	1.3	0.6	1.7	1.6	4.8	

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

## 3 Economic activity

### 3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99.2	-5.3	80.7	-12.3	-15.0	-8.7	7.2	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2016	104.1	-1.8	81.7	-8.6	-16.4	0.6	11.3	88.9	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.1	5.5	83.2	-6.0	-4.2	2.3	14.6	89.8	57.4	58.5	55.6	56.4
2018	111.2	6.6	83.8	-5.5	6.1	1.3	15.2	90.3	54.9	54.7	54.5	54.6
2018 Q1	113.2	8.9	84.1	-4.2	4.5	3.0	16.8	90.3	58.2	58.9	56.4	57.0
Q2	111.8	7.8	83.9	-5.2	5.5	0.5	15.1	90.4	55.6	55.1	54.5	54.7
Q3	110.9	5.9	83.7	-5.6	6.6	1.9	15.3	90.3	54.3	54.0	54.4	54.3
Q4	108.9	3.6	83.6	-6.9	7.9	-0.3	13.4	90.4	51.7	51.0	52.8	52.3
2018 Sep.	110.4	5.5	-	-6.2	8.3	2.7	15.2	-	53.2	52.7	54.7	54.1
Oct.	109.7	4.2	83.6	-5.9	8.0	-0.5	14.0	90.1	52.0	51.3	53.7	53.1
Nov.	109.5	4.4	-	-6.6	8.3	-0.2	14.0	-	51.8	50.7	53.4	52.7
Dec.	107.4	2.3	-	-8.3	7.3	-0.1	12.2	-	51.4	51.0	51.2	51.1
2019 Jan.	106.3	0.6	83.6	-7.9	8.4	-2.1	11.0	90.7	50.5	50.5	51.2	51.0
Feb.	106.1	-0.4	-	-7.4	6.4	-1.6	12.1	-	49.3	49.4	52.8	51.9

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

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving ratio (gross) <sup>1)</sup>	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth <sup>2)</sup>	Housing wealth	Profit share <sup>3)</sup>	Saving ratio (net)	Debt ratio <sup>4)</sup>	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted)		Annual percentage changes				Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	12.4	94.0	1.6	2.0	1.2	3.2	2.0	34.7	6.2	138.8	5.0	7.8	2.9
2016	12.3	94.2	1.8	2.0	6.2	3.4	2.8	35.2	7.7	139.0	4.9	6.2	2.9
2017	11.8	94.1	1.2	1.9	6.9	4.0	4.1	34.7	6.9	137.0	3.4	5.0	2.0
2017 Q4	11.8	94.1	1.5	1.9	6.4	4.0	4.1	34.7	6.9	137.0	3.4	1.4	2.0
2018 Q1	11.8	93.8	1.8	1.9	5.7	3.6	4.5	34.8	7.0	136.8	3.0	0.0	1.6
Q2	12.0	93.8	1.9	1.9	8.4	3.8	4.6	34.9	6.9	137.6	3.1	1.0	1.7
Q3	12.1	93.7	1.4	1.9	8.5	3.8	5.1	34.5	6.9	137.0	2.8	8.1	1.7

Sources: ECB and Eurostat.

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

## 3 Economic activity

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

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

	Current account											Capital account <sup>1)</sup>	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Net	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q1	993.0	888.1	104.9	577.5	492.1	218.8	189.0	168.5	147.9	28.3	59.1	9.0	6.4
Q2	1,020.4	924.3	96.1	585.2	505.2	220.9	191.8	186.2	163.5	28.1	63.8	8.1	6.4
Q3	1,029.7	953.5	76.2	591.8	523.0	228.7	200.1	180.5	161.5	28.8	68.8	8.2	5.9
Q4	1,003.8	938.5	65.3	586.2	531.1	225.6	191.9	163.3	146.0	28.7	69.5	18.8	11.3
2018 July	338.8	316.5	22.3	194.8	173.2	76.2	66.7	58.6	53.3	9.2	23.3	2.9	1.9
Aug.	348.1	315.4	32.8	199.6	173.6	76.7	66.4	61.8	53.2	10.1	22.2	3.0	1.8
Sep.	342.8	321.6	21.2	197.3	176.2	75.9	67.0	60.1	55.1	9.5	23.3	2.3	2.2
Oct.	334.9	308.4	26.5	198.8	179.2	72.5	61.3	54.1	45.7	9.5	22.2	3.3	2.2
Nov.	340.0	317.4	22.6	196.5	176.9	76.9	65.0	57.0	51.1	9.6	24.3	4.1	3.1
Dec.	328.9	312.7	16.2	190.8	175.0	76.2	65.6	52.3	49.1	9.6	22.9	11.4	6.0
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2018 Dec.	4,046.9	3,704.3	342.6	2,340.7	2,051.5	894.0	772.8	698.4	618.9	113.8	261.1	44.1	30.0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2018 Dec.	35.2	32.2	3.0	20.3	17.8	7.8	6.7	6.1	5.4	1.0	2.3	0.4	0.3

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2018 Q1	2.1	2.1	561.2	270.5	114.0	167.9	470.2	504.5	291.8	81.0	123.7	357.8	65.2
Q2	4.3	5.8	566.0	271.3	117.7	166.5	473.8	515.1	300.8	79.8	126.9	364.1	65.6
Q3	4.7	10.0	572.4	277.7	117.0	167.2	476.7	530.9	310.1	86.2	126.6	372.4	68.4
Q4	3.7	7.0	578.7	.	.	.	480.8	533.5	.	.	.	374.7	.
2018 July	9.4	14.0	189.2	91.7	38.9	55.2	155.9	177.0	103.7	28.7	42.3	124.4	22.7
Aug.	5.5	8.7	192.7	93.5	38.9	56.5	161.0	176.3	102.8	28.3	42.2	123.4	23.0
Sep.	-0.6	7.4	190.5	92.5	39.2	55.5	159.9	177.6	103.6	29.2	42.2	124.6	22.7
Oct.	11.1	14.2	194.1	93.6	40.1	56.3	160.6	180.4	105.7	29.1	43.9	126.4	24.2
Nov.	2.2	4.6	192.4	92.7	40.7	55.8	161.4	176.6	101.7	28.6	43.4	125.3	21.2
Dec.	-2.5	1.9	192.2	.	.	.	158.7	176.6	.	.	.	123.0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2018 Q1	2.2	2.4	125.8	125.5	123.5	131.5	126.2	114.4	114.9	113.0	115.2	117.6	110.3
Q2	3.0	2.5	125.6	124.4	126.8	129.2	126.3	115.2	115.3	112.0	118.3	119.3	101.7
Q3	0.9	1.6	125.2	125.4	124.5	127.9	125.5	115.2	114.8	118.0	115.1	119.5	99.4
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 June	3.5	2.0	126.3	125.2	128.4	131.3	127.1	114.9	115.6	112.3	117.3	118.5	101.5
July	6.3	6.6	124.7	124.5	124.9	127.1	123.6	116.0	115.7	119.0	116.3	120.5	100.3
Aug.	1.6	0.1	126.6	126.8	124.4	129.9	127.3	115.1	114.9	117.2	114.6	119.1	102.4
Sep.	-4.7	-1.8	124.4	124.9	124.2	126.7	125.7	114.5	114.0	117.7	114.4	119.0	95.6
Oct.	6.9	4.5	126.8	126.2	127.8	128.7	126.7	116.1	115.6	118.4	119.2	121.1	98.1
Nov.	-1.6	-1.5	125.3	124.6	128.9	126.8	126.3	113.9	112.7	113.6	117.0	118.4	94.8

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

## 4 Prices and costs

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

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) <sup>2)</sup>						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		1	2										
% of total in 2019	100.0	100.0	70.9	55.5	44.5	100.0	14.5	4.5	26.4	10.1	44.5	83.6	16.4
2016	100.2	0.2	0.8	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.6	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.2
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2018 Q1	102.1	1.3	1.0	1.1	1.4	0.5	0.5	0.2	0.1	1.9	0.5	1.2	1.8
Q2	103.8	1.7	1.0	2.0	1.4	0.6	0.7	0.9	0.0	1.9	0.5	1.7	1.7
Q3	104.1	2.1	1.0	2.6	1.5	0.5	0.4	0.5	0.1	2.7	0.3	2.1	2.3
Q4	104.3	1.9	1.0	2.3	1.5	0.3	0.2	0.4	0.1	1.6	0.2	1.8	2.6
2018 Sep.	104.4	2.1	1.0	2.6	1.4	0.2	0.1	1.3	0.0	1.3	0.1	2.0	2.3
Oct.	104.7	2.3	1.2	2.7	1.7	0.2	0.1	-0.3	0.0	1.8	0.1	2.2	2.7
Nov.	104.1	1.9	0.9	2.4	1.4	0.0	0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	1.8	2.7
Dec.	104.1	1.5	0.9	1.7	1.3	-0.3	0.0	0.3	0.0	-3.3	0.0	1.3	2.5
2019 Jan.	103.0	1.4	1.1	1.2	1.6	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.9	0.1	1.2	2.3
Feb. <sup>3)</sup>	103.3	1.5	1.0	.	1.3	0.2	0.2	0.7	0.0	0.6	0.0	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2019	19.0	14.5	4.5	36.5	26.4	10.1	11.0	6.5	7.2	2.6	15.3	8.4
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.3	1.2
2017	1.8	1.5	2.4	1.5	0.3	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.1	2.1	0.8
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4
2018 Q1	1.7	2.2	0.2	0.8	0.3	2.2	1.3	1.3	1.7	-0.2	1.9	1.2
Q2	2.6	2.3	3.3	1.6	0.2	5.6	1.2	1.2	1.3	0.1	1.9	1.3
Q3	2.5	2.1	3.8	2.7	0.2	9.5	1.1	1.1	1.4	0.2	2.2	1.3
Q4	2.0	1.9	2.0	2.4	0.2	8.4	1.2	1.1	1.5	-0.3	1.9	1.7
2018 Sep.	2.6	2.1	4.3	2.6	0.2	9.6	1.1	1.1	1.3	0.0	2.0	1.3
Oct.	2.2	2.1	2.4	3.0	0.2	10.8	1.2	1.1	1.8	-0.2	2.5	1.7
Nov.	1.9	2.0	1.8	2.6	0.2	9.1	1.2	1.1	1.6	-0.5	1.5	1.7
Dec.	1.8	1.7	1.8	1.6	0.2	5.5	1.2	1.1	1.2	-0.3	1.6	1.7
2019 Jan.	1.8	1.8	1.8	0.9	0.3	2.7	1.2	1.1	1.6	-0.4	2.2	1.5
Feb. <sup>3)</sup>	2.4	2.2	2.9	.	0.3	3.5	.	.	.	.	.	.

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 <sup>1)</sup>										Con- struction <sup>2)</sup>	Residential property prices <sup>3)</sup>	Experimental indicator of commercial property prices <sup>3)</sup>
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	Intermedi- ate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco		Non- food			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9			
2016	97.9	-2.1	-1.4	-0.5	-1.6	0.5	0.0	0.0	0.0	-6.9	0.6	3.4	5.0
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.8	0.2	5.7	2.2	3.7	5.1
2018	104.0	3.2	2.5	1.5	2.7	1.0	0.4	0.2	0.7	8.1	.	.	.
2018 Q1	102.4	1.7	1.6	1.5	2.4	0.9	0.8	1.0	0.5	2.0	2.4	4.3	4.7
Q2	103.1	2.8	2.6	1.4	2.5	1.0	0.3	0.1	0.6	6.7	2.4	4.2	4.2
Q3	104.9	4.3	3.2	1.5	3.1	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.5	2.7	4.3	.
Q4	105.7	4.0	2.3	1.4	2.5	1.1	0.3	-0.2	0.8	11.1	.	.	.
2018 Aug.	104.8	4.3	3.3	1.6	3.3	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.4	-	-	-
Sep.	105.4	4.6	3.0	1.5	2.9	1.1	0.0	-0.4	0.7	13.0	-	-	-
Oct.	106.2	4.9	3.2	1.5	2.7	1.2	0.2	-0.3	0.8	14.6	-	-	-
Nov.	105.9	4.0	2.3	1.5	2.6	1.2	0.2	-0.2	0.8	11.0	-	-	-
Dec.	105.1	3.0	1.5	1.3	2.2	1.1	0.4	0.0	0.8	7.7	-	-	-
2019 Jan.	105.5	3.0	1.0	1.2	1.7	1.4	0.5	0.0	1.0	7.3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

### 4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2010 = 100)	Total	Domestic demand					Exports <sup>1)</sup>	Imports <sup>1)</sup>	Import-weighted <sup>2)</sup>			Use-weighted <sup>2)</sup>		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2016	106.9	0.8	0.5	0.4	0.5	0.7	-1.4	-2.5	39.9	-2.0	-1.4	-2.8	-3.1	-3.7	-2.3
2017	108.0	1.1	1.5	1.4	1.4	1.5	1.9	2.9	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.7	-1.6	17.8
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60.4	-0.9	-6.3	4.3	-0.2	-5.5	5.7
2018 Q1	108.9	1.4	1.5	1.2	1.5	1.8	0.4	0.4	54.6	-8.9	-14.6	-3.2	-7.6	-12.9	-1.4
Q2	109.4	1.4	1.8	1.5	2.0	1.9	1.0	2.0	62.6	2.1	-6.0	10.3	1.9	-6.3	11.7
Q3	109.8	1.4	2.1	1.8	1.9	2.5	2.2	3.9	64.8	2.0	-3.4	7.1	3.1	-2.2	8.8
Q4	.	.	.	.	.	.	.	.	59.5	2.0	0.1	3.6	2.3	0.2	4.4
2018 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	67.6	0.8	-3.0	4.2	2.3	-1.0	5.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	70.1	2.6	-0.9	5.7	2.9	-0.4	6.4
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57.4	1.8	-0.9	4.1	1.7	-1.2	4.8
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	49.8	1.5	2.0	1.1	2.2	2.4	2.1
2019 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.9	1.3	4.0	-1.1	1.5	3.8	-0.7
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	56.5	2.2	4.4	0.3	2.7	4.7	0.7

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

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

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

## 4 Prices and costs

### 4.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.2	-	-	-3.6	31.7	56.7	56.3	-	49.7
2016	-0.4	2.3	4.4	-7.1	0.3	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	9.2	5.1	6.9	2.5	12.3	64.6	56.3	55.1	51.6
2018	11.5	7.4	9.4	12.1	20.0	65.4	57.9	56.1	52.7
2018 Q1	12.5	6.7	9.1	10.8	17.2	68.4	57.2	57.9	52.9
Q2	10.3	6.9	9.4	12.1	18.4	65.6	57.6	56.5	52.3
Q3	11.1	7.5	9.0	12.4	20.8	65.2	58.4	55.5	52.8
Q4	11.9	8.5	10.0	13.0	23.5	62.6	58.4	54.5	52.7
2018 Sep.	11.9	7.4	8.4	12.0	22.4	63.6	59.1	55.7	52.8
Oct.	10.4	9.0	8.8	13.0	24.1	65.1	58.5	54.8	52.8
Nov.	12.2	7.4	10.1	12.4	23.6	63.6	58.9	54.7	52.8
Dec.	13.0	9.2	11.1	13.6	22.7	59.1	57.9	54.1	52.5
2019 Jan.	10.7	8.8	11.5	12.9	18.9	55.7	58.3	53.8	53.2
Feb.	8.9	8.1	9.2	12.3	20.0	53.9	58.1	52.7	52.7

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

### 4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2012 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages <sup>1)</sup>
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2012	100.0	100.0	74.6	25.4	69.3	30.7	
2016	105.5	1.4	1.4	1.1	1.3	1.5	1.4
2017	107.5	1.8	1.8	1.8	1.9	1.6	1.5
2018	.	.	.	.	.	.	2.0
2018 Q1	102.6	2.0	1.8	2.8	2.3	1.5	1.7
Q2	113.9	2.3	2.0	3.0	2.5	1.7	2.1
Q3	106.4	2.5	2.4	3.0	2.7	2.2	2.1
Q4	.	.	.	.	.	.	2.2

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

## 4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2010 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Unit labour costs</b>												
2015	104.6	0.4	0.4	-1.4	0.6	0.4	0.7	0.5	2.4	1.3	1.4	1.1
2016	105.3	0.6	1.3	-1.3	0.6	1.3	-0.7	1.4	3.8	0.6	1.4	1.5
2017	106.1	0.8	0.3	-0.4	-0.1	0.3	0.8	-0.5	4.4	2.2	1.6	1.8
2017 Q4	106.4	0.8	-1.3	-0.6	-0.1	-0.1	1.7	-1.4	4.4	2.3	1.7	1.7
2018 Q1	107.0	1.1	0.4	0.0	-0.5	0.6	0.6	0.8	3.3	2.2	1.7	1.6
Q2	107.6	1.6	1.0	1.3	0.3	0.9	0.4	0.6	3.1	2.5	2.2	2.5
Q3	108.4	2.2	1.9	2.6	1.1	1.7	1.4	0.2	3.6	3.0	2.4	2.6
<b>Compensation per employee</b>												
2015	108.0	1.4	1.3	2.0	1.2	1.3	2.7	0.8	2.0	1.6	1.1	1.8
2016	109.3	1.2	0.2	1.3	1.8	1.3	0.2	-2.2	2.2	0.4	1.3	1.7
2017	111.1	1.6	1.6	1.5	1.2	1.6	1.9	0.0	4.0	3.1	1.5	1.3
2017 Q4	112.1	1.9	2.4	1.9	1.6	1.8	2.4	0.1	4.1	3.3	1.6	1.6
2018 Q1	112.6	1.9	3.0	1.6	1.2	2.0	2.8	1.7	3.3	2.5	1.9	2.2
Q2	113.3	2.2	2.6	2.1	1.5	2.2	2.9	1.9	2.8	2.8	2.3	2.4
Q3	114.1	2.5	1.9	2.3	2.4	2.4	2.4	2.4	3.9	3.0	2.3	4.0
<b>Labour productivity per person employed</b>												
2016	103.9	0.6	-1.0	2.6	1.1	0.0	0.9	0.7	-1.5	-0.2	-0.1	0.3
2017	104.7	0.8	1.3	1.9	1.3	1.4	1.1	0.6	-0.4	0.8	-0.2	-0.5
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	105.3	0.9	2.7	1.5	1.7	1.4	2.2	0.9	0.0	0.3	0.2	0.7
Q2	105.3	0.6	1.6	0.8	1.2	1.3	2.4	1.3	-0.3	0.3	0.0	-0.1
Q3	105.3	0.3	0.0	-0.3	1.3	0.7	0.9	2.2	0.3	0.1	-0.1	1.3
Q4	105.2	-0.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<b>Compensation per hour worked</b>												
2015	109.7	1.2	1.4	1.6	0.7	1.3	1.5	0.7	1.4	1.1	1.2	1.5
2016	110.8	1.0	-0.4	1.2	1.7	0.9	0.2	1.8	1.9	0.0	1.3	1.5
2017	112.6	1.7	1.3	1.5	1.0	1.9	1.8	0.5	3.3	2.8	1.6	1.7
2017 Q4	113.2	1.5	1.6	1.1	0.6	1.6	2.1	0.3	2.1	2.7	1.4	1.8
2018 Q1	113.8	1.8	2.9	1.4	0.3	2.2	2.9	1.8	2.0	2.2	1.9	2.0
Q2	114.3	1.9	1.1	1.8	0.9	2.1	2.2	1.5	2.3	2.1	2.0	1.9
Q3	114.8	2.0	1.9	1.7	1.5	2.2	2.1	2.2	2.7	2.3	2.2	2.2
<b>Hourly labour productivity</b>												
2015	105.2	0.9	0.2	3.1	0.2	1.1	0.9	0.2	-0.7	0.0	-0.4	0.1
2016	105.7	0.5	-1.2	2.5	0.8	0.0	1.0	0.3	-2.0	-0.4	-0.2	0.2
2017	106.8	1.0	1.7	1.9	1.3	1.7	1.2	1.1	-0.9	0.9	0.0	0.1
2017 Q4	107.1	0.9	3.1	1.9	0.7	1.9	0.7	1.8	-2.1	0.7	-0.2	0.4
2018 Q1	107.2	0.9	2.8	1.4	1.3	1.7	2.4	1.0	-1.4	0.2	0.3	1.0
Q2	107.0	0.4	0.9	0.5	1.0	1.5	2.0	0.9	-0.2	-0.3	-0.2	0.0
Q3	106.7	0.0	-0.1	-0.7	0.4	0.8	0.6	2.0	0.0	-0.6	-0.2	0.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.



## 5 Money and credit

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

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2016	1,075.3	6,082.8	7,158.1	1,330.6	2,221.0	3,551.5	10,709.7	69.6	523.1	86.6	679.2	11,388.9
2017	1,111.6	6,637.8	7,749.4	1,197.0	2,261.2	3,458.2	11,207.7	74.7	512.0	71.6	658.4	11,866.0
2018	1,162.6	7,118.6	8,281.2	1,128.3	2,294.2	3,422.5	11,703.7	74.6	523.3	71.6	669.5	12,373.2
2018 Q1	1,116.9	6,743.6	7,860.5	1,170.4	2,260.2	3,430.6	11,291.1	71.4	511.4	61.5	644.3	11,935.4
Q2	1,133.6	6,892.3	8,025.8	1,178.1	2,270.8	3,448.9	11,474.7	73.7	507.8	65.5	647.1	12,121.8
Q3	1,150.6	7,010.0	8,160.5	1,126.6	2,285.0	3,411.5	11,572.1	71.4	495.4	60.5	627.4	12,199.4
Q4	1,162.6	7,118.6	8,281.2	1,128.3	2,294.2	3,422.5	11,703.7	74.6	523.3	71.6	669.5	12,373.2
2018 Aug.	1,143.8	6,951.5	8,095.3	1,140.1	2,281.1	3,421.2	11,516.5	71.8	501.7	63.5	637.0	12,153.5
Sep.	1,150.6	7,010.0	8,160.5	1,126.6	2,285.0	3,411.5	11,572.1	71.4	495.4	60.5	627.4	12,199.4
Oct.	1,154.4	7,044.8	8,199.3	1,137.8	2,290.3	3,428.1	11,627.3	72.0	505.7	60.9	638.6	12,266.0
Nov.	1,158.2	7,091.6	8,249.7	1,125.8	2,295.1	3,420.9	11,670.6	73.8	503.5	58.2	635.4	12,306.1
Dec.	1,162.6	7,118.6	8,281.2	1,128.3	2,294.2	3,422.5	11,703.7	74.6	523.3	71.6	669.5	12,373.2
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	1,167.5	7,127.1	8,294.6	1,124.2	2,298.5	3,422.7	11,717.3	75.8	516.6	64.7	657.1	12,374.3
Transactions												
2016	38.1	541.7	579.8	-106.1	16.1	-90.0	489.8	-4.3	34.3	18.3	48.3	538.0
2017	36.4	591.8	628.1	-110.5	34.3	-76.2	551.9	6.6	-10.9	-18.4	-22.7	529.2
2018	50.0	461.3	511.3	-71.5	45.0	-26.5	484.8	-3.4	11.3	-1.7	6.2	491.0
2018 Q1	5.3	102.5	107.8	-24.9	7.6	-17.3	90.5	-3.1	-0.6	-9.1	-12.8	77.7
Q2	16.6	137.7	154.3	4.8	9.8	14.6	169.0	-0.9	-3.2	2.3	-1.8	167.1
Q3	16.0	116.1	132.1	-51.8	14.1	-37.6	94.5	-2.4	-12.6	-4.7	-19.7	74.8
Q4	12.1	105.0	117.1	0.4	13.4	13.8	130.9	3.0	27.7	9.8	40.5	171.4
2018 Aug.	6.5	33.8	40.3	-16.6	3.9	-12.7	27.6	3.2	-6.7	2.3	-1.2	26.4
Sep.	6.8	57.4	64.2	-14.1	3.9	-10.3	53.9	-0.5	-6.2	-2.6	-9.3	44.6
Oct.	3.9	31.4	35.2	9.2	5.5	14.7	49.9	0.4	10.3	-0.9	9.8	59.7
Nov.	3.8	47.7	51.5	-11.8	4.8	-7.0	44.5	1.8	-2.2	-2.7	-3.2	41.3
Dec.	4.5	25.9	30.4	3.0	3.1	6.1	36.5	0.9	19.6	13.5	33.9	70.3
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4.9	11.9	16.8	-4.1	5.1	1.0	17.8	1.2	-7.6	-6.6	-13.0	4.8
Growth rates												
2016	3.7	9.7	8.8	-7.4	0.7	-2.5	4.8	-5.8	7.0	26.1	7.6	5.0
2017	3.4	9.8	8.8	-8.4	1.5	-2.1	5.2	9.5	-2.1	-21.4	-3.3	4.7
2018	4.5	6.9	6.6	-6.0	2.0	-0.8	4.3	-4.5	2.2	-2.3	0.9	4.1
2018 Q1	2.5	8.4	7.5	-8.9	1.6	-2.2	4.3	-1.6	-4.7	-27.2	-7.1	3.6
Q2	3.5	8.1	7.4	-5.5	1.7	-0.9	4.7	5.3	-1.4	-16.3	-2.4	4.3
Q3	4.1	7.3	6.8	-7.4	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.7	-26.0	-8.1	3.5
Q4	4.5	6.9	6.6	-6.0	2.0	-0.8	4.3	-4.5	2.2	-2.3	0.9	4.1
2018 Aug.	3.9	7.0	6.5	-7.6	1.8	-1.5	4.0	-2.5	-3.6	-14.9	-4.7	3.5
Sep.	4.1	7.3	6.8	-7.4	1.8	-1.4	4.3	2.0	-6.7	-26.0	-8.1	3.5
Oct.	4.1	7.3	6.8	-6.2	1.8	-1.0	4.4	-0.6	-3.8	-17.4	-5.0	3.8
Nov.	4.3	7.1	6.7	-6.7	2.0	-1.0	4.3	-8.1	-3.1	-22.4	-5.8	3.7
Dec.	4.5	6.9	6.6	-6.0	2.0	-0.8	4.3	-4.5	2.2	-2.3	0.9	4.1
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4.7	6.4	6.2	-6.2	2.0	-0.8	4.0	-2.8	-0.1	9.1	0.4	3.8

Source: ECB.

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

## 5 Money and credit

### 5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Outstanding amounts</b>													
2016	2,093.2	1,630.3	295.1	159.6	8.2	6,055.5	3,402.3	644.9	2,006.3	2.1	972.0	199.5	383.8
2017	2,255.7	1,801.7	285.8	159.1	9.1	6,305.6	3,698.9	561.9	2,044.1	0.7	994.3	204.0	411.1
2018	2,335.9	1,901.4	280.8	145.9	7.8	6,645.6	4,039.2	517.3	2,088.0	1.2	1,002.7	200.3	431.2
2018 Q1	2,260.5	1,821.6	274.0	157.2	7.6	6,376.3	3,787.0	543.5	2,044.2	1.6	983.2	210.6	415.1
Q2	2,296.8	1,855.2	277.9	156.7	7.0	6,462.2	3,870.0	535.2	2,055.9	1.1	1,010.3	220.0	425.6
Q3	2,323.5	1,891.3	268.0	157.3	6.8	6,538.7	3,945.5	524.6	2,067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
Q4	2,335.9	1,901.4	280.8	145.9	7.8	6,645.6	4,039.2	517.3	2,088.0	1.2	1,002.7	200.3	431.2
2018 Aug.	2,305.8	1,872.8	268.8	157.5	6.7	6,515.4	3,921.6	528.2	2,063.8	1.8	974.8	214.4	434.2
Sep.	2,323.5	1,891.3	268.0	157.3	6.8	6,538.7	3,945.5	524.6	2,067.6	1.1	982.2	211.8	436.8
Oct.	2,316.3	1,892.2	271.1	147.1	5.9	6,587.5	3,984.3	520.9	2,081.1	1.1	992.6	208.3	440.2
Nov.	2,322.4	1,892.2	275.6	146.5	8.1	6,610.7	4,005.1	517.9	2,086.6	1.2	1,001.0	208.3	443.8
Dec.	2,335.9	1,901.4	280.8	145.9	7.8	6,645.6	4,039.2	517.3	2,088.0	1.2	1,002.7	200.3	431.2
2019 Jan. (p)	2,324.7	1,899.7	271.7	145.6	7.8	6,680.5	4,068.5	517.4	2,093.0	1.7	976.3	203.7	440.4
<b>Transactions</b>													
2016	131.8	156.6	-25.2	0.3	0.1	300.7	334.2	-46.5	13.9	-0.9	24.2	-28.4	19.1
2017	178.8	181.5	-3.1	-0.6	1.0	255.3	304.9	-81.6	33.4	-1.3	54.9	6.2	26.9
2018	89.1	100.2	-7.1	-2.8	-1.3	330.1	327.5	-45.0	47.2	0.5	-1.5	-4.5	18.2
2018 Q1	8.1	22.3	-10.8	-2.0	-1.4	73.0	81.2	-18.1	9.0	0.9	-9.4	6.8	3.6
Q2	28.9	29.1	1.1	-0.7	-0.7	83.6	81.7	-8.8	11.2	-0.5	19.9	9.1	9.9
Q3	26.4	36.1	-10.0	0.6	-0.2	76.5	75.5	-10.7	11.6	0.0	-29.6	-8.2	11.0
Q4	25.7	12.7	12.7	-0.7	1.0	97.1	89.0	-7.5	15.4	0.1	17.5	-12.2	-6.4
2018 Aug.	8.4	11.6	-3.5	0.9	-0.7	25.0	26.6	-3.9	2.3	0.0	-16.1	-1.9	9.0
Sep.	17.0	18.0	-1.0	-0.2	0.1	23.3	24.0	-3.7	3.8	-0.8	6.6	-2.6	2.4
Oct.	3.0	1.6	2.2	0.0	-0.9	38.5	37.5	-4.1	5.0	0.1	6.3	-3.8	2.4
Nov.	7.2	0.3	4.9	-0.2	2.2	23.1	20.9	-2.9	5.2	0.0	8.8	-0.4	3.8
Dec.	15.5	10.8	5.6	-0.6	-0.3	35.4	30.6	-0.5	5.2	0.0	2.5	-7.9	-12.6
2019 Jan. (p)	-6.5	2.0	-8.8	0.4	0.0	35.0	29.3	0.1	5.1	0.5	-26.7	3.2	9.1
<b>Growth rates</b>													
2016	6.8	10.4	-7.9	0.3	1.4	5.2	10.9	-6.7	0.7	-29.3	2.5	-12.5	5.2
2017	8.6	11.2	-1.1	-0.4	12.5	4.2	9.0	-12.7	1.7	-65.5	5.8	3.1	7.0
2018	4.0	5.6	-2.5	-1.8	-14.5	5.2	8.8	-8.0	2.3	65.1	-0.2	-2.2	4.4
2018 Q1	5.3	8.1	-7.7	-0.5	19.2	4.0	8.3	-12.5	1.7	-42.0	4.2	10.4	5.3
Q2	4.9	7.1	-5.4	-1.1	7.0	4.4	8.6	-10.8	1.7	-53.9	5.8	12.8	5.7
Q3	4.6	6.8	-6.8	-0.6	27.4	4.6	8.4	-9.9	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.8
Q4	4.0	5.6	-2.5	-1.8	-14.5	5.2	8.8	-8.0	2.3	65.1	-0.2	-2.2	4.4
2018 Aug.	4.3	6.5	-7.2	-0.6	13.8	4.6	8.6	-10.4	1.9	-10.7	-1.8	8.1	4.6
Sep.	4.6	6.8	-6.8	-0.6	27.4	4.6	8.4	-9.9	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.8
Oct.	4.2	6.0	-4.7	-1.0	5.7	4.7	8.4	-9.5	2.0	-45.2	3.0	2.8	5.1
Nov.	3.8	5.4	-3.4	-1.2	0.5	4.9	8.6	-9.0	2.1	-42.4	0.3	1.6	6.9
Dec.	4.0	5.6	-2.5	-1.8	-14.5	5.2	8.8	-8.0	2.3	65.1	-0.2	-2.2	4.4
2019 Jan. (p)	2.5	4.4	-7.0	-0.5	-21.6	5.3	8.8	-7.1	2.3	-6.2	-1.6	-1.4	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 <sup>1)</sup>

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations <sup>3)</sup>	To households <sup>4)</sup>	To financial corporations other than MFIs and ICPFs <sup>3)</sup>	To insurance corporations and pension funds			
	1	2	3	4	5	Adjusted loans <sup>2)</sup>	6	7	8	9	10	11
Outstanding amounts												
2016	4,389.3	1,084.0	3,292.1	12,881.4	10,711.1	10,982.1	4,311.4	5,449.3	836.7	113.5	1,387.4	782.9
2017	4,625.9	1,033.3	3,578.7	13,116.4	10,874.1	11,171.2	4,326.5	5,598.8	839.2	109.6	1,442.4	799.8
2018	4,686.9	1,007.4	3,668.1	13,418.6	11,127.4	11,481.7	4,409.2	5,741.5	848.8	127.9	1,520.1	771.0
2018 Q1	4,605.0	1,023.1	3,568.0	13,195.9	10,941.2	11,233.7	4,343.8	5,633.0	851.7	112.8	1,467.4	787.4
Q2	4,602.9	1,017.7	3,571.0	13,276.2	10,990.8	11,328.3	4,358.1	5,659.7	853.2	119.8	1,496.6	788.7
Q3	4,627.4	1,003.5	3,609.9	13,363.0	11,064.5	11,398.1	4,396.8	5,701.3	841.9	124.4	1,513.8	784.8
Q4	4,686.9	1,007.4	3,668.1	13,418.6	11,127.4	11,481.7	4,409.2	5,741.5	848.8	127.9	1,520.1	771.0
2018 Aug.	4,612.1	1,004.0	3,593.9	13,352.8	11,054.9	11,383.1	4,394.3	5,693.2	847.2	120.2	1,515.3	782.6
Sep.	4,627.4	1,003.5	3,609.9	13,363.0	11,064.5	11,398.1	4,396.8	5,701.3	841.9	124.4	1,513.8	784.8
Oct.	4,612.0	1,000.6	3,597.4	13,394.2	11,090.4	11,423.6	4,404.2	5,716.2	849.3	120.8	1,524.7	779.1
Nov.	4,612.6	1,003.4	3,594.3	13,411.9	11,112.4	11,446.1	4,421.2	5,731.8	838.7	120.7	1,516.8	782.8
Dec.	4,686.9	1,007.4	3,668.1	13,418.6	11,127.4	11,481.7	4,409.2	5,741.5	848.8	127.9	1,520.1	771.0
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4,685.7	1,006.7	3,667.6	13,453.2	11,157.5	11,499.9	4,409.3	5,758.5	862.1	127.7	1,523.5	772.2
Transactions												
2016	485.9	-34.5	520.3	319.7	235.8	259.9	82.5	121.1	43.2	-11.0	80.3	3.6
2017	289.7	-43.3	332.3	361.8	273.9	314.8	82.8	173.6	21.1	-3.5	64.3	23.6
2018	92.1	-28.5	120.7	373.0	304.8	373.4	122.4	167.3	-3.1	18.1	89.5	-21.2
2018 Q1	-31.0	-10.1	-20.8	115.7	98.1	94.4	41.3	40.1	13.6	3.2	27.5	-9.9
Q2	34.7	-6.0	40.3	85.6	55.5	103.7	17.1	34.9	-3.4	6.9	29.7	0.4
Q3	48.0	-16.2	64.5	105.2	90.9	87.1	48.6	49.8	-12.1	4.5	18.6	-4.2
Q4	40.5	3.8	36.7	66.5	60.3	88.2	15.4	42.6	-1.2	3.4	13.7	-7.5
2018 Aug.	14.4	-6.6	21.1	29.9	31.1	30.5	13.6	18.0	-0.2	-0.2	4.3	-5.5
Sep.	6.7	-3.7	10.7	23.8	22.5	28.6	9.3	14.9	-6.0	4.2	-0.9	2.3
Oct.	-9.5	-3.3	-6.3	33.3	22.0	20.7	5.6	15.5	4.7	-3.7	12.6	-1.3
Nov.	-7.9	2.8	-11.7	26.6	29.9	32.1	22.6	18.4	-11.0	0.0	-6.4	3.2
Dec.	57.9	4.2	54.7	6.6	8.4	35.5	-12.7	8.7	5.1	7.2	7.6	-9.3
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	-10.9	-0.8	-10.1	33.0	34.5	20.8	3.0	18.2	13.6	-0.2	0.3	-1.8
Growth rates												
2016	12.4	-3.1	18.7	2.5	2.3	2.4	1.9	2.3	5.5	-8.9	6.1	0.5
2017	6.6	-4.0	10.2	2.8	2.6	2.9	1.9	3.2	2.5	-3.1	4.6	3.0
2018	2.0	-2.8	3.4	2.9	2.8	3.4	2.8	3.0	-0.4	16.5	6.2	-2.7
2018 Q1	3.9	-4.0	6.5	2.6	2.6	3.0	2.3	3.0	2.0	-0.3	3.9	-0.1
Q2	4.0	-3.9	6.5	2.8	2.9	3.5	2.6	3.0	3.0	6.9	4.8	-1.4
Q3	3.1	-4.4	5.3	3.0	3.0	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.7	5.9	-1.1
Q4	2.0	-2.8	3.4	2.9	2.8	3.4	2.8	3.0	-0.4	16.5	6.2	-2.7
2018 Aug.	3.3	-4.5	5.6	3.0	3.0	3.4	3.1	3.2	0.8	4.7	6.1	-1.8
Sep.	3.1	-4.4	5.3	3.0	3.0	3.4	3.2	3.1	-0.4	11.7	5.9	-1.1
Oct.	2.7	-4.3	4.8	3.0	2.8	3.3	2.8	3.2	-0.5	7.4	7.2	-1.5
Nov.	2.1	-3.9	3.8	2.9	2.8	3.2	3.0	3.2	-1.8	5.2	6.6	-1.8
Dec.	2.0	-2.8	3.4	2.9	2.8	3.4	2.8	3.0	-0.4	16.5	6.2	-2.7
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2.4	-2.8	3.9	2.5	2.5	3.0	2.2	3.2	-1.6	13.0	5.3	-2.7

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

## 5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations <sup>2)</sup>					Households <sup>3)</sup>				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
		Adjusted loans <sup>4)</sup>					Adjusted loans <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Outstanding amounts</b>										
2016	4,311.4	4,309.1	1,013.3	795.7	2,502.4	5,449.3	5,728.7	615.9	4,084.1	749.3
2017	4,326.5	4,364.8	987.7	820.4	2,518.4	5,598.8	5,865.5	654.0	4,217.0	727.9
2018	4,409.2	4,491.1	995.7	844.6	2,568.9	5,741.5	6,023.4	683.7	4,353.9	703.9
2018 Q1	4,343.8	4,381.2	997.8	820.8	2,525.2	5,633.0	5,904.5	663.3	4,243.8	725.9
Q2	4,358.1	4,425.0	986.0	828.3	2,543.8	5,659.7	5,940.5	669.8	4,273.2	716.6
Q3	4,396.8	4,464.3	1,000.1	836.2	2,560.5	5,701.3	5,978.6	678.3	4,311.6	711.4
Q4	4,409.2	4,491.1	995.7	844.6	2,568.9	5,741.5	6,023.4	683.7	4,353.9	703.9
2018 Aug.	4,394.3	4,453.8	1,001.3	835.0	2,558.0	5,693.2	5,972.2	677.3	4,300.9	715.0
Sep.	4,396.8	4,464.3	1,000.1	836.2	2,560.5	5,701.3	5,978.6	678.3	4,311.6	711.4
Oct.	4,404.2	4,469.7	985.0	844.1	2,575.0	5,716.2	5,996.5	681.7	4,324.0	710.4
Nov.	4,421.2	4,486.5	989.2	850.9	2,581.0	5,731.8	6,010.7	685.6	4,336.4	709.8
Dec.	4,409.2	4,491.1	995.7	844.6	2,568.9	5,741.5	6,023.4	683.7	4,353.9	703.9
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	4,409.3	4,489.3	980.1	846.7	2,582.5	5,758.5	6,037.0	687.5	4,367.5	703.5
<b>Transactions</b>										
2016	82.5	100.4	-14.7	43.2	54.0	121.1	113.8	24.1	105.4	-8.4
2017	82.8	131.8	-0.3	38.0	45.0	173.6	165.5	45.1	134.3	-5.8
2018	122.4	170.3	19.0	33.1	70.3	167.3	188.8	40.1	136.5	-9.2
2018 Q1	41.3	39.0	17.6	6.1	17.6	40.1	45.5	11.3	27.7	1.1
Q2	17.1	48.2	-12.2	10.3	19.0	34.9	44.3	10.5	29.0	-4.6
Q3	48.6	47.8	16.4	9.5	22.6	49.8	47.7	10.3	40.4	-0.9
Q4	15.4	35.4	-2.9	7.2	11.1	42.6	51.3	8.1	39.4	-4.9
2018 Aug.	13.6	12.5	3.8	1.7	8.1	18.0	17.2	4.0	14.0	0.0
Sep.	9.3	17.1	-0.1	2.3	7.0	14.9	14.0	1.9	13.2	-0.2
Oct.	5.6	3.3	-16.9	8.0	14.5	15.5	19.1	3.7	12.1	-0.3
Nov.	22.6	22.7	5.7	8.3	8.6	18.4	18.2	4.2	14.1	0.0
Dec.	-12.7	9.4	8.3	-9.1	-11.9	8.7	13.9	0.2	13.1	-4.6
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	3.0	-0.8	-13.6	2.3	14.2	18.2	15.1	4.1	14.1	0.0
<b>Growth rates</b>										
2016	1.9	2.4	-1.4	5.7	2.2	2.3	2.0	4.1	2.7	-1.1
2017	1.9	3.1	0.0	4.8	1.8	3.2	2.9	7.3	3.3	-0.8
2018	2.8	3.9	1.9	4.1	2.8	3.0	3.2	6.2	3.2	-1.3
2018 Q1	2.3	3.3	2.6	4.6	1.5	3.0	2.9	7.2	3.0	-0.4
Q2	2.6	4.1	1.4	5.5	2.2	3.0	3.0	7.2	3.1	-1.1
Q3	3.2	4.3	3.3	4.5	2.8	3.1	3.1	6.9	3.2	-0.8
Q4	2.8	3.9	1.9	4.1	2.8	3.0	3.2	6.2	3.2	-1.3
2018 Aug.	3.1	4.1	3.1	5.3	2.5	3.2	3.1	7.2	3.2	-0.8
Sep.	3.2	4.3	3.3	4.5	2.8	3.1	3.1	6.9	3.2	-0.8
Oct.	2.8	3.9	0.7	5.0	3.0	3.2	3.2	7.1	3.3	-0.7
Nov.	3.0	4.0	1.3	5.2	3.0	3.2	3.3	6.7	3.3	-0.8
Dec.	2.8	3.9	1.9	4.1	2.8	3.0	3.2	6.2	3.2	-1.3
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	2.2	3.3	-0.4	3.5	2.8	3.2	3.2	6.1	3.5	-1.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

## 5 Money and credit

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings <sup>2)</sup>	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties <sup>3)</sup>	Reverse repos to central counterparties <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Outstanding amounts</b>										
2016	307.7	6,955.9	2,089.5	70.9	2,145.9	2,649.6	1,124.8	257.0	205.9	121.6
2017	343.4	6,768.4	1,968.3	59.7	2,014.1	2,726.2	935.6	300.1	143.5	92.5
2018	378.7	6,816.6	1,941.4	56.0	2,096.0	2,723.3	1,026.7	436.2	187.0	194.9
2018 Q1	340.8	6,744.7	1,952.7	59.4	2,014.7	2,717.9	903.8	316.2	135.9	86.2
Q2	330.4	6,708.6	1,950.7	58.4	2,025.6	2,673.9	858.9	422.8	174.1	183.8
Q3	403.3	6,693.6	1,934.8	56.9	2,048.5	2,653.5	881.2	424.7	177.3	183.0
Q4	378.7	6,816.6	1,941.4	56.0	2,096.0	2,723.3	1,026.7	436.2	187.0	194.9
2018 Aug.	391.6	6,676.1	1,942.9	57.3	2,016.1	2,659.9	845.8	410.5	181.4	189.0
Sep.	403.3	6,693.6	1,934.8	56.9	2,048.5	2,653.5	881.2	424.7	177.3	183.0
Oct.	398.1	6,795.5	1,936.3	56.6	2,104.4	2,698.2	993.4	460.0	167.1	174.3
Nov.	390.3	6,782.9	1,929.9	55.8	2,098.7	2,698.5	1,036.3	418.5	196.1	204.4
Dec.	378.7	6,816.6	1,941.4	56.0	2,096.0	2,723.3	1,026.7	436.2	187.0	194.9
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	377.2	6,859.1	1,939.8	55.6	2,112.5	2,751.2	1,066.7	405.1	199.2	208.4
<b>Transactions</b>										
2016	22.0	-122.9	-71.3	-8.6	-118.7	75.7	-278.3	-90.2	12.8	-12.0
2017	39.2	-74.9	-83.7	-6.6	-72.0	87.4	-92.3	-65.6	-60.9	-27.6
2018	39.0	47.1	-38.6	-4.9	16.9	73.7	70.1	41.8	21.8	24.2
2018 Q1	-2.7	8.0	-17.1	-1.4	9.3	17.2	53.2	-55.0	-7.6	-6.3
Q2	-10.4	-10.0	-4.8	-1.1	-15.0	11.0	-62.2	88.6	16.4	19.4
Q3	76.3	29.8	-16.2	-1.5	19.2	28.4	38.8	-11.2	3.2	-0.8
Q4	-24.1	19.3	-0.4	-0.9	3.4	17.2	40.2	19.4	9.7	11.9
2018 Aug.	36.8	-6.6	-9.1	-0.4	-5.8	8.6	-6.7	18.9	-2.6	-3.5
Sep.	15.3	28.0	-8.4	-0.5	28.1	8.8	46.2	11.1	-4.1	-6.0
Oct.	-5.5	14.2	0.0	-0.2	4.5	10.0	19.6	25.1	-10.2	-8.7
Nov.	-7.9	-6.6	-6.1	-0.9	-2.3	2.7	45.1	-37.0	29.0	30.0
Dec.	-10.8	11.6	5.7	0.2	1.3	4.5	-24.5	31.2	-9.1	-9.5
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	-1.5	15.4	-5.8	-0.4	16.5	5.1	24.6	-27.9	12.2	13.6
<b>Growth rates</b>										
2016	7.8	-1.7	-3.4	-10.9	-5.3	2.9	-	-	6.3	-9.0
2017	12.6	-1.1	-4.0	-9.7	-3.4	3.3	-	-	-29.7	-22.7
2018	11.3	0.7	-2.0	-8.1	0.8	2.8	-	-	11.0	2.2
2018 Q1	11.9	-0.6	-4.1	-9.8	-1.5	3.2	-	-	-25.6	-22.2
Q2	6.6	-0.9	-3.2	-10.8	-2.5	2.4	-	-	-3.6	-18.0
Q3	14.4	0.0	-2.8	-9.3	0.0	2.3	-	-	7.7	4.9
Q4	11.3	0.7	-2.0	-8.1	0.8	2.8	-	-	11.0	2.2
2018 Aug.	16.3	-0.7	-2.7	-9.9	-2.6	2.5	-	-	24.6	34.2
Sep.	14.4	0.0	-2.8	-9.3	0.0	2.3	-	-	7.7	4.9
Oct.	18.1	0.6	-1.8	-8.7	0.6	2.5	-	-	-9.9	-22.0
Nov.	24.7	0.5	-2.2	-9.1	0.8	2.5	-	-	-0.1	-24.6
Dec.	11.3	0.7	-2.0	-8.1	0.8	2.8	-	-	11.0	2.2
2019 Jan. <sup>(p)</sup>	18.9	0.8	-1.9	-7.7	0.8	2.9	-	-	28.2	22.7

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

## 6 Fiscal developments

### 6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2.5	-2.1	-0.2	0.0	-0.1	0.1
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.6	-1.7	-0.1	0.2	0.0	0.6
2017	-1.0	-1.3	0.0	0.2	0.1	1.0
2017 Q4	-1.0	.	.	.	.	1.0
2018 Q1	-0.8	.	.	.	.	1.2
Q2	-0.5	.	.	.	.	1.4
Q3	-0.4	.	.	.	.	1.5

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

### 6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure		
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	46.7	46.2	12.5	13.1	15.4	0.5	49.1	45.2	10.2	5.3	2.6	23.0	3.9
2015	46.2	45.7	12.5	13.0	15.2	0.5	48.3	44.4	10.0	5.2	2.3	22.7	3.9
2016	46.0	45.5	12.6	12.9	15.2	0.5	47.5	44.0	9.9	5.2	2.1	22.7	3.6
2017	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2017 Q4	46.1	45.7	12.8	12.9	15.2	0.4	47.0	43.3	9.8	5.1	2.0	22.5	3.8
2018 Q1	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.9	43.1	9.8	5.1	1.9	22.4	3.7
Q2	46.1	45.7	12.9	12.9	15.2	0.4	46.6	43.0	9.8	5.1	1.9	22.3	3.7
Q3	46.2	45.8	12.9	12.9	15.2	0.4	46.6	43.0	9.8	5.1	1.9	22.3	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
2014	91.8	2.7	17.1	71.9	43.9	25.8	47.9	9.8	82.0	18.8	31.8	41.1	89.7	2.1
2015	89.9	2.8	16.2	70.9	44.1	27.3	45.7	9.1	80.8	17.5	31.2	41.2	87.8	2.1
2016	89.1	2.7	15.4	71.0	46.6	30.5	42.5	8.8	80.3	17.1	29.9	42.1	87.0	2.1
2017	86.8	2.6	14.2	70.0	47.3	31.9	39.5	8.0	78.8	15.9	28.8	42.2	85.0	1.8
2017 Q4	86.8	2.6	14.2	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Q1	86.9	2.6	14.0	70.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	86.3	2.6	13.7	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86.1	2.6	13.5	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio <sup>2)</sup>	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume			Other
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	0.2	-0.1	-0.2	-0.4	0.2	-0.4	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.5	2.3
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	-0.8	1.2
2016	-0.8	-0.6	0.1	0.2	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.3	1.6
2017	-2.2	-1.0	-0.2	0.3	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-1.0	0.9
2017 Q4	-2.2	-1.0	-0.2	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.0	0.9
2018 Q1	-2.4	-1.2	-0.1	0.5	0.5	0.0	-0.1	0.1	-0.1	-0.4	-1.1	0.8
Q2	-2.9	-1.4	-0.2	0.3	0.2	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	-0.3	-1.3	0.5
Q3	-2.1	-1.5	0.5	0.8	0.6	0.0	0.0	0.2	-0.1	-0.2	-1.1	1.0

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

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

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

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

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

	Debt service due within 1 year <sup>2)</sup>					Average residual maturity in years <sup>3)</sup>	Average nominal yields <sup>4)</sup>						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018	13.0	11.4	3.9	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2017 Q4	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018 Q1	12.9	11.3	4.2	1.6	0.4	7.2	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	1.1
Q2	12.8	11.2	3.6	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9
Q3	13.1	11.5	3.8	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9
2018 Aug.	12.8	11.2	3.8	1.6	0.4	7.2	2.3	1.1	-0.2	2.7	2.5	0.4	1.0
Sep.	13.1	11.5	3.8	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9
Oct.	13.3	11.8	3.6	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	1.0
Nov.	13.4	11.9	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.5	1.0
Dec.	13.0	11.4	3.9	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019 Jan.	13.3	11.7	4.1	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

## 6 Fiscal developments

### 6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2014	-3.1	0.6	0.7	-3.6	-3.6	-6.0	-3.9	-3.0	-9.0	
2015	-2.5	0.8	0.1	-1.9	-5.6	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3	
2016	-2.4	0.9	-0.3	-0.5	0.5	-4.5	-3.5	-2.5	0.3	
2017	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8	
2017 Q4	-0.9	1.0	-0.4	-0.2	0.8	-3.1	-2.7	-2.4	1.8	
2018 Q1	-0.9	1.3	-0.6	-0.3	1.1	-2.9	-2.7	-2.2	2.5	
Q2	-0.3	1.9	-0.2	-0.3	0.9	-2.7	-2.8	-1.9	3.0	
Q3	-0.1	1.9	0.0	-0.1	0.8	-2.7	-2.7	-1.8	-4.0	
Government debt										
2014	107.6	74.5	10.5	104.1	178.9	100.4	94.9	131.8	108.0	
2015	106.5	70.8	9.9	76.8	175.9	99.3	95.6	131.6	108.0	
2016	106.1	67.9	9.2	73.4	178.5	99.0	98.2	131.4	105.5	
2017	103.4	63.9	8.7	68.4	176.1	98.1	98.5	131.2	96.1	
2017 Q4	103.4	63.9	8.7	68.4	176.1	98.1	98.5	131.2	96.1	
2018 Q1	106.4	62.7	8.5	69.3	177.9	98.7	99.4	132.8	93.4	
Q2	105.9	61.5	8.3	69.2	177.4	98.1	99.1	133.1	104.0	
Q3	105.4	61.0	8.0	68.8	182.2	98.3	99.5	133.0	110.9	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2014	-1.5	-0.6	1.3	-1.7	-2.2	-2.7	-7.2	-5.5	-2.7	-3.2
2015	-1.4	-0.3	1.3	-1.0	-2.0	-1.0	-4.4	-2.8	-2.6	-2.8
2016	0.1	0.3	1.6	0.9	0.0	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2017 Q4	-0.6	0.5	1.4	3.5	1.2	-0.8	-3.0	0.1	-0.8	-0.7
2018 Q1	0.0	0.4	1.4	3.1	1.6	-0.6	-0.7	0.5	-0.7	-0.7
Q2	0.3	0.7	1.5	3.9	1.9	0.2	-1.0	0.6	-0.7	-0.9
Q3	0.0	0.6	1.9	3.6	2.1	0.1	0.0	0.7	-0.7	-0.8
Government debt										
2014	40.9	40.5	22.7	63.7	67.9	84.0	130.6	80.4	53.5	60.2
2015	36.8	42.6	22.2	58.6	64.6	84.8	128.8	82.6	52.2	63.6
2016	40.3	39.9	20.7	56.3	61.9	83.0	129.2	78.7	51.8	63.0
2017	40.0	39.4	23.0	50.9	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2017 Q4	40.0	39.4	23.0	50.2	57.0	78.3	124.8	74.1	50.9	61.3
2018 Q1	35.5	36.0	22.2	49.8	55.1	77.2	125.4	75.5	50.9	59.9
Q2	36.9	35.0	22.0	49.0	54.0	76.5	125.0	72.7	51.9	59.6
Q3	37.1	35.0	21.7	45.9	52.9	75.6	125.0	71.0	51.5	58.8

Source: Eurostat.



© **Euroopan keskuspankki, 2019**

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 6.3.2019 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565  
Luettelonumero QB-BP-19-002-FI-N