

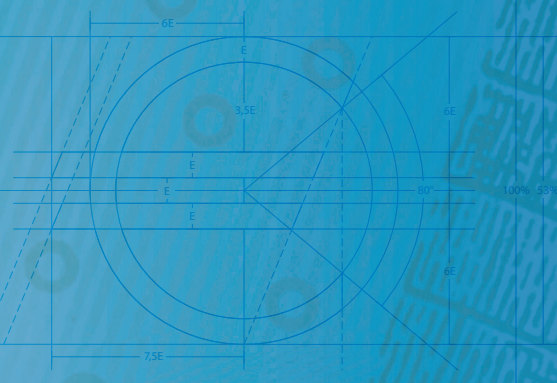


EUROOPAN KESKUSPANKKI

EUROJÄRJESTELMÄ

Talouskatsaus

6/2019



Sisällys

Raha- ja reaalityalouden kehitys	2
Yhteenveto	2
1 Ulkoinen ympäristö	6
2 Rahoitusmarkkinoiden kehitys	15
3 Talouskehitys euroalueella	20
4 Hinnat ja kustannukset	25
5 Rahan määrä ja luotonanto	30
6 Julkisen talouden kehitys	38
Kehikot	41
1 Syyskuun rahapoliittiset toimet	41
2 Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 17.4.–30.7.2019	45
3 Euroalueen teollisuustuotannon supistumisen koti- ja ulkomaiset taustatekijät	50
4 Miten euroalueen työllisyyden viimeaikainen kasvu vertautuu aikaisempaan kehitykseen?	53
5 Kotitalouksien tulo-riski suhdannekierron aikana	58
6 Miten katteet vaikuttavat inflaatiopaineisiin euroalueella?	65
Tilastot (vain englanniksi)	S1

Raha- ja reaalityalouden kehitys

Yhteenveto

EKP:n neuvosto tarkasteli 12.9.2019 pitämässään rahapolitiikkakokouksessa perusteellisesti euroalueen talous- ja inflaationäkymiä ja otti myös huomioon EKP:n asiantuntijoiden tuoreimmat arviot. Se teki arvionsa perusteella joukon rahapoliittisia päätöksiä hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi. EKP:n neuvoston edellisen kokouksen jälkeen saatujen tietojen perusteella euroalueen talouskehitys on jatkuvasti heikkoa, odotettuakin heikomman talouskehityksen riskit eivät ole väistyneet ja inflaatiopaineet ovat vaikeita. Samankaltainen näkemys välittyy myös EKP:n asiantuntijoiden syyskuisista arvioista, joiden mukaan inflaationäkymät ovat edelleen heikentyneet. Työllisyyden vahva kasvu ja palkkojen nousu tukevat silti edelleen euroalueen talouden kestokykyä. EKP:n neuvosto ilmoitti tässä tilanteessa laajoista rahapoliittisista toimita inflaation oltua jatkuvasti tavoitetta hitaampaa (ks. kehikko 1).

EKP:n neuvoston taloudellinen ja rahatalouden analyysi

Maailmantalouden kasvu vaimeni vuoden 2019 alkupuoliskolla, kun sekä kehittyneiden että kehittyvien talouksien kasvu hidastui. Myös kyselypohjaiset indikaattorit kertovat maailmantalouden kehityksen vaikeudesta. Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan kuluvana vuonna, sillä maailman teollisuustuotannon kehitys on heikkoa, investoinnit hiipuvat ja brexit sekä Yhdysvaltain ja Kiinan välisten kauppajännitteiden uusi kiristyminen lisäävät toiminnallista ja poliittista epävarmuutta. Keskipitkällä aikavälillä maailmantalouden kasvun arvioidaan elpyvän vähitellen mutta jäävän pitkän aikavälin keskiarvoaan hitaammaksi. Maailmankaupan kehityksen odotetaan heikkenevän tänä vuonna edelleen merkittävästi. Sen ennakoitaan elpyvän keskipitkällä aikavälillä mutta jäävän talouden kehitystä heikommaksi. Maailmanlaajuisten inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän maltillisina, kun maailmantalouden kasvunäkymien heikkenemisen riskit ovat lisääntyneet.

Riskittömät pitkät korot ovat laskeneet maailmalla EKP:n neuvoston kesäkuun rahapolitiikkakokouksen jälkeen, kun markkinat ovat odottaneet uusia kasvua tukevia rahapoliittisia toimia ja maailmankaupan kehitykseen liittyvä epävarmuus on jälleen kasvanut. Riskittömien korkojen lasku on tukenut osakkeiden ja yritysten joukkolainojen hintakehitystä euroalueella. Yritysten tulosodotukset ovat kuitenkin heikentyneet jonkin verran maailman makrotalouden näkymiin liittyvien jatkuvien huolien vuoksi, ja eonia-termiinikorot ovat nekin laskeneet. Kauppapainotettu euron kurssi on pysynyt jokseenkin ennallaan.

Euroalueen BKT:n neljännesvuosikasvu oli vuoden 2019 toisella neljänneksellä 0,2 % (edellisellä neljänneksellä 0,4 %). Tuoreiden tilasto- ja kyselytietojen mukaan talouskasvu on jatkunut hitaana myös vuoden kolmannella neljänneksellä. Kasvun hidastuminen johtuu pääasiassa siitä, että kansainvälinen kauppa kärsii

jatkuva maailmanlaajuisesta epävarmuudesta, joka huonontaa etenkin euroalueen tehdasteollisuuden tilannetta. Palvelu- ja rakennusaloilla kehitys on kuitenkin edelleen vakaata, ja euroalueen talouskasvu saa vetoapua myös suotuisista rahoitusoloista, työllisyyden kasvun ja palkkojen nousun jatkumisesta, varovaisen elvyttävästä finanssipolitiikasta sekä maailmantalouden jatkuvasta (joskin hieman hidastuvasta) kasvusta.

Samankaltainen näkemys välittyy EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019

arvioista. Niissä euroalueen BKT:n ennakoitaan kasvavan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,2 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021. BKT:n kasvu vuosina 2019 ja 2020 on nyt arvioitu hitaammaksi kuin kesäkuisissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvat riskit painottuvat edelleen odotettua hitaamman kasvun suuntaan. Riskit johtuvat pääasiassa pitkittyneestä epävarmuudesta, joka liittyy geopolittisiin tekijöihin, kasvavaan protektionismiin uhkaan ja kehittyvien markkinoiden heikkouksiin.

Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-

inflaatiovauhti oli elokuussa 1,0 %, kuten heinäkuussakin. Energian hintainflaation hidastuminen ja elintarvikkeiden hinnannousun nopeutuminen kumosivat toistensa vaikutuksen, ja ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatiovauhti pysyi muuttumattomana. Öljyn tämänhetkisten futuurihintojen perusteella kokonaisinflaation odotetaan ensin hidastuvan mutta nopeutuvan taas vuoden loppua kohti. Pohjainflaatio ja inflaatio-odotukset ovat useimpien indikaattorien perusteella pysyneet vaimeina. Vaikka työvoimakustannusten nousupaineet ovat vahvistuneet ja käyneet laaja-alaisemmiksi kapasiteetin korkean käyttöasteen ja työmarkkinatilanteen kiristymisen myötä, kustannuspaineiden vaikutuksen välittyminen inflaatiovauhtiin vie ennakoitua kauemmin. Pohjainflaation odotetaan kuitenkin nopeutuvan keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapolitiittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja palkkojen vankan nousun tukemana.

Samankaltainen kuva välittyy EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,2 % vuonna 2019 ja 1,0 %

vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021. YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu koko arviointijaksolla hitaammaksi kuin kesäkuisissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa energian hinnan laskun ja kasvuedellytysten heikkenemisen vuoksi. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun vuotuisen YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,2 % vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021.

Lavean rahan vuotuinen kasvu nopeutui selvästi heinäkuussa, joskin yksityisen sektorin lainakannan kehitys pysyi kutakuinkin ennallaan.

Lavean raha-aggregaatin (M3) kasvu oli heinäkuussa 5,2 % eli nopeampaa kuin kesäkuussa, jolloin se oli 4,5 %. Lavean rahan jatkuvan kasvun taustalla ovat pankkien luotonanto yksityiselle sektorille ja M3-erien hallussapidon pienet vaihtoehtoiskustannukset. M3:n kasvu pysyi vahvana siitä huolimatta, että laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen ostojen mekaaninen kasvuvaihtelu heikentyi ja talouskasvu vaimeni. Samanaikaisesti pankkien suotuisa varainhankinta- ja luotonantotilanne tuki edelleen luotonantoa ja sen myötä talouskasvua. Yrityslainakannan vuotuinen kasvuvauhti oli heinäkuussa 3,9 % eli

jokseenkin ennallaan. EKP:n neuvoston rahapoliittiset päätökset, kuten kolmannen sarjan kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden ehtojen muuttaminen elvyttävämmiksi, auttavat pitämään pankkien luotonantotilanteen suotuisana ja helpottavat jatkossakin erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksensaantia.

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan varovaisen elvyttävää ja tukevan talouskasvua jonkin verran. Finanssipolitiikka jatkuu seuraavat kaksi vuotta varovaisen elvyttävänä pääasiassa siksi, että välittömiä veroja ja sosiaaliturvamaksuja kevennetään lisää useimmissa suurissa euroalueen maissa. Talouden näkymät kuitenkin heikkenevät, ja ilmassa on jatkuvasti ennakoituakin heikomman kehityksen riski. Maiden, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, tulisi siksi ryhtyä hyvissä ajoin tehokkaisiin toimiin. Maissa, joissa julkisen talouden velka on suuri, tarvitaan varovaista finanssipolitiikkaa, jotta automaattiset vakauttajat voivat toimia vapaasti.

Rahapoliittiset päätökset

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

- EKP:n ohjauksoroista talletuskorko laskettiin 10 peruspisteellä -0,50 prosenttiin. Perusrahoitusoperaatioiden korko jätettiin ennalleen 0,00 prosenttiin ja maksuvalmiusluoton korko 0,25 prosenttiin. EKP:n neuvosto odottaa nyt ohjauksorkojen pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia (mutta alle sen) ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatiossa.
- Omaisuuserien osto-ohjelmassa aletaan jälleen tehdä uusia ostoja: omaisuuseriä ostetaan 1.11.2019 alkaen nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa. EKP:n neuvosto odottaa ostojen jatkuvan niin kauan kuin on tarpeen ohjauksorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin ohjauksorkoja aletaan nostaa.
- Osto-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia jatketaan täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa EKP:n ohjauksorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi.
- Kolmannessa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjassa suoritettavien neljännesvuosittaisten operaatioiden ehtoja päätettiin muuttaa, jotta pankkien luotonantotilanne pysyy suotuisana, rahapolitiikan vaikutus välittyä sujuvasti ja rahapolitiikalla voidaan tukea kasvua tehokkaammin. Kunkin operaation koroksi tulee operaation koko voimassaoloajalta laskettu eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden keskiporko. Korko on alempi pankeilla, joilla operaation ehdot täyttävä nettoluotonanto ylittää tietyn

viitearvon: alimmillaan se voi olla operaation voimassaoloajalta laskettu keskimääräinen talletuskorko. Operaatioiden kestoksi tulee kahden vuoden sijasta kolme vuotta.

- Rahapolitiikan pankkivetoisen välittymiskanavan toiminnan tukemiseksi muutetaan pankkien varannoille maksettava korko kaksiportaiseksi: osa varantovelvoitteen ylittävistä talletuksista vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta.

EKP:n neuvosto teki nämä päätökset, koska inflaatiovauhti on ollut jatkuvasti tavoitetta hitaampaa. Näillä laajoilla rahapoliittisilla toimilla luodaan huomattava elvyttävä vaikutus, jolla pyritään varmistamaan, että rahoitusolot pysyvät erittäin suotuisina ja edistävät euroalueen talouskasvua ja kotimaisten hintapaineiden kasvua, mikä tukee inflaatiovauhdin kestävästä palautumisesta lähemmäksi keskipitkän aikavälin tavoitetta. EKP:n neuvosto totesi jälleen, että vahvasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan vielä pidemmän aikaa. Se on edelleen valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan symmetrisen inflaatiotavoitteensa mukaisesti varmistaakseen, että inflaatio palautuu kestävästi lähemmäksi tavoitetta.

Ulkoinen ympäristö

Maailmantalouden kasvu vaimeni vuoden 2019 alkupuoliskolla sekä kehittyneiden että nousevien markkinatalouksien kasvun hidastumisen myötä. Samaa kertovat kyselypohjaiset indikaattorit, jotka viittaavat vaimeaan maailmantalouden vireeseen. Vaikka palvelualan kasvu heikkeni, se kuitenkin ylläpiti edelleen talouskasvua, kun taas tehdasteollisuuden kehitys pysyi vaisuna. Maailmantalouden kasvun odotetaan hidastuvan tänä vuonna tehdasteollisuuden heikkouden myötä, kun investoinnit vähenevät maailmanlaajuisesti ja kun talouspoliittinen ja poliittinen epävarmuus ovat koholla Ison-Britannian EU-eron (ns. brexit) sekä Yhdysvaltojen ja Kiinan välisten kauppakiistojen uuden kiristymisen vuoksi. Vaikka näiden tekijöiden odotetaan rasittavan maailman talouden toimeliaisuutta ja kauppaa tänä ja ensi vuonna, viimeaikaisten talouspoliittisten toimien uskotaan jatkossa tarjoavan jonkin verran tukea. Näin ollen maailmantalouden kasvun odotetaan vakaantuvan keskipitkällä aikavälillä, joskin talouskriisiä edeltänyttä keskimääräistä kasvuvauhtia hitaammalle tasolle. Maailmankaupan odotetaan heikkenevän merkittävästi tänä vuonna mutta elpyvän keskipitkällä aikavälillä ja pysyvän talouskasvua vaimeampana. Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän vähäisinä, ja samalla maailmantalouden hitaamman kasvun riskit ovat lisääntyneet.

Maailman taloudellisen toimeliaisuuden ja maailmankaupan kehitys

Maailmantalouden kasvu hidastui vuoden 2019 alkupuoliskolla. Ensimmäisellä vuosineljänneksellä BKT:n määrän kasvu piti pintansa suhteellisen hyvin useimmissa kehittyneissä talouksissa, joskin joissakin niistä tämä johtui lähinnä tilapäisistä suotuisista tekijöistä (esim. Yhdysvalloissa nettoviennin positiivisesta vaikutuksesta ja varastojen kasvattamisesta sekä Isossa-Britanniassa varmuusvarastojen kartuttamisesta ennen alkuperäistä EU-eron määräaika). Toisella vuosineljänneksellä kasvu maltillistui näiden tekijöiden vaikutuksen hävitessä. Yhdysvalloissa tuonnin vakaannuttua nettoviennin negatiivinen vaikutus rasitti kasvua finanssipoliittisista tukitoimista ja vahvana pysyneestä yksityisestä kulutuksesta huolimatta. Isossa-Britanniassa kasvu kääntyi vuoden toisella neljänneksellä negatiiviseksi muun muassa investointien vaimenemisen myötä. Vaikka Kiinan talouden kasvu pysyi vuoden alkupuoliskolla vakaana vahvan yksityisen kulutuksen tukemana, monissa muissa nousevissa markkinatalouksissa kasvu kangerteli ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Tämä johtui maakohtaisista epäsuotuisista tekijöistä joissakin maissa (tuhoisa pato-onnettomuus Brasiliassa ja öljyputken saastuminen Venäjällä) sekä pitkäaikaisemmista haittatekijöistä, kuten kohonneesta sisäpoliittisesta epävarmuudesta (Meksikossa ja Brasiliassa). Kasvu kiihtyi toisella vuosineljänneksellä eräiden mainittujen haittatekijöiden hälvennyttyä ja talouskasvu jatkui muutamissa muissa maissa (esimerkiksi Turkissa vahvan yksityisen kulutuksen ja positiivisen nettoviennin kasvuvaiikutuksen myötä).

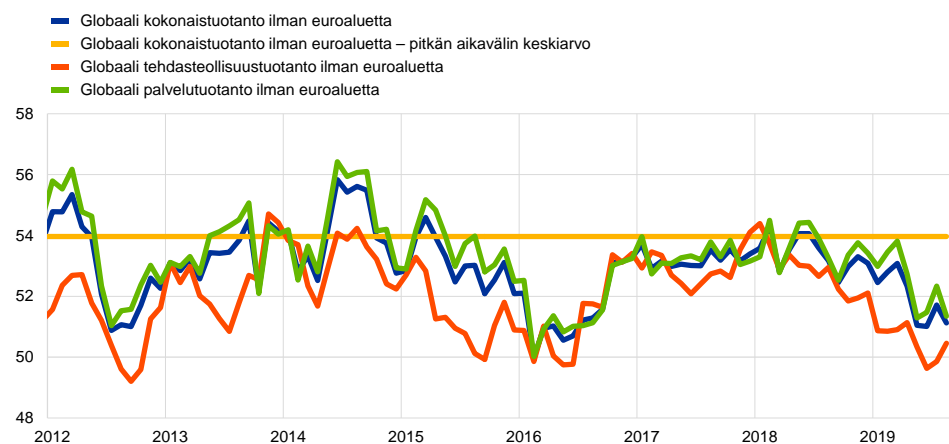
Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat edelleen vaimeaan maailmantalouden kasvuun. Maailman kokonaistuotantoa ilman euroaluetta kuvaava ostopäällikköindeksi heikkeni edelleen vuoden 2019 toisella neljänneksellä ja heinäkuun lyhyen ponnahtuksen jälkeen jatkoi laskuaan elokuussa. Kasvun

hidastuminen vuoden alkupuoliskolla oli laaja-alaista sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa, joskin nousevien markkinatalouksien kokonaistuotantoa kuvaava ostopääliköindeksi on hiljattain hieman noussut. Myös vielä vuodenvaihteessa vahvempaan pysyneen palvelusektorin toimeliaisuus heikkeni toisella vuosineljänneksellä ja indeksi laski lisää elokuussa, mutta pysyi kuitenkin 50 pisteen kynnyksarvon yläpuolella. Globaali tehdasteollisuus on ollut laskussa viime vuoden ajan. Indeksit putosi kesä- ja heinäkuussa supistumista kuvaavalle tasolle (alle 50:een), mutta elpyi elokuussa jälleen raja-arvon yläpuolelle (ks. kuvio 1).

Kuvio 1

Maailman kokonaistuotantoa koskeva ostopäälliköiden yhdistelmäindeksi (PMI)

(diffuusioindeksit)



Lähteet: Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat elokuulta 2019. Pitkän aikavälin keskiarvo tarkoittaa ajanjaksoa tammikuusta 1999 elokuuhun 2019.

Maailman rahoitusolot ovat vaihdelleet jonkin verran viime kuukausina.

Kesäkuussa 2019 julkistettujen eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden laatimisen jälkeen riskillisten omaisuuserien hinnat ovat heilahdelleet jonkin verran epäyhtenäisten signaalien vuoksi. Yhtäältä toiveet kahdenvälisen kauppasopimuksen synnystä Yhdysvaltojen ja Kiinan välille sekä odotukset kasvua tukevammasta rahapolitiikasta Atlantin molemmin puolin johtivat omaisuuserien hintojen nousuun kesä- ja heinäkuussa. Kun sijoittajat odottivat ohjauksorkojen laskua, Yhdysvaltojen joukkolainojen ja muiden turvallisten valtion joukkolainojen tuotot laskivat merkittävästi, ja samaan aikaan nousevien markkinatalousmaiden rahoitusolot helpottivat selvästi. Toisaalta Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppakiistan uusi kiristyminen elokuun alussa ja Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean kommentit siitä, ettei heinäkuun koronalennus tarkoittanut koronlaskujakson alkua, rapauttivat riskinottohalua, mikä johti suureen laskuun osakemarkkinoilla, kun taas keskeisten valtionlainojen tuotot laskivat yhä alemmas aikapreemioiden kaventuessa. Viimeaikaisesta riskien vähentämisjaksosta huolimatta rahoitusmarkkinaolot ovat löyhät sekä kehittyneissä että nousevissa talouksissa.

Maailmantalouden kasvun arvioidaan tänä vuonna hidastuvan.

Monet tekijät haittaavat edelleen maailmantalouden kasvua. Maailman teollisuustuotannon kehityksen odotetaan pysyvän vaimeana lähinnä siksi, että investointien maailmanlaajuinen kasvu ja (tehdasteollisuuden tuotannosta suuren osan

muodostavien) kestokulutustavaroiden menekin kasvu ovat hidastuneet. Niin kauan kuin kansainvälisten kauppasuhteiden tulevaisuuteen liittyvä epävarmuus on kasvussa, globaalit investoinnit tuskin lähtevät vauhtiin. Tuoreen analyysin mukaan rahoitusolojen heikkeneminen, makrotaloudellisen epävarmuuden kasvu ja epäsuotuisat kysyntäsokit vaikuttivat haitallisesti globaalien investointien kasvuun vuoden 2018 jälkipuoliskolla ja vuoden 2019 alussa.¹ Maailmantalouden kasvun hidastuminen on saanut päättäjät eri puolilla maailmaa ryhtymään toimenpiteisiin, joilla pyritään lieventämään kasvua haittaavien tekijöiden vaikutusta. Kiinassa kotimaisen kysynnän kasvun hidastumista lievennetään finanssipoliittisilla elvytystoimenpiteillä, joiden vaikutukset tuntuvat lähinnä vuoden jälkipuoliskolla. Yhdysvalloissa on jo aloitettu mittava finanssipoliittinen elvytys ja päästy hiljattain sopuun uusista julkistalouden menokatoista. Lisäksi maan keskuspankki päätti laskea ohjaukorkoiaan tukeakseen meneillään olevaa talouskasvua. Monissa maissa on myös kevennetty rahapolitiikkaa (esim. Australiassa, Brasiliassa, Etelä-Koreassa, Intiassa ja Turkissa).

Jatkossa maailmantalouden kasvun odotetaan elpyvän asteittain keskipitkällä aikavälillä mutta pysyvän pitkän aikavälin keskiarvonsa alapuolella.

Maailmantalouden kasvu-uraa muovaa kolme keskeistä tekijää. Kehittyneiden talouksien suhdannekehitys todennäköisesti hidastuu, kun kapasiteettirajoitteet käyvät entistä kahlitsevammiksi keskeisten kehittyneiden talouksien positiivisten tuotantokulujen ja matalien työttömyysasteiden vuoksi ja kun kasvua tukevien politiikkatoimien odotetaan vähenevän asteittain arviointijakson loppua kohti. Lisäksi Kiinan talouskasvun vähittäinen hidastuminen ja painotuksen siirtyminen investoinneista kulutukseen jarruttanevat maailmantalouden kasvua ja erityisesti kauppaa. Vaikka nousevien markkinatalouksien (pl. Kiina) vaikutus maailmantalouden kasvuun on edelleen positiivinen, sen odotetaan nyt jäävän heikommaksi kuin eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2019 kokonaistaloudellisissa arvioissa ennakoitiin. Tämä johtuu siitä, että odotettu elpyminen aikaisemmista taantumista toteutuu tuoreiden taloustietojen perusteella hitaammin kuin aiemmin odotettiin. Lisäksi vaikka viimeaikaiset Argentiinan rahoitusmarkkinahäiriöt eivät ole levinneet muille nouseville markkinoille, ne kertovat joidenkin nousevien markkinatalouksien perusteiden hauraudesta. Kaiken kaikkiaan maailmantalouden kasvusta odotetaan hitaampaa kuin ennen vuosien 2007–2008 finanssikriisiä.

Kun tarkastellaan yksittäisten maiden kehitystä, Yhdysvaltojen talouskasvun odotetaan pysyvän vahvana lyhyellä aikavälillä huolimatta kasvua haittaavista tekijöistä, jotka liittyvät Yhdysvaltain ja Kiinan väliseen kauppakiistaan sekä ulkoisen ympäristön epäsuotuisaan kehitykseen.

Yhdysvaltojen talouden kehitys on tähän saakka pysynyt vahvana tukevan työmarkkinatilanteen ja yksityisen kulutuksen ansiosta. Kongressin heinäkuun lopussa hyväksymä talousarviokauden 2020-2021 menokaton poistaminen ja kaksivuotisen liittovaltion velkarajoitteen poistaminen tukevat talouden kasvua entisestään. Myös rahoitusolot ovat pysyneet kasvua tukevinä. BKT:n määrä kasvoi vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä 3,1 % vuotta aiemmasta, mutta kasvu maltillistui toisella neljänneksellä 2,0

¹ Ks. Talouskatsauksen 5/2019 kehikko "What is behind the decoupling of global activity and trade?", EKP, 2019.

prosenttiin tilapäisten tekijöiden (varastojen muutoksen ja tuonnin vähenemisen positiivisten vaikutusten) häviämisen myötä, kun taas yksityinen ja julkinen kulutus pysyivät yleisesti kasvua tukevalla tasolla. Kuluttajahintojen vuotuinen kokonaisinflaatio nopeutui huhtikuussa lievästi eli 1,8 prosenttiin edelliskuun 1,6 prosentista pääasiassa pohjainflaation myötä, kun taas energian hinta laski. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintainflaatio nopeutui heinäkuussa hieman eli 2,2 prosenttiin. Kasvun arvioidaan vähitellen palautuvan potentiaalisen kasvun tuntumaan eli hieman alle 2 prosenttiin, ja kuluttajahintainflaation odotetaan palaavan yli 2 prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

Kiinan talous on asteittain hidastuvan kasvun uralla. Vuoden 2019 toisella neljänneksellä BKT:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui 6,2 prosenttiin edellisen neljänneksen 6,4 prosentista, kun loppukulutus oli heikkoa ja investointien kasvu kompensoi sitä vain osittain. Jatkossa kasvun odotetaan hidastuvan edelleen vuosina 2020 ja 2021, sillä kauppasodan viimeaikaisimman kiristymisen vuoksi ei ole julkistettu uusia finanssipoliittisia tukitoimia. Kaiken kaikkiaan talouskasvun hidastuminen heijastaa viimeaikaisia pyrkimyksiä velkaantumisen vähentämiseen rahoitusriskien rajoittamiseksi, hallituksen tavoitetta siirtää talouden painopistettä pois investoinneista sekä Yhdysvaltojen kanssa meneillään olevien kauppakiistojen vaikutuksia. Rakennemuutosten etenemisen arvioidaan johtavan hallittuun siirtymiseen kohti maltillisempaa kasvua, joka on vähemmän riippuvainen investoinneista ja viennistä.

Japanissa trendikasvu on edelleen vaimeaa. Talous kasvoi vuoden 2019 toisella neljänneksellä odotettua enemmän eli 0,4 % (edellisestä neljänneksestä). Tämä johtui monista tilapäisistä tekijöistä, kuten yksityisen kulutuksen vahvistumisesta ns. kultaisen viikon lomajakson myötä sekä kestokulutustavaroiden hankintojen kasvusta. Viimeksi mainittu johtuu todennäköisesti osittain etupainoisesta kysynnästä ennen lokakuussa 2019 voimaantulevaksi suunniteltua kulutusveron korotusta. Vienti kuitenkin pysyi vaimeana, ja teollisuustuotanto sekä tehdasteollisuuden tunnelmat heikkenivät ulkoisen kysynnän vähentyessä ja talouspolitiikkaa koskevan epävarmuuden jatkuessa. Nettoviennin kasvuvaikeus oli negatiivinen, kun vienti pysyi ennallaan mutta tuonti elpyi edellisen neljänneksen notkahduksesta. Vaikka lyhyellä aikavälillä kasvu heijastelee tulevaa kulutusveron korotusta eli varhennettua kulutusta kolmannella neljänneksellä ja sen jälkeistä taantumista, talouskasvun odotetaan sittemmin pysyvän maltillisella kehitysuralla.

Isossa-Britanniassa BKT:n määrä supistui toisella vuosineljänneksellä suurelta osin EU-eroon liittyvän epävarmuuden vuoksi. BKT:n määrän kasvu on heilahdellut vuoden alusta alkaen jonkin verran, mikä liittyi suurelta osin alkuperäiseen brexit-päivämäärään 29.3.2019. Vuoden toisella neljänneksellä BKT:n määrä supistui 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,5 %. Tämä oli ensimmäinen negatiivisen kasvun neljännes vuoden 2012 jälkeen, ja se johtui osaltaan investointien vähenemisestä sen jälkeen, kun ensimmäisellä neljänneksellä alkanut voimakas varastojen kerryttäminen päättyi brexit-päivämäärän lykkäämiseen viime hetkellä. Vaikka punta on heikentynyt selvästi vuoden 2019 alusta, vienti supistui toisella neljänneksellä 3,3 %. Nettoviennin vaikutus pysyi kuitenkin positiivisena, sillä tuonti – erityisesti tavaratuonti EU:sta – supistui jopa vieniäkin

enemmän (-12,9 % edellisestä neljänneksestä). Kotimaisen kulutuksen kasvu pysyi toisella vuosineljänneksellä vahvana (0,5 % edellisestä neljänneksestä) osittain siitä syystä, että se sai tukea reaali-palkkojen vahvasta kasvusta. Kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat talouskasvun hidastumiseen edelleen tulevalla neljänneksellä. Vuotuinen kuluttajahintainflaatio kiihtyi maltillisesti 2,0 prosenttiin toisella neljänneksellä ja edelleen 2,1 prosenttiin heinäkuussa suurelta osin viimeaikaisen, entistä epäedullisemmän valuuttakurssikehityksen myötä. EU-eromenettelyihin liittyvä epävarmuus on viime aikoina näkynyt punnan kurssin heilahteluna, ja reaalitaloudessa se todennäköisesti heilauttelee neljännesvuotuista BKT:n kasvua ja hidastaa talouskasvua keskipitkällä aikavälillä.

Keski- ja Itä-Euroopan maiden kasvun arvioidaan pysyvän ennustejaksolla vahvana mutta hitaampana kuin vuonna 2018.

Vahvojen työmarkkinoiden tukeman kulutuskysynnän odotetaan antavan pontta talouskasvulle jatkossakin. Investointien ennustetaan jatkavan vahvaa kasvuaan mutta maltillistuvan jonkin verran, kun EU-rahoitusyhtymässä siirrytään edistyneempään vaiheeseen. Maailmankaupan kasvun hidastuminen kuitenkin vaimentaa myös tämän alueen kasvunäkymiä. Keskipitkällä aikavälillä näiden maiden talouden laajenemisvauhdin odotetaan vielä hidastuvan lähemmäs potentiaalisen kasvun vauhtia.

Suurten raaka-aineita vievien maiden talouden toimeleaisuuden näkymät viittaavat vaimeaan kasvuun.

Keskeisen öljynvientiputken saastuminen aiheutti laajamittaisia häiriöitä toimitusketjussa, mikä rasitti Venäjän talouskasvua toisella vuosineljänneksellä. Vaikka häiriö on tilapäinen, se painaa koko vuoden 2019 kasvua, joka on jo tähän mennessä supistunut vuoden ensimmäisellä neljänneksellä odottamattoman voimakkaasti investointien heikkouden, heikon nettoviennin ja historiallisten tietojen huomattavien negatiivisten tarkistusten vuoksi. Jatkossa Venäjän kasvunäkymiä säätelevät kansainvälisten öljymarkkinoiden kehitys, finanssipoliittisten ja rakenteellisten toimien toteutuminen ja maan talouteen parhaillaan kohdistuvat kansainväliset sanktiot. Niinpä kasvun odotetaan hidastuvan jonkin verran keskipitkällä aikavälillä. Brasiliassa kasvun odotetaan jatkuvan vaimeana eläkeuudistuksiin liittyvän epävarmuuden ja valtiontalouden kestävyysliittymien huolien vuoksi. Lisäksi alkuvuonna sattuneet maakohtaiset häiriöt (kaivosonnettomuuden takia) painoivat talouskasvua. Vaimea kotimainen kysyntä ja sitkeä epävarmuus yhdessä merkittävän käyttämättömän kapasiteetin kanssa hillitsevät investointeja ja vaikuttavat luottamukseen epäsuotuisasti.

Turkissa talouskasvu oli merkittävästi odotettua ripeämpää vuoden 2019 alkupuoliskolla.

Vuoden 2018 viimeisellä neljänneksellä jyrkästi supistunut talous elpyi alkuvuonna 2019, kun kasvu sai tukea voimakkaasta finanssipoliittisesta elvytyksestä maaliskuun paikallisvaalien alla. Talouden hyvä kasvuvire säilyi toisella neljänneksellä finanssipoliittisen tuen asteittaisesta vähenemisestä huolimatta voimakkaan kotitalouksien kulutuksen ja positiivisen nettoviennin vaikutuksesta. Toisaalta investointien jyrkkä supistuminen jatkui kohonneen poliittisen epävarmuuden ja kireiden rahoitusolojen vuoksi. Jatkossa kasvun odotetaan heikkenevän loppuvuonna 2019 ja kiihtyvän asteittain arviointijakson loppua kohti.

Maailmankauppa heikkeni merkittävästi vuoden alkupuoliskolla.

Maailmankaupan kasvu taittui negatiiviseksi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja

pysyi heikkona toisella neljänneksellä. Ulkomaankaupan heikkous selittyy suurelta osin teollisuuden vaimenemisella, ulkomaankaupan jännitteiden kiristymisellä sekä jossain määrin myös Aasian teknologiasyklin heikkenemisellä.² Maailmankauppa supistui laaja-alaisesti eri puolilla maailmaa. Kaupan heikon kehityksen taustalla olivat pääasiassa kertaluonteiset tekijät (kuten kotimaisen kysynnän tilapäinen vähäisyys Yhdysvalloissa liittovaltion hallinnon osittaisen sulkemisen vuoksi ensimmäisellä vuosineljänneksellä ja Ison-Britannian tuonnin vähentyminen toisella neljänneksellä edellisellä neljänneksellä tapahtuneen varastojen kerryttämisen jälkeen) sekä Aasian sisäisen kaupan heikkous. Viimeksi mainittu näyttää liittyvän Kiinan kotimaisen kysynnän hidastumiseen laajojen alueellisten arvoketjuketkysten kautta. CPB:n tietojen mukaan maailman tavaratuonnin volyyymi (euroalue pois lukien) supistui kesäkuussa 0,6 % neljännesvuositasolla, mikä vahvistaa kaupan kasvun jääneen toisella neljänneksellä vaimeaksi (ks. kuvio 2). Kun uusia vientitilauksia koskevat kyselyindikaattorit hiipuvat edelleen, on todennäköistä, että nykyinen maailmankaupan heikkous jatkuu lyhyellä aikavälillä.

Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppakiista on kiristynyt merkittävästi elokuusta lähtien. Elokuun alussa Kiinan kanssa pidetyn kahdenvälisen tapaamisen jälkeen Yhdysvallat ilmoitti 10 prosentin tuontitullin asettamisesta noin 300 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoiselle tuonnille Kiinasta. Tuontitullit otetaan käyttöön kahdessa vaiheessa, 1.9. ja 15.12. Ensin Kiinan viranomaiset ilmoittivat ainoastaan vastavuoroisista toimista, jotka koostuivat päätöksestä keskeyttää maanviljelytuotteiden tuonti Yhdysvalloista. Elokuun loppupuolella kuitenkin julkistettiin uusia vastatoimia, jotka koostuivat 5 tai 10 prosentin tuontitulleista 75 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvoiselle tuonnille Yhdysvalloista Kiinaan sekä päätöksestä palauttaa aiemmin keskeytetty autojen ja autonosien tuontitulli voimaan. Tämän seurauksena Yhdysvallat ilmoittivat 5 prosentin lisätullista, joka koski kaikkea tuontia Kiinasta Yhdysvaltoihin (arvoltaan noin 550 miljardia Yhdysvaltain dollaria).³ Kauppakiistan kiristyminen tällä tavoin rasittaa maailmantalouden kasvua ja maailmankauppaa. Samaan aikaan muut kauppakiistan aiheet ovat edelleen ratkaisematta. Yhdysvaltojen hallinto on lykännyt päätöstään autotullien mahdollisesta korotuksesta marraskuun 2019 puoliväliin, ja heinäkuussa 2018 ilmoitetut neuvottelut uudesta kauppasopimuksesta EU:n kanssa ovat edelleen kesken.

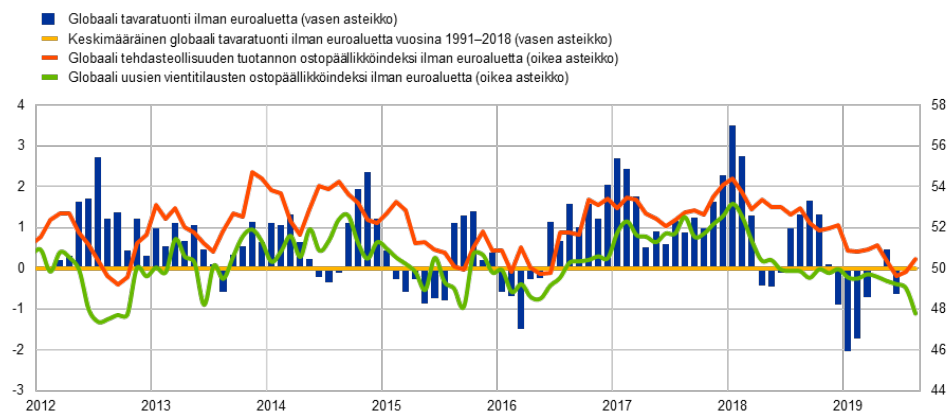
² Ks. lisätietoja globaalista teknologiasyklistä Talouskatsauksen 3/2019 kehikosta ”[What the maturing tech cycle signals for the global economy](#)”, EKP, 2019.

³ Koska nämä uudet tuontitullit ilmoitettiin viimeisen aineistopäivän jälkeen, ne eivät sisälly EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 kokonaistaloudellisen arvion perusskenaarioon. Viimeaikaisin kiistan kiristyminen merkitsee kaikkea tuontia koskevien tullimaksujen nousua molemmissa maissa. Yhdysvallat saattaa 5 prosentin tuontitullit voimaan tuonnille Kiinasta 1.9., 15.10. (alun perin ilmoitetun 1.10. sijaan) ja 15.12.

Kuvio 2

Kyselyt ja globaali tavara kauppa

(Vasen asteikko: vuotuisen prosenttimuutoksen 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 elokuulta 2019 ja globaalista tavaratuonnista kesäkuulta 2019.

Maailmantalouden kasvun arvioidaan hidastuvan tänä vuonna ja elpyvän vain asteittain keskipitkällä aikavälillä. Talousnäkymistä syyskuussa 2019 laadittujen EKP:n asiantuntijoiden arvioiden mukaan maailman BKT:n kasvu hidastuu euroalueen ulkopuolella siten, että se on tänä vuonna 3,1 %, kun se edellisvuonna oli 3,8 %. Tämä heijastaa maailmantalouden kasvua hidastavien tekijöiden lisääntymistä yhä kasvavan poliittisen ja talouspoliittisen epävarmuuden ympäristössä. Maailmantalouden kasvun arvioidaan vakaantuvan vuosina 2020–2021 noin 3,5 prosentin tasolle, kun keskeisten kehittyneiden talouksien kasvu hidastuu suhdanneluonteisesti ja Kiina siirtyy heikomman kasvun uralle, mikä tasapainottuu vain osittain monien keskeisten nousevien markkinatalousmaiden kasvun piristymisen myötä. Koska kasvua haittaavat tekijät vaikuttavat enemmän vientipainotteisiin kysyntäeriin, kuten investointeihin, euroalueen ulkomaisen kysynnän kasvun odotetaan hidastuvan tänä vuonna merkittävästi maailman talouskasvua enemmän eli laskevan 1,0 prosenttiin viime vuoden 3,7 prosentista. Globaalien tuonnin odotetaan kasvavan asteittain keskipitkällä aikavälillä. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2019 makrotaloudellisiin arvioihin verrattuna sekä maailmantalouden BKT:n että euroalueen vientikysynnän kasvuarvioita on korjattu koko ennustejakson ajalta aiempaa pienemmiksi. Maantieteellisestä näkökulmasta euroalueen vientikysynnän tarkistukset kertovat nousevien markkinatalouksien ja vähäisemmässä määrin Kiinan kaupan odotettua heikommista näkymistä ja tuonnin kasvun hidastumisnäkymistä joissakin keskeisissä kauppakumppanimaissa, kuten Isossa-Britanniassa ja muissa euroalueen ulkopuolisissa Euroopan maissa.

Odotettua hitaamman maailmantalouden kasvun riskit ovat viime aikoina vahvistuneet. Kauppakiistojen uusi kärjistyminen saattaisi olla riski maailmankaupan ja talouden kasvulle. Myös Ison-Britannian sopimukseton ero EU:sta saattaisi aiheuttaa haitallisia kerrannaisvaikutuksia erityisesti Euroopassa. Kiinan talouskasvun jyrkempää hidastumista saattaisi olla vaikeampi hallita talouspolitiikan keinoin, ja se voisi vaarantaa Kiinassa meneillään olevan tasapainottamisprosessin. Rahoitusinstrumenttien uudelleenhinnoittelu saattaisi

aiheuttaa huomattavaa haittaa nouseville markkinatalousmaille, jotka ovat alttiita rahoitusriskille. Lisäksi geopoliittisten jännitteiden uusi kärjistyminen voisi haitata maailmantalouden ja kaupan kasvua.

Maailmanlaajuinen hintakehitys

Öljyn hintakehitys heinäkuun lopun jälkeen on heijastellut lähinnä maailmantalouden näkyviin liittyviä huolia. Kun Yhdysvaltojen ja Kiinan väliset kaupan jännitteet kiristyivät jälleen elokuun alussa, öljyn hinta laski aluksi noin 5 % ja elpyi sitten jonkin verran kuun jälkipuoliskolla. Huhtikuusta lähtien globaalien öljynkulutuksen näkymiä on useasti tarkistettu aina aiempaa pienemmiksi. Näin ollen vaikka OPECin ja öljyntuottajamaiden ryhmän sopimat tuotantorajoitukset tukivat öljyn hintaa erityisesti ensimmäisellä vuosineljänneksellä, ne eivät ole riittäneet kompensoimaan öljyn kysyntään liittyvien huolien vaikutusta. Viimeaikaisen Lähi-idän geopoliittisen epävarmuuden vaikutukset öljyn hintaan ovat tähän mennessä jääneet rajallisiksi. Jatkossa öljyn hintaan kohdistuvat riskit ovat jokseenkin tasapainossa. Vaikka maailmantalouden heikkeneminen painaisi öljyn hintaa, tuotannonrajoitukset tukisivat sitä. Saudi-Arabia ja Venäjä ovatkin jo viitanneet mahdollisiin uusiin OPECin jäsenmaiden ja eräiden muiden maiden tuotannonvähennys sopimuksiin, jotka saattaisivat lähitulevaisuudessa kohdistaa hintaan jälleen nousupainetta.

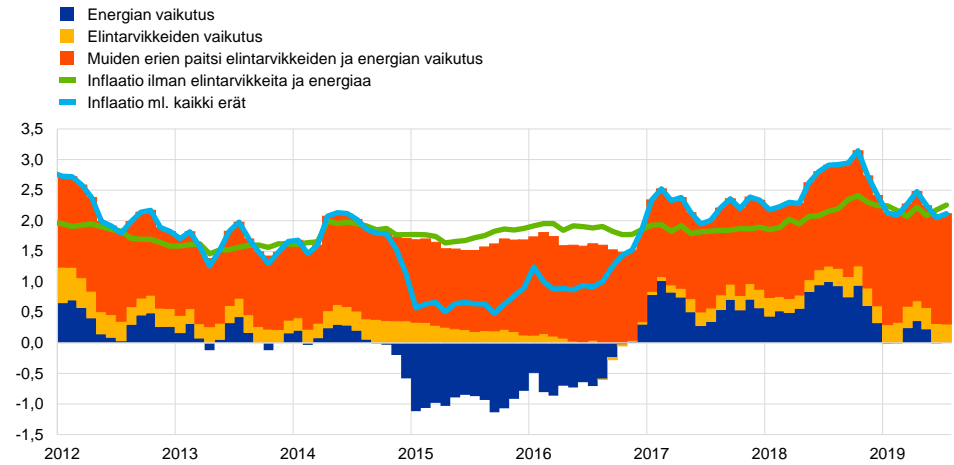
EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 kokonaistaloudellisissa arvioissa öljyn hinnan odotetaan laskevan arviointijakson aikana. Vaikka öljyn hinta on lyhyellä aikavälillä heilahdellut, huolet öljyn kysynnästä ja ulkomaankauppakiistojen uusi kiristyminen ovat hillinneet hinnan nousua OPECin ja muiden merkittävien öljyntuottajien sopimista tuotannonrajoituksista huolimatta. Näin ollen EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 kokonaistaloudellisten arvioiden taustalla oleva oletus öljyn hinnasta oli eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun arvioihin verrattuna noin 8,3 % matalampi kuluvalle vuodelle (13,4 % matalampi vuodelle 2020 ja 10,3 % matalampi vuodelle 2021). Syyskuun kokonaistaloudellisten arvioiden laatimisen jälkeen öljyn hinta on kuitenkin noussut hieman, ja 5.9.2019 Brent-raakaöljyn hinta oli 61 dollaria barreliilta.

Globaalit inflaatiopaineet pysyvät maltillisina. Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) jäsenmaiden vuotuinen kuluttajahintainflaatio oli keskimäärin 2,1 % heinäkuussa 2019 eli nopeampi kuin edellisen kuukauden 2,0 %. Inflaation kiihtyminen johtui pohjainflaation (laskettu ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja) positiivisesta vaikutuksesta (ks. kuvio 3), sillä se kiihtyi 2,3 prosenttiin edelliskuukauden 2,2 prosentista, kun taas energiaerän inflaatio pysyi vakaana. Tähän mennessä keskeisten kehittyneiden talouksien kireä työmarkkinatilanne on näkynyt maltillisina palkankorotuksina, mikä viittaa siihen, että inflaatiopaineet ovat edelleen vähäisiä. Inflaatiopaineiden odotetaan kuitenkin kasvavan vähitellen arviointijakson aikana, mikä kertoo ylikapasiteetin vähenemisestä.

Kuvio 3

OECD:n kuluttajahintainflaatio

(prosenttimuutos edellisestä vuodesta, kasvuvaiikutukset prosenttiyksiköinä)



Lähteet: OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot ovat heinäkuulta 2019.

Globaalien inflaatiopaineiden odotetaan pysyvän hillittyinä. Euroalueen kilpailijoiden vientihintojen nousun odotetaan heikkenevän voimakkaasti tänä vuonna, ja hintojen nousuvauhdin odotetaan hidastuvan loivemmin keskipitkällä aikavälillä. Tämä johtuu öljyfutuuriin laskevan hintakäyrän vaikutuksesta, jonka odotetaan kompensoivan maailmantalouden ylikapasiteetin vähittäisestä supistumisesta johtuvat nousupaineet.

Rahoitusmarkkinoiden kehitys

Pitkät riskittömät korot ovat yleisesti laskeneet EKP:n neuvoston kesäkuun 2019 rahapolitiikkakokouksesta lähtien markkinaosapuolten odottaessa kasvua tukevan rahapolitiikan jatkumista ja kauppapoliittisten epävarmuustekijöiden vaikuttaessa edelleen. Riskittömien korkojen lasku on tukenut euroalueen osakkeiden ja yritysten joukkolainojen hintoja. Yritysten tulosodotukset puolestaan ovat hieman heikentyneet maailmantalouden näkyymiin liittyvän epävarmuuden vuoksi. Valuuttamarkkinoilla kauppapainotteinen euron kurssi on pysynyt jokseenkin ennallaan.

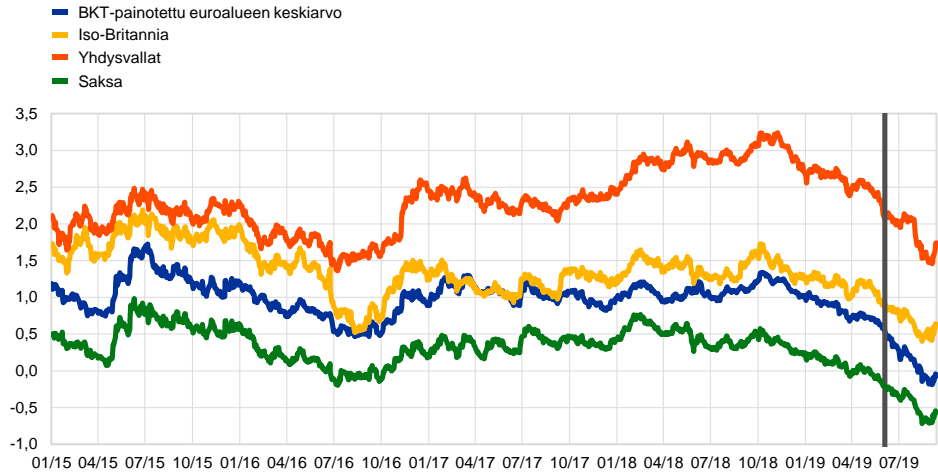
Pitkät korot laskivat huomattavasti sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.

Tarkastelujaksolla (6.6.–11.9.2019) valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen BKT-painotettu keskiarvo laski euroalueella 0,55 prosenttiyksikköä -0,06 prosenttiin (ks. kuvio 4). Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot laskivat huomattavasti myös Yhdysvalloissa (0,38 prosenttiyksikköä) ja Isossa-Britanniassa (0,19 prosenttiyksikköä). Valtion joukkolainojen tuottojen huomattava lasku kuvastaa osittain sitä, että suurten talouksien markkinoilla on tapahtunut korko-odotusten uudelleenarviointi maailman kauppapolitiikan ja makrotalouden näkymien kehitykseen liittyvän epävarmuuden syvennyttyä.

Kuvio 4

Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

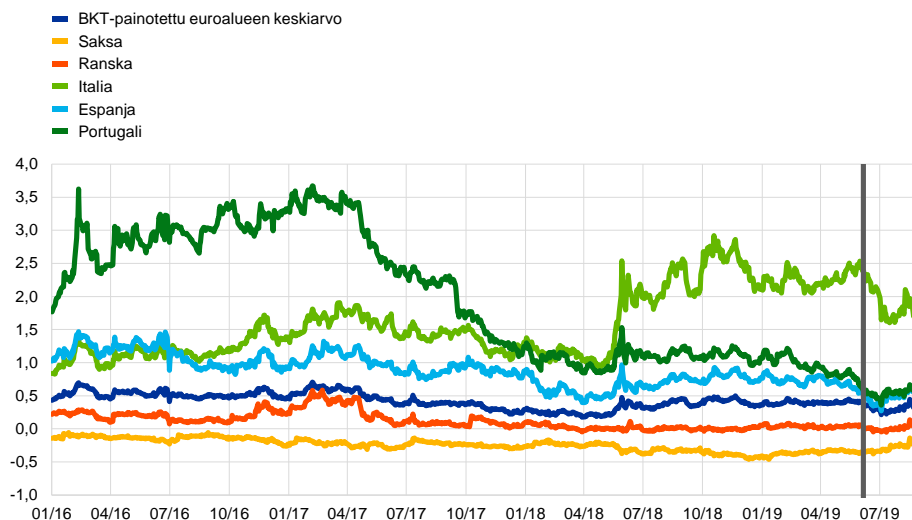
Huom. Päivähavainnot. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2019. Tuoreimmat havainnot 11.9.2019.

Euroalueen valtioiden joukkolainojen tuottoerot riskittömään yön yli -indeksiswapkorkoon nähden pysyivät tarkastelujakson aikana jokseenkin samalla tasolla. Valtioiden joukkolainojen tuottoerot pysyivät tarkastelujaksolla jokseenkin muuttumattomina. Poikkeuksena oli Italia, jonka kymmenen vuoden joukkolainojen tuottoero kaventui 1,1 prosenttiyksikköä uuden hallituksen muodostamisen ja sen ennakoinnin yhteydessä. Euroalueen valtioiden joukkolainojen BKT-painotetun keskiarvon ja 10 vuoden yön yli -indeksiswapkoron tuottoero supistui hieman ja oli 0,26 prosenttiyksikköä 11.9.2019.

Kuvio 5

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

(tuottoero prosenttiyksikkönä)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuottoero on laskettu vähentämällä 10 vuoden yön yli -indeksiswapkorko valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotosta. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2019. Tuoreimmat havainnot 11.9.2019.

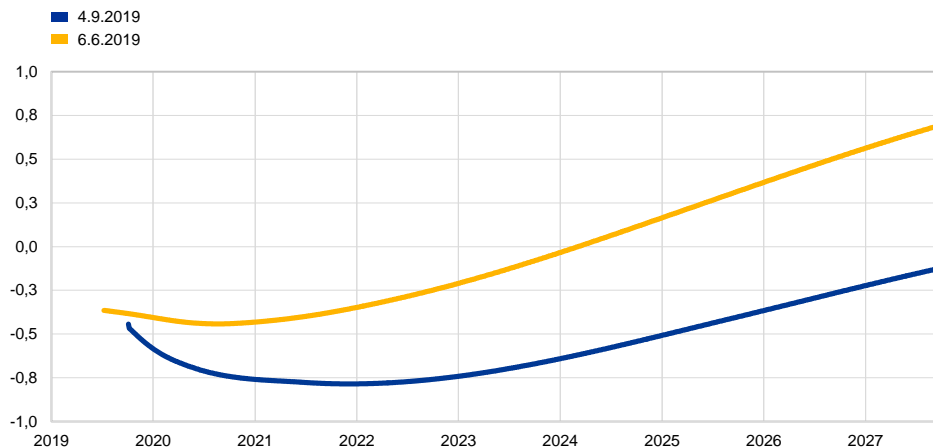
Eoniakorko oli tarkastelujaksolla keskimäärin -0,36 %. Ylimääräisen likviditeetin määrä väheni suunnilleen 141 miljardilla eurolla ja oli noin 1 763 miljardia euroa. Keskeinen tekijä vähenemisen taustalla oli likviditeettiä vähentävien riippumattomien tekijöiden kasvu. Jossain määrin vaikuttivat myös kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden toisessa sarjassa jaetun likviditeetin vapaaehtoiset takaisinmaksut. Likviditeettitilannetta käsitellään tarkemmin kehikossa 2.

Eoniakoron aikarakennetta kuvaava käyrä siirtyi tarkastelujaksolla alaspäin ja kääntyi selvästi laskevaksi lyhyempien korkojen kohdalla. Tarkastelujakson lopussa käyrän alin korko vuoden 2021 viimeisen neljänneksen vaiheilla oli lähes 40 peruspistettä vallitsevan eoniakorkotason alapuolella ja korot olivat nollan alapuolella kaikilla aikajaksoilla vuoteen 2027 asti. Tämä kuvastaa markkinaosapuolten odottavan, että talletusmahdollisuuden korko pysyy negatiivisena vielä pitkään (ks. kuvio 6).

Kuvio 6

Eonitermiinikorot

(vuotuinen tuotto prosentteina)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

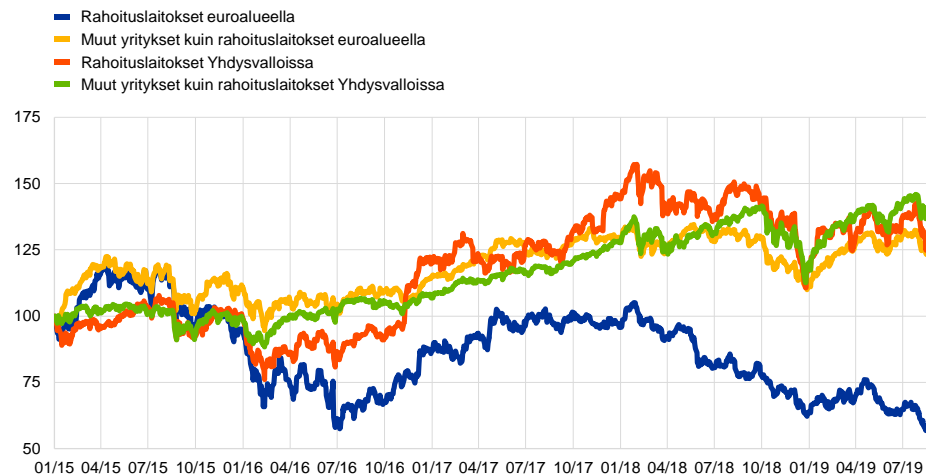
Muiden yritysten kuin rahoituslaitosten osakehinnat nousivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa riskittömien korkojen laskun tukemina.

Euroalueella muiden yritysten kuin rahoituslaitosten osakehinnat nousivat kokonaisuutena 6 % ja pankkien osakehinnat lähes 2 % (ks. kuvio 7). Pankkien osakehintojen suhteellisesti pienempi nousu saattaa liittyä pankkien yleisesti heikkoihin kannattavuusnäkyymiin, joiden taustalla ovat esimerkiksi korkeat kulurakenteet, meneillään oleva liiketoimintamallien muutos ja digitalisaation riittävään hyödyntämiseen liittyvät haasteet. Yhdysvalloissa muiden yritysten kuin rahoituslaitosten osakehinnat nousivat noin 5 % ja pankkien osakehinnat 4 %. Maailmanlaajuisesti osakehintoja tuki riskittömien korkojen huomattava lasku. Tätä tukea tuovaa vaikutusta kuitenkin vähensi riskipremioiden kasvu, jonka taustalla oli maailmankaupan epävarmuustekijöiden syveneminen sekä joidenkin yritysten tulosodotusten tarkistus alaspäin todennäköisesti maailman talousnäkyymiä koskevan epävarmuuden vuoksi.

Kuvio 7

Euroalueen ja Yhdysvaltain osakehintaindeksit

(indeksi: 1.1.2015 = 100)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.

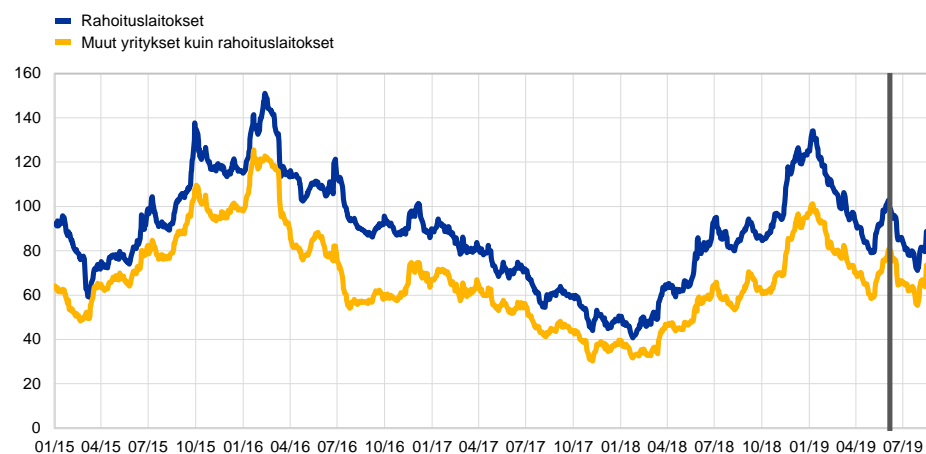
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2019. Tuoreimmat havainnot 11.9.2019.

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot supistuivat hieman. Yritysten liikkeeseen laskemien investointiluokkaan kuuluvien joukkolainojen tuottoero riskittömään korkoon nähden on yleisesti supistunut noin 0,05 prosenttiyksikköä 0,74 prosenttiyksikköön (ks. kuvio 8). Rahoitussektorin joukkolainojen tuotot laskivat nekin, ja niiden tuottoero riskittömään korkoon nähden kaventui noin 0,10 prosenttiyksikköä. Molemmat tuottoerot pysyivät keskimäärin tasoilla, joilla ne ovat olleet yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelman alettua maaliskuussa 2016, ja viimeisimmän kehityksen taustalla saattavat olla markkinaosapuolten odotukset uusista rahapolitiittisista toimista.

Kuvio 8

Euroalueen yritysten joukkolainojen tuottoerot

(peruspistettä)



Lähteet: iBoxx-indeksit ja EKP:n laskelmat.

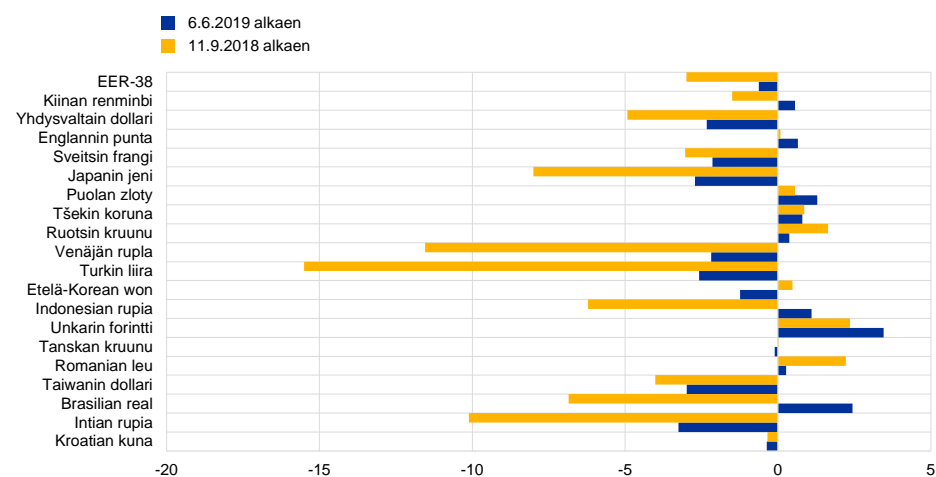
Huom. Pystysuora harmaa viiva osoittaa tarkastelujakson alun 6.6.2019. Tuoreimmat havainnot 11.9.2019.

Euron kauppapainotteinen valuuttakurssi pysyi yleisesti ennallaan (ks. kuvio 9) valuuttamarkkinoilla. Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi suhteessa euroalueen 38 merkittävimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin heikkeni 0,6 %. Euro heikkeni suhteessa Yhdysvaltain dollariin (2,3 %), Japanin jeniin (2,7 %) ja Sveitsin frangiin (2,1 %) sekä myös useimpien nousevien markkinatalousmaiden valuuttoihin nähden. Sen sijaan se vahvistui Kiinan renminbiin (0,6 %) nähden, mikä merkitsi käännettä heinäkuun tilanteeseen. Euro vahvistui myös Brasilian realiin ja Indonesian rupiaan, Englannin puntaan (0,6 %) sekä useimpien euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenmaiden 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 11.9.2019 vallinneisiin valuuttakursseihin nähden.

3 Talouskehitys euroalueella

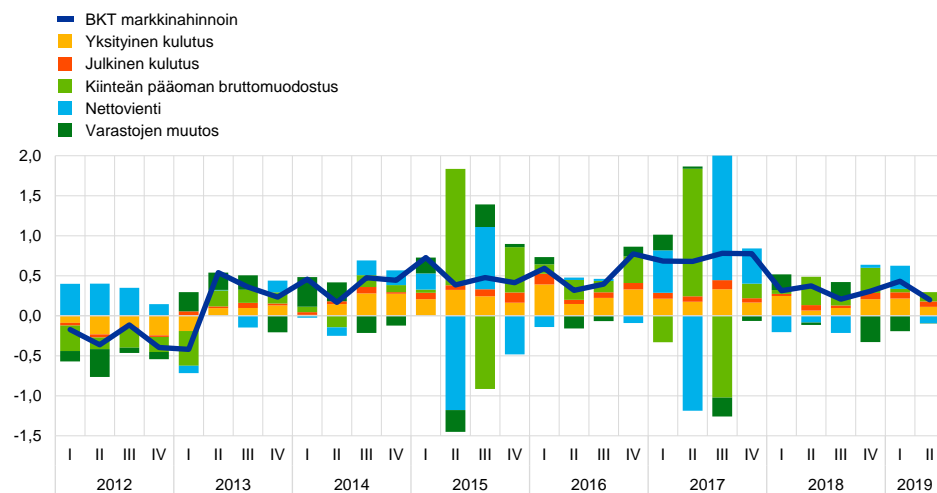
Euroalueen talouskasvu hiipui vuoden 2019 toisella neljänneksellä jatkaen vuonna 2018 havaittua vaimeaa kehitystä. Neljännesvuotuinen euroalueen BKT:n kasvu hidastui toisella neljänneksellä 0,2 prosenttiin, kun kasvu sai tukea pääasiassa kotimaisen kysynnän kasvusta ja nettovienti rasitti kasvua. Tuoreimmat talousindikaattorit ja kyselytulokset viittaavat vaimeaan kasvuun lähitulevaisuudessa. Syyskuun 2019 euroaluetta koskevista EKP:n asiantuntijoiden kokonaistaloudellisissa arvioissa BKT:n odotetaan kasvavan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,2 % vuonna 2020 sekä kiihtyvän asteittain 1,4 prosenttiin vuonna 2021. BKT:n kasvu vuosina 2019 ja 2020 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin kesäkuussa 2019 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa. Tämä johtui lyhyen aikavälin näkymien heikkenemisestä, joka liittyy luottamusindikaattorien laskuun ja jatkuviin globaaleihin epävarmuustekijöihin.

Euroalueen kasvu pysyi hillittynä vuoden 2019 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä, ja kasvun maakohtaiset erot korostuivat erityisesti toisella neljänneksellä. BKT kasvoi vuoden 2019 kahdella ensimmäisellä neljänneksellä 0,3 % edellisestä neljänneksestä eli samaa vauhtia kuin edellisvuonna keskimäärin (ks. kuvio 10). Maltillinen kehitys johtui suurelta osin ulkomaisen kysynnän heikkenemisestä. Kotimainen kysyntä oli edelleen talouskasvun tärkein veturi, kuten jo siitä asti, kun BKT:n kasvu alkoi hidastua alkuvuonna 2018. Varastojen muutokset vaikuttivat BKT:n kasvuun vuoden 2019 toisella neljänneksellä hyvin vähän, kun taas nettoviennin vaikutus oli negatiivinen, sillä ulkomainen kysyntä oli globaalin poliittisen epävarmuuden oloissa vaimeaa. Mitä tulee tuotantoon, talouskasvun hidastuminen vuoden 2019 toisella neljänneksellä selittyi tehdasteollisuussektorin negatiivisella kasvulla, joka puolestaan johtui sekä kansainvälisistä kauppakiistoista että maakohtaisesta kehityksestä (ks. kehikko 3). Palvelusektorin kasvu arvonlisäyksellä mitattuna hidastui vuoden 2019 toisella neljänneksellä mahdollisesti tehdasteollisuuden heikkenemisen kerrannaisvaikutusten myötä.

Kuvio 10

Euroalueen BKT ja sen erät

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos ja neljännesvuotuiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Euroalueen työmarkkinatilanne paranee edelleen, joskin aiempaa hitaammin.

Työllisyys kasvoi toisella vuosineljänneksellä samaan tahtiin tuotannon kanssa 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin se oli kasvanut 0,4 %. Ensimmäiseen vuosineljännekseen verrattuna työllisyyden kasvu palvelusektorilla pysyi ennallaan 0,4 prosentissa, kun taas teollisuudessa (ilman rakentamista) työllisyyden kasvu hidastui 0,1 prosenttiin edellisen neljänneksen 0,4 prosentista. Sitä vastoin rakennusalan työllisyys heikkeni 0,2 %, kun se oli edellisellä neljänneksellä kasvanut niin ikään 0,2 %.

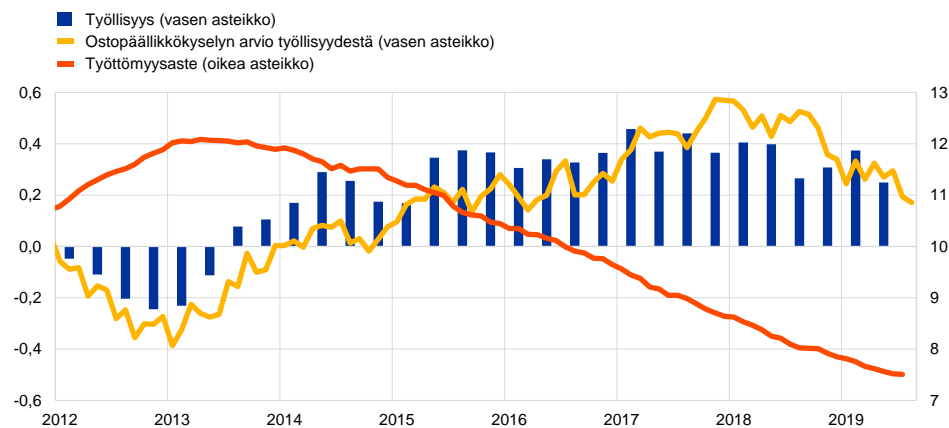
Viimeaikaiset tilastotiedot ja kyselypohjaiset indikaattorit viittaavat positiivisen työllisyyden kasvun jatkumiseen, joskin hieman aiempaa maltillisemmin.

Euroalueen työttömyysaste oli heinäkuussa edelliskuun lailla 7,5 %, mikä on alin lukema sitten heinäkuun 2008. Vaikka lyhyen aikavälin kyselypohjaiset indikaattorit ovat laskeneet vuoden 2018 korkeilta tasoiltaan, ne viittaavat edelleen lähitulevaisuudessa positiiviseen, joskin maltillistuvaan, työllisyyden kasvuun.

Kuvio 11

Euroalueen työllisyys, PMI-ostopääallikköindeksin arvio työllisyydestä ja työttömyys

(vasen asteikko: neljännesvuotuinen prosenttimuutos; diffuusiointi; oikea asteikko: prosenttia työvoimasta)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

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

Yksityisen kulutuksen kasvu saa edelleen pontta työmarkkinoiden

elpymisestä. Yksityinen kulutus kasvoi vuoden 2019 toisella neljänneksellä 0,2 % edellisestä neljänneksestä, jolloin kasvu oli ollut jonkin verran voimakkaampaa. Vähittäiskaupan ja henkilöautojen rekisteröintien viimeaikainen kehitys tukevat odotuksia kulutuksen vakaasta kasvusta lähitulevaisuudessa. Pidempää aikaväliä tarkastellen työtulojen kasvu tukee yksityistä kulutusta, mikä näkyy myös siinä, että kuluttajien luottamus on pysynyt vahvana (ks. kehikko 5). Lisäksi kotitalouksien rahoitusaseman vahvistuminen on keskeinen kulutuksen kasvun taustatekijä, sillä kotitalouksien luottokelpoisuus määrittää olennaisesti, miten luottoa on niiden saatavilla.

Yritysten investointien kasvun odotetaan jatkuvan, kun ne saavat tukea kasvua tukevista rahoitusoloista, vaikkakin tulosodotusten vaimeneminen viittaa jonkinasteiseen investointien kasvun maltillistumiseen.

Euroalueen investointien (pl. rakentaminen) neljännesvuotuinen kasvu elpyi vuoden 2019 toisella neljänneksellä 1,0 prosenttiin edellisen neljänneksen -0,9 prosentista. Yritysten investointien odotetaan kasvavan lyhyellä aikavälillä maltillisesti ja sopusoinnussa verrattain heikkojen katteiden ja yritysten arvostustasojen kanssa. Euroalueella listattujen pörssiyritysten tulosodotukset viittaavat investointipäätösten tiettyyn maltillistumiseen, mutta suotuisien rahoitusolojen voi odottaa tukevan yritysten luotonsaantia ja siten vauhdittavan investointien kasvua.

Asuntomarkkinakehityksen odotetaan tukevan kasvua, joskin aiempaa maltillisemmin.

Asuinrakennusinvestointien neljännesvuotuinen kasvu hidastui vuoden 2019 toisella neljänneksellä edellisen neljänneksen 1,4 prosentista merkittävästi eli 0,3 prosenttiin, mikä oli heikoin lukema sitten vuoden 2017 ensimmäisen neljänneksen. Viimeaikaiset lyhyen aikavälin indikaattorit ja kyselytutkimusten tulokset viittaavat kasvun jonkinasteiseen hidastumiseen vuoden 2019 kolmannella neljänneksellä, joskin ne ovat edelleen historiallisia keskiarvojaan korkeammalla. Euroopan komission rakennusalan luottamusindikaattori on heinä- ja

elokuussa viitannut positiiviseen, joskin vaimenevaan kasvuun vuoden kolmannella neljänneksellä. Vastaavasti rakennustuotantoa ennakoiva ostopääliköindeksi ja sen asuinrakentamista koskeva alaindeksi viittasivat heinä- ja elokuussa suunnilleen nolllakasvuun eli heikompaan kuin edellisellä neljänneksellä.

Euroalueen viennin kasvu heikkeni vuoden 2019 toisella neljänneksellä edelleen 0,0 prosenttiin tavaraviennin 0,1 prosentin heikkenemisen myötä.

Palvelujen viennin kasvu heikkeni edelleen mutta oli silti 0,4 % positiivinen. Yleinen kehitys heijasteli pääasiassa euroalueen ulkopuolelle suuntautuvan viennin kehitystä sekä erityisesti Isoon-Britanniaan suuntautuvan viennin supistumista maan EU-eroon liittyvän epävarmuuden myötä. Sitä vastoin vienti sai hieman tukea kokonaisviennistä Aasiaan (pl. Kiina) sekä pääasiassa kemikaalien viennistä Yhdysvaltoihin. Jatkon osalta ennakoivat indikaattorit viittaavat euroalueen viennin aneemiseen kasvuun, joskin euroalueen ulkopuolisten uusien tehdasteollisuuden vientitilauksien indikaattori antoi hieman positiivisempia merkkejä samoin kuin eräät laivarahti-indeksit kesän aikana.

Tuoreimmat taloudelliset indikaattorit ja kyselytulokset vahvistavat, että euroalueen talousnäkyymiin kohdistuvat riskit painottuvat odotettua hitaamman kasvun suuntaan.

Euroalueen teollisuustuotanto (ilman rakentamista) heikkeni heinäkuussa laaja-alaisesti 1,6 % kuukausitasolla. Heikkeneminen johtui erityisesti pääomahyödykkeiden tuotannon supistumisesta. Kyselytiedoista talouden ilmapiiriä kuvaava Euroopan komission indikaattori (ESI) vahvistui heinä-elokuussa pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolelle. Edelliseen neljännekseen verrattuna indikaattori on kuitenkin kolmannella neljänneksellä tähän saakka keskimäärin heikentynyt. Kokonaistuotantoa kuvaava ostopääliköindeksi pysyi vuoden 2019 toisella neljänneksellä vaimeana. Sitten elokuussa havaitusta pienestä elpymisestä huolimatta indeksi on pysynyt pitkän aikavälin keskiarvonsa alapuolella, mikä viittaa laimeisiin talouskasvunäkymiin.

EKP:n rahapolitiikka tukee jatkossakin kotimaista kysyntää, kun euroalueen BKT:n lyhyen aikavälin kasvunäkymät heikkenevät.

Yksityinen kulutus saa tukea kotitalouksien terveestä rahoitusasemasta, vahvasta työmarkkinatilanteesta sekä työllisyyden paranemisesta. Yritysten investoinnit saavat kannattavuuden heikkenemisestä huolimatta tukea suotuisista rahoitusoloista ja vakaasta kysynnästä. Kotitalouksien investoinnit pysyvät kokonaisuutena vahvalla tasolla. Maailmantalouden kasvun hidastumisen odotetaan kuitenkin painavan euroalueen kasvua ja vaikuttavan euroalueen vientiin, kun globaali poliittinen epävarmuus jatkuu ja geopoliittiset riskit ovat koholla.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa euroalueen BKT:n vuotuiseksi kasvuksi arvioidaan 1,1 % vuonna 2019 ja 1,2 % vuonna 2020 sekä 1,4 % vuonna 2021 (ks. kuvio 12).

Euroalueen BKT:n kasvu vuosina 2019 ja 2020 on nyt arvioitu hieman hitaammaksi kuin kesäkuussa 2019 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa lyhyen aikavälin näkymien heikkenemisen vuoksi. Euroalueen talousnäkyymiin liittyvät riskit painottuvat edelleen odotettua heikomman kehityksen suuntaan. Globaali poliittinen epävarmuus, protektionismin kasvu sekä geopoliittiset tekijät ovat viime aikoina olleet nousussa, mikä hillitsee edelleen euroalueen kasvua.

Kuvio 12 Euroalueen BKT

(neljännesvuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla torstai 12.9.2019 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkyviä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot \(syyskuu 2019\)](#)".

Huom. Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärille merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen väliin eroihin. Vaihteluvälin leveys on kaksi kertaa näiden erojen keskimääräinen absoluuttinen arvo. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, kuvataan julkaisussa "[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)" (EKP, joulukuun 2009).

Hinnat ja kustannukset

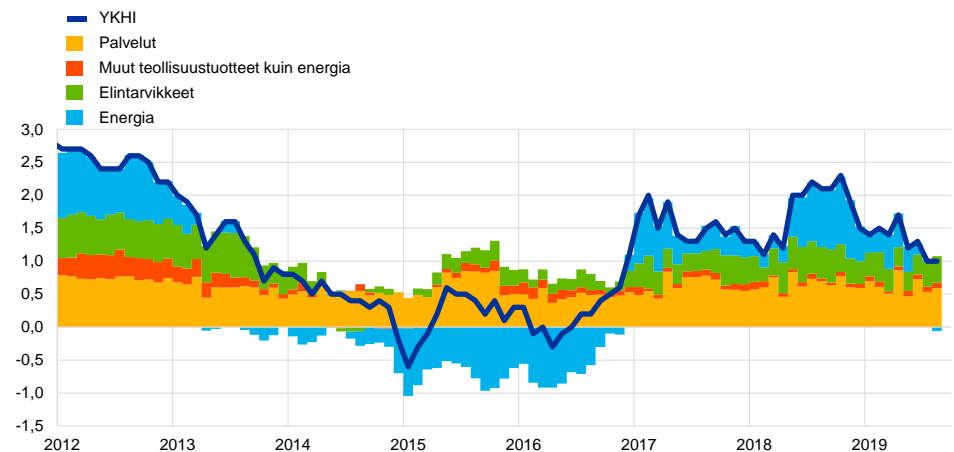
Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli elokuussa 1,0 % eli sama kuin heinäkuussa. Pohjainflaation mittarit pysyivät yleisesti vaimeina, ja inflaatio-odotusten mittarit olivat matalalla tasolla. Vaikka työvoimakustannuspaineet voimistuivat ja levisivät entistä laajemmalle, kun kapasiteetin käyttöaste oli korkea ja työmarkkinatilanne kiristyi, niiden välittyminen inflaatioon kestää aiemmin odotettua pidempään. Pohjainflaation odotetaan vauhdittuvan keskipitkällä aikavälillä EKP:n rahapoliittisten toimien, jatkuvan talouskasvun ja vahvan palkkakehityksen tuella. Samankaltainen kuva välittyy euroalueen talousnäkyviä koskevista EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioista, joiden mukaan vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,2 % vuonna 2019 ja 1,0 % vuonna 2020 sekä 1,5 % vuonna 2021. YKHI-inflaatiovauhti on nyt arvioitu koko arviointijaksolla hitaammaksi kuin kesäkuussa 2019 julkaistussa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa energian hinnan laskun ja aiempaa vaimeamman kasvutilanteen vuoksi. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan olevan 1,1 % vuonna 2019, 1,2 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021.

Kokonaisinflaatio pysyi elokuussa ennallaan. Eurostatin alustavan arvion mukaan euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio oli elokuussa 1,0 % eli sama kuin heinäkuussa, kun se oli kesäkuussa ollut 1,3 % (ks. taulukko 13). Energiaerän inflaatio hidastui edelleen ja kääntyi elokuussa negatiiviseksi, mutta elintarvike-erän inflaation nousu heinäkuussa kumosi sen vaikutuksen.

Kuvio 13

Euroalueen YKHI-inflaation aluerien vaikutukset

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot elokuulta 2019 (pika-arviot). Vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 keuhikko "Uusi valmistuskojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon"), EKP, 2019.

Pohjainflaation mittarit pysyivät yleisesti vaimeina. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatiovauhti hidastui kesäkuun 1,1 prosentista heinä- ja elokuuksi 0,9 prosenttiin, joskin tämä johtui osittain

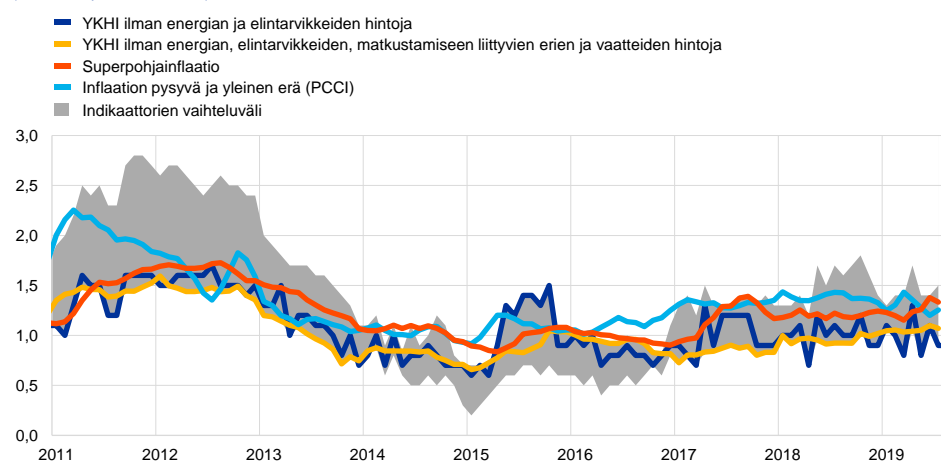
kalenterivaikutuksista ja laskentamenetelmän muutoksista.⁴

Pohjainflaatioindikaattorit, jotka vaihtelevat yleensä vähemmän kuin ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio, ovat pysyneet viime neljänneksillä varsin vakaina (tiedot saatavissa vain heinäkuuhun saakka, ks. kuvio 14). Ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja laskettu YKHI-inflaatio pysyi kesä- ja heinäkuussa ennallaan 1,1 prosentissa. Inflaation pysyvän ja yleisen erän (PCCI) muutos kiihtyi kesäkuun 1,2 prosentista heinäkuussa 1,3 prosenttiin.⁵ Superpohjainflaatio hidastui kesäkuun 1,4 prosentista heinäkuussa 1,3 prosenttiin. Kaiken kaikkiaan pohjainflaatioindikaattorit pysyivät entisessä vaihteluvälissään, mutta ne ovat kuitenkin korkeammalla tasolla kuin vuoden 2016 pohjalukemissa.

Kuvio 14

Pohjainflaatioindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Viimeisimmät havainnot ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketusta YKHistä ovat elokuulta 2019 (alustava arvio) ja muiden mittarien osalta heinäkuulta 2019. Pohjainflaatioindikaattorien vaihteluvälin laskennassa on otettu huomioon seuraavat mittarit: YKHI ilman energian hintaa; YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja; YKHI ilman energian, elintarvikkeiden, matkustamiseen liittyvien erien ja vaatteiden hintoja; YKHIn keskitetty keskiarvo (10 %); YKHIn keskitetty keskiarvo (30 %) sekä YKHIn painotettu mediaani. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketut vuoden 2015 kasvuvauhdit ovat vääristyneet ylöspäin menetelmämuutoksen takia (ks. Talouskatsauksen 2/2019 kehikko "Uusi valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmä Saksassa ja sen vaikutus YKHI-inflaatioon", EKP, 2019).

Tuoreimmat muiden teollisuustuotteiden kuin energian kuluttajahintojen

inflaatiopaineiden indikaattorit epäyhtenäisiä. Kotimarkkinoilla myytyjen muiden kulutustavaroiden kuin elintarvikkeiden tuottajahintainflaatio hidastui heinäkuussa 0,8 prosenttiin touko- ja kesäkuun 0,9 prosentista mutta pysyi selvästi pitkän aikavälin keskiarvoaan nopeampana. Vastaava tuontihintainflaatio nopeutui heinäkuussa 0,8 prosenttiin kesäkuun 0,5 prosentista. Kuitenkin hinnoitteluketjun aiemmassa vaiheessa välituotteiden kotimainen tuottajahintainflaatio hidastui edelleen – todennäköisesti osittain energian hinnan viimeaikaisen alenemisen takia. Hintapaineet vähenivät myös aivan hinnoitteluketjun alkupäässä, sillä sekä öljyn että

⁴ Valmismatkojen hintaindeksin laskentamenetelmän muutos Saksassa vaikutti alentavasti euroalueen ilman elintarvikkeita ja energiaa laskettuun YKHI-inflaatioon. Ks. Saksan keskuspankin kuukausikatsauksen artikkelin "Economic Conditions in Germany" kehikko "Dampening special effect in the HICP in July 2019", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, elokuu 2019, s. 57-59.

⁵ Ks. lisätietoja näistä pohjainflaatioindikaattoreista Talouskatsauksen 4/2018 artikkelin "Measures of underlying inflation for the euro area" kehikoista 2 ja 3, EKP, 2018.

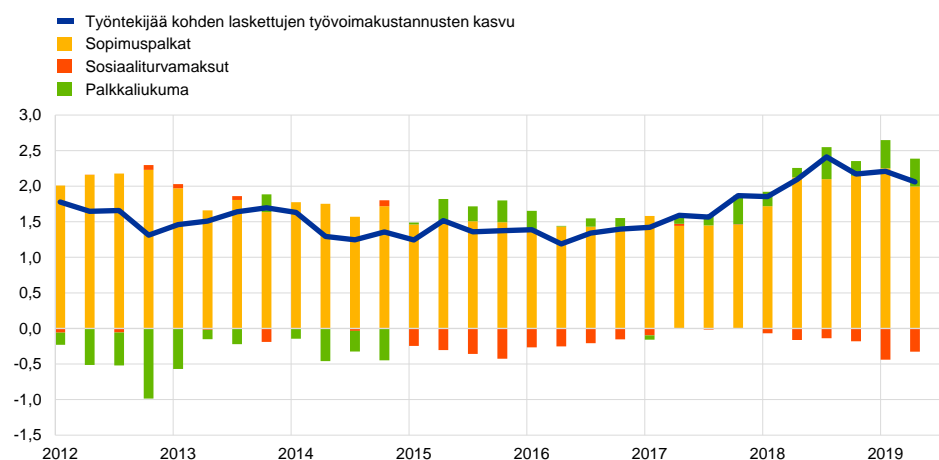
muiden raaka-aineiden hintojen vuotuinen inflaatio hidastui elokuussa edellisluokasta.

Palkkojen nousu jatkui vahvana. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti oli 2,1 % vuoden 2019 toisella neljänneksellä, kun se oli ollut 2,2 % edellisellä neljänneksellä (ks. kuvio 15). Sosiaaliturvamaksujen aleneminen vaikutti merkittävästi vuoden 2019 ensimmäisen ja toisen neljänneksen lukuihin.⁶ Työntekijää kohden laskettujen palkkojen (pl. sosiaaliturvamaksut) vuotuinen kasvuvauhti oli 2,4 % toisella neljänneksellä, kun se oli ollut 2,6 % vuoden ensimmäisellä neljänneksellä ja 2,3 % edellisvuoden viimeisellä neljänneksellä. Sopimuspalkkojen vuotuinen kasvuvauhti euroalueella oli vuoden 2019 toisella neljänneksellä 2,0 % eli hitaampi kuin ensimmäisen neljänneksen 2,3 %. Kasvun hidastuminen heijasti pääasiassa kertakorvausten kehitystä Saksassa. Jos jätetään huomiotta tilapäisistä tekijöistä aiheutuneet vaihtelut, työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvu on vakaantunut vuoden 2018 puolivälin jälkeen hieman 2,1 prosentin historiallista keskiarvoaan nopeammalle tasolle.⁷

Kuvio 15

Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset aluerittäin

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutus prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Markkinapohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet hyvin alhaisina, ja myös kyselytutkimusten mukaan odotukset ovat ennätysalhaalla. Markkinaperusteisten inflaatio-odotusten indikaattorit laskivat tarkastelujakson aikana jonkin verran ja ovat nyt vain hieman kaikkien aikojen alimman tasonsa yläpuolella. Johdannaissovimuksista johdettu viiden vuoden inflaatiovauhti viiden vuoden kuluttua oli 1,22 prosentissa 11.9.2019 eli 7 peruspistettä alempana kuin EKP:n neuvoston heinäkuun kokouksen aikaan. Vaikka

⁶ Tämä liittyi Ranskan työnantajan sosiaaliturvamaksujen pysyvällä leikkauksella, jolla korvattiin työllisyyttä ja kilpailukykyä tukeva verohelpotus (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi* – CICE), vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä.

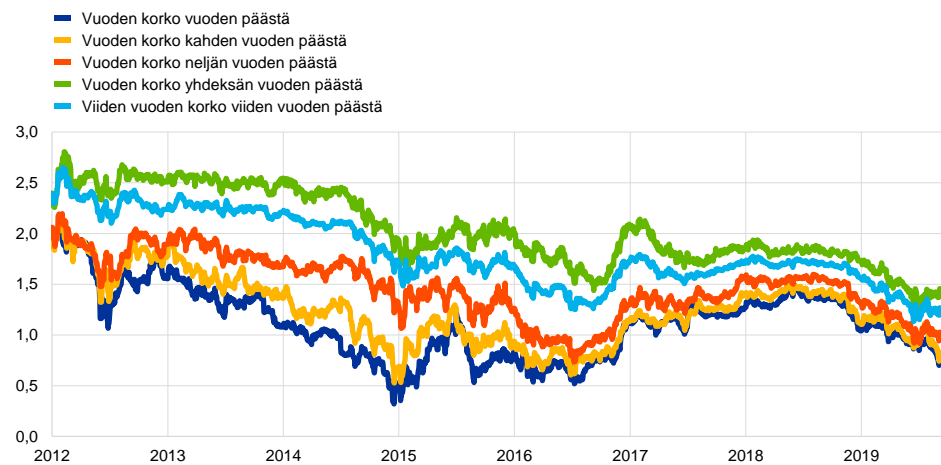
⁷ Historiallinen keskiarvo perustuu tietoihin vuoden 1999 ensimmäisen neljänneksen ja vuoden 2019 viimeisen neljänneksen väliseltä ajalta.

deflaation todennäköisyys on markkinaodotusten perusteella edelleen vähäinen, markkinapohjaiset inflaatio-odotukset viittaavat siihen, että inflaatio pysyy vaikeana pitkän aikaa ja palaa vasta hyvin asteittain lähelle 2 prosentin tasoa mutta sen alle. Kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat ennätyskellisen matalalla tasolla vuoden 2019 kolmannen neljänneksen EKP:n Survey of Professional Forecasters -kyselyn sekä heinäkuussa julkistettujen Consensus Economics- ja Euro Zone Barometer -kyselytietojen mukaan.

Kuvio 16

Markkinapohjaisista mittareista johdetut inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Thomson Reuters ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot 11.9.2019.

EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa pohjainflaation odotetaan kiihtyvän keskipitkällä aikavälillä. Elokuun lopussa käytettävissä olleiden tietojen perusteella YKHI-kokonaisinflaation arvioitiin olevan keskimäärin 1,2 % vuonna 2019, 1,0 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021, kun taas eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2019 arvioissa inflaatiovauhdin arvioitiin olevan 1,3 % vuonna 2019, 1,4 % vuonna 2020 ja 1,6 % vuonna 2021 (ks. kuvio 17). Tärkeimpänä syynä arvioiden tarkistuksiin on energian hintakehitys, joka on öljyn hinnan laskun vuoksi arvioitu nyt huomattavasti heikommaksi sekä vuodelle 2019 että vuodelle 2020. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation odotetaan pysyvän nykyisellä tasollaan vuonna 2020 ja vahvistuvan vuonna 2021, kun talous odotusten mukaan piristyy ja voittomarginaalit sen myötä kasvavat työvoimakustannusten aiemman kasvun välittyessä hintoihin. Ilman energian ja elintarvikkeiden hintoja lasketun YKHI-inflaation arvioidaan nopeutuvan 1,1 prosentista vuonna 2019 ja olevan 1,2 % vuonna 2020 ja 1,5 % vuonna 2021. Arvioita on siten tarkistettu aiempaa alemmas pääasiassa tähän saakka vuoden aikana julkistettujen odotettua heikompien taloustietojen takia.

Kuvio 17 Euroalueen YKHI

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n verkkosivuilla 12.9.2019 julkaistu artikkeli "[Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot - syyskuu 2019](#)".

Huom. Tuorein havainto vuoden 2019 toiselta neljännekseltä (toteutuneet tiedot) ja vuoden 2021 viimeiseltä neljännekseltä (arvio). Arvion keskilukua kuvaavan käyrän ympärille merkityt vaihteluvälit perustuvat aiempina vuosina laadittujen arvioiden ja toteutuneen kehityksen välisiin eroihin. Vaihteluvälien leveys on näiden erojen itseisarvojen keskiarvo kerrottuna kahdella. Vaihteluvälien laskentamenetelmää, johon sisältyy mekanismi poikkeuksellisten tapahtumien vaikutuksen korjaamiseksi, kuvataan julkaisussa "[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)" (EKP, joulukuu 2009). Arviot perustuvat 29.8.2019 käytettävissä olleisiin tietoihin.

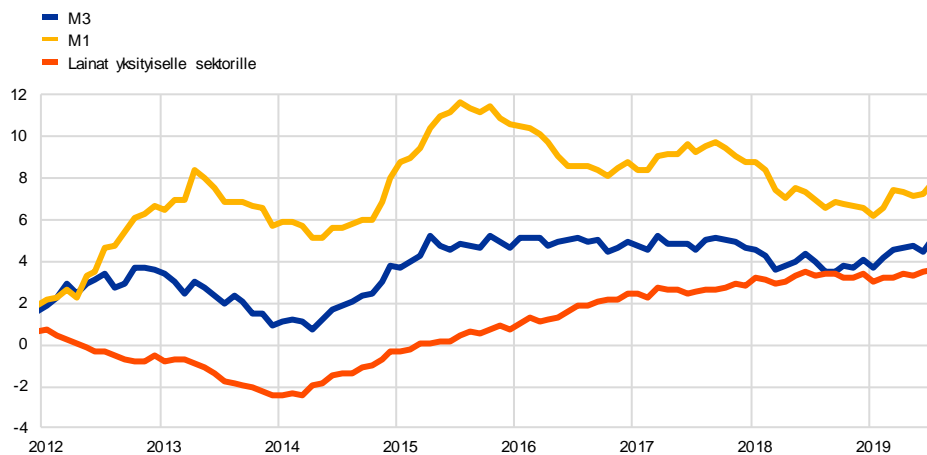
5 Rahan määrä ja luotonanto

Heinäkuussa 2019 lavean rahan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui merkittävästi, kun taas luotonanto yksityiselle sektorille pysyi pitkälti ennallaan. Lavean rahan kasvu jatkui vahvana, vaikka laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtyjen netto-ostojen mekaaninen kasvuvaikeus onkin vähenemässä ja talouden kasvuvire heikkenemässä. Samaan aikaan pankkien suotuisa rahoitus- ja luotonantotilanne tuki edelleen luotonantoa ja siten talouskasvua. Yritysten velkapapereiden nettoemissiot, jotka olivat vuoden 2019 ensimmäisellä neljänneksellä nousseet tähänastiselle huipputasolle, pysyivät toisella vuosineljänneksellä vahvoina joukkolainamarkkinoiden tilanteen jatkuvasti kohentuessa.

Lavean rahan kasvu kiihtyi heinäkuussa tuntuvasti. M3:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 5,2 prosenttiin heinäkuussa 2019, mikä merkitsi paluuta vuosien 2015–2017 vankkoihin kasvulukemiin, kun se kesäkuussa 2019 oli ollut 4,5 % (ks. kuvio 18). Lavean rahan kasvun nopeutumista tuki vaihtoehtoiskestävien lasku, ja kasvu piti edelleen pintansa laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman netto-ostojen positiivisen mekaanisen kasvuvaikeuden laantuessa ja talouden kasvuvireen heiketessä. M3:n likvideimpien erien eli suppean raha-aggregaatin M1:n kasvu oli edelleen merkittävin lavean rahan kasvua vauhdittava tekijä. M1:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi kesäkuun 7,2 prosentista 7,8 prosenttiin heinäkuussa jatkaen alkuvuonna alkanutta elpymistään.

Kuvio 18
M3, M1 ja lainat yksityiselle sektorille

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

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

Rahan kasvun tärkeimmän osatekijän eli yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti jatkui vahvana. Yön yli -talletusten vuotuinen kasvuvauhti nopeutui heinäkuussa 8,3 prosenttiin sekä yritysten että kotitalouksien hallussaan pitämien yön yli -talletusten vuotuisen kasvuvauhdin vahvan nousun johdosta. M1:n osatekijöistä liikkeessä olevan rahan vuotuinen kasvuvauhti jatkui vakaana, joskaan ei pitkän aikavälin näkökulmasta poikkeuksellisen vahvana. Tämä viittaa siihen, 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) saivat edelleen tukea M3:n hallussapidon alhaisista vaihtoehtokustannuksista, ja niiden vaikutus M3:n kasvuun oli heinäkuussa neutraali. Samaan aikaan jälkimarkkinakelpoiset instrumentit (eli M3 - M2) vaikuttivat edelleen lavean rahan kasvuun negatiivisesti näille instrumenteille maksettavan tuoton suhteellisen alhaisen tason vuoksi.

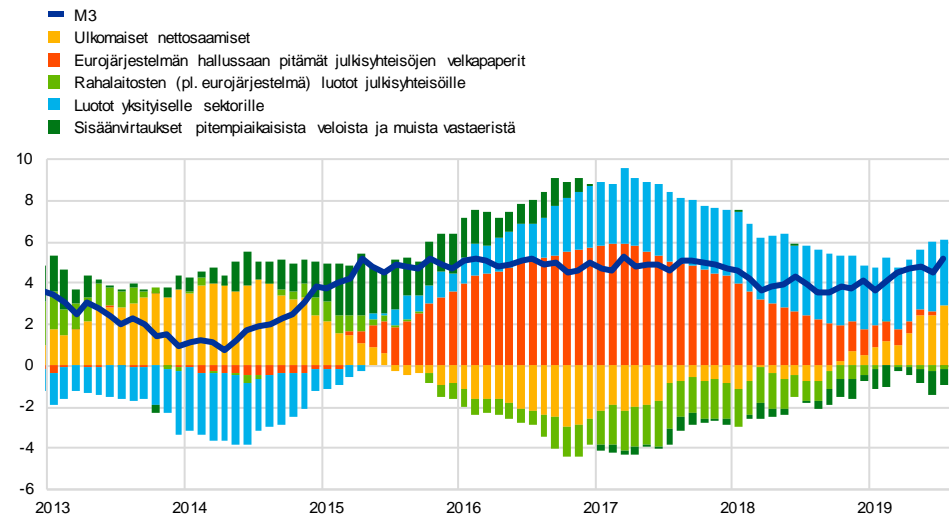
Ulkoisten rahavirtojen vaikutus M3:n kasvuun vahvistui heinäkuussa edelleen.

Yksityiselle sektorille myönnetyt luotot pysyivät rahan luomisen tärkeimpänä lähteenä, ja niiden positiivinen vaikutus on suurelta osin kompensoinut laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman mekaanisen kasvuvaikutuksen supistumista (ks. kuvion 19 palkkien siniset osat). Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman mekaanisesta kasvuvaikutuksesta johtuva eurojärjestelmän hallussaan pitämien julkisyhteisöjen velkapaperien positiivinen vaikutus M3:n kasvuun on supistunut marginaaliseksi (ks. kuvion 19 palkkien punaiset osat). Viime kuukausina laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kasvuvaikutuksen supistumisen ovat korvanneet ulkoiset rahavirrat (ks. kuvion 19 palkkien keltaiset osat). Ulkomaisten nettosaamisten vaikutuksen kasvussa näkyy euroalueen omaisuuserien entistä suurempi suosio ulkomaisten sijoittajien sijoituskohteena.

Kuvio 19

M3 ja sen vastaerät

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



Lähde: EKP.

Huom. Luotonanto yksityiselle sektorille sisältää rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät luotot ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueen yksityisen ei-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 heinäkuulta 2019.

Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti pysyi pitkälti ennallaan, ja joissakin suhdanneherkissä segmenteissä kasvu heikkeni.

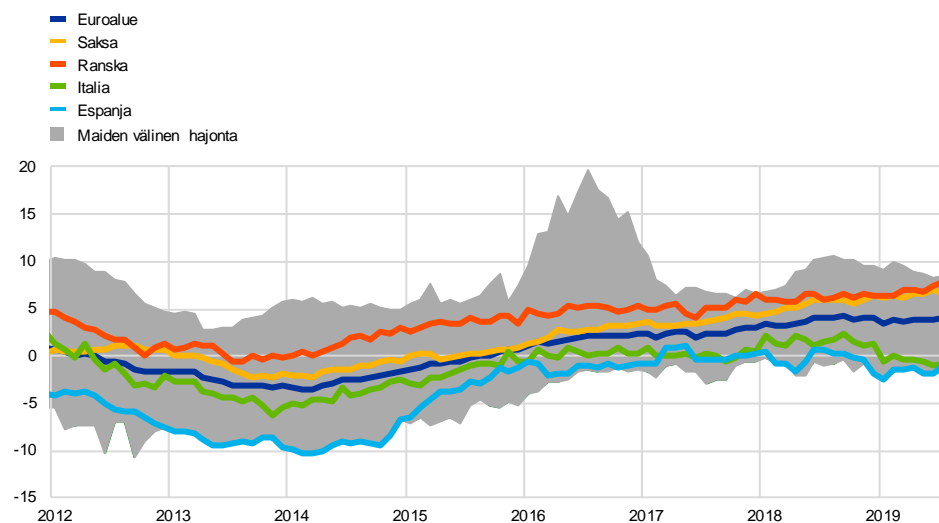
Yksityiselle sektorille myönnettyjen rahalaitoslainojen vuotuinen kasvuvauhti (joka on korjattu lainojen myyntiä, arvopaperistamista ja laskennallisia konsernitilijärjestelyjä (notional cash pooling) koskevilla tiedoilla) oli heinäkuussa

3,6 % oltuaan kesäkuussa 3,5 % (ks. kuvio 18). Tämä kehitys johtui pääosin kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuisen kasvuvauhdin lievästä nopeutumisesta 3,4 prosenttiin heinäkuussa, kun se kesäkuussa oli 3,3 %. Kotitalouksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti jatkoi siis asteittaista vahvistumistaan, joka sai tukea työmarkkinoiden jatkuvasta kohenemisestä ja asuntomarkkinoiden suotuisana pysyneestä kehityksestä. Yrityksille suunnatun luotonannon vuotuinen kasvuvauhti pysyi vakaana ja oli heinäkuussa 3,9 %, kun se oli korkeimmillaan syyskuussa 2018 ollut 4,3 %. Tämä oli johdonmukaista, sillä yritysten luotonanto seuraa suhdannevaihteluita viiveellä reaalityalouden kehityksen ja vuonna 2018 havaitun kokonaiskysynnän hidastumisen osalta. Tämä näkyy erityisesti suhdanneherkkien segmenttien, kuten lyhytaikaisten lainojen ja tehdasteollisuudelle myönnettyjen lainojen, heikkoutena. Kokonaisuudessaan luotonannon kasvu sai edelleen tukea suotuisasta luotonantotilanteesta. Yrityksille ja kotitalouksille suunnatun luotonannon kasvulle on myös tyypillistä huomattava maiden välinen vaihtelu (ks. kuviot 20 ja 21), johon vaikuttavat muun muassa maakohtaiset erot suhdannetilanteessa, muiden rahoituslähteiden saatavuuden vaihtelut sekä asuntojen erilainen hintakehitys eri maissa.

Kuvio 20

Rahalaitosten yrityksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



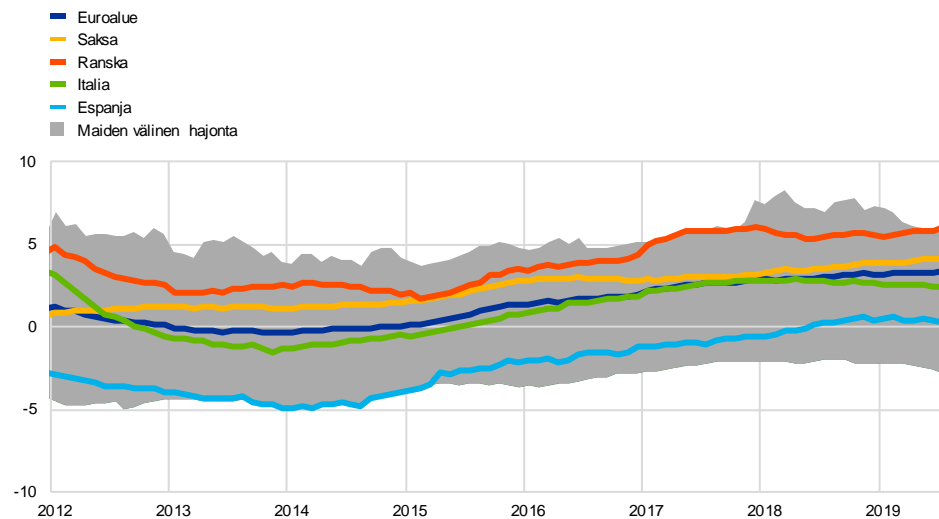
Lähde: EKP.

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 heinäkuulta 2019.

Kuvio 21

Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät lainat joissakin euroalueen maissa

(vuotuinen muutos prosentteina)



Lähde: EKP.

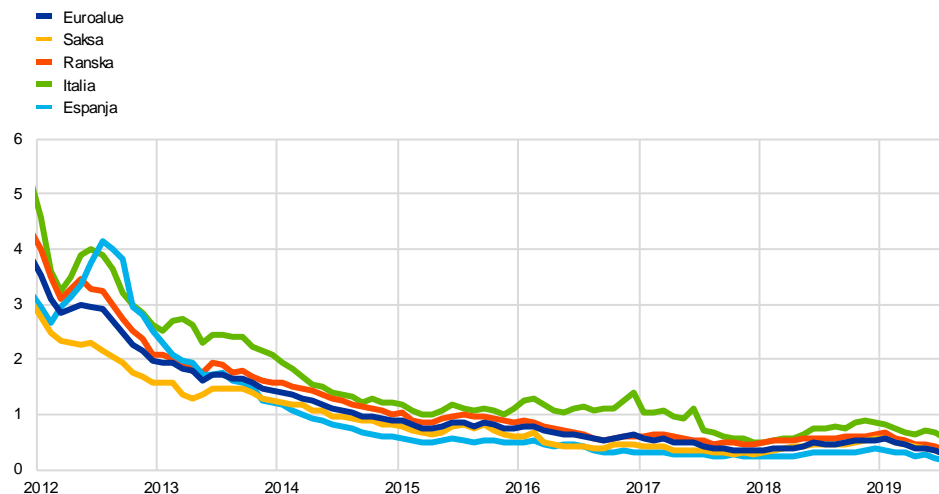
Huom. Lainanantoa koskevista luvuista on poistettu lainojen myynnin ja arvopaperistamisen vaikutus. Maiden välinen hajonta lasketaan vähimmäis- ja enimmäisarvojen perusteella käyttämällä 12 euromaan kiinteää otosta. Tuorein havainto on heinäkuulta 2019.

Pankkien rahoitusolot ovat edelleen parantuneet. Vuoden 2019 alusta alkaen euroalueen pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkulutus on edelleen pienentynyt pitkälti markkinaviitekorkojen kehitystä seuraten (ks. kuvio 22). Tämä kehitys on johtunut pääasiassa pankkien joukkolainojen tuottojen huomattavasta supistumisesta, kun taas euroalueen pankkien talletuskorot ovat pysytelleet lähellä pitkän aikavälin pohjalukemiaan. Pankkien joukkolainat ovat edelleen olleet talletuksia kalliimpi rahoituksen lähde, ja niiden osuus pankkien koko velkarahoituksesta on ollut vähäinen. Pankkien velkarahoituskustannusten suotuisaa kehitystä esiintyi kaikissa euroalueen suurimmissa maissa. EKP:n tekemässä pankkien luotonantokyselyssä euroalueen pankit ilmoittivat myös, että niiden rahoituksensaanti oli parantunut vuoden 2019 alkupuoliskolla, mikä johtui ensisijaisesti parantuneista mahdollisuuksista hankkia rahoitusta velkapaperien välityksellä. Samaan aikaan pankkien rahoituskustannukset vaihtelivat edelleen euroalueen suurimmissa maissa. Vuoden 2019 alkupuoliskolla euroalueen pankkien uusien yrityslainojen korkokatteet supistuivat jonkin verran. Negatiivisten talletuskorkojen käyttömahdollisuudet, jotka yritystalletusten osalta vaihtelevat eri maissa, vaikuttavat merkittävästi näiden katteiden kokoon. Korkokatteiden supistuminen heikentää näin pankkien kannattavuutta. Tätä kuitenkin kompensoi alhaisten tai jopa negatiivisten korkojen positiivinen vaikutus luottokelpoisuuteen (mikä vähentää luottotappiovarauksista aiheutuvia kuluja) ja luotonantovolyyymiin. Pankkien rahoitusolot ovatkin kokonaisuudessaan pysyneet suotuisina, mikä johtuu kasvua tukevasta EKP:n rahapolitiikan mitoituksesta ja pankkitaseiden vahvistumisesta. Euroalueen pankkien kannattavuus on kuitenkin edelleen huono, vaikka pankit ovatkin vahvistaneet taseitaan esimerkiksi järjestämättömiä saamisia vähentämällä.

Kuvio 22

Pankkien velkarahoituksen yhdistelmäkustannus

(talletusten ja vakuudettoman markkinaehtoisen velkarahoituksen yhdistelmäkustannus, vuotuisina prosenteina)



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

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

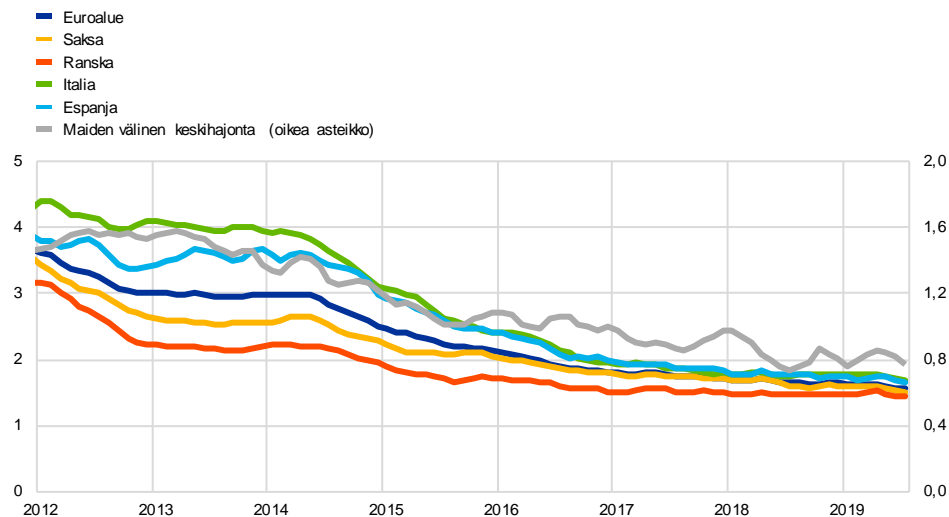
Pankkien myöntämien yritys- ja kotitalouslainojen korot laskivat edelleen.

Lasku noudatteli jokseenkin markkinaviitekorkojen kehitystä. Heinäkuussa 2019 pankkien myöntämien yritysloainojen yhdistelmäkoro (ks. kuvio 23) olivat 1,56 % eli vain hiukan pitkän aikavälin pohjatasonsa yläpuolella, kun taas pankkien myöntämien asuntolainojen yhdistelmäkoro laskivat heinäkuussa uudelle ennätysalhaiselle tasolle eli 1,61 prosenttiin (ks. kuvio 24). Kilpailupaineet ja entistä suotuisimmat pankkien rahoituskustannukset pitivät euroalueen yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen lainojen korot alhaisina. Kaiken kaikkiaan pankkien yrityksille ja kotitalouksille myöntämien lainojen yhdistelmäkoro ovat laskeneet huomattavasti sen jälkeen, kun EKP ilmoitti kesäkuussa 2014 uusista luotto-oloja helpottavista toimenpiteistä. Toukokuusta 2014 heinäkuuhun 2019 yritysloainojen yhdistelmäkoro laskivat noin 1,40 prosenttiyksikköä ja kotitalousloainojen yhdistelmäkoro 1,30 prosenttiyksikköä. Pankkien myöntämien yritysloainojen korot sekä pienyrityksille myönnettyjen lainojen korot (olettaen, että hyvin pienet, enintään 0,25 miljoonan euron lainat myönnetään ensisijaisesti pienyrityksille) laskivat erityisen tuntuvasti finanssikriisistä eniten kärsineissä euroalueen maissa. Tämä viittaa siihen, että rahapolitiikka on välittynyt aiempaa tasapuolisemmin pankkien antolainauskorkoihin euroalueen eri maissa ja erikokoisten yritysten kohdalla.

Kuvio 23

Yrityslainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



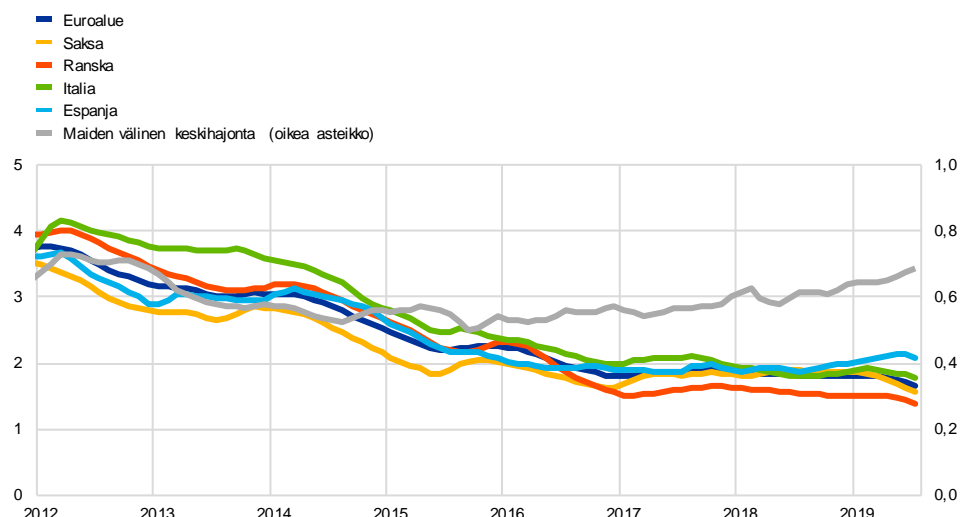
Lähde: EKP.

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

Kuvio 24

Asuntolainojen yhdistelmäkorot

(vuotuisina prosentteina, kolmen kuukauden liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.

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

Euroalueen yritysten ulkoisen rahoituksen vuotuinen muutos pysyi pitkälti ennallaan vuoden 2019 toisella neljänneksellä supistuttuaan voimakkaasti edellisellä neljänneksellä. Lainanotto pankeilta vahvistui toisella vuosineljänneksellä, ja velkapapereiden nettoemissiot jatkuivat vakaalla tasolla. Osakkeiden nettoemissiot ja lainanotto muilta rahoituslaitoksilta kuin rahalaitoksilta

pysyivät sitä vastoin heikkoina. Aiempiin laskusuhdanteisiin verrattuna yritysten velkarahoitusvirrat ovat pitäneet pintansa varsin hyvin. Tämä johtuu suotuisasta velkarahoitustilanteesta, palvelujen ja kiinteistöalan kasvaneesta vaikutuksesta yleiseen talouskasvuun, yritysten investointien vahvasta kasvusta ja voittojen kasvun hidastumisesta, jotka ovat kaikki tukeneet velkarahoituksen volyymeja.

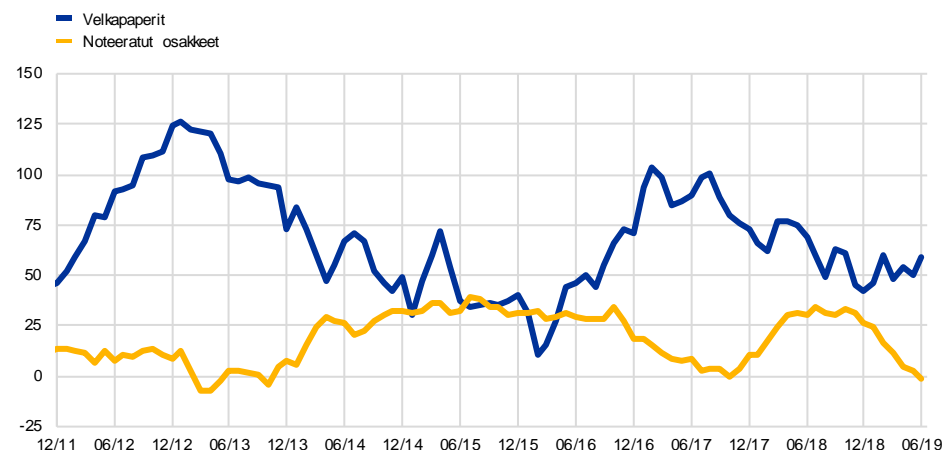
Vuoden 2019 toisella neljänneksellä yritysten velkapapereiden nettoemissiot jatkuivat varsin vahvoina, joskin alemmalla tasolla kuin edellisellä vuosineljänneksellä, jolloin ne olivat suurimmillaan vuoden 1999 jälkeen.

Velkapapereiden nettoemissioiden maltillistuminen vuoden 2019 toisella neljänneksellä noudattelee sarjan tyypillistä kausivaihtelua, ja siinä on myös hyvitysefektiä edellisestä vuosineljänneksestä, jolloin ne kävivät poikkeuksellisen vahvalla tasolla 42 miljardissa eurossa. Lisäksi markkinaehtoisen rahoituksen kustannukset laskivat huhtikuusta kesäkuuhun 2019 vielä 0,25 prosenttiyksiköllä ja tukivat edelleen velkapapereiden nettoemissioita. Keskipitkällä aikavälillä vuotuisten nettoemissioiden vähittäinen hidastuminen, joka alkoi vuonna 2017, näyttää loppuneen ainakin väliaikaisesti (ks. kuvio 25). Tämä vahvistaa sen asteittaisen vakautumisen, josta on havaittu merkkejä vuoden 2019 alusta asti. Markkinatiedot viittaavat siihen, että velkapapereiden nettoemissiot ovat heinä-elokuussa 2019 pysyneet vahvoina, joskin ne ovat rajoittuneet investointiluokan liikkeeseenlaskijoihin, kun taas high yield -lainojen liikkeeseenlasku on ollut paljon vaimeampaa kuin vuoden 2019 toisella neljänneksellä. Osakkeiden nettoemissiot heikkenivät edelleen ja kääntyivät vuoden 2019 toisella neljänneksellä negatiivisiksi, mikä johtui sekä fuusioiden ja yritysostojen vaimeudesta että osakerahoituksen kustannuksen jatkuvasta kasvusta.

Kuvio 25

Euroalueen yritysten velkapaperien ja noteerattujen osakkeiden nettomääräinen liikkeeseenlasku

(vuositasolla, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huom. Kuukausittaiset luvut perustuvat 12 kuukauden liukuvaan jaksoon. Tuorein havainto on kesäkuulta 2019.

Kesäkuussa 2019 yritysten rahoituskustannukset pysyttelivät hieman huhtikuun 2019 pitkän aikavälin pohjatasonsa yläpuolella. Yritysten ulkoisen rahoituksen yhteenlaskettu nimelliskustannus, joka sisältää pankkilainat,

velkapapereiden liikkeeseenlaskun markkinoilla sekä osakerahoituksen, oli 4,6 % kesäkuussa 2019. Tämä taso oli 0,16 prosenttiyksikköä ylempänä kuin huhtikuussa 2019, jolloin rahoituskustannusten sarja oli pitkän aikavälin pohjalukemissaan, mutta edelleen alempana kuin vuoden 2014 puolessavälissä, jolloin markkinoiden odotukset julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman käyttöönotosta alkoivat näkyä. Rahoituksen kustannusten kasvu selittyy riskipreemioiden kasvun aiheuttamalla osakerahoituksen kustannuksen kasvulla, jota vain osittain tasoitti markkinaehtoisen rahoituksen kustannusten pieneneminen entisestään. Kahden seuraavan kuukauden aikana rahoituksen kokonaiskustannusten arvioidaan pysyneen pitkälti ennallaan kesäkuun 2019 tasolla.

6 Julkisen talouden kehitys

Euroalueen julkisen talouden alijäämän arvioidaan kasvavan perusjäämien supistuessa koko arviointijaksolla (2019–2021). Suotuisa velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja positiiviset, joskin pienenevät perusjäämät tukevat edelleen BKT:hen suhteutetun euroalueen julkisen talouden kokonaisvelan supistumista. Euroalueen finanssipolitiikan odotetaan olevan kokonaisuudessaan lievästi elvyttävää ja tukevan jossakin määrin talouskasvua. Talousnäkymien heikentyessä ja kasvua hidastavien riskien pysyessä vahvasti esillä niiden hallitusten, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, olisi talouden kasvun hidastuessa toimittava tehokkaasti ja oikea-aikaisesti. Samaan aikaan maissa, joiden julkinen velka on suuri, hallitusten on harjoitettava kurinalaista politiikkaa ja saavutettava rakenteelliselle rahoitusasemalle asetetut tavoitteet. Näin luodaan edellytykset automaattisten vakauttajien vapaalle toiminnalle.

Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän arvioidaan pienenevän arviointijaksolla.⁸ EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioiden mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen kasvanee 0,8 prosenttiin vuonna 2019. Vuonna 2018 alijäämäsuhte oli 0,5%. Tämä kehitys johtuu suhdannekorjatun perusjäämän pienenemisestä, jota osittain tasoittaa korkomenojen supistuminen, kun taas suhdannekomponentti pysyttelee pitkälti ennallaan. Alijäämän odotetaan pysyttelevän koholla myös vuonna 2020 ja kasvavan 1,0 prosenttiin BKT:stä vuonna 2021 (ks. kuvio 26) suhdannekorjatun perusjäämän pienentyessä edelleen.

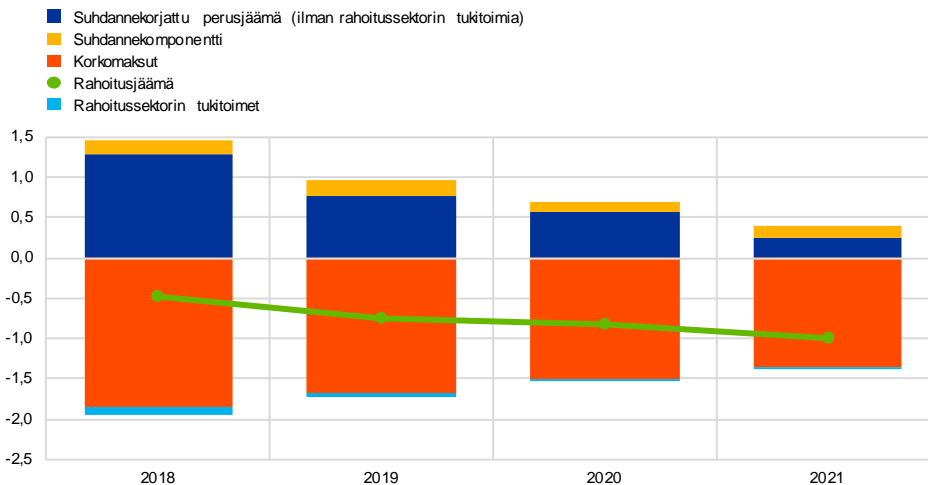
Euroalueen julkisen talouden rahoitusjäämän näkymät pysyvät kutakuinkin ennallaan eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2019 arvioihin verrattuina. Alijäämäsuhteen arvioidaan olevan vuonna 2019 hieman alhaisempi suhdannekorjatun perusjäämän kasvun ansiosta, kun taas vuodelle 2021 arviota on tarkistettu hiukan ylöspäin, mikä ilmentää suhdannekomponentin heikkenevää kehitystä.

⁸ Ks. EKP:n verkkosivuilla 12.9.2019 julkaistu artikkeli ”Euroalueen talousnäkymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot (syyskuu 2019)”.

Kuvio 26

Rahoitusjäämä ja sen osatekijät

(% suhteessa BKT:hen)



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

Euroalueen finanssipolitiikan arvioidaan olevan kokonaisuudessaan lievästi elvyttävää koko arviointijaksolla.⁹ Finanssipolitiikan keveneminen vuonna 2019 johtuu pääosin Ranskan ja Saksan välittömien verojen kevennyksistä sekä Saksan julkisten menojen lisäyksistä. Kahden seuraavan vuoden aikana finanssipolitiikka jatkuu lievästi elvyttävänä, mihin ovat syynä pääasiassa välittömien verojen ja sosiaaliturvamaksujen lisäleikkaukset useimmissa suurissa euroalueen maissa.

Euroalueen kokonaisvelkasuhteen arvioidaan edelleen supistuvan. EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa ennakoidaan, että BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden kokonaisvelka supistuu 81,2 prosenttiin vuoden 2021 loppuun mennessä, kun se vuonna 2018 oli 85,4 %¹⁰. Arvioita julkisen talouden velkasuhteen pienenemisestä tukevat velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron pysyminen negatiivisena¹¹ sekä perusylijäämien suotuisan kehityksen jatkuminen, vaikka näiden tekijöiden odotetaan heikkenevän ajan mittaan (ks. kuvio 27). Velkasuhteen odotetaan arviointijaksolla supistuvan useimmissa euroalueen maissa, joskin se joissakin maissa ylittää edelleen pitkälti viitearvon, joka on 60 % BKT:stä. Euroalueen kokonaisvelkasuhteen odotetaan pienenevän hitaammin kuin mitä kesäkuussa 2019 arvioitiin, ja vuoden 2021 velkasuhdeennustetta onkin tarkistettu 0,7 prosenttiyksikköä ylöspäin. Tämä kasvu johtuu velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välisen eron kasvusta, perusylijäämien supistumisesta ja vuoden 2018 velkasuhteeseen tehdystä tilastollisesta tarkistuksesta.

⁹ Finanssipolitiikan taustalla vaikuttavat paitsi julkisen talouden automaattiset reaktiot taloussuhdanteeseen myös talouden finanssipoliittisten elvytystoimien suuntaaminen ja niiden laajuus. Finanssipolitiikan mittarina on tässä muutos BKT:hen suhteutetussa suhdannekorjatussa perusjäämässä puhdistettuna valtion finanssisektorille antamasta tuesta. Euroalueen finanssipolitiikan käsitettä tarkastellaan lähemmin Talouskatsauksen 4/2016 artikkelissa "The euro area fiscal stance".

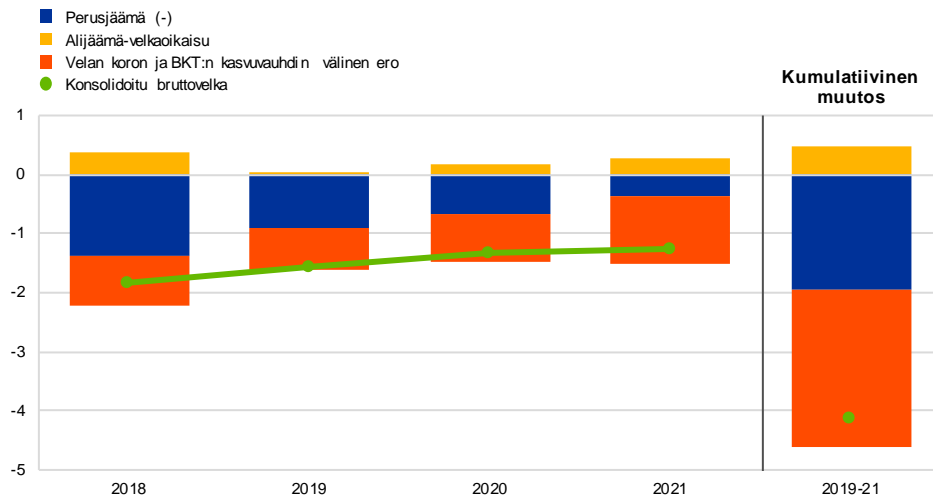
¹⁰ Arvioissa otetaan yleensä huomioon lukujen tuoreimmat korjaukset, joten niissä voi olla poikkeamia tuoreimmista vahvistetuista Eurostatin tiedoista.

¹¹ Lisätietoja on Talouskatsauksen 2/2019 kehikossa "Velan koron ja BKT:n kasvuvauhdin välinen ero ja julkishallinnon velkaantuminen".

Kuvio 27

Julkisen velan muutoksiin vaikuttavat tekijät

(prosenttiyksikköä BKT:stä)



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

Maiden on laadittava vuoden 2020 budjettinsa EU:n julkisen talouden ohjausjärjestelmän määräysten mukaisesti.

Talousnäkyvien heikentyessä ja kasvua hidastavien riskien pysyessä vahvasti esillä niiden hallitusten, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, olisi talouden kasvun hidastuessa toimittava tehokkaasti ja oikea-aikaisesti. Maissa, joiden julkinen velka on suuri, hallitusten on harjoitettava kurinalaista politiikkaa ja saavutettava rakenteelliselle rahoitusasemalle asetetut tavoitteet. Näin luodaan edellytykset automaattisten vakauttajien vapaalle toiminnalle. Kaikkien maiden olisi samalla tehostettava toimia, joilla parannetaan julkisen talouden edellytyksiä tukea kasvua.

Kehikot

1 Syyskuun rahapoliittiset toimet

Syyskuun kokouksessaan EKP:n neuvosto totesi, että euroalueen talouskasvu jatkuu heikkona odotettua pitempään, kasvunäkymiä heikentävät riskit ovat edelleen huomattavia ja inflaation palautuminen lähelle keskipitkän aikavälin tavoitetta on entisestään pitkittynyt. Inflaationäkymät ovat edelleen EKP:n neuvoston tavoitetta heikommalla euroalueen talouskasvun hitauden vuoksi. Inflaatiovauhti ei ole viime kuukausina vilkastunut sen paremmin toteutuneen kehityksen kuin ennusteidenkaan perusteella, mittarit osoittavat pohjainflaation pysyneen kaiken kaikkiaan hitaana, ja sekä markkina- että kyselypohjaiset pitkän aikavälin inflaatio-odotusten mittarit ovat pysyneet historiallisesti katsoen alhaisina. Tämä kehitys kuvastuu myös viimeisimmissä euroalueen talousnäkyymiä koskevissa EKP:n asiantuntijoiden arvioissa, joiden mukaan inflaatio hidastuu ja kasvunäkymät heikkenevät entisestään.

EKP:n neuvosto päätti toteuttaa useita laajoja rahapoliittisia toimia euroalueen hintavakaustavoitteensa mukaisesti. Viittä osa-alueetta koskevat toimet ovat seuraavat: 1) talletuskoron laskeminen, 2) EKP:n ohjauksorkoja koskeva ennakoiva viestintä, 3) uusien ostojen aloittaminen omaisuuserien osto-ohjelmassa, 4) kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden uudessa eli kolmannessa sarjassa suoritettavien neljännesvuosittaisten operaatioiden ehtojen muuttaminen ja 5) pankkien varannoille maksettavan koron muuttaminen kaksiportaiseksi. Yhdessä nämä toisiaan täydentävät keinot tarjoavat laajaa rahapoliittista elvytystä. Ne vakauttavat markkinoiden eri segmentteihin sellaiset rahoitusolot, jotka pystyvät antamaan riittävää tukea talouskasvun kääntymistä uuteen nousuun ja inflaatio-odotusten ankkuroitumiselle. Tavoitteena on pitää pankkien luotonantotilanne suotuisana ja tukea rahapolitiikan vaikutuksen sujuvaa välittymistä reaali-talouteen.

Ensiksikin EKP:n neuvosto päätti laskea talletuskoron -0,50 prosenttiin.

Tilanteessa, jossa ylimääräistä likviditeettiä on runsaasti, talletuskorko on lyhyiden korkojen perusta. Lyhyiden korkojen muutokset puolestaan ovat lähtökohta rahapolitiikan välittymiselle. Eoniakorko (euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutunut painotettu keskikorko) määrittää euroalueen yön yli -indeksiswapkorkojen tuottokäyrän. Tuottokäyrään perustuu monien rahoitusinstrumenttien hinnoittelu ja etenkin viitekorot, joiden pohjalta antolainauskorot määritetään. Talletuskoron laskeminen tarjoaa rahapoliittista elvytystä myös pitemmän maturiteetin korkoihin, joiden mukaan yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannukset määräytyvät. Talletuskoron laskeminen 10 peruspisteellä tukee kasvua entistä enemmän ja lisäksi kannustaa pankkeja lisäämään lainanantoa likviditeetin kartuttamisen sijasta, jotta omaisuuserien osto-ohjelman kautta välittyvä salkkujen uudelleenjärjestelyn vaikutus tehostuisi.

Toiseksi EKP:n neuvosto selkeytti lyhyiden korkojen tulevan kehityksen ehtoja muuttamalla ennakoivan viestintänsä tilasidottua osaa. Muutokset täydentävät

EKP:n neuvoston symmetrisyyttä korostavaa lähestymistapaa, jota se painotti heinäkuun kokouksessa. Se tarkoittaa, että EKP on yhtä vahvasti sitoutunut hintavakautta vahvistaviin toimiin sekä silloin, kun inflaatio on tavoitetta hitaampi, että silloin, kun se on tavoitetta nopeampi. Syyskuun kokouksessa ennakoivaa viestintää selkeytettiin entisestään.

EKP:n neuvosto on nyt täsmentänyt ennakoivan viestintänsä tilasidottua osaa esittämällä inflaatio-odotuksia tarkemmin rajaavia ehtoja. Nämä täsmennykset selventävät EKP:n neuvoston reaktiofunktioita suhteessa inflaationäkymien kehitykseen. EKP:n neuvosto odottaa nyt ohjauskorkojen pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina, kunnes arviointijakson inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia, mutta sen alle, ja kehitys näkyy johdonmukaisesti myös pohjainflaatioissa. Jotta inflaationäkymät olisivat "riittävän lähellä kahta prosenttia, mutta sen alle", inflaationäkymien on nopeuduttava merkittävästi nykyiseen toteutuneeseen tasoon ja arvioihin nähden ja inflaationäkymien palautumista on havainnoitava ennustejakson sisällä. Se, että inflaationäkymien on palaututtava "vankasti", tarkoittaa EKP:n neuvostoon haluavan varmistua siitä, että palautumisprosessi on jatkunut riittävän pitkään ja varmistunut riittävästi ennen kuin ohjauskorkoja ryhdytään nostamaan. Vaatimus inflaatiokehityksen näkymisestä pohjainflaatioissa puolestaan auttaa varmistamaan, että toteutuneen inflaation kehitys tukee inflaationäkymiä. Nämä ehdot estävät reagoimasta liian voimakkaasti tilapäisiin inflaatio-osokkeihin sekä ennuste- ja mittausvirheisiin.

Täsmennetty ennakoiva viestintä tuo entistä selvemmin esille sen, että EKP:n neuvosto on sitoutunut jatkamaan vahvasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa niin kauan kuin on tarpeen, jotta inflaatio palautuu kestävästi riittävän lähelle tavoitetta keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi EKP:n neuvosto viittasi siihen, että ohjauskorkoja voidaan vielä laskea, jos inflaationäkymät antavat siihen aihetta. Toisin sanoen rahapolitiikan keventäminen on edelleen sen kiristämistä todennäköisempää.

Kolmanneksi EKP:n neuvosto päätti, että omaisuuserien osto-ohjelmassa aletaan jälleen tehdä uusia netto-ostoja. Omaisuuseriä ostetaan 20 miljardilla eurolla kuukaudessa, ja niiden erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia jatketaan pitemmän aikaa. Uusien ostojen tekeminen pitää pitkät korot kurissa pienentämällä riskipreemioita. EKP:n neuvosto päätti myös, että ohjelmassa ostettujen omaisuuserien erääntyessä takaisin maksettavan pääoman uudelleensijoituksia jatketaan täysimääräisesti vielä pitemmän aikaa sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto alkaa nostaa ohjauskorkoja, ja joka tapauksessa niin kauan kuin on tarpeen suotuisan likviditeettitilanteen ja vahvasti kasvua tukevan rahapolitiikan ylläpitämiseksi. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti tarvittavassa määrin laajentaa mahdollisuutta ostaa arvopapereita, joiden tuotto on talletuskorkoa pienempi, omaisuuserien osto-ohjelman yksityissektoria koskeviin osiin eli kolmanteen katettujen joukkolainojen osto-ohjelmaan, omaisuusvakuudellisten arvopapereiden osto-ohjelmaan ja yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmaan. Tämä laajennus edistää omaisuuserien osto-ohjelman sujuvaa toteutumista ja kuvastaa markkinakoroissa tapahtuneita muutoksia suhteessa talletuskorkoon.

Uusien ostojen tekeminen täydentää ohjauskorkoja koskevan ennakoivan viestinnän vaikutusta, sillä ostojen odotetaan jatkuvan niin kauan kuin on tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa. Tämä vahvistaa

ohjauskorkojen signaalivaikutusta. Koska EKP:n ohjauskorkoja koskevan ennakoivan viestinnän tilasidottu osa perustuu inflaation arvioituun kehitykseen ja pohjainflaation kehitykseen, se myös sitoo osto-ohjelmassa tehtävien ostojen aikaperspektiivin inflaatioennusteeseen. Lisäksi kytkemällä uudelleensijoitukset korkoihin voidaan varmistaa, että uudelleensijoitusten aikaperspektiivi määräytyy korkojen odotetun kehityksen mukaan ja siten vahvistaa korkojen kasvua tukevaa vaikutusta.

Neljänneksi EKP:n neuvosto päätti muuttaa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kolmannen sarjan ehtoja. Uusien operaatioiden

hinnoittelusta on tehty entistä houkuttelevampi. Keskeistä on, että heinäkuussa ilmoitettu operaation koron ja antolainauksen vähimmäiskoron välinen 10 peruspisteen tuottoero poistettiin. Kunkin operaation koroksi tulee operaation koko voimassaoloajalta laskettu eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden keskiporko. Korko on alempi pankeilla, joilla operaation ehdot täyttävä nettoluotonanto ylittää tietyn viitearvon: alimmillaan se voi olla operaation voimassaoloajalta laskettu keskimääräinen talletuskorko. Uudella hinnoittelulla pyritään tukemaan pankkien luotonantotilannetta ja siten varmistamaan, että pankit pystyvät edelleen tarjoamaan suotuisia lainaehtoja yrityksille ja kotitalouksille. Lisäksi kolmannen sarjan operaatioiden kesto on pidennetty kahdesta vuodesta kolmeen, jotta se vastaisi paremmin pankkirahoitteisten investointihankkeiden tyypillistä kestoja. Tämä tehostaa kohdennettujen pitempiaikaisten operaatioiden kolmannen sarjan reaali taloudelle tuomaa tukea. Lisäksi vastapuolet voivat toteuttaa vapaaehtoisia ennen aikaisia takaisinmaksuja neljännesvuosittain aikaisintaan kaksi vuotta kunkin operaation sopimuksen tekemisen jälkeen. Yhdessä nämä muutokset edistävät pankkien antolainauksen ehtojen pysymistä suotuisina, varmistavat rahapolitiikan sujuvan välittymisen ja tehostavat rahapolitiikan kasvua tukevaa vaikutusta.

Lopuksi syyskuun rahapolitiikkakokouksessa päätettiin muuttaa pankkien varannoille maksettava korko kaksiportaiseksi: osa varantovelvoitteen ylittävistä talletuksista vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta. EKP:n

neuvosto on seurannut tarkoin negatiivisista talletuskoroista pankkivetoiselle rahoituksen välittymiselle mahdollisesti aiheutuvia haittavaikutuksia, jotka saattavat korostua, mitä pitempään talletuskorot pysyvät negatiivisina ja mitä enemmän ne laskevat. Tässä mielessä kaksiportainen korko auttaa säilyttämään negatiivisen talletuskoron suotuisan vaikutuksen talouteen, koska se keventää hieman negatiivisen koron välitöntä vaikutusta pankkien kannattavuuteen. Negatiivisesta talletuskorosta vapautettavien varantovelvoitteen ylittävien talletusten enimmäismäärä – eli vapautettava osuus – lasketaan kertoimella pankkien vähimmäisvarantovelvoitteista. Kerroin, jota aletaan soveltaa vuoden 2019 seitsemännestä pitoajanjaksosta lähtien, on 6, ja vapautettavan osuuden vuotuisiksi

talletuskoroksi asetetaan 0 %.¹² Vapautettavan osuuden korkoa ja sen enimmäismäärän määrittävää kerrointa saatetaan myöhemmin muuttaa rahamarkkinoiden tilanteen mukaan. Nykyisessä likviditeettitilanteessa¹³ vapautettava osuus voisi olla jopa noin 43 % varantovelvoitteen ylittävien talletusten määrästä, jos pankit käyttävät vapautusmahdollisuuden täysimääräisesti. Näin voidaan tukea pankkien kautta tapahtuvaa rahapolitiikan välittymistä ja varmistaa, että negatiivinen ohjauskorko välittyy tehokkaasti pankkien antolainauskorkoihin.

Syyskuussa päätetyillä laajoilla rahapoliittisilla toimilla pyritään tukemaan inflaation palautumista riittävän lähelle EKP:n keskipitkän aikavälin tavoitetta.

Näiden toimien erillis- ja yhteisvaikutukset tarjoavat laajaa rahapoliittista elvytystä sen takaamiseksi, että yritykset ja kotitaloudet saavat edelleen luottoa hyvin suotuisilla ehdoilla. Antolainauksen suotuisat ehdot tukevat talouden laajenemista lisäämällä kulutusta ja investointeja, jotka puolestaan tukevat inflaatiokehityksen palautumista tavoitetasolle.

Joka tapauksessa EKP:n neuvosto totesi edelleen olevansa valmis tarkistamaan kaikkia välineitään tarpeen mukaan ohjataksaan inflaatiövauhtia kestävästi kohti tavoitetta. Voimakkaasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa on syytä jatkaa pitemmän aikaa. Syyskuun rahapolitiikkakokouksessa päätetyt toimet kuvastavat EKP:n neuvoston vahvaa sitoutumista hintavakaustavoitteeseen ja valmiutta toteuttaa sen edellyttämiä toimia. Mikäli inflaationäkymät jäävät huomattavasti EKP:n inflaatiotavoitetta heikommiksi, EKP:n neuvosto on edelleen valmis käyttämään kaikkia tarvittavia välineitä varmistukseksi, että inflaatio palautuu kestävästi lähelle 2 prosentin tavoitetta (mutta sen alle) keskipitkällä aikavälillä, ja sitoutuu symmetriseen lähestymistapaan.

¹² Vapautettavan osuuden koko määräytyy tietyllä pitoajanjaksolla luottolaitoksen varantotilin kalenteripäivän loppusaldojen keskiarvona. Mukaan lukien vähimmäisvarantovelvoitteet, joille maksettava korko on perusrahoitusoperaatioiden korko (nykyisellään 0 %), varantojen kokonaismäärä (eli vähimmäisvarannot ja ylimääräiset talletukset), johon talletuskorkoa ei sovelleta, voi olla enintään seitsemän kertaa vähimmäisvarantovelvoite.

¹³ Perustuu keskimääräisiin vähimmäisvarantovelvoitteisiin ja varantovelvoitteen ylittävän likviditeetin määrään vuoden 2019 kolmannella ja neljännellä pitoajanjaksolla. Ks. tämän Talouskatsauksen kehikko 2.

Likviditeettitilanne ja rahapoliittiset operaatiot 17.4.-30.7.2019

Tässä kehikossa tarkastellaan eurojärjestelmän likviditeettitilannetta ja EKP:n rahapoliittisia operaatioita vuoden kolmannella ja neljännellä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksolla 17.4.-11.6.2019 ja 12.6.-30.7.2019.

Perusrahoitusoperaatioiden korko oli koko tämänkin tarkastelujakson ajan 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletusmahdollisuuden korko -0,40 %. Samanaikaisesti eurojärjestelmä jatkoi laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman uudelleensijoitusvaihetta, jossa ohjelmassa ostettujen julkisen sektorin velkapaperien, katettujen joukkolainojen, omaisuusvakuudellisten arvopaperien ja yrityssektorin velkapaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen.

Likviditeettitarpeet

Pankkijärjestelmän keskimääräinen päivittäinen likviditeettitarve – määriteltynä riippumattomien tekijöiden vaikutuksen ja varantovelvoitteiden summaksi – oli tarkastelujakson aikana 1 511,3 miljardia euroa eli 14,9 miljardia euroa suurempi kuin edellisellä tarkastelujaksolla eli vuoden 2019 ensimmäisellä ja toisella pitoajanjaksolla (ks. taulukko A). Likviditeettitarpeiden lievä suureneminen johtui pääosin siitä, että riippumattomien tekijöiden keskimääräinen nettovaikutus kasvoi 13,0 miljardia euroa 1 381,3 miljardiin euroon.

Riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kasvu johtui likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvusta, joka oli vahvempaa kuin likviditeettiä lisäävien tekijöiden kasvu. Tärkeimmät tekijät likviditeettiä vähentävien tekijöiden kasvun taustalla olivat muut riippumattomat tekijät, jotka kasvoivat 28,2 miljardia euroa ja olivat keskimäärin 788,7 miljardia euroa, sekä liikkeessä olevien seteleiden määrä, joka kasvoi 21,8 miljardia euroa ja oli keskimäärin 1 234,1 miljardia euroa. Valtioiden talletukset, joissa saattaa esiintyä kausivaihtelua, pysyivät lähes muuttumattomina ja olivat keskimäärin 270,5 miljardia euroa (kasvua 7,2 miljardia euroa) tarkastelujakson aikana. Likviditeettiä lisäävistä tekijöistä euromääräiset nettosaamiset kasvoivat keskimäärin 16,3 miljardia euroa 213,0 miljardiin euroon verrattuna edelliseen tarkastelujaksoon, jolloin vuodenvaihteen kausivaihtelun johdosta kasvu oli suurempaa. Likviditeettiä lisäävien tekijöiden vaikutusta kasvattivat myös valuuttamääräiset nettosaamiset, jotka kasvoivat keskimäärin 27,9 miljardia euroa edellisen tarkastelujakson tapaan.

Taulukko A

Eurojärjestelmän likviditeetti

Velat – likviditeettitarpeet

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019						Edellinen tarkastelujakso: 30.1.–16.4.2019	
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso		Kolmas pitoajanjakso: 17.4.–11.6.2019		Neljäs pitoajanjakso: 12.6.–30.7.2019		Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	2 293,3	(+57,2)	2 253,4	(+3,5)	2 339,0	(+85,6)	2 236,1	(+59,3)
Liikkeessä olevat setelit	1 234,1	(+21,8)	1 228,1	(+12,4)	1 240,8	(+12,7)	1 212,2	(+2,2)
Valtioiden talletukset	270,5	(+7,2)	248,3	(-22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Muut riippumattomat tekijät	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
Sekkitilitalletukset	1 372,5	(+1,2)	1 404,6	(+25,6)	1 335,7	(-68,9)	1 371,3	(+13,7)
Rahapoliittiset välineet	717,5	(-40,1)	730,8	(-17,3)	702,3	(-28,5)	757,6	(-7,3)
Vähimmäisvarantovelvoitteet ¹	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Talletusmahdollisuus	587,4	(-42,0)	601,9	(-17,7)	570,8	(-31,1)	629,4	(-8,4)
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: 17.4.–30.7.2019						Edellinen tarkastelujakso: 30.1.–16.4.2019	
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso		Kolmas pitoajanjakso: 17.4.–11.6.2019		Neljäs pitoajanjakso: 12.6.–30.7.2019		Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso	
Riippumattomat tekijät	912,3	(+44,2)	904,9	(+18,0)	920,8	(+16,0)	868,1	(+75,4)
Valuuttamääräiset nettosaamiset	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Euromääräiset nettosaamiset	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
Rahapoliittiset välineet	3 341,2	(-27,9)	3 355,2	(-6,8)	3 325,1	(-30,0)	3 369,1	(-10,8)
Avomarkkinaoperaatiot	3 341,0	(-28,0)	3 354,8	(-7,1)	3 325,1	(-29,7)	3 369,0	(-10,7)
Huutokauppaoperaatiot	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
Perusrahoitusoperaatiot	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (3 kk)	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (toinen sarja)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Suorat arvopaperisijoitukset	2 625,9	(-15,4)	2 630,6	(-5,2)	2 620,4	(-10,3)	2 641,3	(-5,9)
Ensimmäinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Velkapaperiohjelma	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Omaisuuksivakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelma	2 092,4	(-9,2)	2 095,2	(-4,4)	2 089,2	(-6,0)	2 101,6	(+2,9)
Yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelma	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
Maksuvalmiusluotto	0,2	(+0,1)	0,4	(+0,3)	0,0	(-0,3)	0,1	(-0,1)

Muut likviditeettiä koskevat tiedot

(keskiarvoja; mrd. euroa)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019			Edellinen tarkastelujakso: 30.1.–16.4.2019
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso: 17.4.–11.6.2019	Neljäs pitoajanjakso: 12.6.–30.7.2019	Ensimmäinen ja toinen pitoajanjakso
Likviditeettitarpeet yhteensä	1 511,3 (+14,9)	1 477,4 (-14,3)	1 550,0 (+72,6)	1 496,4 (-15,1)
Riippumattomat tekijät ²	1 381,3 (+13,0)	1 348,6 (-14,7)	1 418,6 (+70,0)	1 368,3 (-16,2)
Ylimääräinen likviditeetti	1 829,6 (-42,9)	1 877,4 (+7,3)	1 775,1 (-102,3)	1 872,5 (+4,3)

Korkokehitys

(keskikorko; prosentteina)

	Nykyinen tarkastelujakso: 17.4.–30.7.2019			Edellinen tarkastelujakso: 30.1.–16.4.2019
	Kolmas ja neljäs pitoajanjakso	Kolmas pitoajanjakso: 17.4.–11.6.2019	Neljäs pitoajanjakso: 12.6.–30.7.2019	Ensimmäinen ja toinen 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)	-0,367 (-0,01)	-0,367 (-0,00)

Lähde: EKP.

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

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

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

Likviditeetin tarjonta avomarkkinaoperaatioissa

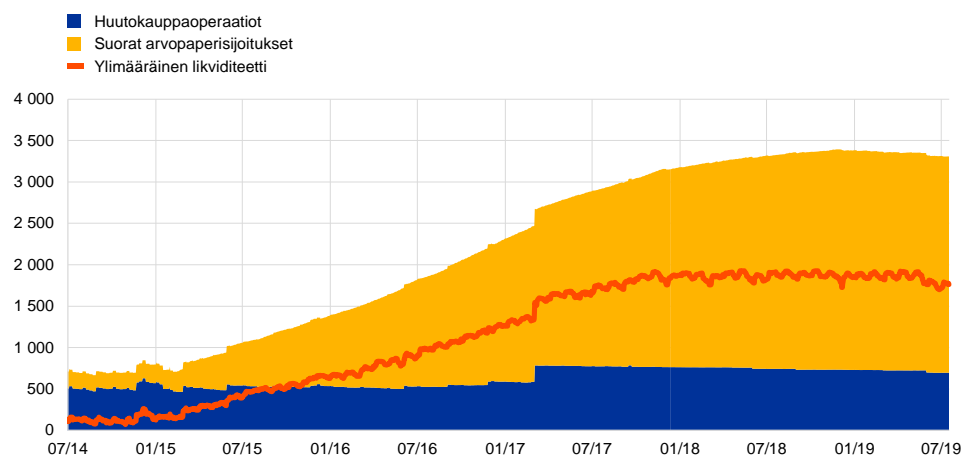
Avomarkkinaoperaatioissa – sekä huutokauppaoperaatioissa että suorissa omaisuuserien ostoissa – jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi väheni 27,9 miljardia euroa ja oli 3 341,2 miljardia euroa (ks. kuvio A). Vähenemisen taustalla oli likviditeetin vähäisempi kysyntä huutokauppaoperaatioissa sekä suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin jääminen pienemmäksi velkapaperiohjelmassa (Securities Markets Programme, SMP) ostettujen arvopaperien erääntymisen vuoksi sekä julkisen sektorin velkapapereiden osto-

ohjelmassa hankittujen arvopaperien kirjanpitoarvon pienen supistumisen vuoksi. Uudelleensijoitusvaiheen aikana laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman koossa ja koostumuksessa saattaa toiminnallisista syistä esiintyä pieniä tilapäisiä poikkeamia.

Kuvio A

Avomarkkinaoperaatioissa jaetun likviditeetin ja ylimääräisen likviditeetin kehitys

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

Huutokauppaoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi supistui tarkastelujaksolla hieman eli 12,6 miljardia euroa ja oli 715,1 miljardia euroa. Supistuminen johtui pääasiassa siitä, että kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin keskimääräinen volyyymi pieneni 11,2 miljardia euroa vapaaehtoisien ennenaikaisen takaisinmaksun vaikutuksesta. Vähäisemmästä kysynnästä seurasi myös perusrahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin väheneminen 0,8 miljardilla eurolla keskimäärin 5,1 miljardiin euroon sekä kolmen kuukauden pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetun likviditeetin määrän väheneminen 0,7 miljardilla eurolla keskimäärin 3,3 miljardiin euroon.

Eurojärjestelmän suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin volyyymi supistui 15,4 miljardia euroa ja oli keskimäärin 2 625,9 miljardia euroa velkapaperiohjelmassa (Securities Market Programme, SMP) ostettujen velkakirjojen erääntymisen ja julkisen sektorin velkapaperiohjelmassa tehtyjen ostojen lievän vähenemisen vuoksi. Velkapaperiohjelmassa ja kahdessa ensimmäisessä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa hankittuja joukkolainoja erääntyi 5,4 miljardin euron arvosta. Laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa siirryttiin uudelleensijoitusvaiheeseen 1.1.2019 lähtien. Uudelleensijoitusvaiheen aikana laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman koossa ja koostumuksessa saattaa toiminnallisista syistä esiintyä pieniä tilapäisiä poikkeamia.¹⁴ Julkisen sektorin velkapaperiohjelmassa tehdyt ostot vähenivät tarkastelujakson aikana hieman eli 9,2 miljardia ja olivat keskimäärin 2 092,4 miljardia.

Ks. Talouskatsauksen 2/2019 artikkeli "[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)".

Ylimääräinen likviditeetti

Edellä kuvatun kehityksen myötä ylimääräisen likviditeetin keskimääräinen volyymi supistui edellisestä tarkastelujaksosta 42,9 miljardia euroa

1 829,6 miljardiin euroon (ks. kuvio A). Supistuminen kuvastaa riippumattomien tekijöiden vaikutuksen kasvua sekä eurojärjestelmän huutokauppaoperaatioiden ja suorien omaisuuserien ostojen kautta jaetun likviditeetin supistumista. Ylimääräisen likviditeetin tallettaminen sekkitileille ja talletusmahdollisuuden kautta jakautui siten, että keskimääräiset sekkitilitalletukset kasvoivat hieman eli 1,2 miljardia euroa ja olivat 1 372,5 miljardia euroa. Talletusmahdollisuuden keskimääräinen käyttö puolestaan supistui 42,0 miljardia euroa ja oli 587,4 miljardia euroa.

Korkokehitys

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

Vakuudettomilla markkinoilla eoniakorko oli keskimäärin -0,363 % eli sama kuin edellisellä tarkastelujaksolla. Eonia oli alimmillaan -0,379 % (19.6.2019) ja korkeimmillaan -0,252 % (7.6.2019). Korkein taso esiintyi 7.6.2019 eli ennen maanantaina 10.6. vietettyä pyhäpäivää. Samalla kun korko nousi korkeimmilleen, sen taustalla olevien transaktioiden kokonaisvolyymi supistui huomattavasti eli lähes 800 miljoonaa 611 miljoonaan euroon 6.–7.6.2019 välisenä aikana. Eonia-paneeliin kuuluvilla pankeilla on ollut tapana siirtyä yön yli -lainoista kahden tai kolmen päivän pituisiin lainoihin pitkien viikonloppujen yhteydessä. Siksi eoniakoron volyymi usein laskee jyrkästi tällaisina päivinä. Vakuudellisilla markkinoilla GC Pooling -markkina-alustalla yön yli -reposopimusten keskikorkojen ero perustason vakuuskoria käytettäessä ja laajennettua vakuuskoria käytettäessä¹⁵ kasvoi hieman. Yön yli -reposopimusten keskikorko perustason vakuuskoria käytettäessä nousi 0,06 prosenttiyksikköä (-0,419 %) ja laajennettua koria käytettäessä 0,11 prosenttiyksikköä (-0,397 %) edelliseen tarkastelujaksoon verrattuna.

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

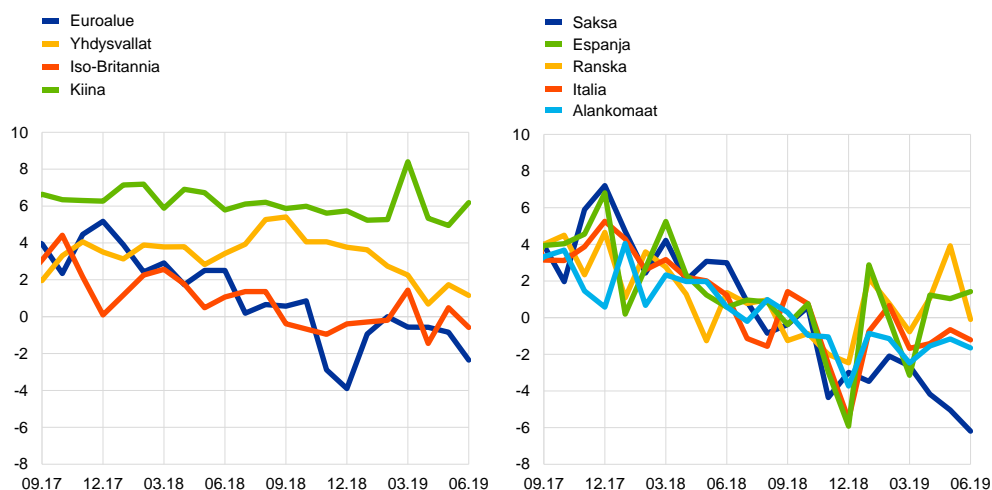
Euroalueen teollisuustuotannon supistumisen koti- ja ulkomaiset taustatekijät

Euroalueen teollisuustuotannon (ilman rakentamista) vuotuinen kasvu hidastui jyrkästi vuonna 2018, kun maailmankaupan tilanne oli heikko. Vuonna 2019 kasvu elpyi vähäisesti mutta pysyi kuitenkin negatiivisena. Tammikuusta 2018 kesäkuuhun 2019 euroalueen teollisuustuotannon (ilman rakentamista) vuotuinen kasvuvauhti hidastui 6,3 prosenttiyksikköä eli 3,9 prosentista -2,4 prosenttiin (ks. kuvio A). Kyseisellä jaksolla euroalueen teollisuustuotanto supistui selvästi enemmän kuin missään muussa merkittävässä taloudessa. Yhdysvalloissa teollisuustuotannon kasvu alkoi hidastua myöhemmin, vasta syyskuussa 2018. Euroalueen suurista maista kasvun hidastuminen oli voimakkainta Saksassa (10,9 prosenttiyksikköä), Alankomaissa (5,7 prosenttiyksikköä) ja Italiassa (5,5 prosenttiyksikköä). Ranskassa ja Espanjassa teollisuustuotanto supistui vuonna 2018 yhdenmukaisesti kaikkien muiden euroalueen maiden kanssa, mutta niiden negatiivinen trendi kääntyi vuonna 2019. Kehitys on kuitenkin pysynyt hyvin heilahtelevana. Euroalueen tehdasteollisuuden hiipuminen näyttää vaikuttaneen negatiivisesti joidenkin palvelutuotannon alaerien kasvuvauhteihin, vaikka kokonaisuutena tarkastellen palvelusektori on pysynyt suhteellisen vahvana. Tässä kehikossa tarkastellaan euroalueen teollisuustuotannon kehityksen taustatekijöitä ja pyritään kvantifioimaan ulko- ja kotimaisten sokkien suhteellinen merkitys rakenteellisen vektoriautoregressiomallin (SVAR) avulla.

Kuvio A

Teollisuustuotanto ilman rakentamista euroalueella ja muissa merkittävässä talouksissa

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Eurostat.

Huom. Tuorein havainto on kesäkuulta 2019.

Samaan aikaan tämän kehityksen kanssa maailmankauppa supistui.

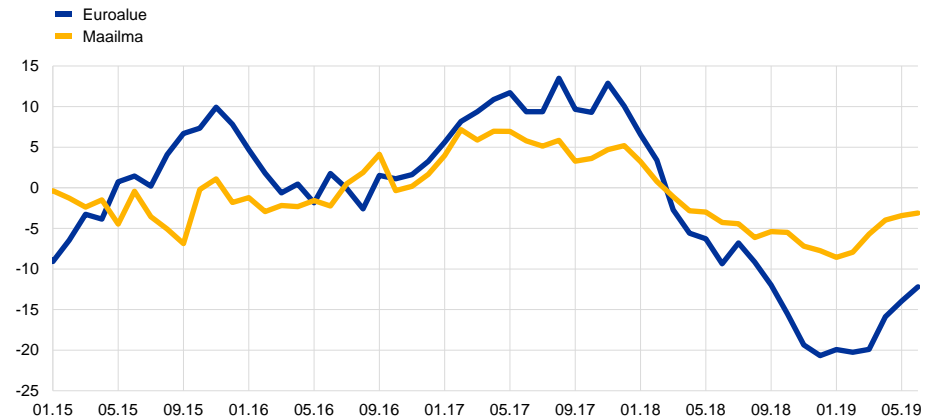
Yhdysvaltojen ja Kiinan välisten kauppakiistojen kiristymisen sekä Ison-Britannian EU-eroon liittyvän epävarmuuden myötä uudet vientitilaukset vähenivät

tarkastelujaksolla maailmanlaajuisesti, ja euroalueen uudet vientitilaukset putosivat vielä jyrkemmin (ks. kuvio B).

Kuvio B

Maailman ja Euroopan uusien vientitilauksien ostopäällikköindeksi

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: Markit.

Huom. Tuorein havainto on kesäkuulta 2019.

Ulkomaisten kerrannaisvaikutusten merkitystä euroalueen teollisuustuotannolle arvioidaan mallilla, joka kuvaa teollisuustuotantoa useissa suurissa talouksissa.

Mallissa käytetään kausivaihtelusta puhdistettua kuukausittaista teollisuustuotannon aikasarjaa (pl. rakentaminen) euroalueelta, Kiinasta, Isosta-Britanniasta ja Yhdysvalloista (ks. kuvio A). Estimoinnissa käytetään verrattain lyhyttä otosjaksoa (tammikuusta 2007 kesäkuuhun 2019) yhtäältä siitä syystä, että kyseisten maiden taloudelliset suhteet ovat voineet olla erilaiset ennen globaalia talous- ja rahoituskriisiä, ja toisaalta Kiinan tietojen sisällyttämiseksi. Mallissa on myös kontrollimuuttujana globaali tekijä, jota kuvaa uusien globaalien vientitilauksien ostopäällikköindeksi (PMI) (ks. kuvio B). Tämän maailmankauppatekijän painoarvon lisäämiseksi sen oletetaan reagoivan viipeellä yksittäisissä maissa tapahtuviin teollisuustuotantosokkeihin, kun taas kunkin yksittäisen maan teollisuustuotanto reagoi globaaleihin sokkeihin välittömästi. Muut muuttujat on mallinnettu olettaen, että sokilla on muuttujaan kotimaassa välitön vaikutus, joka on itseisarvoltaan suurempi kuin sokien vaikutus ulkomaisiin muuttujiin.¹⁶

Mallin tulokset viittaavat siihen, että teollisuustuotannon kasvun hidastuminen euroalueella kuluneena vuonna johtui sekä euroalueelta vietyihin hyödykkeisiin kohdistuvan ulkomaisen kysynnän heikkenemisestä että negatiivisista kotimaisista sokeista.

Vaikka kansainvälisen kaupan heikkous oli keskeisin euroalueen teollisuustuotannon kasvun hiipumiseen vuoden 2018 alkupuoliskolla vaikuttanut tekijä (ks. harmaa palkki kuviossa C),¹⁷ heinäkuusta 2018

¹⁶ Sokkien tunnistamismenetelmä on selitetty artikkelissa R. A. De Santis ja S. Zimic, "Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 33, No 5, 2018, s. 727-747.

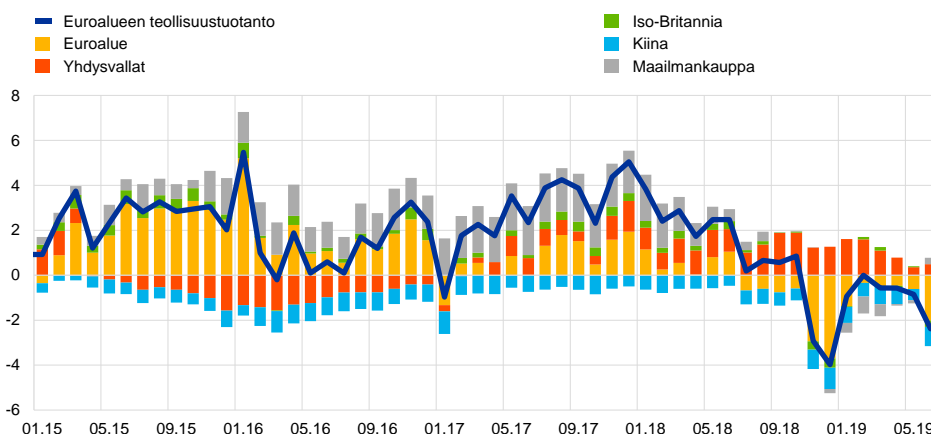
¹⁷ Vuoden 2018 alkupuoliskolla maailmankauppaa kuvaavalla tekijällä oli 1,5 prosenttiyksikön negatiivinen vaikutus euroalueen teollisuustuotannon kasvuun. Tämä näkyy kesäkuun 2018 ja tammikuun 2018 harmaiden palkkien erotuksena (kuviossa C).

lähtien myös euroalueen sisäisellä kehityksellä on ollut keskeinen vaikutus (ks. keltainen palkki). On syytä huomauttaa, että euroalueen teollisuustuotanto heijastelee myös Yhdysvaltojen viimeaikaista kehitystä (ks. kuvion C punainen palkki). Kiinan negatiivinen kasvuvaikutus on pysynyt varsin vakaana vuoden 2016 alusta lähtien. Kuviossa A esitetyn Saksan kehityksen valossa euroalueen kotimaiset sokit saattavat heijastaa Saksan autoteollisuuden negatiivista kehitystä. Keskeisiä euroalueen teollisuustuotannon pudotukseen vuoden 2018 jälkipuoliskolla vaikuttaneita maakohtaisia tilapäisiä tekijöitä olivat uuden moottoriajoneuvojen WLTP-päästömittauksen (Worldwide Harmonised Light Vehicle Test Procedure) käyttöönotto 1.9.2018, joka aiheutti toimitushäiriöitä Saksassa, sekä kesällä 2018 ilmoitettu mahdollinen dieselmootorikielto, jonka odotetaan tulevan voimaan Saksan suurissa kaupungeissa vuonna 2019 ja joka saattoi saada kuluttajat karsastamaan dieselautojen hankkimista. Viimeaikainen kotimaisten tekijöiden entistä negatiivisempi vaikutus euroalueen teollisuustuotannon kasvuun (kesäkuussa 2019) johtui Saksan teollisuustuotannon supistumisesta (ks. kuvio A), joka puolestaan saattoi liittyä Saksan kulutuksen kasvun heikkenemiseen vuoden 2019 toisella neljänneksellä.

Kuvio C

Euroalueen teollisuustuotannon (ilman rakentamista) kohdistuvien sokkien erittely

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Markit ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kukin maan teollisuustuotannon kohdistuvat sokit tunnistetaan absoluuttisten suuruusluokkarajoitusten menetelmää (ks R.A De Santis ja S. Zimic, viitattu teos), jossa oletetaan, että sokin vaikutus kotimaan talouteen vaikutusketkellä on itseisarvoltaan ulkomaisia kerrannaisvaikutuksia suurempi. Maailmankaupan kuvaajana käytetyn globaaleja uusia vientitilauksia koskevan ostopääliköindeksin oletetaan reagoivan maakohtaisiin teollisuustuotantosokkeihin yhdellä viipeellä. Otos kattaa ajanjakson tammikuusta 2007 kesäkuuhun 2019.

Kaiken kaikkiaan euroalueen tehdasteollisuuden supistuminen viime vuonna näyttää johtuneen sekä kansainvälisen kaupan jännitteiden kiristymisestä että kotimaisesta kehityksestä. Heinäkuun 2018 ja kesäkuun 2019 välisenä aikana maailmankauppaa kuvaava tekijä ja kaikki Kiinan, Ison-Britannian ja Yhdysvaltojen kehitykseen liittyvät tekijät selittivät 37 % euroalueen teollisuustuotannon kasvun hiipumisesta ja kotimaiset tekijät selittivät siitä 63 %, joskin tämä saattaa osittain johtua tilapäisistä autoteollisuuden liittyneistä tekijöistä vuoden 2018 jälkipuoliskolla. Tehdasteollisuuden selvä heikkeneminen saattaa vaikuttaa myös joihinkin palvelujen alaeriin, mutta yleisesti ottaen palvelusektori on tähän saakka kestänyt negatiivista sokkia hyvin. Mahdollisia vaikutuksia palveluihin on seurattava tarkoin.

4 Miten euroalueen työllisyyden viimeaikainen kasvu vertautuu aikaisempaan kehitykseen?

Tässä kehikossa tarkastellaan työllisyyden viimeaikaista kasvua euroalueella ja verrataan sitä aikaisempiin työllisyyden kasvujaksoihin. Työllisyys euroalueella on kasvanut lähes kuusi vuotta peräkkäin vuoden 2013 toisella neljänneksellä olleesta aallonpohjastaan. Viimeaikaisen työllisyyden kasvujakson alusta saakka työllisten määrä on noussut yli 11 miljoonalla. Samalla työttömyysaste on laskenut yli 4 prosenttiyksikköä ja lähestyy jo finanssikiiriä edeltänyttä tasoaan. Samaan aikaan työvoiman tuottavuuden kasvu ja reaalipalkkojen kasvu on ollut suhteellisen heikkoa. Näiden seikkojen valossa tässä kehikossa pyritään tunnistamaan nykyisen työllisyyden kasvujakson ja aikaisempien kasvujaksojen samankaltaisuuksia ja eroavaisuuksia. Erityisesti siinä tarkastellaan pitkällä aikavälillä työllisyyden kasvun ja BKT:n kasvun välistä suhdetta, työttömyyden kehitystä sekä tuottavuuden kasvun ja reaalipalkkojen kasvun suhdetta. Analyysi perustuu Euroopan komission AMECO-tietokannan vuotuisiin tietoihin niistä 12 maasta, jotka liittyivät ensimmäisinä euroalueeseen¹⁸, vuosilta 1960–2018. Nämä tiedot on jaettu kymmeneen jaksoon, joiden aikana työllisyyden kasvu oli joko positiivista tai negatiivista.¹⁹ Kyseiset työllisyyden kasvua tai supistumista kuvaavat jaksot ovat hyödyllinen vertailukohta arvioitaessa tämänhetkisen työllisyyden kasvun voimakkuutta ja kypsyysevaihetta.

Historiallisesta perspektiivistä katsoen työllisyyden tämänhetkinen kasvu ei ole ollut erityisen pitkäkestoista, ja keskimääräinen työllisyyden kasvu on ollut hieman vähäisempää kuin edellisellä kasvujaksolla. Kuvio A osoittaa keskimääräisen vuotuisen työllisyyden ja BKT:n kasvun 12 tarkastellussa maassa analyysissa tunnistetuilla työllisyyden kasvu- tai supistumisjaksoilla. Työllisyyden kasvujakson pituuden mediaani oli noin kuusi vuotta, ja tässä kehikossa tarkastellun aikavälin pisin yhtämittainen kasvujakso oli vuosina 1995–2008. Työllisyyden supistumisjakson pituuden mediaani oli noin kaksi vuotta. Näin ollen nykyinen työllisyyden kasvujakso ei ole ollut erityisen pitkä. Työllisyyden kasvuvauhti oli kolmella edellisellä työllisyyden kasvujaksolla keskimäärin 1,4 % vuodessa. Nykyisellä kasvujaksolla sitä vastoin työllisyys on kasvanut vuosittain noin 1,2 % vuosina 2014–2018, ja vuodelle 2019 ennustetaan hitaampaa kasvua.²⁰

¹⁸ Analyysissa tarkastellut 12 maata ovat: Belgia, Saksa, Irlanti, Kreikka, Espanja, Ranska, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi. Niistä käytetään käsitettä EA12.

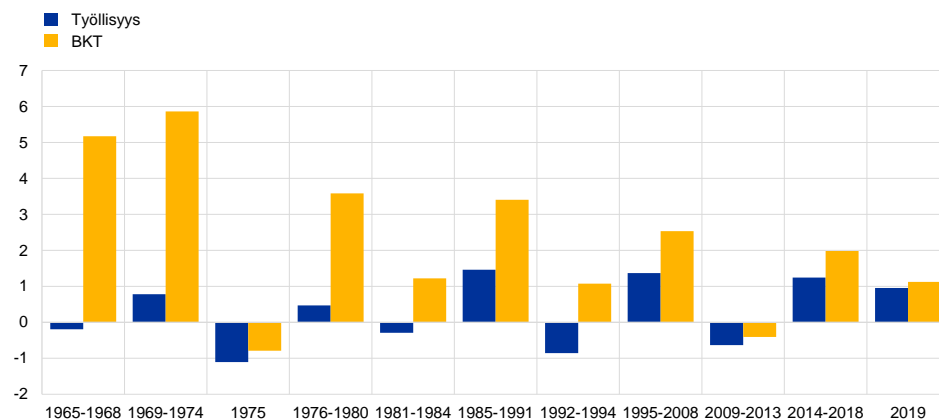
¹⁹ Tämän määrittelyn mukaisesti historialliset tiedot vuosilta 1960–2018 jaettiin kymmeneen eri jaksoon. Poikkeuksena on vuosi 2011, joka laskettiin supistumisjaksoon, vaikka työllisyyden kasvu oli tuolloin hieman positiivista. Vuoden 2019 tiedot on esitetty erillisinä Euroopan komission kevään 2019 ennusteen perusteella johdonmukaisuuden säilyttämiseksi suhteessa historiallisten AMECO-tietokannan tietojen analyysiin.

²⁰ Koska analyysin tarkoitus on verrata työllisyyden kasvua BKT:n kasvuun, siinä ei oteta suoraan huomioon väestön ajallisia muutoksia. Jos tarkastelun kohteena olisi työllisyyden ja väestön suhde, työllisyyden kehitys nykyisellä kasvujaksolla korostuisi suhteessa aikaisempiin kasvujaksoihin. Erityisen merkille pantavaa on, että työllisyyden ja väestön suhde (15–64-vuotiaiden ikäryhmässä) nousi vuonna 2015 kriisiä edeltäneelle tasolle ja on tällä hetkellä korkeampi kuin koskaan tämän kehikon tarkastelujaksolla.

Kuvio A

Keskimääräinen vuotuinen työllisyyden kasvu ja BKT:n määrän kasvu

(Prosenttia, vuodessa)



Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta ja EKP:n laskelmat.

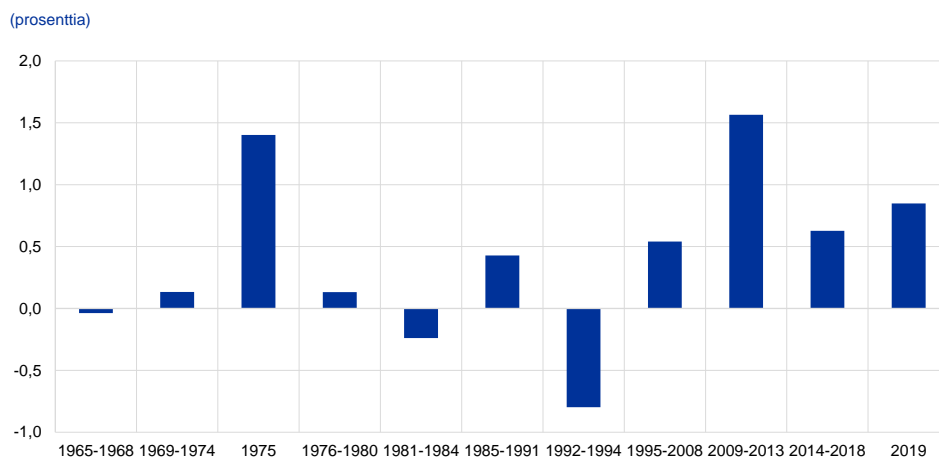
Huom. Vuoden 2019 tiedot perustuvat AMECO-tietokannassa saatavilla olevaan Euroopan komission kevään ennusteeseen EA12-maille.

Nykyinen kasvujakso on aikaisempiin verrattuna työllisyysintensiivisempi, kun työllisyyden kasvua arvioidaan suhteessa BKT:n kasvuun.²¹ Keskimääräinen BKT:n määrän kasvuvauhti tämänhetkisellä työllisyyden kasvujaksolla on otokseen kuuluvista kasvujaksoista hitain, mutta samalla työllisyyden kasvu on hidastunut sitä vähemmän. Kun kehitystä tarkastellaan pidemmällä aikavälillä, kolmen edellisen kasvujakson (2014–2018, 1995–2008 ja 1985–1991) aikana työllisyyden kasvu on ollut merkittävästi nopeampaa kuin aikaisemmillä kasvujaksoilla. Tämä viittaa siihen, että työllisyyden kasvun jousto (suhteessa BKT:n kasvuun) vahvistui kolmella edellisellä kasvujaksolla ja on kasvanut vakaasti ajan myötä vuosien 1985–1991 kasvujaksosta nykyiseen (ks. kuvio B).

Ks. myös Talouskatsauksen 2/2019 kehikko "Työllisyyden kasvu ja BKT euroalueella", EKP, 2019.

Kuvio B

Työllisyyden jousto BKT:n määrän suhteen



Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vuoden 2019 tiedot perustuvat AMECO-tietokannassa saatavilla olevaan Euroopan komission kevään ennusteeseen EA12-malleille. Jousto lasketaan kunkin jakson työllisyyden kumulatiivisen kasvun ja BKT:n kumulatiivisen kasvun suhteena.

Lisäksi työttömyysasteen lasku nykyisellä kasvujaksolla on ollut

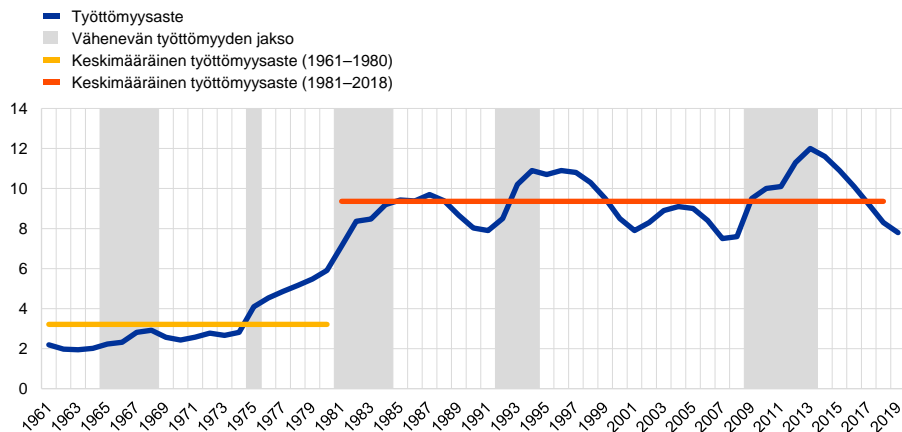
historiallisesti katsoen erityisen merkittävä. Jaksolla 2014–2018 työttömyysaste laski vuosittain keskimäärin 0,7 prosenttiyksikköä, mikä on nopein viiden vuoden jakson laskuvauhti koko otosjaksolla (ks. kuvio C). Työttömyys laski nopeasti, joskin sen lähtötaso oli historiallisesti katsoen korkea. Kun tarkastellaan pidempää aikaväliä, 12 tarkastellun maan työllisyysasteessa voidaan havaita mahdollinen rakenteellinen muutos noin 1970-luvun puolivälissä, jolloin työttömyysaste nousi tuntuvasti.²² Kolmen viime vuosikymmenen aikana vuotuinen työttömyysaste onkin vain harvoin laskenut alle 8 prosenttiin. Jos työttömyysasteen lasku jatkuu nykyistä vauhtia, se alittaa kriisiä edeltäneen tasonsa vuoteen 2020 mennessä. Jää kuitenkin nähtäväksi, voiko euroalueen työttömyysaste laskea lähemmäs 1980-lukua edeltäneitä tasojaan.

²² Monet tutkijat ovat pyrkineet selittämään työttömyyden kasvua Euroopassa. Ks. esim. O. Blanchard, "European unemployment: the evolution of facts and ideas", *Economic Policy*, Vol. 21, No 45, 2006, s. 5–59, jonka mukaan Euroopan työttömyyden kasvuun 1970-luvulla voi olla useita mahdollisia syitä. Keskeisimmät selitykset työttömyyden nousukäänteelle liittyvät epäedullisiin ja suurelta osin tavanomaisiin sokkeihin, kuten öljyn hinnan nousuun ja tuottavuuden kasvun hidastumiseen. Lisäksi erilaiset instituutiot ovat johtaneet eri maissa heterogeenisiin tulemiin, ja jotkin harjoitetut työmarkkinapolitiikat ovat olleet riittämättömiä työttömyyden kasvun pysäyttämiseksi.

Kuvio C

Työttömyysaste

(prosenttia)



Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vuoden 2019 tiedot perustuvat AMECO-tietokannassa saatavilla olevaan Euroopan komission kevään ennusteeseen EA12-maille.

Samaan aikaan työttömyyden vähenemisen ja työllisyyden kasvun kanssa nykyisellä kasvujaksolla työvoimakustannukset ovat maltillistuneet, mutta maltillistuminen on ollut heikompaa kuin aikaisemmillä kasvujaksoilla.

Reaalipalkat kasvoivat vuosina 2014–2018 keskimäärin 0,3 % vuodessa, mikä on hitaampi vauhti kuin edellisen kasvujakson 0,5 %. Keskimääräinen tuottavuuden kasvuvauhti nykyisellä kasvujaksolla on kuitenkin ollut vain 0,7 %, kun edellisellä kasvujaksolla se oli 1,1 %.²³ Siten reaalisten yksikkötyökustannusten lasku jatkui, joskin aiempaa hitaampana²⁴ (ks. kuvio D). Pidemmällä aikavälillä tarkastellen aiempaa hitaampi BKT:n keskimääräinen kasvu ja aiempaa suurempi työllisyyden kasvun jousto BKT:n kasvun suhteen liittyvät työntekijää kohden lasketun työn tuottavuuden kasvun hidastumiseen. Tuottavuuden kasvun hidastuminen otoksen 12 maassa on jatkunut jo neljä vuosikymmentä, ja myös reaalipalkkojen kasvu on samaan aikaan hidastunut. Reaalipalkkojen kasvun hidastuminen oli erityisen selvää suhteessa tuottavuuden kasvun hidastumiseen 1980-luvulla, mikä johti työn osuuden jyrkkään laskuun kyseisellä jaksolla, kun reaalipalkkojen mukautuminen tuottavuuden kehitykseen väheni.

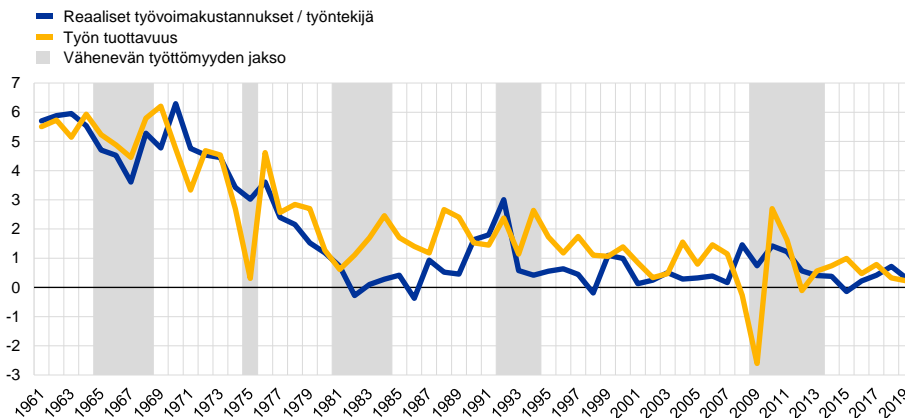
²³ Reaaliset palkat määritellään työntekijää kohden lasketuiksi reaalisiksi työvoimakustannuksiksi koko talouden tasolla, kun taas työn tuottavuus määritellään BKT:n määräksi työntekijää kohden. Nimelliset luvut on muunnettu reaalisiksi markkinahintaisella BKT:n hintadeflaattorilla.

²⁴ Reaalisten yksikkötyökustannusten kasvuvauhti voidaan laskea reaalipalkkojen ja työn tuottavuuden kasvuvauhtien erotuksena. Siten reaaliset yksikkötyökustannukset laskivat keskimäärin 0,6 % vuodessa työllisyyden kasvujakson 1995–2008 aikana ja ovat nykyisen työllisyyden kasvujakson aikana laskeneet vuosittain keskimäärin 0,4 %.

Kuvio D

Työn tuottavuus ja työntekijää kohden lasketut reaaliset työvoimakustannukset

(kasvuvauhdit, prosentteina)



Lähteet: Euroopan komission AMECO-tietokanta ja EKP:n laskelmat.

Huom. Vuoden 2019 tiedot perustuvat AMECO-tietokannassa saatavilla olevaan Euroopan komission kevään ennusteeseen EA12-maille.

Kaiken kaikkiaan edellä esitetyn pitkän aikavälin analyysin avulla viimeaikaista elpymistä voidaan tarkastella suhteessa aikaisempiin työllisyyden kasvu- ja supistumisjaksoihin. Työvoiman mukautuminen BKT:n kasvuun on lisääntynyt 1980-luvun puolivälistä, sillä tämänhetkinen kasvu on työvoimaintensiivisempää kuin aiemmillä kasvujaksoilla. Työllisyyden jousto BKT:n suhteen on kuitenkin ollut historiallisesti korkeampi (absoluuttisesti) työllisyyden supistumisjaksoilla kuin kasvujaksoilla, mikä osoittaa, että työllisyys sopeutuu jossain määrin asymmetrisesti nousu- ja laskusuhdanteissa. Moni tekijä on voinut vaikuttaa työllisyyden kasvuun ja BKT:n kasvuun suhteeseen. Tällaisia ovat muun muassa työvoima- ja tavaramarkkinoiden jouston lisäämiseen tähänneet rakenneuudistukset sekä pitkän aikavälin muutokset työllisyyden sektorikohtaisessa koostumuksessa ja työllisyyden kasvu palvelusektorilla. Kaiken kaikkiaan yhtäältä työllisyyden ja BKT:n suhteessa ja toisaalta työntekijää kohden laskettujen reaalisten työvoimakustannusten ja tuottavuuden suhteessa havaitut pitkän aikavälin muutokset saattavat heijastella myös muita tekijöitä, kuten työvoiman tarjonnan rakenteen myönteistä kehitystä tai negatiivista kokonaistuottavuuden ja/tai pääoman tuottavuuden kehitystä, joka vahvistaisi työvoiman kysyntää suhteessa pääoman kysyntään.

Kotitalouksien tulojen ja varallisuuden jakautumisen eriarvoisuudesta on tullut entistä tärkeämpi tekijä makrotalouden tarkastelussa. Finanssikriisin jälkeen on tiedostettu entistä selvemmin, että kotitalouksien ja yritysten keskinäiset erot ovat avainasemassa pyrittäessä ymmärtämään suhdannevaihteluja (esimerkiksi taseiden ja luotonsaantirajoitteiden kautta).²⁵ Samaan aikaan yleinen kiinnostus talouspolitiikan tulonjaollisiin näkökohtiin on edelleen lisääntynyt. Lisäksi mikrotason datan parempi saatavuus on mahdollistanut merkityksellisten taloustietojen dokumentoinnin kotitalouksien tasolla. Tässä kehikossa valotetaan suhdannevaihtelujen ja tulomuutosten välistä suhdetta euroalueen yksittäisten työntekijöiden tasolla.

Havaintojen perusteella kotitalouksien tuloriski vaihtelee suhdannejakson aikana ja vaikuttaa työntekijöihin epätasaisesti. Henkilökohtaista tuloriskiä voidaan pitää välittömimpänä tuloriskinä, joka kohdistuu kotitalouksiin ennen sosiaalisten tulonsiirtojen tai kotitalouden varojen yhteiskäytön tuomaa turvaa. Tältä pohjalta Guvenen ym. ovat dokumentoineet henkilökohtaisen tuloriskin vaihtelua käyttäen laajaa hallinnollista mikrodata-aineistoa Yhdysvalloista.²⁶ He toteavat, että tulomuutosten vinous myötäilee vahvasti suhdannekehitystä: tulojen huomattavat lisäykset ovat taantumien aikana epätodennäköisempiä ja huomattavat pudotukset taas todennäköisempiä. Lisäksi he toteavat, että kokonaistaloudelliset sokit eivät vaikuta samalla tavoin ominaisuuksiltaan erilaisiin työntekijöihin: joidenkin (esim. nuorten ja matalapalkkaisten) työntekijöiden tulot ovat säännönmukaisesti alltiimpia suhdannevaihtelulle kuin toisten. Tämä eroa huomattavasti niistä puhtaasti satunnaisista tulosokeista, joita kotitalouksien tuloriskin mallintamiseen useimmiten käytetään.

Kotitalouksien tuloriski on merkittävä makrotalouden häiriöiden leviämisen ja talouspolitiikan välittymisen kanava. Useiden tutkijoiden mukaan kotitalouksien tuloriskin dynamiikka tuottaa syklisen varautumismotiivin säästämiseksi, mikä lisää huomattavasti kulutuksen herkkyyttä kokonaistulojen vaihteluille.²⁷ Havainnot osoittavat myös, että rajakulutusalttius on suurempi kotitalouksilla, joiden tuloriski on suurempi, mikä tekee kokonaiskulutuksen vieläkin herkemäksi suhdanteille.²⁸ Koska niiden kotitalouksien tulot, joiden rajakulutusalttius on suuri, hyötyvät

²⁵ Ks. S. Ahn, G. Kaplan, B. Moll, T. Winberry ja C. Wolf, "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual 2017*, Vol. 32, 2018.

²⁶ Ks. F. Guvenen, S. Ozkan ja J. Song, "The Nature of Countercyclical Income Risk", *Journal of Political Economy*, Vol. 122, nro 3, kesäkuu 2014, s. 621–660.

²⁷ Ks. A. McKay, "Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 88, kesäkuu 2017, s. 1–14; C. Bayer, R. Luetticke, L. Pham-Dao ja V. Tjaden, "Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk", *Econometrica*, Vol. 87, nro 1, tammikuu 2019, s. 255–290; J. Heathcote ja F. Perri, "Wealth and Volatility", *The Review of Economic Studies*, Vol. 85, nro 4, lokakuu 2018, s. 2173–2213.

²⁸ Ks. T. Jappelli ja L. Pistaferri, "Fiscal Policy and MPC Heterogeneity", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6, nro 4, lokakuu 2014, s. 107–136; A. Auclert, "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109, nro 6, kesäkuu 2019, s. 2333–2367.

enemmän makrotalouden vakauttamispolitiikasta, kotitalouksien tuloriskin jakautuminen vahvistaa myös finanssi- ja rahapolitiikan vaikutuksia.²⁹

Tuloriskin vaihtelua euroalueella voidaan tutkia tulokyselytietojen avulla.

Koska tietoja on viime aikoihin asti ollut saatavilla vain rajallisesti, euroalueen henkilökohtaisen tuloriskin kehityssuunnista eri aikaväleillä ja eri yksilöillä ei toistaiseksi ole tehty järjestelmällisiä analyysejä. Tässä kehikossa tähän pyritään vastaamaan käyttäen Euroopan unionin tulo- ja elinolotilaston (EU-SILC) pitkittäistietoja yksilötason tulojen kehityksestä neljän vuoden aikavälillä. Analyysissä keskitytään euroalueen neljään suurimpaan maahan. Se antaa tarkemman käsityksen euroalueen kotitalouksien tason taloustiedoista, ja siinä otetaan myös huomioon jäsenvaltioiden väliset erot talouden rakenteissa ja makrotalouden viimeaikaisessa kehityksessä.³⁰

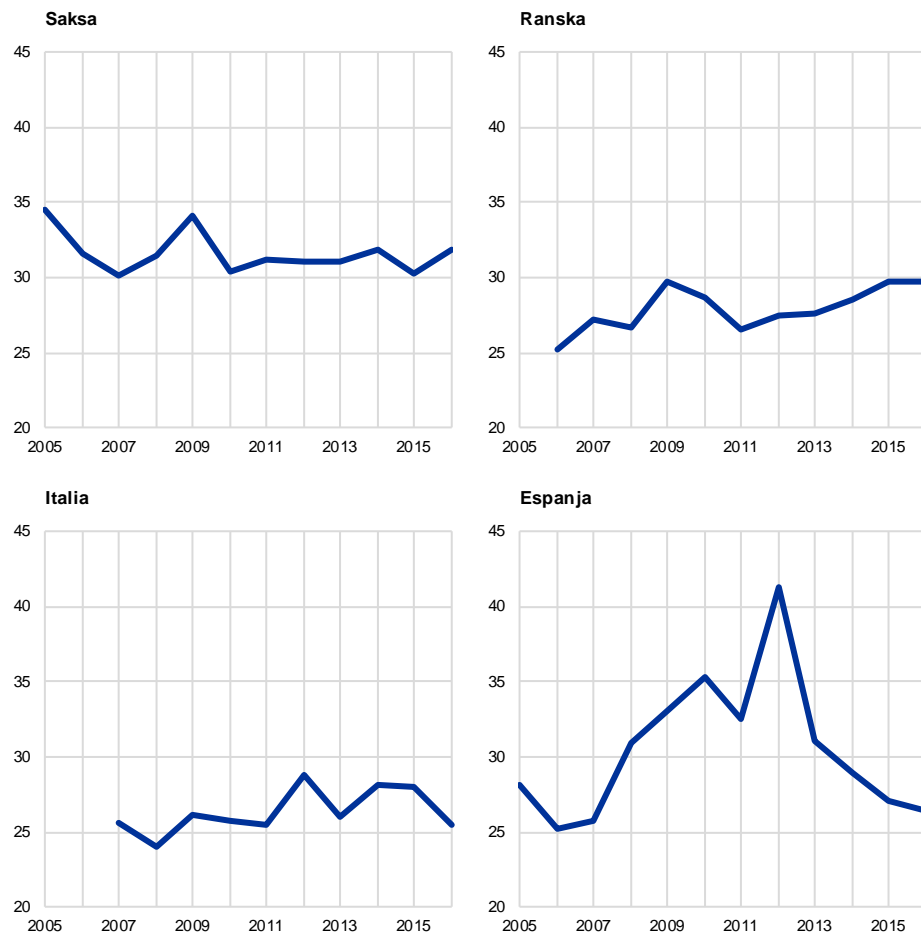
²⁹ Ks. M. Ampudia, D. Georganakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen ja G. Violante, "Monetary policy and household inequality", Working Paper -sarjan julkaisu nro 2170, EKP, heinäkuu 2018; G. Kaplan ja G. Violante, "A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments", *Econometrica*, Vol. 82, nro 4, heinäkuu 2014, s. 1199–1239.

³⁰ EU-SILC-tilaston tietojen pitkittäisulottuvuus ei ole käytettävissä Saksan osalta. Koska Saksan EU-SILC-tiedot perustuvat Saksan sosioekonomiseen paneelitutkimukseen (GSOEP), analyysissä käytetään äskettäin kehitettyä EU-SILC-aineiston kloonina, joka on kuulunut GSOEP:hen sen versiosta 34 asti.

Kuvio A

Työtulojen pienenemisen riski

(Niiden yksilöiden prosentuaalinen osuus, joiden työtulot pienenivät)



Lähteet: Eurostat, DIW Berlin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Niiden 25–65-vuotiaiden osuus, joiden työtulot pienenivät (perustuu EU-SILC-tutkimuksen muuttajaan PY010G, joka kuvaa työntekijöiden bruttomääräisiä palkkatuloja ja palkanluonteisia korvauksia pitkäaikaistiedostossa; Saksan osalta käytetään GSOEP:hen sisältyvää EU-SILC-tutkimuksen pitkäaikaistiedoston kloonina).

Tulojen pienenemisen riski myötäilee euroalueella suhdannekehitystä, mutta siinä on merkittävää maakohtaista vaihtelua.

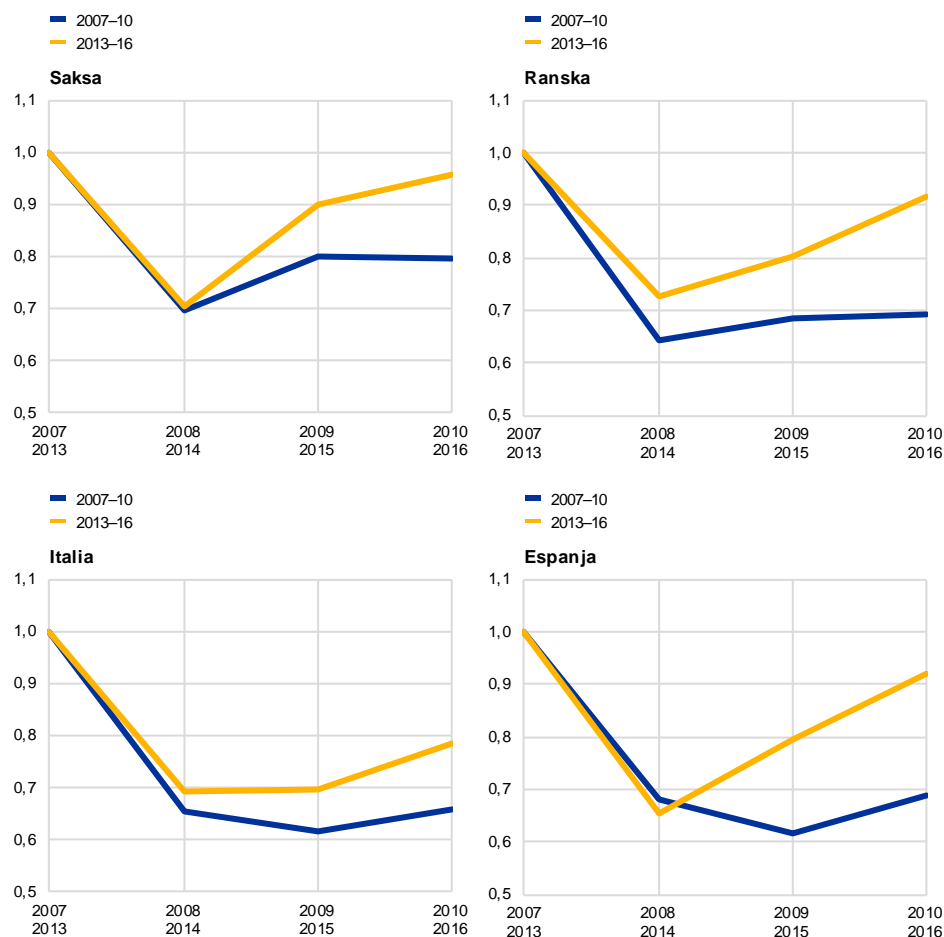
Kuviossa A esitetään sen työntekijäosuuden vaihtelu, jonka työtulot pienenivät edelliseen vuoteen verrattuna (eli tulo-riski toteutui).³¹ Koska työttömiksi joutuvien työntekijöiden määrä kasvaa taantuman aikana, se osuus työntekijöistä, jonka tulot pienenevät, kasvaa taantuman aikana ja päinvastoin. Tämä näkyy selvästi finanssikriisin aikana vuosina 2008 ja 2009, mutta vielä selvempää kasvu oli Espanjassa valtionvelkakriisin aikana vuosina 2011 ja 2012. Espanjassa työttömyyden suurempi vaihtelu näkyy myös suurempana vaihteluna siinä työntekijöiden osuudessa, jonka työtulot laskivat. Tämä on paljon harvinaisempaa Saksassa, Ranskassa ja Italiassa, joiden työmarkkinoilla on tunnetusti vähemmän joustoa.

³¹ Niiden yksilöiden prosentuaalinen osuus, joiden palkkatulot laskivat, kuvaa useita eri ilmiöitä: työttömyysjaksoja, palkanalennuksia ja työvoiman tarjonnan mukautumista sekä intensiivisen että ekstensiivisen marginaalin osalta. Tätä indikaattoria ei siten voida tulkita pelkkänä palkkajäykkyyden mittarina.

Kuvio B

Työtulojen kehitys tulojen huomattavan laskun jälkeen

(normaalitaso 1 määritetty ensimmäisen vuoden tulotasoon)



Lähteet: Eurostat, DIW Berlin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Kehitysuuntauksat niiden 26-50-vuotiaiden miesten normalisoiduissa työtuloissa, joiden tulot laskivat huomattavasti (määriteltä yli 15 prosentin laskuksi tuloissa) vuosina 2007 tai 2013 (tulot perustuvat EU-SILC-tutkimuksen muuttajaan PY010G, joka kuvaa työntekijöiden bruttomääräisiä palkkatuloja ja palkanluonteisia korvauksia pitkäaikaistiedostojensa; Saksan osalta käytetään GSOEP:hen sisältyvää EU-SILC-tutkimuksen pitkäaikaistiedoston kloonina).

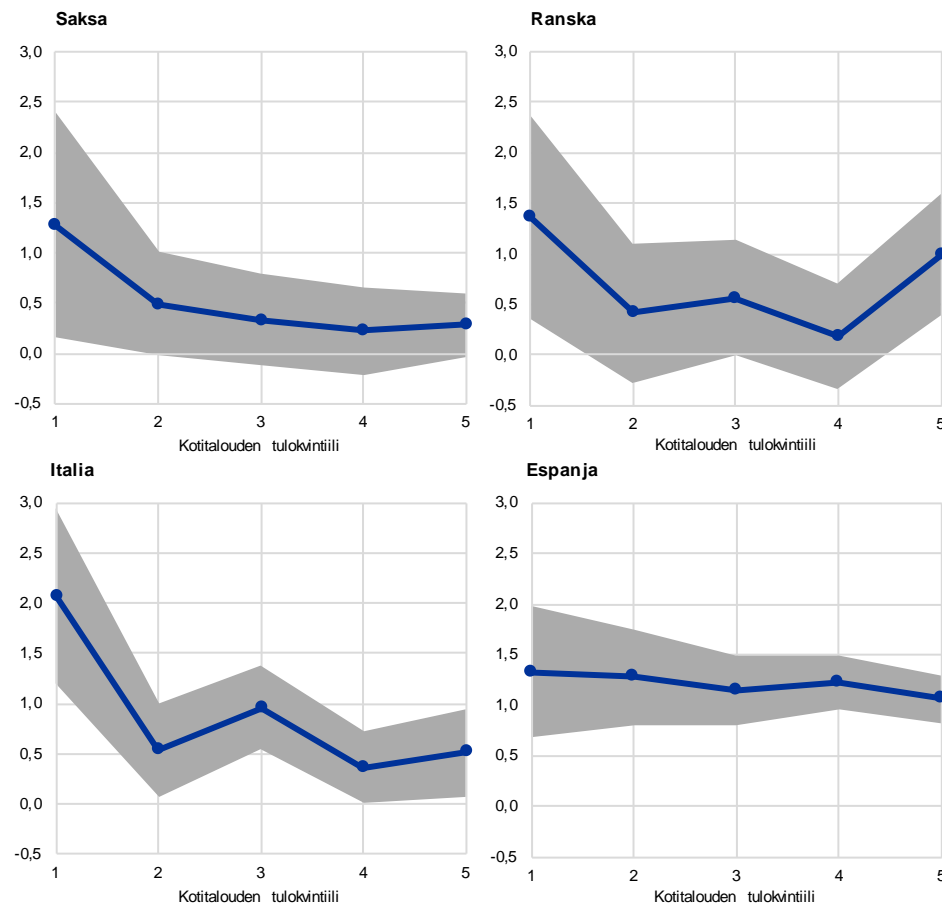
Tulojen pienenemisen riski on pitkäkestoinen, mikä viittaa siihen, että sen vaikutus tuloihin koko elinajalla on suuri. Kuviossa B näkyy, miten yksilön työtulojen huomattavan laskun jälkeen tulot ovat usein myös kahden seuraavan vuoden aikana merkittävästi alhaisemmat. Tämä viittaa siihen, että toteutunut tulojen pienenemisriski on pitkäkestoinen, mikä merkitsee, että työpaikan menetys voi merkittävästi vaikuttaa yksilön työtuloihin koko elinajalla ja siten myös kulutukseen.³² Lisäksi riskin pitkäkestoisuus näyttää riippuvan myös suhdannetilanteesta: vuoden 2013 jälkeisenä aikana eli talouden nykyisessä kasvuvaiheessa tapahtuneet tulojen pienenemiset näyttävät olevan lyhytkestoisempia kuin finanssikriisin alussa. Vaikka maiden välillä onkin merkittäviä eroja sen työntekijäosuuden vaihtelussa, jonka työtulot pienenevät, pienenemisen pituus näyttää eri maissa varsin samanlaiselta.

³² Ks. C. Pissarides, "Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, nro 4, marraskuu 1992, s. 1371–1391.

Kuvio C

Työntekijöiden tulojousto suhteessa BKT:n kasvun muutoksiin eri tulotasoilla

(Tulojousto suhteessa BKT:n kasvuun)



Lähteet: Eurostat, DIW Berlin ja EKP:n laskelmat.

Huom. Työtulojen arvioitu jousto suhteessa yhteenlasketun BKT:n kasvuun kotitalouksien tulojakaumalla (henkilöt on jaettu tulokvintileihin kotitalouden kahden edellisen vuoden tulojen perusteella, jotta riskialtiuden ja ryhmittelyn väliille ei syntyisi harhaanjohtavaa korrelaatiota; kotitalouden tulot perustuvat EU-SILC-tutkimuksen muuttujan HY020, joka kuvaa kotitalouden käytettävissä olevia kokonaistuloja pitkäaikaistiedostossa; Saksan osalta on käytetty GSOEP:hen sisältyvää EU-SILC-tutkimuksen pitkäaikaistiedoston kloonina). Harmaat alueet edustavat 95 prosentin luottamusväliä.

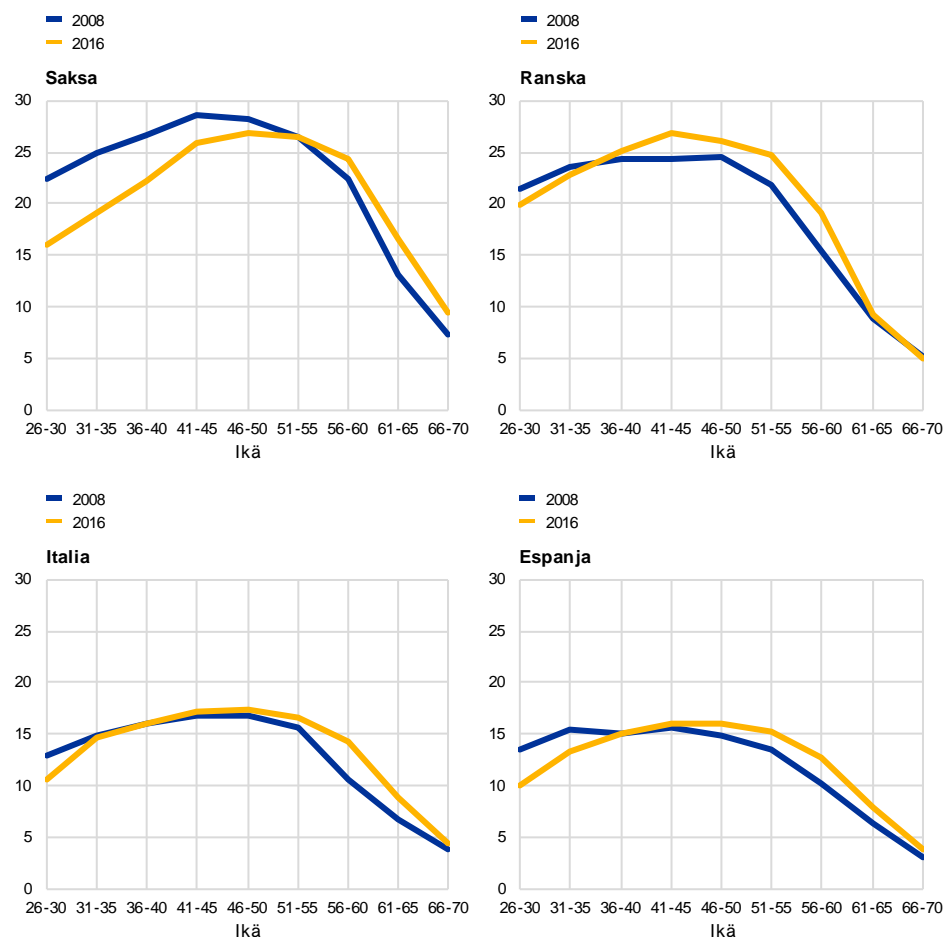
Yksittäisten kotitalouksien tuloriski vaihtelee euroalueella. Kuviossa C esitetään työntekijöiden työtulojen jousto suhteessa yhteenlasketun BKT:n kasvun muutoksiin Guvenenin ym. Yhdysvaltoja koskevan tutkimuksen mukaan.³³ Tulojakaumalla työtulojen herkkyys BKT:n kasvun muutoksille on merkittävästi suurempaa niillä työntekijöillä, joiden kotitalouksien tulotaso on alhaisempi. Tämä kuvio on erityisen selvä Saksassa, Ranskassa ja Italiassa. Espanjassa työtulojen herkkyys BKT:n kasvuille pienituloisemmissa kotitalouksissa on samaa luokkaa kuin muiden maiden työntekijöillä, mutta se ei vähene yhtä paljon kotitalouksien tulotason kasvaessa. Tämä saattaa heijastaa sitä, että työttömyyden vaihtelu on Espanjassa yleisesti

³³ Ks. F. Guvenen, S. Schulhofer-Wohl, J. Song ja M. Yogo, "Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk", *American Economic Review*, Vol. 107, nro 5, toukokuu 2017, s. 398–403.

suurempaa ja työttömyyttä esiintyy tasaisemmin eri tulotasoilla.³⁴ Tässä kehikossa ei kuitenkaan pyritä löytämään rakenteellista selitystä tälle havainnolle.

Kuvio D Työtulot eri ikäryhmissä

(tuhansia euroja vuodessa)



Lähteet: Eurostat, DIW Berlin ja EKP:n laskelmat.

Huom. 26–70-vuotiaiden arvioidut työtulot (viiden vuoden ikäryhmissä) euroina vuoden 2015 kiintein arvo-in (perustuu EU-SILC-tutkimuksen muuttajaan PY010G, joka kuvaa työntekijöiden bruttomääräisiä palkkatuloja ja palkanluonteisia korvauksia pitkäaikaistiedostoissa; Saksan osalta käytetään GSOEP:hen sisältyvää EU-SILC-tutkimuksen pitkäaikaistiedoston kloonina).

Tuloriskin jakautuminen osoittaa myös, ketkä maksavat suurimman hinnan suhdannevaihteluista. Makrotaloustieteessä on pitkään väitelty suhdannesykliin sosiaalisista kustannuksista. Lucas esitti edustavien agenttien mallin avulla, että taantumien sosiaaliset kustannukset ovat varsin pienet.³⁵ Tämä viittaa siihen, että makrotalouspolitiikan käytölle suhdannevaihtelujen tasoittamiseen ei olisi kovin vahvoja perusteita. Lucasin jälkeen tutkimuksissa on osoitettu, että sekä tuloissa ja kulutuksessa tapahtuvien pudotusten jakautumisen että niiden pitkäkestoisuuden ymmärtäminen on keskeistä arvioitaessa, miten vahingollisia talouden taantumot

³⁴ Havainnot viittaavat siihen, että euroalueen eri maiden väliset erot työttömyysasteessa liittyvät maiden erilaisiin työmarkkinainstituutioihin. Ks. T. Boeri ja J. Jimeno, "Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis", *Labour Economics*, Vol. 41, nro C, 2016, s. 32–46.

³⁵ R. Lucas, *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

ovat.³⁶ Tätä taustaa vasten kuviossa D esitetään reaalisten työtulojen jakauma eri ikäryhmissä vuosina 2008 ja 2016. Se viittaa siihen, että finanssikriisin jälkeen nuorempien työntekijöiden tulot eivät ole kasvaneet samassa määrin kuin vanhempien työntekijöiden. Saksassa ja Espanjassa nuorten työntekijöiden reaalitulot olivat jopa alhaisemmat vuonna 2016 kuin vuonna 2008. Kun yksilöllinen vaihtelu otetaan huomioon, suhdannevaihtelun sosiaaliset kustannukset ovat siis todennäköisesti varsin suuret euroalueella.

Kotitalouksien tuloriski käyttäytyy euroalueella samalla tavoin kuin muissa talouksissa, ja tämä on hyödyllinen tieto tämänhetkisiä talousnäkymiä

arvioitaessa. Kaiken kaikkiaan analyysistä ilmenee, että Yhdysvaltojen tavoin myös euroalueella yhtäältä henkilökohtainen tuloriski on vahvassa yhteydessä työmarkkinoiden toimintaan ja toisaalta talouden laskusuhdanteessa joidenkin työntekijäryhmien tuloriski kasvaa paljon enemmän kuin toisten. Tämä on tärkeää, kun halutaan ymmärtää talouspolitiikan välittymistä ja makrotalouden häiriöiden vahvistumista. Euroalueen talouteen äskettäin kohdistuneen huomattavan ulkoisen häiriön jälkimainingeissa työmarkkinoiden vahvana pysynyt kestävyys (vrt. osa 3) saattaa auttaa selittämään, miksi kotitalouksien tuloriski ei toistaiseksi ole vahvistanut häiriön makrotaloudellisia vaikutuksia.

³⁶ Ks. T. Krebs, "Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles", *American Economic Review*, Vol. 97, nro 3, kesäkuu 2007, s. 664–686.

Miten katteet vaikuttavat inflaatiopaineisiin euroalueella?

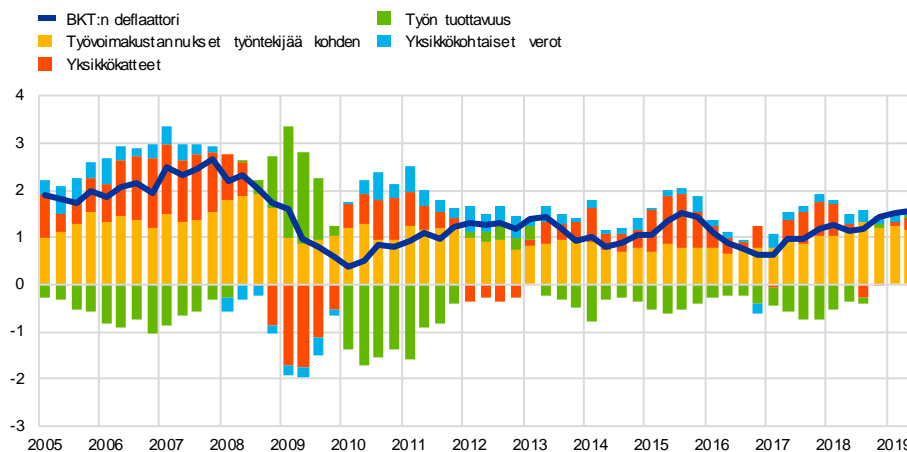
Katteet voivat merkittävässä määrin vaikuttaa kotimaiseen hintakehitykseen ja siihen, miten kustannusten muutokset välittyvät lopullisiin hintoihin.

Kansantalouden tilinpidossa käytetään laajana katteiden mittarina bruttotoimintaylijäämää, joka kertoo tarkemmin katteiden osuudesta BKT:n deflaattorilla mitatuissa kotimaisissa hintapaineissa. Kuviossa A tämä osuus esitetään yksikkökatteiden muutosten kautta, joita kuvaa tässä kehikossa käytetty voittomarginaalien mittari eli bruttotoimintaylijäämä jaettuna BKT:llä. Yksikkökatteet ovat edustaneet noin yhtä kolmannelta euroalueen BKT:n deflaattorin kasvusta kahden viime vuosikymmenen aikana. Tässä kehikossa kuvataan, miten katteet ovat viime aikoina vaikuttaneet kotimaisiin hintapaineisiin euroalueella ja mitkä ovat voittomarginaalien muutosten pääasialliset tekijät, sekä pohditaan, miten nämä tekijät ovat todennäköisesti vaikuttaneet voittomarginaalien viimeaikaiseen kehitykseen.

Kuvio A

BKT:n deflaattori ja sen osatekijät

(vuotuinen prosenttimuutos, osatekijöiden vaikutukset vuotuisen prosenttimuutokseen prosenttiyksikköinä, neljännesvuosikehitys)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten ja työn tuottavuuden vaikutukset yhdessä muodostavat yksikkötyökustannusten vaikutuksen. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Yksikkökatteiden vaikutus kotimaisiin kustannuspaineisiin väheni vuonna 2018 ja vahvistui hieman vuoden 2019 alkupuoliskolla pysyen kuitenkin alhaisena.

Yksikkökatteiden kasvu heikkeni huomattavasti vuonna 2018, jolloin palkkojen nousu (työntekijää kohden lasketuilla työvoimakustannuksilla mitattuna) ja yksikkötyökustannusten kasvu nopeutuivat voimakkaasti, mikä hillitsi BKT:n deflaattorin kasvuvauhdin kiihtymistä (ks. kuvio A). Vuoden 2019 alkupuoliskolla yksikkökatteiden kasvu kääntyi lievästi positiiviseksi ja tuki BKT:n deflaattorin kasvuvauhdin asteittaista nopeutumista. Kokonaistasolla yksikkökatteiden vaikutuksen muutoksiin vaikuttaa tyypillisesti kaksi päätekijää, suhdannetilanne ja vaihtosuhte.

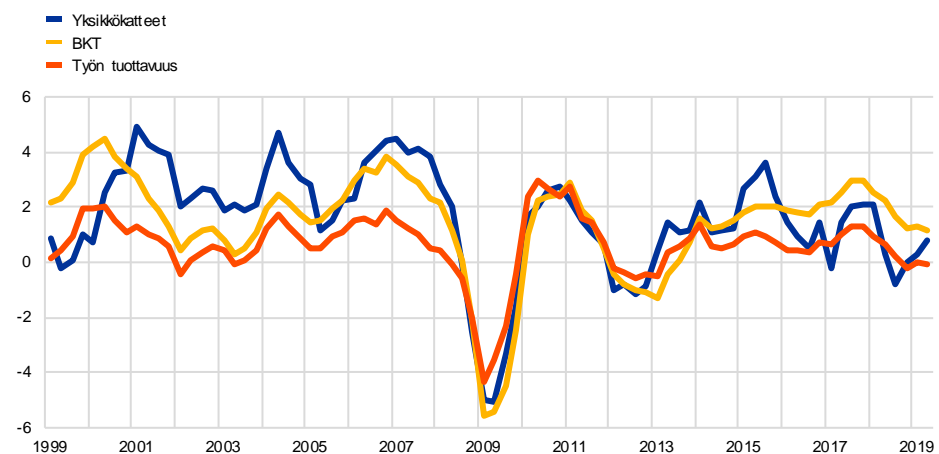
Voittomarginaalien on empiirisesti todettu kehittyvän suhdannevaihtelua voimistavasti samaan tahtiin talouskasvun kehityksen kanssa (ks. kuvio B).

Talouden laskusuhdanteessa yksikkötyökustannukset tyypillisesti kasvavat, koska sopimusperusteiset palkat reagoivat laskusuhdanteeseen viiveellä, kun taas työn tuottavuus laskee välittömästi, koska tuotannon pudotus on nopeampi kuin työllisyyden. Koska heikentynyt taloustilanne rajoittaa mahdollisuuksia kustannusten kasvun kompensoimiseen hinnankorotuksilla, voittomarginaalit supistuvat laskusuhdanteessa. Noususuhdanteessa ne taas kasvavat. Voittomarginaalit reagoivat siis vahvan positiivisesti BKT:n ja työn tuottavuuden kehitykseen laajoina suhdanneindikaattoreina. Kuviosta B näkyy, että tätä samansuuntaista liikettä esiintyi myös vuonna 2018, jolloin yksikkökatteiden kasvu heikkeni samaan tahtiin BKT:n ja työn tuottavuuden kasvun hidastumisen kanssa. Vuoden 2019 alkupuoliskolla kaikkien näiden kolmen indikaattorin heikkeneminen pysähtyi, ja yksikkökatteiden kasvu oli jo alkanut asteittain elpyä muiden tekijöiden kuin suhdannetilanteen vaikutuksesta.

Kuvio B

Yksikkökatteet, BKT ja työn tuottavuus

(vuotuinen muutos prosentteina, neljännesvuosikehitys)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Voittomarginaalit myötäilevät joskus myös läheisesti vaihtosuhteen kehitystä etenkin, jos siinä tapahtuu jyrkkiä muutoksia (ks. kuvio C).

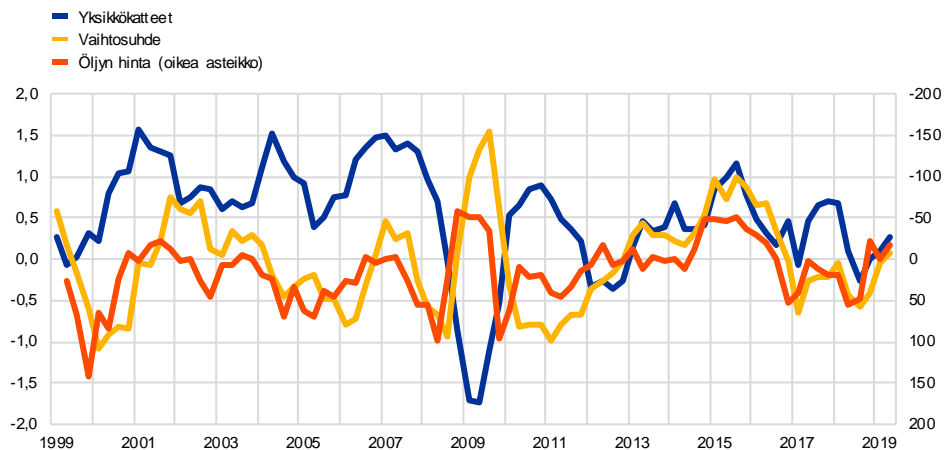
Nämä muutokset voidaan selittää erilaisilla tekijöillä. Kun vaihtosuhte paranee tuotujen tuotantopanosten, kuten öljyn, hintojen laskiessa, tämä voi vaikuttaa voittomarginaaleihin positiivisesti, jos yritykset laskevat myyntihintojaan vähemmän kuin niiden tuotantokustannukset laskivat. Näin näyttää tapahtuneen vuoden 2014 puolenvälin ja vuoden 2016 alun välisellä ajanjaksolla. Euron vaihtokurssin heikkenemiseen liittyvät vientihintojen muutokset voivat parantaa voittomarginaaleja, jos vientiyritykset hinnoittelevat tuotteensa markkinapohjaisesti ja pitävät valuuttamääräiset vientihintansa ennallaan. Vaihtosuhteen kehitykseen voivat niin ikään vaikuttaa suhteellisten hintojen muutokset kotimaisessa ja ulkomaisessa taloudessa, jos ne heijastuvat myös vienti- ja tuontihintojen kehitykseen. Tältä osin se, että kotimaisen talouden suhteelliset hinnat kehittyvät vahvemmin kuin ulkomaisen talouden, voi parantaa vaihtosuhdetta ja vaikuttaa positiivisesti voittomarginaaleihin. Vuonna 2018 vaihtosuhte näyttää rasittaneen voittomarginaaleja, mikä johtui pääosin öljyn hinnannoususta. Öljyn hinta on

kuitenkin vuoden 2018 lopusta alkaen laskenut, mikä taas on kohentanut vaihtosuhdetta. Tämä näyttää tukeneen yksikkökatteiden kasvua ja siten edistäneen niiden suotuisampaa kehitystä verrattuna suhdanneindikaattorien kehitykseen vuoden 2019 alkupuoliskolla.³⁷

Kuvio C

Yksikkökatteet, vaihtosuhte ja öljyn hinta

(Vaikutus BKT:n deflaattoriin prosenttisyksikköinä, vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosikehitys)



Lähteet: Eurostat, Bloomberg ja EKP:n laskelmat.
Huom. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

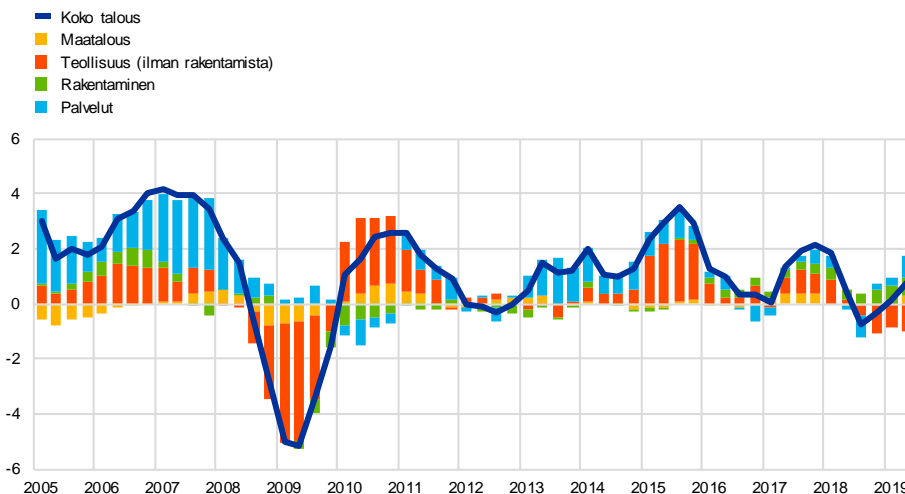
Yksikkökatteiden kehityksen alakohtaisessa tarkastelussa vahvistuu, että yksikkökatteiden heikkeneminen vuonna 2018 tapahtui pääosin suhdanneherkillä aloilla, kun taas niiden asteittainen elpyminen vuoden 2019 alkupuoliskolla perustui vähemmän suhdanneherkkien alojen kehitykseen (ks. kuvio D). Suhdannekehityksen vaikutus yksikkökatteisiin näkyy erityisesti ilman rakennusalaan lasketussa teollisuudessa, joka on vahvasti alttiina kaupan kehitykselle ja on siten kärsinyt eniten vuoden 2017 lopulla alkaneesta globaalista toimintaympäristön ja euroalueen suhdannetilanteen heikkenemisestä. Vaihtosuhteen huononeminen öljyn hinnan nousua vuoden 2018 aikana on todennäköisesti osaltaan vaikuttanut voittomarginaalien maltillistumiseen vuonna 2018 erityisesti sellaisilla aloilla kuin liikenne (osa palvelualoja), ja sen jälkeinen öljyn hinnan lasku on saattanut vastaavasti tukea niiden elpymistä. Samaan aikaan voittomarginaalien kehitys kotimaisilla markkinoilla painottuvilla aloilla, kuten rakennusosalalla, on pitänyt paremmin pintansa koko kyseisellä ajanjaksolla, mikä johtuu myös tämänhetkisistä hyvin suotuisista rahoitusoloista.

³⁷ Lisäksi yksikkökatteiden kasvun nopeutumiseen vuoden 2019 alkupuoliskolla vaikutti verohyvitys, joka Ranskassa otettiin käyttöön vuonna 2019. Tämä verohyvitys (CICE) muunnetaan pysyväksi työnantajien sosiaaliturvamaksujen alennukseksi, mikä merkitsee työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvun hidastumista ja yksikkökateen kasvun vastaavaa lisäystä.

Kuvio D

Yksikkökatteiden kehitys ja talouden eri alojen vaikutus siihen

(vuotuinen prosenttimuutos, vaikutukset vuotuisen prosenttimuutokseen prosenttiyksikköinä, neljännesvuosikehitys)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Eriteltäessä yksikkökatteiden kasvua talouden eri aloihin yksikkökatteet lasketaan arvonlisäyksen perusteella. Tuoreimmat havainnot vuoden 2019 toiselta neljännekseltä.

Yhteenvedona voidaan todeta, että voittomarginaalit heikkenivät kokonaisuudessaan vuoden 2018 aikana ja vaimensivat euroalueen kotimaisten hintapaineiden kasvua sinä vuonna, mutta alkoivat vähitellen kasvaa vuoden 2019 alkupuoliskolla. Voittomarginaalien supistuminen vuonna 2018 oli reaktio talouskasvun viimeaikaiseen hidastumiseen ja samana vuonna tapahtuneeseen vaihtosuhteen huononemiseen öljyn hinnannousun myötä.³⁸ Supistuminen kertoo työvoimakustannusten kasvun osittaisesta puskuvoimasta ja antaa kuvan, että vain osa palkkojen noususta siirrettiin hintoihin. Vuoden 2019 alkupuoliskolla voittomarginaalit alkoivat jälleen kasvaa, mikä johtuu muun muassa vaihtosuhteen kohenemisestä öljyn hinnan laskiessa. Jatkossa voittomarginaalien odotetaan vahvistuvan EKP:n asiantuntijoiden syyskuun 2019 arvioissa ennakoitun talouskasvun vähittäisen elpymisen myötä.

³⁸ Ekonometriset havainnot viittaavat siihen, että yksikkökatteiden kasvuvauhdin hidastumisen syyinä vuonna 2018 olivat paljolti vientikysynnän, öljyn tarjonnan ja palkankorotusten aiheuttamat häiriöt (ks. Philip Lanen puhe "The Phillips Curve at the ECB", London School of Economics, 4.9.2019).

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3.3	1.6	1.8	0.6	6.7	1.9	1.1	1.9	1.3	0.7	-0.1	2.0	0.2
2017	3.8	2.4	1.8	1.9	6.8	2.5	2.3	1.9	2.1	2.7	0.5	1.6	1.5
2018	3.7	2.9	1.4	0.8	6.6	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2018 Q3	0.8	0.7	0.7	-0.5	1.6	0.2	2.9	2.2	2.6	2.5	1.1	2.3	2.1
Q4	0.7	0.3	0.2	0.4	1.5	0.3	2.8	2.3	2.2	2.3	0.8	2.2	1.9
2019 Q1	0.8	0.8	0.5	0.5	1.4	0.4	2.2	2.2	1.6	1.9	0.3	1.8	1.4
Q2	.	0.5	-0.2	0.3	1.6	0.2	2.3	2.2	1.8	.	0.8	2.6	1.4
2019 Mar.	.	.	.	.	.	.	2.3	2.1	1.9	1.9	0.5	2.3	1.4
Apr.	.	.	.	.	.	.	2.5	2.2	2.0	2.1	0.9	2.5	1.7
May	.	.	.	.	.	.	2.3	2.1	1.8	2.0	0.7	2.7	1.2
June	.	.	.	.	.	.	2.0	2.2	1.6	2.0	0.7	2.7	1.3
July	.	.	.	.	.	.	.	.	1.8	2.1	0.5	2.8	1.0
Aug. ³⁾	1.0

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾						
	Composite Purchasing Managers' Index					Memo item: euro area	Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies	
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China		Manufacturing	Services	New export orders				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2016	51.6	52.4	53.4	50.5	51.4	53.3	51.7	52.0	50.1	1.1	1.4	0.9	
2017	53.2	54.3	54.7	52.5	51.8	56.4	53.8	53.8	52.8	5.8	3.1	7.7	
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.9	4.4	3.1	5.2	
2018 Q3	53.1	54.8	53.9	51.5	52.1	54.3	52.6	53.2	49.8	1.7	0.5	2.4	
Q4	53.1	54.7	51.4	52.3	51.5	52.3	52.0	53.5	49.9	-0.9	1.6	-2.4	
2019 Q1	52.8	54.8	50.6	50.6	51.5	51.5	50.9	53.4	49.6	-0.7	-0.2	-1.1	
Q2	51.5	51.8	50.5	50.8	51.6	51.8	50.4	51.8	49.4	-0.6	-1.4	-0.1	
2019 Mar.	53.1	54.6	50.0	50.4	52.9	51.6	50.9	53.8	49.7	-0.7	-0.2	-1.1	
Apr.	52.3	53.0	50.9	50.8	52.7	51.5	51.1	52.7	49.6	0.0	-1.2	0.8	
May	51.0	50.9	50.9	50.7	51.5	51.8	50.3	51.3	49.4	0.5	-0.9	1.3	
June	51.0	51.5	49.7	50.8	50.6	52.2	49.6	51.5	49.2	-0.6	-1.4	-0.1	
July	51.7	52.6	50.7	50.6	50.9	51.5	49.9	52.3	49.0	.	.	.	
Aug.	51.1	50.7	50.2	51.9	51.6	51.9	50.5	51.3	47.8	.	.	.	

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
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
2019 Feb.	-0.37	-0.37	-0.31	-0.23	-0.11	2.68	-0.08
Mar.	-0.37	-0.37	-0.31	-0.23	-0.11	2.61	-0.07
Apr.	-0.37	-0.37	-0.31	-0.23	-0.11	2.59	-0.06
May	-0.37	-0.37	-0.31	-0.24	-0.13	2.53	-0.07
June	-0.36	-0.38	-0.33	-0.28	-0.19	2.40	-0.07
July	-0.37	-0.40	-0.36	-0.35	-0.28	2.29	-0.07
Aug.	-0.36	-0.41	-0.41	-0.40	-0.36	2.16	-0.10

Source: ECB.

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

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	-0.93	-0.82	-0.80	-0.47	0.26	1.08	1.63	1.17	-0.78	-0.75	0.35	1.35
2017	-0.78	-0.74	-0.64	-0.17	0.52	1.26	0.67	0.83	-0.66	-0.39	0.66	1.56
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019 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
Mar.	-0.57	-0.61	-0.62	-0.45	-0.01	0.60	0.00	0.35	-0.64	-0.59	-0.02	0.75
Apr.	-0.56	-0.60	-0.59	-0.39	0.08	0.67	0.12	0.43	-0.62	-0.54	0.08	0.88
May	-0.57	-0.64	-0.69	-0.56	-0.13	0.51	-0.08	0.24	-0.72	-0.72	-0.17	0.64
June	-0.60	-0.69	-0.75	-0.64	-0.26	0.43	0.07	0.14	-0.78	-0.79	-0.29	0.44
July	-0.67	-0.74	-0.79	-0.72	-0.39	0.35	0.02	0.09	-0.82	-0.84	-0.45	0.25
Aug.	-0.84	-0.88	-0.93	-0.92	-0.65	0.23	-0.27	0.03	-0.94	-1.00	-0.73	-0.12

Source: ECB.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	321.6	3,003.7	620.7	250.9	600.1	278.9	148.7	496.0	375.8	248.6	326.9	770.9	2,094.7	16,920.5
2017	376.9	3,491.0	757.3	268.6	690.4	307.9	182.3	605.5	468.4	272.7	339.2	876.3	2,449.1	20,209.0
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	697.3	336.0	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019 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
Mar.	365.7	3,332.9	718.3	272.1	692.2	339.9	157.6	621.0	493.4	307.8	297.0	755.1	2,804.0	21,414.9
Apr.	379.0	3,458.8	750.9	277.8	731.0	341.6	163.8	652.7	522.5	311.9	296.9	749.6	2,903.8	21,964.9
May	369.4	3,385.4	710.2	267.4	721.6	324.7	157.0	643.9	519.6	312.0	290.9	732.7	2,854.7	21,218.4
June	369.7	3,406.0	722.6	264.9	728.5	323.2	152.0	652.3	517.5	323.9	296.6	734.0	2,890.2	21,060.2
July	380.0	3,507.8	739.6	271.8	752.7	329.3	155.8	666.2	548.2	326.4	292.2	769.2	2,996.1	21,593.7
Aug.	363.6	3,355.3	704.2	262.0	722.8	303.0	144.1	639.4	523.4	325.7	281.9	778.9	2,897.5	20,629.7

Source: ECB.

2 Financial developments

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

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

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator		
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation	APRC ³⁾	Floating rate and up to 1 year		Over 1 year	By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	
			Up to 2 years	Over 2 years								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 Aug.	0.03	0.45	0.30	0.64	6.01	16.78	5.44	5.88	6.41	2.38	1.63	1.82	1.92	1.85	2.11	1.81	
Sep.	0.03	0.45	0.30	0.69	6.04	16.71	5.30	5.74	6.27	2.33	1.60	1.81	1.91	1.85	2.08	1.79	
Oct.	0.03	0.45	0.29	0.73	5.97	16.73	5.06	5.71	6.23	2.45	1.60	1.80	1.91	1.86	2.09	1.80	
Nov.	0.04	0.44	0.29	0.73	5.93	16.67	4.94	5.68	6.18	2.37	1.61	1.85	1.94	1.88	2.11	1.81	
Dec.	0.03	0.43	0.30	0.78	5.87	16.68	4.92	5.47	5.98	2.27	1.61	1.80	1.91	1.84	2.10	1.80	
2019 Jan.	0.03	0.42	0.33	0.74	5.92	16.63	5.32	5.83	6.34	2.36	1.61	1.81	1.89	1.86	2.09	1.82	
Feb.	0.03	0.42	0.32	0.70	5.97	16.61	5.28	5.71	6.28	2.41	1.59	1.84	1.87	1.84	2.09	1.80	
Mar.	0.03	0.40	0.30	0.76	5.90	16.65	5.41	5.61	6.18	2.36	1.60	1.80	1.83	1.81	2.06	1.78	
Apr.	0.03	0.40	0.32	0.75	5.88	16.66	5.56	5.63	6.19	2.36	1.60	1.77	1.77	1.77	2.02	1.75	
May	0.03	0.43	0.31	0.79	5.81	16.67	5.61	5.76	6.34	2.33	1.58	1.79	1.73	1.74	1.99	1.72	
June	0.03	0.43	0.32	0.82	5.81	16.63	5.43	5.67	6.24	2.31	1.56	1.73	1.67	1.65	1.95	1.67	
July ^(p)	0.03	0.43	0.31	0.80	5.75	16.58	5.74	5.73	6.30	2.34	1.56	1.71	1.59	1.57	1.90	1.61	

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2018 Aug.	0.03	0.08	0.61	2.25	2.19	2.43	2.32	1.67	1.63	1.73	1.10	1.27	1.69	1.63
Sep.	0.03	0.08	0.44	2.22	2.21	2.35	2.31	1.65	1.54	1.67	1.13	1.40	1.69	1.65
Oct.	0.03	0.06	0.52	2.22	2.13	2.43	2.33	1.66	1.60	1.69	1.23	1.10	1.66	1.64
Nov.	0.03	0.06	0.63	2.19	2.19	2.40	2.34	1.67	1.60	1.67	1.20	1.35	1.69	1.66
Dec.	0.03	0.07	0.53	2.18	2.20	2.29	2.25	1.60	1.59	1.67	1.21	1.39	1.59	1.63
2019 Jan.	0.03	0.05	0.54	2.22	2.15	2.40	2.32	1.67	1.62	1.72	1.13	1.30	1.61	1.63
Feb.	0.03	0.03	0.52	2.21	2.15	2.41	2.33	1.65	1.63	1.70	1.13	1.39	1.56	1.64
Mar.	0.03	0.07	0.62	2.17	2.17	2.38	2.30	1.66	1.58	1.68	1.19	1.36	1.57	1.65
Apr.	0.03	0.06	0.54	2.19	2.19	2.36	2.26	1.67	1.60	1.64	1.16	1.33	1.44	1.62
May	0.03	0.04	0.46	2.15	2.18	2.38	2.29	1.66	1.59	1.63	1.09	1.16	1.50	1.57
June	0.03	0.03	0.56	2.17	2.13	2.33	2.25	1.63	1.55	1.56	1.09	1.28	1.39	1.55
July ^(p)	0.03	0.04	0.58	2.11	2.06	2.49	2.19	1.65	1.56	1.54	1.16	1.32	1.39	1.56

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2016	1,241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1,240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1,222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 Feb.	1,277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
Mar.	1,331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
Apr.	1,319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
May	1,338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
June	1,303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
July	1,332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
Long-term														
2016	15,379	3,695	3,174	.	1,184	6,684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15,360	3,560	3,050	.	1,243	6,865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15,753	3,687	3,151	.	1,267	7,022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 Feb.	15,956	3,749	3,175	.	1,276	7,125	632	300	104	56	.	14	115	11
Mar.	16,024	3,754	3,201	.	1,301	7,127	641	269	76	63	.	25	88	17
Apr.	15,999	3,746	3,183	.	1,307	7,122	641	233	55	68	.	19	84	8
May	16,061	3,766	3,202	.	1,306	7,153	635	247	62	80	.	13	86	7
June	16,109	3,766	3,222	.	1,313	7,175	633	242	61	74	.	22	80	5
July	16,184	3,788	3,254	.	1,324	7,183	636	250	70	70	.	25	76	8

Source: ECB.

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

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

(EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central government	Other general government				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2016	16,620.2	4,213.2	3,309.9	.	1,243.5	7,149.9	703.7	7,089.5	537.6	1,080.2	5,471.6
2017	16,600.8	4,079.3	3,205.3	.	1,312.6	7,303.6	699.9	7,954.7	612.5	1,249.6	6,092.6
2018	16,975.2	4,191.4	3,325.4	.	1,339.7	7,446.0	672.7	7,027.2	465.1	1,099.4	5,462.7
2019 Feb.	17,233.2	4,287.1	3,344.7	.	1,370.8	7,544.0	686.5	7,716.0	518.7	1,225.2	5,972.1
Mar.	17,354.9	4,318.0	3,379.3	.	1,399.5	7,562.4	695.7	7,761.2	495.8	1,230.9	6,034.5
Apr.	17,318.1	4,308.1	3,351.6	.	1,415.7	7,540.5	702.3	8,090.6	537.0	1,281.8	6,271.8
May	17,399.4	4,339.3	3,370.9	.	1,421.0	7,574.4	693.8	7,586.8	470.9	1,208.1	5,907.8
June	17,411.4	4,322.8	3,383.8	.	1,413.7	7,602.7	688.4	7,940.6	493.3	1,246.0	6,201.3
July	17,516.6	4,363.8	3,420.9	.	1,433.3	7,606.2	692.4	7,980.5	484.0	1,252.8	6,243.7
Growth rate											
2016	0.3	-3.0	-1.2	.	6.2	2.2	-0.1	0.5	1.2	0.9	0.4
2017	1.3	-0.5	0.1	.	5.9	2.3	0.5	1.0	6.1	2.8	0.2
2018	1.9	1.7	3.1	.	3.3	1.9	-4.3	0.7	-0.1	2.4	0.4
2019 Feb.	2.7	3.0	2.6	.	4.6	2.5	-1.6	0.5	-0.1	2.1	0.3
Mar.	2.5	3.0	3.0	.	3.6	2.1	0.0	0.4	-0.2	1.7	0.2
Apr.	2.3	2.9	1.6	.	4.0	2.1	0.7	0.0	-0.2	-0.1	0.1
May	2.6	3.9	2.0	.	3.7	2.1	0.6	0.0	-0.2	-0.2	0.0
June	2.8	4.4	1.8	.	4.4	2.3	1.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
July	2.9	5.1	1.9	.	4.7	2.0	1.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-38	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM ²⁾	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94.4	89.5	90.8	85.1	79.0	89.3	109.7	88.9
2017	96.6	91.4	91.9	86.0	78.3	89.8	112.0	90.0
2018	98.9	93.4	93.4	87.5	79.3	90.9	117.9	93.8
2018 Q3	99.2	93.7	93.4	87.7	79.3	91.3	119.2	94.8
2018 Q4	98.5	93.0	92.9	87.1	79.1	90.4	118.4	93.8
2019 Q1	97.4	91.7	92.1	85.9	78.6	89.1	116.7	92.1
2019 Q2	97.3	91.4	91.6	.	.	.	116.8	91.9
2019 Mar.	96.9	91.1	91.5	-	-	-	116.2	91.6
2019 Apr.	96.7	91.0	91.3	-	-	-	116.1	91.4
2019 May	97.4	91.4	91.8	-	-	-	117.0	91.9
2019 June	97.9	91.9	91.9	-	-	-	117.4	92.2
2019 July	97.5	91.4	91.1	-	-	-	116.5	91.4
2019 Aug.	98.1	91.9	91.4	-	-	-	117.6	92.1
	<i>Percentage change versus previous month</i>							
2019 Aug.	0.7	0.6	0.4	-	-	-	0.9	0.8
	<i>Percentage change versus previous year</i>							
2019 Aug.	-0.8	-1.6	-1.9	-	-	-	-1.2	-2.7

Source: ECB.

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

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Croatian kuna	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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 Q3	7.915	7.417	25.718	7.455	324.107	129.606	4.303	0.892	4.6471	10.405	1.144	1.163
2018 Q4	7.895	7.420	25.864	7.462	322.995	128.816	4.299	0.887	4.6605	10.320	1.137	1.141
2019 Q1	7.663	7.422	25.683	7.464	317.907	125.083	4.302	0.873	4.7358	10.419	1.132	1.136
2019 Q2	7.672	7.418	25.686	7.467	322.973	123.471	4.282	0.875	4.7480	10.619	1.126	1.124
2019 Mar.	7.587	7.421	25.676	7.462	315.924	125.674	4.297	0.858	4.7546	10.500	1.131	1.130
2019 Apr.	7.549	7.428	25.677	7.465	321.181	125.436	4.286	0.862	4.7584	10.482	1.132	1.124
2019 May	7.674	7.419	25.768	7.468	324.978	122.948	4.296	0.872	4.7594	10.737	1.130	1.118
2019 June	7.794	7.408	25.605	7.467	322.559	122.081	4.264	0.891	4.7250	10.626	1.117	1.129
2019 July	7.715	7.390	25.548	7.466	325.269	121.406	4.260	0.899	4.7286	10.560	1.108	1.122
2019 Aug.	7.858	7.390	25.802	7.460	326.906	118.179	4.347	0.916	4.7280	10.736	1.089	1.113
	<i>Percentage change versus previous month</i>											
2019 Aug.	1.9	0.0	1.0	-0.1	0.5	-2.7	2.0	1.8	0.0	1.7	-1.7	-0.8
	<i>Percentage change versus previous year</i>											
2019 Aug.	-0.6	-0.5	0.5	0.1	1.2	-7.8	1.4	2.1	1.8	2.6	-4.6	-3.7

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2018 Q2	25,683.4	26,256.5	-573.2	10,999.6	9,039.5	8,752.4	10,907.1	-96.6	5,337.9	6,309.9	690.0	14,294.7
Q3	25,848.2	26,265.3	-417.1	10,967.4	8,923.6	8,891.9	10,984.8	-80.1	5,395.1	6,356.9	673.9	14,343.2
Q4	25,145.7	25,478.1	-332.4	10,679.9	8,813.7	8,481.9	10,369.2	-94.5	5,359.4	6,295.2	719.1	14,054.3
2019 Q1	26,292.8	26,450.1	-157.3	10,900.8	8,851.1	9,091.7	11,127.4	-100.1	5,659.2	6,471.6	741.1	14,431.9
<i>Outstanding amounts as a percentage of GDP</i>												
2019 Q1	226.3	227.6	-1.4	93.8	76.2	78.2	95.8	-0.9	48.7	55.7	6.4	124.2
<i>Transactions</i>												
2018 Q3	26.5	-58.8	85.3	-110.6	-93.6	39.0	-9.5	34.9	62.0	-44.3	1.3	-
Q4	-379.3	-447.2	67.8	-269.6	-182.3	-35.4	-143.7	29.9	-110.0	-121.2	5.8	-
2019 Q1	337.3	279.8	57.5	79.7	27.7	52.9	142.3	6.6	195.4	109.7	2.7	-
Q2	172.3	103.4	68.9	-15.8	2.1	1.5	53.1	13.1	170.7	48.2	2.8	-
2019 Jan.	293.8	291.1	2.6	53.7	38.9	38.3	59.9	1.0	203.5	192.4	-2.7	-
Feb.	-2.6	-5.4	2.8	20.6	7.8	-0.8	23.0	-1.1	-21.6	-36.2	0.2	-
Mar.	46.2	-5.9	52.1	5.4	-18.9	15.3	59.5	6.8	13.5	-46.4	5.2	-
Apr.	166.3	189.6	-23.3	29.0	73.7	9.4	-8.6	3.1	121.7	124.5	3.2	-
May	86.8	45.9	40.9	12.8	-4.2	-0.2	58.3	2.2	70.2	-8.1	1.8	-
June	-80.8	-132.1	51.3	-57.6	-67.4	-7.7	3.5	7.8	-21.1	-68.2	-2.2	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2019 June	156.8	-122.7	279.5	-316.3	-246.1	58.0	42.3	84.4	318.2	81.1	12.6	-
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>												
2019 June	1.3	-1.0	2.4	-2.7	-2.1	0.5	0.4	0.7	2.7	0.7	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand							External balance ¹⁾			
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	
	Total construction				Total machinery	Intellectual property products						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2016	10,806.0	10,340.5	5,853.0	2,228.6	2,211.7	1,053.5	686.2	466.4	47.1	465.5	4,938.7	4,473.1
2017	11,183.8	10,702.9	6,025.6	2,292.4	2,325.1	1,116.8	720.2	482.7	59.8	480.9	5,303.1	4,822.2
2018	11,544.0	11,053.2	6,197.9	2,357.4	2,425.8	1,189.5	757.2	473.9	72.0	490.8	5,560.7	5,069.8
2018 Q3	2,893.1	2,777.4	1,554.1	590.8	612.6	300.3	192.0	119.0	19.9	115.8	1,401.6	1,285.8
Q4	2,917.2	2,800.7	1,564.7	595.5	623.4	305.9	192.9	123.3	17.1	116.5	1,415.6	1,299.0
2019 Q1	2,939.5	2,807.5	1,572.9	599.9	627.1	312.5	192.5	120.8	7.6	132.0	1,429.4	1,297.4
Q2	2,959.2	2,829.9	1,583.9	604.9	633.3	314.5	195.3	122.2	7.7	129.3	1,433.5	1,304.2
<i>as a percentage of GDP</i>												
2018	100.0	95.7	53.7	20.4	21.0	10.3	6.6	4.1	0.6	4.3	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2018 Q3	0.2	0.4	0.2	0.2	0.5	0.1	0.8	1.0	-	-	0.4	0.9
Q4	0.3	0.3	0.4	0.4	1.5	1.3	0.5	3.6	-	-	1.0	1.0
2019 Q1	0.4	0.2	0.4	0.4	0.2	1.4	-0.1	-2.3	-	-	0.9	0.4
Q2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5	0.0	1.2	0.9	-	-	0.0	0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2016	1.9	2.4	2.0	1.8	4.0	2.8	5.9	4.2	-	-	3.0	4.2
2017	2.5	2.1	1.6	1.5	3.5	3.4	4.4	2.5	-	-	5.4	4.8
2018	1.9	1.5	1.4	1.1	2.3	3.3	4.4	-2.9	-	-	3.5	2.8
2018 Q3	1.7	1.8	1.1	0.9	3.4	2.3	4.3	4.7	-	-	3.3	3.8
Q4	1.2	1.8	1.2	1.0	4.0	3.3	2.3	8.8	-	-	1.9	3.3
2019 Q1	1.3	1.4	1.1	1.3	4.0	4.7	3.2	3.6	-	-	3.4	3.8
Q2	1.2	1.2	1.2	1.3	2.8	2.9	2.4	3.2	-	-	2.4	2.6
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2018 Q3	0.2	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.2	-	-
Q4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.3	0.1	0.0	0.1	-0.3	0.0	-	-
2019 Q1	0.4	0.1	0.2	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.3	-	-
Q2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.1	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2016	1.9	2.3	1.1	0.4	0.8	0.3	0.4	0.2	0.0	-0.4	-	-
2017	2.5	2.1	0.9	0.3	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	0.5	-	-
2018	1.9	1.5	0.7	0.2	0.5	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.5	-	-
2018 Q3	1.7	1.8	0.6	0.2	0.7	0.2	0.3	0.2	0.3	-0.1	-	-
Q4	1.2	1.7	0.6	0.2	0.8	0.3	0.2	0.3	0.0	-0.5	-	-
2019 Q1	1.3	1.3	0.6	0.3	0.8	0.5	0.2	0.1	-0.4	0.0	-	-
Q2	1.2	1.1	0.6	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	-0.3	0.0	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2016	9,694.0	159.3	1,944.5	485.1	1,831.7	449.1	473.6	1,097.2	1,075.0	1,847.5	331.1	1,112.0
2017	10,024.2	174.0	2,008.4	510.0	1,909.8	470.0	466.4	1,121.4	1,128.7	1,897.8	337.8	1,159.6
2018	10,340.0	175.4	2,059.5	546.5	1,968.8	489.5	467.9	1,153.9	1,179.1	1,956.1	343.3	1,203.9
2018 Q3	2,590.6	44.0	516.6	137.7	492.5	122.4	117.3	288.9	295.4	490.0	85.8	302.5
Q4	2,613.5	44.5	516.2	140.9	497.2	124.7	117.7	291.5	299.5	494.8	86.4	303.7
2019 Q1	2,633.2	44.9	518.0	144.6	501.3	125.8	117.9	294.0	302.1	497.5	87.1	306.3
Q2	2,650.7	46.3	515.5	146.4	505.4	127.0	118.0	296.3	305.5	502.2	88.0	308.5
<i>as a percentage of value added</i>												
2018	100.0	1.7	19.9	5.3	19.0	4.7	4.5	11.2	11.4	18.9	3.3	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2018 Q3	0.2	-0.8	-0.2	0.7	0.0	1.6	0.7	0.4	0.2	0.3	0.4	0.1
Q4	0.3	0.8	-0.4	1.2	0.5	0.3	0.0	0.3	0.8	0.5	0.3	0.2
2019 Q1	0.5	0.7	0.0	1.5	1.0	1.3	0.0	0.4	0.2	0.1	0.6	0.1
Q2	0.1	0.0	-0.7	0.1	0.1	0.5	0.7	0.4	0.6	0.3	0.1	0.9
<i>annual percentage changes</i>												
2016	1.8	-1.4	3.0	1.6	1.9	3.9	-0.8	0.4	2.5	1.6	0.2	2.8
2017	2.5	1.0	3.4	2.5	3.0	4.9	1.3	0.5	4.1	1.6	0.9	2.5
2018	2.0	1.0	1.9	3.5	2.2	4.2	0.7	1.4	3.4	1.0	0.6	1.7
2018 Q3	1.7	0.1	1.3	3.4	1.8	4.8	0.9	1.3	2.7	0.8	0.4	1.8
Q4	1.2	0.0	-0.6	3.5	1.5	3.5	0.4	1.3	2.8	0.9	0.5	1.3
2019 Q1	1.4	0.4	-0.3	4.6	1.9	4.4	0.9	1.2	1.9	1.1	1.1	0.9
Q2	1.1	0.7	-1.3	3.5	1.6	3.8	1.4	1.5	1.9	1.2	1.4	1.3
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2018 Q3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
Q4	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
2019 Q1	0.5	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2016	1.8	0.0	0.6	0.1	0.4	0.2	0.0	0.1	0.3	0.3	0.0	-
2017	2.5	0.0	0.7	0.1	0.6	0.2	0.1	0.1	0.5	0.3	0.0	-
2018	2.0	0.0	0.4	0.2	0.4	0.2	0.0	0.2	0.4	0.2	0.0	-
2018 Q3	1.7	0.0	0.3	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.1	0.0	-
Q4	1.2	0.0	-0.1	0.2	0.3	0.2	0.0	0.1	0.3	0.2	0.0	-
2019 Q1	1.4	0.0	-0.1	0.2	0.4	0.2	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	-
Q2	1.1	0.0	-0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2016	100.0	85.4	14.6	3.2	14.8	5.9	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	13.8	24.2	7.0
2018	100.0	86.0	14.0	3.1	14.7	6.0	24.9	2.9	2.4	1.0	13.9	24.1	6.9
<i>annual percentage changes</i>													
2016	1.4	1.7	-0.3	-0.3	0.8	0.3	1.5	3.1	-0.5	2.2	2.9	1.3	0.7
2017	1.6	2.0	-0.7	-0.6	1.2	1.8	1.7	3.1	-1.4	2.1	3.3	1.3	1.0
2018	1.5	1.8	-0.3	-0.4	1.4	2.6	1.5	3.2	-1.0	1.8	2.6	1.2	0.5
2018 Q3	1.4	1.7	-0.2	0.0	1.3	2.7	1.5	3.6	-1.2	1.7	2.4	1.2	0.0
Q4	1.4	1.6	-0.2	-0.3	1.2	3.2	1.5	3.5	-0.7	1.3	1.9	1.2	-0.1
2019 Q1	1.4	1.6	-0.1	0.2	1.2	2.6	1.3	3.9	-0.3	2.1	1.8	1.2	0.3
Q2	1.2	1.5	-0.5	-1.9	0.9	1.7	1.3	3.9	-0.5	1.3	1.5	1.3	1.1
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2016	100.0	80.7	19.3	4.3	15.3	6.6	25.7	3.0	2.6	1.0	13.3	21.9	6.2
2017	100.0	81.1	18.9	4.2	15.3	6.7	25.7	3.0	2.5	1.0	13.5	21.8	6.2
2018	100.0	81.5	18.5	4.2	15.3	6.8	25.7	3.1	2.5	1.0	13.7	21.8	6.1
<i>annual percentage changes</i>													
2016	1.4	1.9	-0.5	-0.2	1.0	0.4	1.6	3.1	-0.1	2.7	3.1	1.3	0.6
2017	1.2	1.7	-0.9	-1.1	1.0	1.8	1.2	2.9	-2.0	2.2	2.9	0.8	0.4
2018	1.5	1.9	-0.5	0.2	1.2	2.9	1.2	3.0	-1.1	1.9	2.8	1.3	0.3
2018 Q3	1.6	2.0	0.0	0.7	1.1	3.6	1.4	3.6	-1.1	2.1	3.1	1.3	0.3
Q4	1.5	2.0	-0.3	0.0	1.2	3.5	1.4	3.7	-0.4	0.8	2.3	1.4	0.4
2019 Q1	1.7	2.0	0.5	1.2	1.4	3.8	1.6	4.0	-0.1	1.6	2.2	1.3	0.5
Q2	1.0	1.3	-0.5	-1.7	0.6	2.2	1.0	3.4	-1.0	1.5	1.5	1.0	0.8
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2016	0.0	0.2	-0.3	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	0.4	0.5	0.1	0.0	-0.1
2017	-0.4	-0.3	-0.3	-0.5	-0.2	0.0	-0.5	-0.2	-0.6	0.1	-0.3	-0.5	-0.6
2018	0.0	0.1	-0.2	0.6	-0.2	0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	-0.2
2018 Q3	0.2	0.3	0.2	0.7	-0.2	0.9	-0.1	0.1	0.0	0.4	0.7	0.0	0.3
Q4	0.2	0.3	-0.1	0.3	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.4	-0.5	0.3	0.2	0.5
2019 Q1	0.3	0.4	0.5	1.0	0.2	1.2	0.3	0.1	0.3	-0.5	0.3	0.0	0.2
Q2	-0.2	-0.2	0.0	0.2	-0.3	0.4	-0.3	-0.6	-0.5	0.2	0.1	-0.3	-0.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions ¹⁾	Under-employment, % of labour force ¹⁾	Unemployment										Job vacancy rate ²⁾	
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ¹⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions		% of labour force
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2016			100.0		81.7		18.3		52.2		47.8			
2016	162.028	4.3	16.258	10.0	5.0	13.294	9.0	2.965	20.9	8.484	9.7	7.774	10.4	1.7
2017	162.659	4.1	14.761	9.1	4.4	12.094	8.1	2.667	18.8	7.637	8.7	7.124	9.5	1.9
2018	163.301	3.8	13.393	8.2	3.8	10.964	7.4	2.429	17.0	6.900	7.9	6.493	8.6	2.1
2018 Q3	163.730	3.6	13.144	8.0	3.6	10.744	7.2	2.400	16.8	6.792	7.7	6.352	8.4	2.1
Q4	163.702	3.7	12.970	7.9	3.6	10.596	7.1	2.375	16.5	6.651	7.6	6.319	8.3	2.3
2019 Q1	163.278	3.6	12.690	7.7	3.5	10.371	6.9	2.319	16.1	6.480	7.4	6.209	8.2	2.3
Q2	-	-	12.417	7.6	-	10.166	6.8	2.251	15.6	6.387	7.3	6.029	7.9	2.3
2019 Feb.	-	-	12.713	7.8	-	10.393	7.0	2.320	16.1	6.495	7.4	6.217	8.2	-
Mar.	-	-	12.563	7.7	-	10.264	6.9	2.299	15.9	6.422	7.3	6.141	8.1	-
Apr.	-	-	12.500	7.6	-	10.238	6.8	2.262	15.6	6.421	7.3	6.079	8.0	-
May	-	-	12.413	7.6	-	10.153	6.8	2.260	15.6	6.396	7.3	6.017	7.9	-
June	-	-	12.338	7.5	-	10.107	6.8	2.231	15.5	6.345	7.2	5.992	7.9	-
July	-	-	12.322	7.5	-	10.077	6.7	2.245	15.6	6.332	7.2	5.991	7.9	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Not seasonally adjusted.

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

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production					Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations	
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Manufacturing	Inter-mediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2016	1.6	1.8	1.8	2.0	1.8	0.5	3.0	0.6	1.6	1.0	2.3	1.3	7.2
2017	2.9	3.2	3.4	3.8	1.4	1.2	3.1	7.9	2.5	1.6	3.5	1.0	5.7
2018	0.9	1.2	0.6	1.8	1.3	-1.5	2.1	2.7	1.6	1.3	1.9	0.6	0.8
2018 Q3	0.5	0.7	-0.3	1.5	1.0	-1.2	2.4	1.6	1.3	1.1	1.5	0.1	3.4
Q4	-1.9	-1.7	-2.1	-2.0	-0.4	-3.6	1.9	-1.0	1.5	1.4	1.7	1.7	-9.4
2019 Q1	-0.5	-0.2	-0.6	-0.5	1.4	-2.7	4.5	-3.2	2.4	1.1	3.5	2.9	-3.6
Q2	-1.4	-1.5	-2.1	-2.8	1.6	0.1	2.0	-3.3	2.0	1.1	2.9	0.5	-1.7
2019 Feb.	-0.2	0.7	-0.5	0.3	3.4	-6.1	6.9	-3.8	3.0	0.9	4.6	2.9	-2.3
Mar.	-0.7	0.2	-0.3	1.1	-0.2	-7.7	5.9	-3.0	2.1	0.6	3.7	1.8	-5.5
Apr.	-0.7	-0.8	-1.1	-2.2	1.9	0.0	3.0	-1.8	2.1	2.3	1.8	1.5	-0.2
May	-0.8	-0.8	-2.4	-1.8	3.1	0.4	1.7	-5.0	1.1	-0.3	2.5	-0.9	1.1
June	-2.6	-2.8	-2.6	-4.4	-0.1	-0.1	1.0	-3.1	2.8	1.2	4.4	1.0	-5.6
July	-	-	-	-	-	-	-	-	2.2	1.3	2.8	2.0	-
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2019 Feb.	0.0	0.5	0.0	0.0	0.6	-3.3	3.1	-1.5	0.7	0.3	1.1	-0.4	-0.1
Mar.	-0.2	-0.2	0.0	0.8	-0.8	-0.8	-0.2	0.1	0.1	0.4	-0.1	-0.6	-3.6
Apr.	-0.5	-0.8	-0.9	-1.9	0.3	1.8	-1.5	0.9	0.2	0.0	0.4	-0.2	4.8
May	0.8	0.8	-0.2	0.9	2.5	0.5	-0.5	-1.9	-0.4	-0.8	0.0	-1.4	2.8
June	-1.6	-1.7	-0.8	-4.0	-2.6	-0.2	0.0	0.8	1.2	1.3	1.1	1.8	-6.7
July	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.6	-0.3	-1.0	0.0	-

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

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)				
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-15	99.2	-5.3	80.7	-11.7	-15.0	-8.7	7.2	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2016	104.1	-1.8	81.7	-8.1	-16.4	0.6	11.3	88.9	52.5	53.6	53.1	53.3
2017	110.1	5.5	83.2	-5.4	-4.2	2.3	14.6	89.8	57.4	58.5	55.6	56.4
2018	111.2	6.6	83.8	-4.9	6.1	1.3	15.2	90.3	54.9	54.7	54.5	54.6
2018 Q3	110.9	5.9	83.7	-5.1	6.6	1.9	15.3	90.3	54.3	54.0	54.4	54.3
Q4	108.8	3.6	83.6	-6.4	7.9	-0.3	13.4	90.4	51.7	51.0	52.8	52.3
2019 Q1	106.0	-0.5	83.2	-7.0	7.5	-1.0	11.6	90.7	49.1	49.0	52.4	51.5
Q2	104.1	-4.3	82.4	-7.0	6.1	-0.7	11.6	90.5	47.7	48.5	53.1	51.8
2019 Mar.	105.6	-1.6	-	-6.6	7.5	0.3	11.5	-	47.5	47.2	53.3	51.6
Apr.	103.9	-4.3	82.8	-7.3	6.5	-1.1	11.8	90.6	47.9	48.0	52.8	51.5
May	105.2	-2.9	-	-6.5	4.1	-0.9	12.1	-	47.7	48.9	52.9	51.8
June	103.3	-5.6	-	-7.2	7.6	0.1	11.0	-	47.6	48.5	53.6	52.2
July	102.7	-7.3	81.9	-6.6	5.0	-0.7	10.6	90.5	46.5	46.9	53.2	51.5
Aug.	103.1	-5.9	-	-7.1	3.7	0.5	9.3	-	47.0	47.9	53.5	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) ¹⁾	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted)		Annual percentage changes				Percentage of net value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	12.1	93.8	1.8	2.0	6.1	3.3	2.7	35.7	7.7	139.0	4.9	6.1	2.9
2017	11.7	93.7	1.4	2.1	7.2	4.3	4.2	34.5	6.9	137.3	3.7	4.5	2.3
2018	11.9	93.5	1.6	2.0	7.7	2.5	4.7	34.3	6.6	136.2	2.0	7.7	1.3
2018 Q2	11.7	93.5	2.1	2.0	8.2	4.0	4.7	34.8	7.0	137.7	3.1	1.6	1.8
Q3	11.8	93.5	1.4	2.0	8.5	3.6	4.7	34.4	6.8	137.4	2.7	8.6	1.6
Q4	11.9	93.5	1.6	2.0	8.5	2.5	4.7	34.3	6.6	136.2	2.0	21.3	1.3
2019 Q1	12.4	93.1	2.7	2.2	7.7	3.5	4.0	33.9	6.4	135.9	1.8	5.5	1.3

Sources: ECB and Eurostat.

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

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Net	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018 Q3	1,038.1	963.7	74.4	588.2	525.3	230.1	204.4	191.1	165.4	28.7	68.7	8.8	5.7
Q4	1,058.8	978.0	80.8	600.4	530.8	233.3	205.8	195.1	167.4	29.9	74.1	22.0	64.3
2019 Q1	1,061.1	969.7	91.3	606.2	524.6	233.7	205.7	192.0	171.5	29.2	67.9	10.5	14.8
Q2	1,043.9	972.2	71.8	597.0	520.9	232.1	217.4	188.0	171.1	26.8	62.8	9.0	6.1
2019 Jan.	361.0	322.8	38.3	201.7	173.6	77.3	68.8	71.5	56.6	10.5	23.8	3.9	4.6
Feb.	348.9	318.6	30.4	200.8	173.2	77.1	68.1	62.3	55.3	8.7	21.9	3.6	4.1
Mar.	351.1	328.4	22.7	203.6	177.9	79.3	68.7	58.2	59.5	10.0	22.3	3.0	6.1
Apr.	346.9	323.8	23.1	197.9	174.0	77.1	70.9	63.2	58.4	8.7	20.5	2.4	1.9
May	350.9	320.6	30.3	199.7	172.8	77.0	71.4	64.8	56.9	9.3	19.5	3.0	2.0
June	346.2	327.8	18.4	199.3	174.1	78.0	75.1	60.0	55.8	8.8	22.8	3.6	2.3
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2019 June	4,201.8	3,883.6	318.2	2,391.8	2,101.5	929.1	833.3	766.2	675.3	114.6	273.5	50.2	91.0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2019 June	35.9	33.2	2.7	20.4	17.9	7.9	7.1	6.5	5.8	1.0	2.3	0.4	0.8

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total			Memo item: Manu- facturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2018 Q3	4.7	10.2	572.8	278.5	117.7	166.8	479.1	530.8	310.1	86.1	127.0	373.6	68.5
Q4	3.8	7.8	580.1	278.3	123.3	168.3	485.1	535.6	309.4	88.5	129.9	379.8	66.0
2019 Q1	4.1	5.1	588.1	283.9	120.5	172.7	492.9	531.6	306.5	85.0	132.6	381.2	64.2
Q2	2.4	2.4	582.4	.	.	.	485.8	529.7	.	.	.	378.0	.
2019 Jan.	2.6	3.5	195.2	94.9	40.6	56.9	164.3	177.9	102.6	29.0	43.7	127.0	20.9
Feb.	6.2	5.6	195.4	94.2	40.0	57.1	163.9	174.8	100.8	27.5	43.9	126.2	21.0
Mar.	3.5	6.2	197.5	94.9	40.0	58.7	164.6	178.9	103.2	28.5	45.0	128.0	22.2
Apr.	5.4	6.8	192.7	92.4	39.1	58.2	159.8	177.4	101.8	27.9	44.8	126.8	21.8
May	7.1	4.8	195.5	91.6	40.4	59.0	163.3	175.9	101.1	28.3	43.7	125.0	22.3
June	-4.7	-4.2	194.3	.	.	.	162.7	176.4	.	.	.	126.2	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2018 Q3	1.1	2.0	125.4	125.8	125.3	127.6	126.2	115.6	115.1	119.1	115.6	120.4	99.5
Q4	0.2	1.7	126.0	124.9	130.1	127.7	126.6	116.2	115.2	119.9	117.1	120.8	100.5
2019 Q1	0.1	1.4	126.8	126.9	126.2	129.3	126.9	116.6	116.6	115.3	118.8	120.7	107.9
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 Dec.	-5.0	0.3	125.6	123.7	132.5	127.6	125.6	116.8	116.0	120.0	115.4	119.8	108.9
2019 Jan.	-1.1	1.9	126.4	127.1	127.9	128.3	126.8	117.6	118.2	118.8	116.9	120.6	111.3
Feb.	2.0	1.5	126.6	126.3	125.6	128.4	126.7	115.3	115.0	112.4	118.8	120.5	105.8
Mar.	-0.7	0.8	127.5	127.1	125.1	131.2	127.1	116.9	116.7	114.6	120.9	121.2	106.5
Apr.	0.9	2.4	123.6	123.1	121.4	129.6	122.9	115.8	114.9	113.1	120.4	120.7	98.8
May	3.3	1.3	125.3	122.1	125.9	130.2	125.6	115.1	113.6	117.0	118.0	119.5	99.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices
		Total excluding food and energy											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2019	100.0	100.0	70.9	55.5	44.5	100.0	14.5	4.5	26.4	10.1	44.5	86.7	13.3
2016	100.2	0.2	0.8	-0.4	1.1	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
2017	101.8	1.5	1.0	1.6	1.4	-	-	-	-	-	-	1.6	1.0
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.2
2018 Q3	104.1	2.1	1.0	2.6	1.5	0.5	0.4	0.3	0.1	2.7	0.3	2.1	2.4
Q4	104.3	1.9	1.0	2.3	1.5	0.3	0.3	0.3	0.1	1.6	0.2	1.8	2.8
2019 Q1	103.5	1.4	1.0	1.5	1.4	0.0	0.6	0.2	0.1	-2.4	0.3	1.3	2.4
Q2	105.3	1.4	1.1	1.3	1.5	0.5	0.6	-0.2	0.1	1.6	0.6	1.3	2.1
2019 Mar.	104.4	1.4	0.8	1.6	1.1	0.1	0.4	-1.3	-0.1	0.8	0.2	1.3	2.2
Apr.	105.1	1.7	1.3	1.5	1.9	0.3	0.1	0.0	0.0	0.7	0.5	1.7	2.1
May	105.2	1.2	0.8	1.4	1.0	0.1	0.2	0.5	0.1	0.9	-0.2	1.1	2.0
June	105.4	1.3	1.1	1.0	1.6	0.1	0.2	0.4	0.0	-1.2	0.4	1.1	2.2
July	104.9	1.0	0.9	0.9	1.2	0.0	0.2	0.4	0.1	-0.6	0.1	1.0	1.3
Aug. ³⁾	105.1	1.0	0.9	.	1.3	0.1	0.2	0.9	0.0	-0.6	0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents						
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2019	19.0	14.5	4.5	36.5	26.4	10.1	11.0	6.5	7.2	2.6	15.3	8.4	
2016	0.9	0.6	1.4	-1.1	0.4	-5.1	1.1	1.1	0.8	0.0	1.3	1.2	
2017	1.8	1.5	2.4	1.5	0.3	4.9	1.3	1.2	2.1	-1.1	2.1	0.8	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2018 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	
2019 Q1	2.0	1.9	1.9	1.3	0.3	3.9	1.2	1.2	1.3	-0.6	1.7	1.5	
Q2	1.5	1.8	0.6	1.2	0.3	3.6	1.3	1.3	2.1	-1.2	2.0	1.5	
2019 Mar.	1.8	2.0	1.1	1.5	0.1	5.3	1.2	1.2	1.1	-0.7	1.2	1.5	
Apr.	1.5	1.7	0.8	1.6	0.2	5.3	1.3	1.2	2.5	-1.2	2.8	1.6	
May	1.5	1.9	0.4	1.3	0.3	3.8	1.3	1.2	1.5	-1.5	1.0	1.4	
June	1.6	1.9	0.7	0.6	0.3	1.7	1.5	1.4	2.2	-0.9	2.1	1.4	
July	1.9	2.0	1.7	0.4	0.4	0.5	1.5	1.5	2.1	-1.1	0.8	1.4	
Aug. ³⁾	2.1	2.0	2.5	.	0.4	-0.6	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

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

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Con- struction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2015 = 100)	Total	Industry excluding construction and energy						Energy				
			Manu- facturing	Total	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	0.7	4.0	5.0
2017	100.8	3.0	3.0	2.1	3.2	0.9	1.9	2.9	0.2	5.6	2.0	4.3	4.8
2018	104.0	3.2	2.4	1.5	2.6	1.0	0.4	0.2	0.6	8.1	2.4	4.8	4.2
2018 Q3	104.9	4.3	3.2	1.5	3.1	1.1	0.1	-0.3	0.7	12.5	3.0	4.9	3.3
Q4	105.7	4.0	2.3	1.4	2.5	1.1	0.3	-0.2	0.8	11.1	2.3	4.7	3.0
2019 Q1	105.4	3.0	1.3	1.1	1.3	1.5	0.4	-0.1	1.0	7.7	2.5	4.0	.
Q2	104.8	1.6	1.0	0.9	0.7	1.5	1.0	0.9	0.9	3.1	.	.	.
2019 Feb.	105.5	3.0	1.5	1.2	1.3	1.6	0.5	0.0	1.0	8.0	-	-	-
Mar.	105.4	2.9	1.7	1.1	1.2	1.6	0.2	-0.4	1.0	7.7	-	-	-
Apr.	105.1	2.6	1.6	1.1	1.2	1.5	0.8	0.6	1.0	6.4	-	-	-
May	105.0	1.6	1.2	1.0	0.8	1.6	1.0	0.9	0.9	3.1	-	-	-
June	104.4	0.7	0.3	0.8	0.2	1.5	1.2	1.3	0.9	-0.2	-	-	-
July	104.6	0.2	0.3	0.6	-0.2	1.5	1.0	1.1	0.8	-1.7	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators						Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)							
	Total (s.a.; index: 2010 = 100)	Total	Domestic demand					Exports ¹⁾	Imports ¹⁾	Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consump- tion	Govern- ment consump- tion	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2016	106.9	0.8	0.4	0.4	0.5	0.7	-1.3	-2.4	39.9	-2.0	-1.4	-2.8	-3.1	-3.7	-2.3
2017	107.9	0.9	1.3	1.3	1.4	1.6	1.9	2.9	48.1	5.8	-3.5	16.6	6.7	-1.6	17.8
2018	109.2	1.3	1.7	1.5	1.7	1.9	1.3	2.3	60.4	-0.9	-6.3	4.3	-0.2	-5.5	5.7
2018 Q3	109.3	1.2	1.9	1.7	1.9	2.3	2.2	3.8	64.8	2.0	-3.4	7.1	3.1	-2.2	8.8
Q4	109.9	1.4	2.0	1.7	1.7	2.1	1.7	2.9	59.5	1.9	0.1	3.6	2.3	0.2	4.4
2019 Q1	110.3	1.5	1.6	1.3	1.6	2.2	1.3	1.6	55.6	3.2	3.7	2.8	3.9	5.2	2.7
Q2	110.8	1.6	1.6	1.4	1.6	2.2	1.1	1.2	61.0	-1.8	-0.6	-2.8	-0.1	4.8	-4.9
2019 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58.8	4.3	2.4	6.0	5.9	6.3	5.5
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63.4	2.0	1.2	2.8	4.3	7.5	1.0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	63.1	-4.2	-3.3	-5.0	-2.3	2.6	-7.1
June	-	-	-	-	-	-	-	-	56.0	-2.9	0.5	-5.8	-2.1	4.4	-8.4
July	-	-	-	-	-	-	-	-	57.1	2.9	4.2	1.8	3.0	7.8	-1.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	53.3	-1.0	1.0	-2.7	-1.2	3.3	-5.7

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	32.0	56.7	56.3	-	49.7
2016	-0.4	2.3	4.4	-7.1	0.6	49.8	53.9	49.3	49.6
2017	9.2	5.1	6.9	2.5	12.7	64.6	56.3	55.1	51.6
2018	11.5	7.4	9.4	12.1	20.3	65.4	57.9	56.1	52.7
2018 Q3	11.1	7.5	9.0	12.4	21.2	65.2	58.4	55.5	52.8
Q4	11.9	8.5	10.0	13.0	23.9	62.6	58.4	54.5	52.7
2019 Q1	8.9	8.2	10.4	11.4	20.4	53.9	57.7	53.0	53.1
Q2	4.6	7.2	9.1	6.1	19.7	50.6	57.1	51.2	52.3
2019 Mar.	6.9	7.8	10.4	8.9	21.5	52.3	56.8	52.3	53.3
Apr.	5.2	8.3	10.1	7.8	15.6	52.7	57.7	51.4	53.1
May	5.3	7.7	8.2	6.7	22.6	51.2	57.5	51.6	51.6
June	3.2	5.5	9.0	3.9	21.0	48.0	56.2	50.6	52.3
July	1.4	6.8	8.5	4.0	18.7	46.3	56.7	48.8	52.3
Aug.	2.2	6.0	8.7	4.4	18.1	46.7	56.8	49.4	52.1

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2016	100.0	1.3	1.4	1.0	1.1	1.6	1.4
2017	101.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.6	1.5
2018	104.1	2.2	2.1	2.7	2.4	1.8	2.0
2018 Q3	100.8	2.4	2.3	2.9	2.6	2.1	2.1
Q4	110.6	2.3	2.3	2.4	2.3	2.4	2.1
2019 Q1	99.6	2.5	2.5	2.2	2.4	2.4	2.3
Q2	.	.	.	.	.	.	2.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2010 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labour costs												
2016	105.6	0.8	1.3	-0.7	0.5	1.1	-0.2	2.7	4.6	1.0	1.1	2.0
2017	106.3	0.7	-0.7	-0.8	1.0	0.2	0.6	-1.9	4.1	1.8	1.3	1.6
2018	108.1	1.7	0.7	1.5	0.9	1.7	1.8	-0.3	3.7	1.9	2.2	2.2
2018 Q3	108.5	2.2	2.2	2.2	1.5	2.4	1.5	-0.4	4.3	2.7	2.5	2.5
Q4	109.0	2.4	1.3	3.5	1.6	2.3	2.3	0.0	4.2	2.0	2.3	2.5
2019 Q1	109.4	2.2	1.3	3.6	1.0	2.3	1.4	-0.5	4.8	2.0	2.0	1.7
Q2	110.0	2.1	-0.9	3.8	0.8	2.2	1.6	-1.1	2.7	2.1	2.0	2.7
Compensation per employee												
2016	109.6	1.3	0.1	1.4	1.8	1.5	0.6	2.4	2.8	0.6	1.4	1.5
2017	111.4	1.6	0.8	1.4	1.7	1.5	2.3	0.8	2.5	2.6	1.6	1.5
2018	113.8	2.1	2.1	1.9	1.8	2.4	2.8	1.4	3.2	2.7	2.0	2.3
2018 Q3	114.3	2.4	2.4	2.2	2.2	2.7	2.7	1.8	3.9	3.0	2.1	2.9
Q4	114.9	2.2	1.6	1.7	1.9	2.3	2.3	1.1	4.3	2.9	2.0	3.2
2019 Q1	115.3	2.2	1.6	2.1	2.9	2.9	1.9	0.8	3.9	2.0	1.8	2.5
Q2	115.9	2.1	1.8	1.5	2.6	2.5	1.5	0.9	3.0	2.5	1.9	3.0
Labour productivity per person employed												
2016	103.8	0.5	-1.1	2.2	1.3	0.4	0.8	-0.2	-1.7	-0.4	0.3	-0.5
2017	104.8	0.9	1.5	2.2	0.7	1.3	1.8	2.7	-1.6	0.8	0.3	-0.1
2018	105.2	0.4	1.5	0.4	0.8	0.7	1.0	1.7	-0.4	0.7	-0.2	0.2
2018 Q3	105.3	0.2	0.1	0.0	0.7	0.3	1.2	2.1	-0.4	0.3	-0.4	0.4
Q4	105.3	-0.2	0.3	-1.8	0.4	0.0	0.0	1.2	0.0	0.9	-0.3	0.7
2019 Q1	105.4	0.0	0.3	-1.5	1.9	0.6	0.5	1.3	-0.8	0.0	-0.2	0.8
Q2	105.3	-0.1	2.7	-2.2	1.8	0.3	-0.1	2.0	0.2	0.4	-0.1	0.3
Compensation per hour worked												
2016	111.2	1.1	-0.5	1.2	1.9	1.0	0.5	1.9	2.4	0.2	1.4	1.6
2017	113.3	1.9	1.0	1.5	1.6	1.8	2.5	1.4	2.4	2.7	2.1	2.1
2018	115.6	2.0	1.8	2.0	1.2	2.4	2.7	1.5	2.7	2.4	1.9	2.1
2018 Q3	115.5	2.1	2.4	2.2	1.4	2.5	2.5	1.8	2.8	2.3	2.0	2.1
Q4	116.0	1.8	1.3	1.7	1.3	2.1	1.9	0.8	4.0	2.5	1.7	2.4
2019 Q1	116.5	1.8	0.2	1.9	1.9	2.3	1.6	0.5	3.8	1.7	1.8	2.4
Q2	117.3	2.2	2.7	1.8	2.4	2.6	1.7	1.3	2.6	2.5	2.2	3.4
Hourly labour productivity												
2016	105.7	0.5	-1.2	2.0	1.2	0.3	0.8	-0.6	-2.2	-0.5	0.3	-0.4
2017	107.2	1.3	2.1	2.4	0.8	1.8	2.0	3.3	-1.7	1.2	0.8	0.6
2018	107.7	0.5	0.8	0.6	0.5	1.0	1.2	1.8	-0.5	0.5	-0.3	0.3
2018 Q3	107.2	0.1	-0.6	0.2	-0.1	0.4	1.1	2.1	-0.8	-0.4	-0.5	0.1
Q4	107.2	-0.3	0.0	-1.7	0.0	0.1	-0.2	0.8	0.5	0.6	-0.5	0.2
2019 Q1	107.3	-0.3	-0.7	-1.7	0.7	0.2	0.3	1.0	-0.3	-0.3	-0.2	0.6
Q2	107.5	0.2	2.5	-1.9	1.3	0.6	0.4	2.5	0.0	0.3	0.2	0.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2016	1,075.3	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	6,637.3	7,748.9	1,197.0	2,260.9	3,457.9	11,206.8	74.7	512.0	71.6	658.4	11,865.1
2018	1,162.7	7,114.8	8,277.4	1,128.2	2,298.0	3,426.1	11,703.6	74.6	523.3	73.1	670.9	12,374.5
2018 Q3	1,150.6	7,009.8	8,160.3	1,126.6	2,284.6	3,411.2	11,571.5	71.4	495.4	60.4	627.3	12,198.8
Q4	1,162.7	7,114.8	8,277.4	1,128.2	2,298.0	3,426.1	11,703.6	74.6	523.3	73.1	670.9	12,374.5
2019 Q1	1,180.7	7,285.2	8,465.9	1,113.0	2,318.5	3,431.5	11,897.4	74.4	509.6	30.9	614.9	12,512.3
Q2	1,188.0	7,419.2	8,607.2	1,110.2	2,338.9	3,449.1	12,056.3	74.9	509.6	38.0	622.6	12,678.9
2019 Feb.	1,172.8	7,190.1	8,362.9	1,125.1	2,308.9	3,433.9	11,796.8	70.7	505.1	57.4	633.2	12,430.0
Mar.	1,180.7	7,285.2	8,465.9	1,113.0	2,318.5	3,431.5	11,897.4	74.4	509.6	30.9	614.9	12,512.3
Apr.	1,182.2	7,307.3	8,489.5	1,126.3	2,327.2	3,453.5	11,943.0	73.9	514.0	39.4	627.3	12,570.3
May	1,185.4	7,365.5	8,550.9	1,124.6	2,335.2	3,459.8	12,010.7	70.7	511.9	46.0	628.5	12,639.2
June	1,188.0	7,419.2	8,607.2	1,110.2	2,338.9	3,449.1	12,056.3	74.9	509.6	38.0	622.6	12,678.9
July ^(p)	1,193.1	7,492.8	8,685.9	1,099.5	2,345.0	3,444.5	12,130.3	76.5	525.1	36.2	637.8	12,768.2
Transactions												
2016	38.1	541.6	579.7	-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	6.9	-10.9	-18.4	-22.4	529.5
2018	50.0	461.9	511.9	-71.5	45.0	-26.5	485.4	-3.5	11.3	-2.3	5.5	490.8
2018 Q3	16.0	116.1	132.1	-51.8	14.1	-37.7	94.4	-2.4	-12.6	-4.8	-19.7	74.7
Q4	12.1	105.3	117.4	0.3	13.4	13.7	131.1	2.9	27.7	9.3	39.8	170.9
2019 Q1	18.1	167.8	185.9	-17.5	21.0	3.5	189.4	-0.5	-20.5	-38.7	-59.6	129.7
Q2	7.9	138.8	146.6	-3.7	20.3	16.5	163.2	0.8	0.3	7.6	8.6	171.8
2019 Feb.	5.1	66.3	71.4	0.8	6.2	6.9	78.3	-4.3	-3.5	-4.2	-12.0	66.2
Mar.	8.0	90.7	98.7	-13.4	9.5	-3.9	94.8	3.5	2.5	-24.7	-18.7	76.1
Apr.	1.5	22.3	23.8	13.2	8.6	21.7	45.6	-0.5	4.6	8.2	12.3	57.9
May	3.2	58.4	61.6	-3.2	8.0	4.7	66.3	-3.2	-2.1	5.3	0.0	66.3
June	3.2	58.0	61.2	-13.7	3.8	-9.9	51.3	4.5	-2.2	-5.9	-3.6	47.6
July ^(p)	5.0	70.4	75.4	-12.1	6.0	-6.1	69.3	1.4	15.6	-3.0	13.9	83.3
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	10.0	-2.1	-21.4	-3.3	4.7
2018	4.5	6.9	6.6	-6.0	2.0	-0.8	4.3	-4.6	2.2	-3.4	0.8	4.1
2018 Q3	4.1	7.3	6.9	-7.4	1.8	-1.4	4.3	2.5	-6.7	-26.1	-8.1	3.6
Q4	4.5	6.9	6.6	-6.0	2.0	-0.8	4.3	-4.6	2.2	-3.4	0.8	4.1
2019 Q1	5.6	7.8	7.5	-5.5	2.6	-0.2	5.2	-1.1	-1.7	-49.5	-6.3	4.5
Q2	4.8	7.7	7.2	-6.2	3.0	-0.1	5.0	1.1	-1.0	-39.6	-4.7	4.5
2019 Feb.	5.0	6.9	6.6	-4.9	2.2	-0.2	4.5	-7.1	-1.7	-4.1	-2.6	4.1
Mar.	5.6	7.8	7.5	-5.5	2.6	-0.2	5.2	-1.1	-1.7	-49.5	-6.3	4.5
Apr.	5.2	7.7	7.4	-3.7	2.8	0.6	5.3	-4.6	-0.8	-42.9	-5.8	4.7
May	4.9	7.6	7.2	-3.9	3.0	0.7	5.2	-2.4	-0.3	-28.2	-3.4	4.8
June	4.8	7.7	7.2	-6.2	3.0	-0.1	5.0	1.1	-1.0	-39.6	-4.7	4.5
July ^(p)	5.0	8.3	7.8	-5.5	3.0	0.1	5.5	10.7	1.9	-40.5	-1.2	5.2

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3 1)

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

	Non-financial corporations 2)					Households 3)					Financial corporations other than MFIs and ICPFs 2)	Insurance corporations and pension funds	Other general government 4)
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2016	2,093.2	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	2,239.0	1,795.5	285.7	148.8	9.1	6,315.2	3,700.7	562.0	2,051.9	0.7	998.6	204.4	412.6
2018	2,336.5	1,900.3	280.8	147.5	7.8	6,643.0	4,034.7	517.3	2,089.8	1.2	1,004.6	200.2	431.2
2018 Q3	2,309.7	1,886.3	267.9	148.7	6.8	6,545.8	3,946.3	524.6	2,073.8	1.1	986.4	212.2	438.3
Q4	2,336.5	1,900.3	280.8	147.5	7.8	6,643.0	4,034.7	517.3	2,089.8	1.2	1,004.6	200.2	431.2
2019 Q1	2,383.9	1,960.5	269.6	147.9	5.9	6,753.9	4,126.3	515.0	2,111.2	1.3	977.7	213.2	462.3
Q2	2,407.2	1,985.8	263.8	150.2	7.4	6,844.1	4,203.9	510.3	2,128.0	1.9	1,012.3	217.4	462.3
2019 Feb.	2,347.9	1,919.0	275.8	147.0	6.1	6,723.4	4,103.0	516.8	2,102.0	1.5	965.2	206.0	452.1
Mar.	2,383.9	1,960.5	269.6	147.9	5.9	6,753.9	4,126.3	515.0	2,111.2	1.3	977.7	213.2	462.3
Apr.	2,390.9	1,963.1	271.7	148.8	7.2	6,789.7	4,156.2	513.5	2,118.3	1.7	983.4	211.7	459.0
May	2,401.7	1,977.0	268.5	149.2	7.0	6,828.6	4,188.3	512.7	2,126.1	1.6	990.2	216.7	458.7
June	2,407.2	1,985.8	263.8	150.2	7.4	6,844.1	4,203.9	510.3	2,128.0	1.9	1,012.3	217.4	462.3
July (p)	2,438.0	2,018.0	263.2	150.4	6.4	6,898.1	4,253.7	508.8	2,133.4	2.1	1,003.2	220.9	453.6
Transactions													
2016	131.8	156.6	-25.2	0.3	0.1	300.7	334.2	-46.5	13.9	-0.9	24.1	-28.4	19.1
2017	179.8	182.7	-3.1	-0.8	1.0	254.1	303.6	-81.6	33.5	-1.3	55.4	6.3	26.9
2018	93.6	103.0	-6.9	-1.1	-1.4	327.1	325.8	-45.1	45.9	0.5	-1.9	-4.8	17.8
2018 Q3	25.9	35.4	-9.9	0.6	-0.2	76.0	75.5	-10.7	11.3	0.0	-29.2	-8.0	11.4
Q4	27.3	14.2	13.0	-0.7	0.9	96.6	88.3	-7.5	15.7	0.1	17.2	-12.4	-6.8
2019 Q1	50.1	61.9	-11.4	0.8	-1.2	109.7	90.9	-2.7	21.4	0.1	-31.8	12.4	30.5
Q2	26.8	28.1	-5.4	2.6	1.5	90.2	78.1	-4.8	16.3	0.6	34.9	4.5	-0.3
2019 Feb.	22.6	19.6	4.4	-0.3	-1.0	44.9	38.8	-0.5	6.8	-0.1	-14.5	2.1	13.7
Mar.	34.0	40.0	-6.6	0.8	-0.2	29.7	22.8	-2.1	9.2	-0.3	9.8	7.0	10.0
Apr.	7.0	2.7	2.1	1.0	1.3	35.1	29.8	-2.0	6.9	0.4	6.4	-1.6	-3.3
May	11.8	15.0	-3.3	0.3	-0.2	38.8	32.0	-0.9	7.7	-0.1	4.7	5.0	-0.3
June	8.1	10.5	-4.1	1.3	0.4	16.3	16.3	-1.9	1.7	0.3	23.8	1.0	3.3
July (p)	30.2	31.1	0.1	0.0	-1.0	53.6	49.6	-1.8	5.4	0.3	-12.8	3.3	-8.7
Growth rates													
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	-0.5	12.5	4.2	8.9	-12.7	1.7	-65.5	5.8	3.2	7.0
2018	4.2	5.7	-2.5	-0.7	-16.0	5.2	8.8	-8.0	2.2	65.1	-0.2	-2.3	4.3
2018 Q3	4.8	7.0	-6.8	0.3	27.4	4.5	8.4	-10.0	1.9	-45.8	1.0	5.2	4.8
Q4	4.2	5.7	-2.5	-0.7	-16.0	5.2	8.8	-8.0	2.2	65.1	-0.2	-2.3	4.3
2019 Q1	5.9	7.7	-2.7	0.2	-17.5	5.7	8.9	-5.5	2.9	-18.1	-2.4	0.4	10.8
Q2	5.7	7.6	-4.9	2.3	12.4	5.8	8.6	-4.8	3.1	73.3	-0.9	-1.7	8.1
2019 Feb.	4.4	6.0	-2.8	-0.1	-25.7	5.6	8.9	-6.1	2.5	-13.6	-3.7	-1.3	8.4
Mar.	5.9	7.7	-2.7	0.2	-17.5	5.7	8.9	-5.5	2.9	-18.1	-2.4	0.4	10.8
Apr.	5.8	7.1	-0.6	1.6	0.1	5.8	8.9	-5.2	2.9	1.5	0.1	-0.5	9.2
May	5.5	6.8	-1.3	1.4	8.9	6.0	8.9	-4.7	3.2	20.2	-0.7	0.3	8.8
June	5.7	7.6	-4.9	2.3	12.4	5.8	8.6	-4.8	3.1	73.3	-0.9	-1.7	8.1
July (p)	7.0	8.8	-3.0	2.4	-8.1	6.1	9.2	-4.6	3.1	15.9	-0.2	1.5	6.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
					Adjusted loans ²⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
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	11,167.4	4,325.4	5,600.0	839.1	109.6	1,442.4	799.8
2018	4,687.0	1,007.4	3,668.2	13,418.1	11,127.0	11,484.9	4,408.8	5,741.5	848.8	127.9	1,520.0	771.0
2018 Q3	4,627.4	1,003.5	3,609.9	13,363.1	11,064.5	11,394.1	4,396.2	5,702.0	841.9	124.4	1,513.8	784.8
Q4	4,687.0	1,007.4	3,668.2	13,418.1	11,127.0	11,484.9	4,408.8	5,741.5	848.8	127.9	1,520.0	771.0
2019 Q1	4,662.8	1,001.3	3,650.1	13,527.0	11,196.3	11,548.1	4,422.3	5,788.2	854.4	131.4	1,527.4	803.4
Q2	4,633.4	1,000.7	3,621.0	13,642.4	11,293.8	11,668.4	4,461.7	5,825.7	874.9	131.4	1,546.6	802.0
2019 Feb.	4,684.7	1,000.8	3,672.0	13,502.5	11,179.4	11,527.1	4,425.2	5,770.5	857.4	126.3	1,533.1	789.9
Mar.	4,662.8	1,001.3	3,650.1	13,527.0	11,196.3	11,548.1	4,422.3	5,788.2	854.4	131.4	1,527.4	803.4
Apr.	4,639.6	998.2	3,630.0	13,570.4	11,234.0	11,591.2	4,443.8	5,800.5	864.1	125.7	1,523.3	813.1
May	4,632.4	1,004.3	3,616.4	13,592.9	11,257.4	11,623.7	4,463.9	5,807.5	862.8	123.2	1,533.9	801.6
June	4,633.4	1,000.7	3,621.0	13,642.4	11,293.8	11,668.4	4,461.7	5,825.7	874.9	131.4	1,546.6	802.0
July ^(p)	4,673.6	1,000.6	3,661.4	13,680.0	11,338.8	11,710.6	4,486.4	5,842.7	876.1	133.7	1,534.2	807.0
Transactions												
2016	485.9	-34.5	520.3	319.6	235.8	259.9	82.5	121.1	43.2	-11.0	80.3	3.6
2017	289.7	-43.2	332.3	362.7	274.8	315.6	82.7	173.7	22.0	-3.5	64.3	23.6
2018	92.5	-28.3	120.8	372.6	304.7	378.4	124.0	166.2	-3.6	18.1	89.4	-21.4
2018 Q3	48.0	-16.2	64.5	105.3	91.0	88.0	48.7	49.9	-12.1	4.5	18.6	-4.2
Q4	40.8	4.0	36.8	66.0	60.1	92.6	16.5	42.0	-1.8	3.4	13.6	-7.7
2019 Q1	-41.0	-6.8	-34.2	107.5	83.1	78.7	25.2	50.1	6.0	1.8	-1.7	26.1
Q2	-56.9	-1.4	-55.8	126.4	113.8	134.4	53.8	38.7	24.2	-2.8	17.5	-4.9
2019 Feb.	10.9	-4.8	15.3	46.4	25.0	32.2	17.6	12.9	-4.1	-1.4	7.1	14.3
Mar.	-38.8	0.4	-38.7	26.2	23.1	27.7	3.2	18.8	-2.4	3.5	-8.7	11.8
Apr.	-22.2	-3.2	-19.0	40.5	41.7	46.6	26.1	12.6	8.6	-5.7	-6.3	5.2
May	-8.3	5.9	-14.5	34.0	25.6	33.7	21.9	7.6	-1.5	-2.5	13.9	-5.5
June	-26.4	-4.1	-22.3	52.0	46.6	54.0	5.8	18.4	17.1	5.3	10.0	-4.6
July ^(p)	14.8	-0.2	15.0	34.7	45.0	43.0	25.9	17.1	-0.1	2.2	-14.2	3.9
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	2.7	-3.1	4.6	3.0
2018	2.0	-2.7	3.4	2.8	2.8	3.4	2.9	3.0	-0.4	16.5	6.2	-2.7
2018 Q3	3.1	-4.4	5.3	3.0	3.0	3.4	3.2	3.1	-0.3	11.7	5.9	-1.1
Q4	2.0	-2.7	3.4	2.8	2.8	3.4	2.9	3.0	-0.4	16.5	6.2	-2.7
2019 Q1	1.8	-2.4	3.0	2.8	2.7	3.2	2.5	3.1	-1.3	14.8	4.1	1.9
Q2	-0.2	-2.0	0.3	3.1	3.2	3.5	3.3	3.2	1.8	5.8	3.2	1.2
2019 Feb.	2.5	-2.6	4.0	2.8	2.7	3.3	2.6	3.2	-1.4	10.6	5.3	-0.3
Mar.	1.8	-2.4	3.0	2.8	2.7	3.2	2.5	3.1	-1.3	14.8	4.1	1.9
Apr.	1.3	-2.7	2.5	2.7	2.8	3.4	2.8	3.2	0.6	5.4	2.6	1.2
May	0.6	-2.2	1.5	2.6	2.7	3.3	2.7	3.1	-0.4	1.6	3.1	0.5
June	-0.2	-2.0	0.3	3.1	3.2	3.5	3.3	3.2	1.8	5.8	3.2	1.2
July ^(p)	-0.5	-1.4	-0.2	2.9	3.2	3.6	3.3	3.2	2.5	7.1	1.2	1.8

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total	Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	1					2					3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2016	4,311.4	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	4,325.4	4,360.1	987.3	820.2	2,517.9	5,600.0	5,866.6	654.4	4,217.0	728.6
2018	4,408.8	4,494.3	995.7	844.3	2,568.7	5,741.5	6,023.3	683.5	4,353.9	704.1
2018 Q3	4,396.2	4,459.8	999.7	836.2	2,560.4	5,702.0	5,979.1	678.6	4,311.7	711.7
Q4	4,408.8	4,494.3	995.7	844.3	2,568.7	5,741.5	6,023.3	683.5	4,353.9	704.1
2019 Q1	4,422.3	4,508.9	979.9	852.0	2,590.4	5,788.2	6,065.7	694.4	4,391.6	702.2
Q2	4,461.7	4,555.9	978.6	867.7	2,615.5	5,825.7	6,112.2	707.6	4,421.3	696.8
2019 Feb.	4,425.2	4,506.1	980.1	851.5	2,593.7	5,770.5	6,051.7	690.8	4,375.6	704.0
Mar.	4,422.3	4,508.9	979.9	852.0	2,590.4	5,788.2	6,065.7	694.4	4,391.6	702.2
Apr.	4,443.8	4,528.0	984.9	858.9	2,600.0	5,800.5	6,083.2	695.7	4,405.3	699.5
May	4,463.9	4,546.6	982.4	865.7	2,615.9	5,807.5	6,098.7	701.0	4,409.5	697.0
June	4,461.7	4,555.9	978.6	867.7	2,615.5	5,825.7	6,112.2	707.6	4,421.3	696.8
July ^(p)	4,486.4	4,575.9	987.1	874.7	2,624.6	5,842.7	6,133.0	710.8	4,437.0	694.9
Transactions										
2016	82.5	100.4	-14.7	43.2	54.0	121.1	113.8	24.1	105.4	-8.4
2017	82.7	131.7	-0.3	38.0	45.0	173.7	165.5	45.1	134.3	-5.8
2018	124.0	176.1	19.6	33.5	70.8	166.2	188.6	39.6	136.4	-9.8
2018 Q3	48.7	47.8	16.4	9.7	22.6	49.9	48.6	10.3	40.5	-0.9
Q4	16.5	40.9	-2.3	7.4	11.3	42.0	50.8	7.7	39.2	-4.9
2019 Q1	25.2	23.7	-14.3	10.3	29.2	50.1	49.0	11.7	38.7	-0.3
Q2	53.8	58.4	2.6	18.6	32.7	38.7	48.6	13.1	27.3	-1.7
2019 Feb.	17.6	17.3	0.7	5.3	11.6	12.9	17.5	3.3	9.1	0.5
Mar.	3.2	8.3	-0.8	2.2	1.9	18.8	16.1	3.9	15.8	-0.9
Apr.	26.1	23.7	6.4	7.2	12.6	12.6	17.4	2.8	10.2	-0.4
May	21.9	18.8	-2.4	7.0	17.4	7.6	16.9	5.6	4.2	-2.2
June	5.8	15.8	-1.4	4.4	2.8	18.4	14.3	4.7	12.8	0.8
July ^(p)	25.9	21.8	8.3	7.3	10.3	17.1	20.9	3.3	15.5	-1.7
Growth rates										
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	2.9	4.1	2.0	4.1	2.8	3.0	3.2	6.1	3.2	-1.4
2018 Q3	3.2	4.3	3.3	4.6	2.8	3.1	3.1	6.9	3.2	-0.9
Q4	2.9	4.1	2.0	4.1	2.8	3.0	3.2	6.1	3.2	-1.4
2019 Q1	2.5	3.7	-1.2	4.6	3.3	3.1	3.3	6.1	3.5	-1.5
Q2	3.3	3.9	0.2	5.6	3.8	3.2	3.3	6.4	3.4	-1.1
2019 Feb.	2.6	3.8	0.1	4.5	3.0	3.2	3.3	6.0	3.5	-1.2
Mar.	2.5	3.7	-1.2	4.6	3.3	3.1	3.3	6.1	3.5	-1.5
Apr.	2.8	3.9	-0.9	5.3	3.4	3.2	3.3	5.8	3.5	-1.3
May	2.7	3.8	-1.6	5.5	3.5	3.1	3.3	6.1	3.4	-1.6
June	3.3	3.9	0.2	5.6	3.8	3.2	3.3	6.4	3.4	-1.1
July ^(p)	3.3	3.9	-0.2	5.7	3.9	3.2	3.4	6.2	3.5	-1.2

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total		
								Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2016	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	343.9	6,768.4	1,968.3	59.7	2,014.1	2,726.2	935.5	299.8	143.5	92.5
2018	378.9	6,808.8	1,941.4	56.0	2,090.6	2,720.8	1,028.6	428.5	187.0	194.9
2018 Q3	403.7	6,693.6	1,934.8	56.9	2,048.5	2,653.5	881.1	424.5	177.3	183.0
Q4	378.9	6,808.8	1,941.4	56.0	2,090.6	2,720.8	1,028.6	428.5	187.0	194.9
2019 Q1	367.4	6,903.1	1,937.7	55.6	2,144.8	2,764.9	1,174.3	418.6	199.0	212.3
Q2	366.6	6,980.2	1,955.8	57.6	2,132.3	2,834.6	1,315.2	434.7	191.5	207.8
2019 Feb.	409.0	6,875.6	1,936.6	55.6	2,140.6	2,742.7	1,110.1	417.2	198.1	210.5
Mar.	367.4	6,903.1	1,937.7	55.6	2,144.8	2,764.9	1,174.3	418.6	199.0	212.3
Apr.	362.2	6,892.0	1,934.7	56.0	2,129.7	2,771.5	1,196.5	417.9	216.8	232.2
May	361.8	6,905.8	1,932.2	56.5	2,130.3	2,786.8	1,271.1	410.5	212.8	229.2
June	366.6	6,980.2	1,955.8	57.6	2,132.3	2,834.6	1,315.2	434.7	191.5	207.8
July ^(p)	370.5	7,015.8	1,927.8	58.1	2,148.5	2,881.5	1,399.7	401.2	206.5	224.1
Transactions										
2016	22.0	-122.9	-71.3	-8.6	-118.7	75.7	-278.3	-90.2	12.8	-12.0
2017	39.1	-74.9	-83.7	-6.6	-72.0	87.4	-92.5	-66.2	-61.2	-28.5
2018	39.0	45.1	-37.8	-4.9	17.0	70.8	64.6	45.2	21.8	24.2
2018 Q3	76.4	29.8	-16.2	-1.5	19.2	28.4	38.9	-11.3	3.2	-0.8
Q4	-24.1	16.4	-0.5	-0.9	3.4	14.4	34.7	21.8	9.7	11.9
2019 Q1	-11.4	50.8	-10.7	-0.3	44.7	17.1	109.7	-7.1	2.7	5.5
Q2	-0.7	46.8	20.5	2.0	-1.8	26.2	109.0	39.4	-7.1	-4.5
2019 Feb.	31.5	21.3	-3.3	0.0	26.3	-1.8	42.7	19.1	-0.9	2.1
Mar.	-41.4	8.4	-1.5	0.0	-1.4	11.3	48.0	7.6	-8.4	-10.2
Apr.	-5.2	-5.4	-2.6	0.3	-14.0	10.9	26.5	2.5	17.8	19.8
May	-0.4	5.2	-1.8	0.6	-0.9	7.2	58.9	-13.5	-4.1	-2.9
June	4.8	47.1	24.8	1.1	13.1	8.1	23.6	50.4	-20.8	-21.4
July ^(p)	3.9	-3.5	-29.1	0.4	10.0	15.3	59.0	-24.9	14.9	16.3
Growth rates										
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	-	-	-29.8	-23.5
2018	11.3	0.7	-1.9	-8.1	0.8	2.7	-	-	11.0	2.2
2018 Q3	14.3	0.0	-2.8	-9.3	0.0	2.3	-	-	7.5	3.9
Q4	11.3	0.7	-1.9	-8.1	0.8	2.7	-	-	11.0	2.2
2019 Q1	8.8	1.3	-1.6	-6.4	2.5	2.7	-	-	18.9	12.7
Q2	12.0	2.1	-0.4	-1.3	3.2	3.2	-	-	5.1	6.7
2019 Feb.	19.7	1.4	-1.8	-7.1	2.9	2.8	-	-	35.9	27.9
Mar.	8.8	1.3	-1.6	-6.4	2.5	2.7	-	-	18.9	12.7
Apr.	4.6	1.1	-1.9	-5.4	2.2	2.6	-	-	40.6	44.3
May	8.7	1.3	-1.6	-3.8	2.4	2.8	-	-	14.4	15.9
June	12.0	2.1	-0.4	-1.3	3.2	3.2	-	-	5.1	6.7
July ^(p)	5.5	1.9	-1.9	0.5	3.8	3.4	-	-	7.1	9.9

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	6
2015	-2.0	-1.9	-0.2	0.1	-0.1	0.3
2016	-1.6	-1.7	-0.1	0.2	0.1	0.6
2017	-1.0	-1.3	0.0	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.1	0.1	0.2	0.3	1.3
2018 Q2	-0.5	.	.	.	.	1.4
Q3	-0.4	.	.	.	.	1.4
Q4	-0.5	.	.	.	.	1.3
2019 Q1	-0.7	.	.	.	.	1.1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure				Capital expenditure	
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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	12.5	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	5.2	2.0	22.4	3.8
2018	46.3	45.9	13.0	13.0	15.2	0.4	46.8	43.1	9.8	5.2	1.8	22.3	3.7
2018 Q2	46.2	45.8	12.9	12.9	15.2	0.4	46.7	43.0	9.8	5.2	1.9	22.3	3.7
Q3	46.2	45.8	12.9	13.0	15.2	0.4	46.7	43.0	9.8	5.2	1.9	22.3	3.6
Q4	46.3	45.9	13.0	13.0	15.2	0.4	46.8	43.1	9.8	5.2	1.8	22.3	3.7
2019 Q1	46.2	45.7	12.9	13.0	15.1	0.4	46.8	43.1	9.8	5.2	1.8	22.3	3.7

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	90.1	2.8	16.4	70.9	44.3	27.5	45.7	9.1	81.0	17.5	31.3	41.3	88.0	2.1
2016	89.2	2.7	15.6	70.9	46.8	30.7	42.5	8.8	80.5	17.2	29.8	42.2	87.2	2.1
2017	87.1	2.6	14.5	70.0	47.6	32.1	39.5	8.0	79.0	15.8	28.9	42.3	85.2	1.8
2018	85.1	2.6	13.7	68.9	47.3	32.3	37.8	7.5	77.7	15.6	28.2	41.3	83.7	1.5
2018 Q2	86.6	2.6	14.0	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	86.4	2.6	13.8	70.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	85.1	2.6	13.7	68.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2019 Q1	85.9	2.6	13.6	69.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment							Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement	
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume			Other
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-1.9	-0.3	-0.8	-0.5	0.2	-0.3	-0.3	-0.1	0.0	-0.4	-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	-0.4	1.6
2017	-2.2	-1.0	-0.1	0.3	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.1	0.9
2018	-1.9	-1.3	0.3	0.3	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-0.9	0.8
2018 Q2	-2.8	-1.4	-0.2	0.3	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.4	-1.3	0.5
Q3	-2.0	-1.4	0.5	0.7	0.6	0.0	0.0	0.2	-0.1	-0.1	-1.1	1.0
Q4	-1.9	-1.3	0.3	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.9	0.8
2019 Q1	-1.2	-1.1	0.7	0.7	0.6	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-0.8	1.2

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Maturities of up to 3 months	Maturities of up to 3 months	Total	Floating rate		Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	14.1	12.4	4.6	1.7	0.4	6.9	2.6	1.2	-0.1	3.0	2.9	0.2	1.2
2017	12.9	11.2	4.2	1.7	0.4	7.1	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.3	0.3	1.1
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2018 Q2	12.5	10.9	3.4	1.6	0.4	7.3	2.4	1.1	-0.2	2.8	2.5	0.4	0.9
Q3	12.7	11.1	3.7	1.6	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.6	0.4	0.9
Q4	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019 Q1	12.7	11.2	3.8	1.5	0.4	7.4	2.3	1.1	0.0	2.6	2.5	0.5	1.0
2019 Feb.	12.7	11.2	4.0	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	0.0	2.7	2.4	0.4	0.9
Mar.	12.7	11.2	3.8	1.5	0.4	7.4	2.3	1.1	0.0	2.6	2.5	0.5	1.0
Apr.	13.1	11.6	3.9	1.5	0.4	7.4	2.3	1.2	0.0	2.6	2.5	0.5	1.1
May	12.8	11.4	3.4	1.5	0.4	7.4	2.3	1.2	0.0	2.6	2.5	0.5	1.0
June	12.8	11.4	3.7	1.5	0.4	7.4	2.3	1.3	0.0	2.6	2.3	0.5	0.9
July	13.0	11.5	4.0	1.5	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.6	2.3	0.4	1.0

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2015	-2.4	0.8	0.1	-1.9	-5.6	-5.3	-3.6	-2.6	-1.3	
2016	-2.4	0.9	-0.3	-0.7	0.5	-4.5	-3.5	-2.5	0.3	
2017	-0.8	1.0	-0.4	-0.3	0.7	-3.1	-2.8	-2.4	1.8	
2018	-0.7	1.7	-0.6	0.0	1.1	-2.5	-2.5	-2.1	-4.8	
2018 Q2	-0.4	1.9	0.1	-0.6	0.8	-2.7	-2.7	-2.0	3.5	
Q3	-0.3	2.0	0.1	-0.5	0.8	-2.6	-2.5	-2.1	-4.9	
Q4	-0.7	1.7	-0.6	0.0	1.1	-2.5	-2.5	-2.1	-4.8	
2019 Q1	-1.0	1.7	-0.7	0.0	0.4	-2.4	-3.2	-2.1	-4.2	
Government debt										
2015	106.4	71.6	9.9	76.8	175.9	99.3	95.6	131.6	108.0	
2016	106.1	68.5	9.2	73.5	178.5	99.0	98.0	131.4	105.5	
2017	103.4	64.5	9.2	68.5	176.2	98.1	98.4	131.4	95.8	
2018	102.0	60.9	8.4	64.8	181.1	97.1	98.4	132.2	102.5	
2018 Q2	105.9	62.2	8.7	68.4	177.5	98.2	99.0	133.5	102.9	
Q3	105.4	61.8	8.5	67.4	182.3	98.3	99.4	133.5	110.1	
Q4	102.0	60.9	8.4	63.6	181.1	97.1	98.4	132.2	102.5	
2019 Q1	105.1	61.0	8.1	65.6	181.9	98.7	99.7	134.0	105.0	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
Government deficit (-)/surplus (+)										
2015	-1.4	-0.3	1.4	-1.0	-2.0	-1.0	-4.4	-2.8	-2.6	-2.8
2016	0.1	0.2	1.9	0.9	0.0	-1.6	-2.0	-1.9	-2.2	-1.7
2017	-0.6	0.5	1.4	3.4	1.2	-0.8	-3.0	0.0	-0.8	-0.8
2018	-1.0	0.7	2.4	2.0	1.5	0.1	-0.5	0.7	-0.7	-0.7
2018 Q2	-0.2	0.7	1.7	3.8	1.8	0.1	-1.1	0.5	-0.6	-1.0
Q3	-0.5	0.6	2.1	3.4	2.0	0.2	-0.2	0.5	-0.5	-0.7
Q4	-1.0	0.7	2.4	2.0	1.5	0.1	-0.5	0.7	-0.7	-0.8
2019 Q1	-0.9	0.2	2.8	1.9	1.8	-0.2	-0.1	0.6	-0.7	-0.8
Government debt										
2015	36.8	42.6	22.2	57.9	64.6	84.7	128.8	82.6	52.2	63.4
2016	40.3	40.0	20.7	55.5	61.9	83.0	129.2	78.7	51.8	63.0
2017	40.0	39.4	23.0	50.2	57.0	78.2	124.8	74.1	50.9	61.3
2018	35.9	34.2	21.4	46.0	52.4	73.8	121.5	70.1	48.9	58.9
2018 Q2	36.9	35.0	22.1	49.0	53.9	76.3	124.9	72.6	51.9	60.0
Q3	37.0	35.0	21.7	46.0	52.9	75.4	124.8	71.1	51.5	59.4
Q4	35.9	34.2	21.4	46.0	52.4	73.8	121.5	70.1	48.9	59.5
2019 Q1	37.2	34.1	21.3	46.6	50.9	72.7	123.0	67.9	48.9	59.3

Source: Eurostat.

© Euroopan keskuspankki, 2019

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

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

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

Tämän numeron tilastot perustuvat 11.9.2019 käytettävissä olleisiin tietoihin.

ISSN 2363-3565
Luettelonumero QB-BP-19-006-FI-N