



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 8/2024



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	9
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	21
4 Gibanja na finančnih trgih	28
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	34
6 Javnofinančna gibanja	41
Okvirji	
1 V čem je razlog za odpornost ameriških delniških tečajev – struktura trga, pričakovani donosi ali premije za tveganje?	45
2 Kratkoročni učinki sistema za trgovanje z emisijami na evropske naložbe	51
3 Ekonomski signali na podlagi meril negotovosti	56
4 Kako razložiti visoko stopnjo varčevanja gospodinjstev v euroobmočju?	60
5 Prenos denarne politike na inflacijo v skupini blaga in v skupini storitev: podroben pogled	65
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 24. julija do 22. oktobra 2024	70
7 Iztekanje tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in posojilni pogoji bank	77
Članka	82
1 Energy shocks, corporate investment and potential implications for future EU competitiveness	82
2 Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024	92
Box 1 Labour market developments in the euro area compared with other advanced economies	96

3	Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact	112
---	--	-----

Statistični podatki		S1
----------------------------	--	-----------

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 12. decembra 2024 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike – je temeljila na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamiki osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike.

Proces dezinflacije se nadaljuje v skladu s pričakovanji. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,4% v letu 2024, 2,1% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 2,1% v letu 2027, ko bo začel delovati razširjeni sistem EU za trgovanje z emisijami. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,9% v letu 2024, 2,3% v letu 2025 in 1,9% v letih 2026 in 2027.

Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Domača inflacija se je nekoliko znižala, vendar ostaja visoka, in sicer predvsem zato, ker se plače in cene v nekaterih sektorjih še vedno s precejšnjim zamikom prilagajajo preteklemu skokovitemu porastu inflacije.

Pogoji financiranja postajajo blažji, saj nedavni rezi obrestnih mer s strani Sveta ECB postopoma prispevajo k manj dragemu zadolževanju za podjetja in gospodinjstva. Vseeno so še naprej zaostreni, ker denarna politika ostaja restriktivna, pretekli dvigi obrestnih mer pa se še vedno prenašajo v obstoječ obseg kreditov.

Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih projekcijah sedaj pričakujejo, da bo gospodarsko okrevanje počasnejše, kot so v septembrskih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje predvidevali strokovnjaki ECB. Čeprav se je rast v tretjem četrtletju okrepila, anketni kazalniki nakazujejo, da se je v zadnjem četrtletju upočasnila. Strokovnjaki sedaj predvidevajo, da bo gospodarska rast znašala 0,7% v letu 2024, 1,1% v letu 2025, 1,4% v letu 2026 in 1,3% v letu 2027. Napovedano okrevanje temelji predvsem na povečevanju realnih dohodkov – kar bo gospodinjstvom omogočilo, da trošijo več – in povečevanju podjetniških naložb. Sčasoma naj bi postopno vse manjši učinki restriktivne denarne politike podpirali okrepitev domačega povpraševanja.

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. O ustrezni naravnosti denarne politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost

transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska rast je v tretjem četrtnem letju 2024 znašala 0,4%, kar je preseglo pričakovanja. K rasti sta prispevala predvsem porast potrošnje, kar je deloma posledica enkratnih dejavnikov, ki so poleti spodbudili turizem, in povečevanje zalog v podjetjih. Toda najnovejše informacije nakazujejo, da rast izgublja zagon. Ankete kažejo, da se predelovalne dejavnosti še vedno krčijo, rast v storitvenih dejavnostih pa se upočasnjuje. Podjetja zmanjšujejo investicijske odhodke zaradi šibkega povpraševanja in zelo negotovih obetov. Šibek je tudi izvoz, saj imajo nekatere evropske panoge težave pri ohranjanju konkurenčnosti.

Trg dela ostaja odporen. Zaposlenost se je v tretjem četrtnem letju 2024 povečala za 0,2% ter tako zopet presegla pričakovanja. Stopnja brezposelnosti je oktobra ostala na zgodovinsko nizki 6,3-odstotni ravni. Obenem pa se je povpraševanje po delovni sili še naprej umirjalo. Stopnja prostih delovnih mest se je v tretjem četrtnem letju znižala na 2,5%, kar je 0,8 odstotne točke manj od najvišje vrednosti, ankete pa kažejo, da je bilo manj delovnih mest ustvarjenih tudi v zadnjem četrtnem letju.

Gospodarstvo euroobmočja naj bi v prihodnjih letih predvidoma še naprej postopoma okrevalo ob precejšnji geopolitični in ekonomski negotovosti. Tako bo zviševanje realnih plač in zaposlenosti ob močnih trgih dela predvidoma podpiralo okrevanje, eden glavnih dejavnikov tega pa bo ostala potrošnja. Domače povpraševanje naj bi spodbujala tudi ublažitev pogojev financiranja v skladu s tržnimi pričakovanji o prihodnjem gibanju obrestnih mer. Čeprav javnofinančne politike spremlja velika negotovost, se predpostavlja, da se na splošno izvaja javnofinančna konsolidacija. Vseeno pa naj bi sredstva iz programa »EU naslednje generacije« podpirala rast do izteka programa v letu 2027. Ob predpostavki iz osnovne projekcije, da bodo trgovinske politike ključnih trgovinskih partneric Evrope ostale nespremenjene, se bo zunanje povpraševanje po pričakovanjih okrepilo in podpiralo izvoz euroobmočja. Zato bo prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP večinoma nevtralen kljub obstoječim izzivom glede konkurenčnosti. Stopnja brezposelnosti naj bi se še dodatno znižala na zgodovinsko nizko raven. Ker so začeli popuščati nekateri ciklični dejavniki, zaradi katerih se je v zadnjem času znižala produktivnost, se bo ta v obdobju projekcij po pričakovanjih okrepila, čeprav strukturni izzivi ostajajo. Gledano v celoti bo po decembrskih projekcijah povprečna letna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,7%, v letu 2025 1,1% in v letu 2026 1,4%, nato pa se bo v letu 2027 umirila na 1,3%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti za rast BDP popravljeni navzdol predvsem zaradi popravkov podatkov o naložbah v prvi polovici leta 2024, pričakovane šibkejše rasti izvoza v letu 2025 in majhnega popravka napovedanega povečanja domačega povpraševanja v letu 2026 navzdol.

Javnofinančne in strukturne politike bi morale prispevati k temu, da bo gospodarstvo bolj produktivno, konkurenčno in odporno. Bistveno je, da se na podlagi predlogov Maria Draghija za povečanje evropske konkurenčnosti in predlogov Enrica Lette za

okrepitev enotnega trga zdaj hitro ukrepa s konkretnimi in ambicioznimi strukturnimi politikami. Svet ECB pozdravlja oceno Evropske komisije o srednjeročnih načrtih vlad glede javnofinančnih in strukturnih politik kot del prenovljenega okvira ekonomskega upravljanja v EU. Vlade bi se morale sedaj osredotočiti na celovito in takojšnje uresničevanje svojih zavez iz okvira. To bo prispevalo k vzdržnemu zniževanju proračunskega primanjkljaja in stopnje javnega dolga ter obenem pospešilo reforme in naložbe, ki spodbujajo rast.

Inflacija

Medletna inflacija se je po Eurostatovi prvi oceni zvišala z 2,0% v oktobru na 2,3% v novembru. Zvišanje je bilo pričakovano in je predvsem posledica navzgor delujočih baznih učinkov v skupini energentov. Inflacija v skupini hrane se je rahlo znižala na 2,8%, inflacija v skupini storitev pa na 3,9%. Blagovna inflacija se je zvišala na 0,7%.

Domača inflacija, ki tesno sledi storitveni inflaciji, se je oktobra zopet nekoliko umirila, vendar ostaja visoka na 4,2-odstotni ravni. To je posledica velikih plačnih pritiskov ter dejstva, da se nekatere cene storitev še vedno z zamikom prilagajajo preteklemu skokovitemu porastu inflacije. Kljub vsemu pa se osnovna inflacija na splošno giblje v skladu z vzdržno vrnitvijo inflacije na ciljno raven.

Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je na ravni okrog 2%, tržni kazalniki srednjeročnega do dolgoročnejšega nadomestila za inflacijo pa so se od seje Sveta ECB 17. oktobra 2024 opazno zmanjšali.

Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je umirila s 4,7% v drugem četrtletju 2024 na 4,4% v tretjem četrtletju. Ob stabilni produktivnosti je to prispevalo k počasnejši rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

Popuščanje pritiskov s strani stroškov dela in nadaljnji vpliv pretekelega zaostrovanja denarne politike na cene življenjskih potrebščin naj bi prispevala k temu, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja, saj prejšnji strmi padci cen energentov še naprej izpadajo iz medletnih stopenj.

Po decembrskih projekcijah se bo skupna inflacija (merjena z indeksom HICP) proti koncu leta 2024 zvišala, nato pa se bo znižala in se bo od drugega četrtletja 2025 gibala na ravni okrog 2-odstotnega inflacijskega cilja ECB. K začasnemu zvišanju inflacije na začetku obdobja projekcij bodo po pričakovanjih največ prispevali bazni učinki v skupini energentov. Ob predpostavkah o znižanju cen nafte in plina bo inflacija v skupini energentov najverjetneje ostala negativna do druge polovice leta 2025, zatem pa bo ostala umirjena, razen rahlega zvišanja v letu 2027 zaradi uvedbe novih ukrepov za blažitev podnebnih sprememb. Inflacija v skupini hrane se bo po projekcijah zviševala do sredine leta 2025, predvsem zaradi ponovne krepitve dinamike cen nepredelane hrane, nato pa se bo do leta 2027 znižala na povprečno raven 2,2%. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih upadla na začetku leta 2025, ko bodo popustili posredni učinki, ki izhajajo iz preteklih energetske cenovnih šokov, in pritiski s strani stroškov dela ter se bodo zapoznili učinki pretekelega zaostrovanja denarne politike še naprej prelivali v cene življenjskih

potrebščin. K temu upadu bo po pričakovanih prispevalo znižanje inflacije v skupini storitev – ki je bila doslej razmeroma vztrajna. Gledano v celoti se bo inflacija brez energentov in hrane predvidoma umirila z 2,9% v letu 2024 na 1,9% v letu 2027. Rast plač bo sprva ostala povišana, vendar se bo postopoma zniževala, ko bodo popustili pritiski, povezani s kompenziranjem inflacije. Umirjanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega bo skupaj z okrevanjem rasti produktivnosti po pričakovanih privedlo do precej počasnejše rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Zato bodo domači cenovni pritiski predvidoma popustili, pri čemer bodo profitne marže sprva absorbirale še vedno velike pritiske s strani stroškov dela, vendar bodo v obdobju projekcij okrevale. Zunanji cenovni pritiski naj bi na splošno ostali umirjeni. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leti 2024 in 2025 popravljeni rahlo navzdol, predvsem zaradi presenetljivo slabših podatkov ter predpostavk o nižjih cenah nafte in električne energije.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Tveganje večjih motenj v svetovni trgovinski menjavi bi lahko zavrlo rast v euroobmočju, in sicer z ohromitvijo izvoza in slabitvijo svetovnega gospodarstva. Šibkejša zaupanja bi lahko preprečilo, da potrošnja in naložbe okrevajo tako hitro, kot se pričakuje. To bi lahko še okrepila geopolitična tveganja, kot sta ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu, ki bi lahko ovirala energetska oskrbo in svetovno trgovinsko menjavo. Rast bi bila lahko nižja tudi v primeru, da bodo zapoznili učinki zaostrovanja denarne politike trajali dlje, kot se pričakuje. Po drugi strani bi lahko bila višja, če bodo blažji pogoji financiranja in vse nižja inflacija omogočili hitrejši odboj domače potrošnje in naložb.

Inflacija bi lahko bila višja, če bi se plače ali dobički povečali bolj, kot se pričakuje. Tveganja, da bo inflacija višja, izhajajo tudi iz povišanih geopolitičnih napetosti, zaradi katerih bi se lahko kratkoročno zvišale cene energentov in stroški ladijskega prevoza ter bi prišlo do motenj v svetovni trgovinski menjavi. Poleg tega bi lahko ekstremni vremenski pojavi ter splošnejše napredovanje podnebne krize potisnili cene hrane navzgor bolj, kot se pričakuje. Nasprotno bi bila inflacija lahko nižja od pričakovane, če zaradi nizkega zaupanja in zaskrbljenosti glede geopolitičnih dogodkov potrošnja in naložbe ne bi okrevale tako hitro, kot je pričakovano, če bi denarna politika povpraševanje oslabila bolj, kot je pričakovano, ali če bi se nepričakovano poslabšalo gospodarsko okolje v ostalih delih sveta. Če bi se motnje v svetovni trgovinski menjavi povečale, bi lahko inflacijski obeti v euroobmočju postali bolj negotovi.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere v euroobmočju so se od oktobrske seje Sveta ECB nadalje znižale, kar je odraz ocen o vse slabših gospodarskih obetih. Čeprav ostajajo pogoji financiranja restriktivni, rezi obrestnih mer s strani Sveta ECB postopoma prispevajo k manj dragemu zadolževanju za podjetja in gospodinjstva.

Povprečna obrestna mera za nova posojila podjetjem je oktobra znašala 4,7%, kar je več kot pol odstotne točke pod najvišjo vrednostjo pred enim letom. Stroški tržnega dolžniškega financiranja so se od najvišje vrednosti znižali za več kot eno odstotno točko. Povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila, ki je oktobra znašala 3,6%, je približno pol odstotne točke nižja od najvišje vrednosti v letu 2023, vendar se bo povprečna obrestna mera za obstoječa hipotekarna posojila predvidoma še zviševala.

Obseg bančnih posojil podjetjem se je postopoma okreplil z nizkih ravni, saj se je oktobra povečal za 1,2% v primerjavi s prejšnjim letom. Obseg dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdala podjetja, se je medletno povečal za 3,1%, kar je podobno povečanju v prejšnjih nekaj mesecih. Obseg hipotekarnih posojil se je oktobra še naprej postopoma zviševal in dosegel 0,8-odstotno medletno stopnjo rasti.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju ostajajo odporne, poleg tega pa ni veliko znakov o napetostih na finančnih trgih. Vseeno pa ostajajo tveganja za finančno stabilnost povečana. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti ter tako prispeva k večji odpornosti in ohranjanju makrobonitetnega manevrskega prostora.

Sklepi o denarni politiki

Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so bile znižane na 3,00%, 3,15% oziroma 3,40%, z začetkom veljavnosti 18. decembra 2024.

Portfelj v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se zmanjšuje postopno in predvidljivo, saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Eurosistem v drugi polovici leta 2024 ni več ponovno investiral vseh plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), tako da se je portfelj tega programa vsak mesec v povprečju zmanjšal za 7,5 milijarde EUR. Svet ECB je ponovno investiranje v okviru programa PEPP končal ob koncu leta 2024.

Banke so preostale zneske, izposojene v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, odplačale decembra 2024, tako da se je ta del procesa normalizacije bilance stanja zaključil.

Zaključek

Svet ECB je na seji 12. decembra 2024 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost

denarne politike – je temeljila na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamiki osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. O ustrezni naravnosti denarne politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vzdržno stabilizacijo inflacije na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju ter da bi ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

1 Zunanje okolje

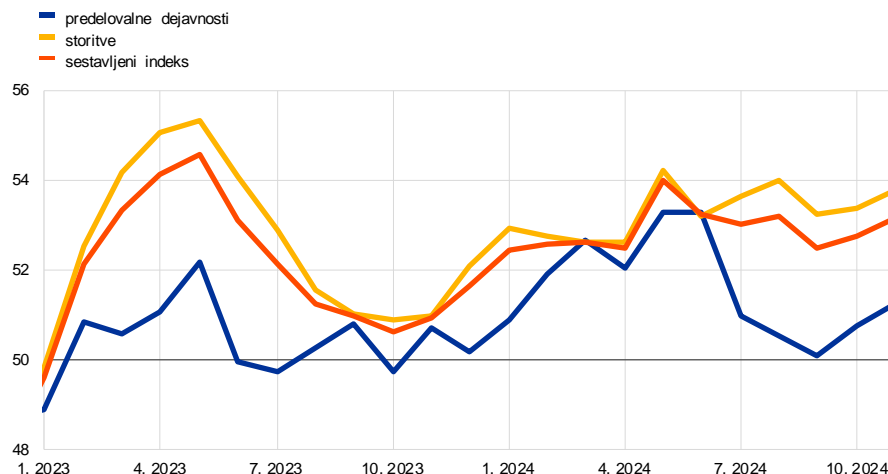
V obravnavanem obdobju (od 17. oktobra do 11. decembra 2024) je svetovna gospodarska rast kljub vse večjim oviram ostala visoka. Razmere so se po anketnih podatkih izboljšale v vseh sektorjih, ugodna gibanja v storitvenih dejavnostih pa so se nadaljevala. Svetovna trgovinska menjava je ostala močna, kar je deloma posledica hitenja z uvozom blaga zaradi negotovosti glede prihodnje trgovinske politike ZDA. Inflacija se je še naprej zniževala, vendar pritiski na rast cen storitev ostajajo. Obeti glede svetovne gospodarske rasti in Inflacije, kot se kažejo v decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, so v primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB na splošno nespremenjeni. Vseeno je izid predsedniških volitev v ZDA povzročil precejšnjo negotovost glede mednarodnih trgovinskih politik. Merila svetovne trgovinske menjave so bila močno popravljena navzgor, da so se upoštevali boljši rezultati v drugem in tretjem četrtletju. Po okrevanju v letu 2024 bo svetovna trgovinska menjava po projekcijah rasla bolj skladno z gospodarsko aktivnostjo, čeprav obstajajo povečana navzdol usmerjena tveganja zaradi okrepljenega trgovinskega protekcionizma in fragmentacije. Inflacija se bo v obdobju projekcij predvidoma v vseh večjih razvitih gospodarstvih in v nastajajočih tržnih gospodarstvih postopno zniževala.

Svetovna gospodarska aktivnost je ostala močna, čeprav vse močnejši zaviralni dejavniki kažejo na krhkost svetovnih gospodarskih obetov. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) je novembra 2024 ostal trdno v območju pozitivne rasti in se je zvišal na 53,2, potem ko je oktobra znašal 52,8 (graf 1). V storitvenih dejavnostih se je aktivnost še naprej krepila, izboljšala pa se je tudi v predelovalnih dejavnostih, tako da se je novembra v tem sektorju še nadalje dvignila nad prag ničelne rasti na 51,2. K zvišanju sestavljenega indeksa PMI za gospodarsko aktivnost sta največ prispevala ZDA in Kitajska. Na Kitajskem je bila to posledica močne rasti v predelovalnih dejavnostih, medtem ko se je v ZDA precej izboljšala aktivnost v storitvenih dejavnostih. Najnovejši podatki nakazujejo, da je v četrtem četrtletju 2024 svetovna rast ostala močna. Nadaljevanje rasti podpirajo boljši gospodarski podatki iz ZDA in Kitajske ter nedavno napovedana javnofinančna podpora na Kitajskem in – v manjši meri – v Združenem kraljestvu. Vseeno pa geopolitične napetosti, vztrajno šibek kitajski nepremičninski sektor in negotovosti glede politik naslednje ameriške administracije kažejo, da so obeti za svetovno gospodarsko rast še vedno negotovi.

Graf 1

Svetovni indeks PMI za gospodarsko aktivnost

(indeksi razpršitve)



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2024.

Obeti za svetovno gospodarsko aktivnost bodo po projekcijah ostali dobri, vendar se bodo v obravnavanem obdobju verjetno nekoliko poslabšali.

Svetovna realna rast BDP bo po projekcijah v letu 2024 znašala 3,4% in v letu 2025 3,5%, nato pa naj bi se v letu 2026 znižala na 3,3% in v letu 2027 na 3,2%. Manjša upočasnitev svetovne rasti v poznejšem obdobju projekcij je predvsem posledica pričakovane upočasnitve na Kitajskem zaradi neugodnih demografskih razmer in predvidevanj o nekoliko upočasnjeni rasti v ZDA. Za Združeno kraljestvo je predpostavljeno, da bo rahljanje javnofinančne politike le začasno spodbudilo realno rast BDP, saj bo prihodnje zvišanje davkov od dohodkov pravnih oseb verjetno zaviralo aktivnost zasebnega sektorja. Izid volitev v ZDA je povzročil precejšnjo negotovost, saj je na tej stopnji težko oceniti, kakšne politične ukrepe bo sprejela nova ameriška administracija. V decembrskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema sta upoštevana strožja zakonodaja o priseljevanju in ohlapnejša javnofinančna politika (zlasti podaljšanje znižanja dohodnine in davka od dohodkov pravnih oseb, ki je bilo uvedeno leta 2017 in naj bi se izteklo leta 2025).

Potem ko je v tretjem četrletju svetovna trgovinska menjava rasla hitreje od pričakovanj, se bo v bližnji prihodnosti njena rast verjetno upočasnila. Svetovni uvoz je bil v tretjem četrletju večji od pričakovanega, k čemur je največ prispevalo strmo povečanje trgovinske menjave v ZDA. Po informacijah o posameznih primerih so ameriška podjetja pohitela z uvozom zaradi negotovosti glede prihodnjih trgovinskih politik in pričakovanih stavk v pristaniščih na vzhodni obali ZDA v oktobru. Medtem ko je svetovna trgovinska menjava inherentno volatilna, najnovejši podatki kažejo na upočasnjevanje svetovne rasti uvoza v četrtem četrletju. To upočasnjevanje je posledica še vedno šibkega cikla v predelovalnih dejavnostih in normalizacije blagovnega uvoza po visoki rasti v prejšnjih četrletjih. K temu še dodatno prispeva manj ugodna sestava svetovnega povpraševanja, ki ga trenutno poganjajo manj trgovinsko intenzivne storitvene dejavnosti in državna potrošnja. Skladno s popuščanjem zagona trgovinske menjave je svetovni indeks PMI (brez

euroobmočja) za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih novembra ostal v območju krčenja na ravni 49,4. Skladno s tem se začenjajo normalizirati tudi stroški ladijskega prevoza po strmem povečanju v drugem četrtletju 2024, ki ga je povzročilo večje povpraševanje po ladijskem prevozu, kar je skladno s prelaganjem uvoza v zgodnejše obdobje.

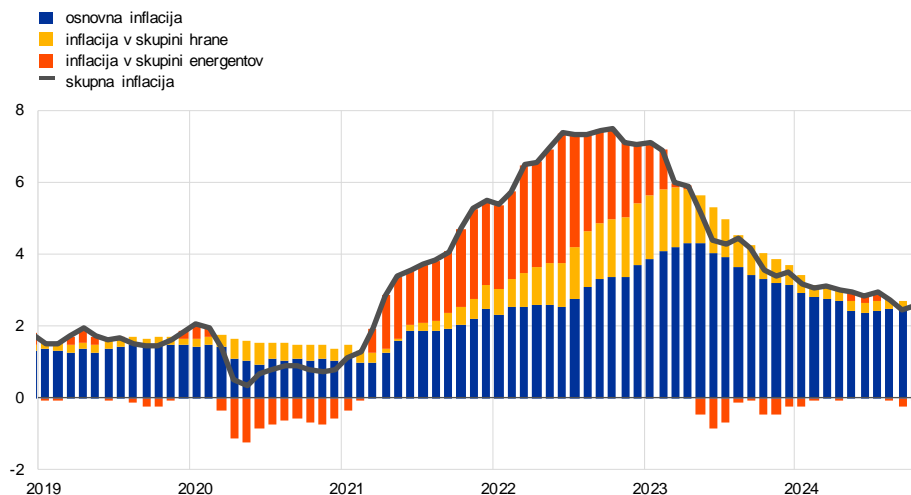
Svetovna trgovinska menjava bo letos predvidoma okrevala in v preostanku obdobja projekcij rasla bolj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo, čeprav obstajajo velika navzdol usmerjena tveganja krepitve trgovinskega protekcionizma in fragmentacije. Rast svetovne trgovinske menjave v letu 2024 je bila v primerjavi s septembrskimi projekcijami popravljena za 0,9 odstotne točke navzgor, kar je predvsem posledica boljših doseženih rezultatov v drugem in tretjem četrtletju. Po projekcijah se bo svetovna trgovinska menjava v letu 2025 povečala za 3,6%, nato pa naj bi se rast v letu 2026 umirila na 3,3%, v letu 2027 pa na 3,2%. Vseeno obeti ostajajo zelo negotovi. Kratkoročno bi se trgovinska menjava lahko okrepila zaradi nadaljnjega hitenja z uvozom zaradi pričakovanj o uvedbi trgovinskih omejitev. Srednjeročno pa bi trgovinska menjava lahko še dodatno oslabilila zaradi nadaljnjih geopolitičnih napetosti, velikega povečanja trgovinskega protekcionizma in fragmentacije.

Inflacija se v vseh državah OECD še naprej umirja, vendar osnovni cenovni pritiski ostajajo. Oktobra se je medletna skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), v državah OECD (brez Turčije) rahlo zvišala na 2,6%, potem ko je mesec prej znašala 2,5% (graf 2). To je bila posledica manj negativne inflacije v skupini energentov, ki je oktobra znašala -0,8%, v primerjavi z -2,5% v septembru, medtem ko sta inflacija v skupini hrane in osnovna inflacija ostali stabilni. Osnovna inflacija, ki je oktobra predstavljala 90% skupne inflacije v primerjavi z mediano prispevka 64% pred pandemijo COVID-19, je predvsem posledica povišane storitvene inflacije v razvitih gospodarstvih. Ker je storitvena inflacija po drugi strani tesno povezana z rastjo plač, ki se bo v letu 2025 predvidoma umirila, ko se bodo trgi dela ohlajali, se pričakuje, da se bo skupna inflacija v gospodarstvih OECD še nadalje normalizirala.

Graf 2

Inflacija po CPI v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Izračuni strokovnjakov OECD in ECB.

Opombe: Agregat OECD izključuje Turčijo in se izračuna z uporabo letnih uteži OECD za indeks cen življenjskih potrebščin (CPI). Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024.

Od oktobrske seje Sveta ECB je cena surove nafte brent upadla za 2,9%, evropske cene plina pa so se zvišale za 17,7%¹.

Cene nafte so bile v obravnavanem obdobju precej volatilne, kar je predvsem posledica geopolitičnih napetosti na Bližnjem vzhodu. Na strani povpraševanja je močna poraba goriv v ZDA prispevala k pritiskom na rast cen, saj so zaloge motornih goriv v tej državi padle na najnižjo raven po novembru 2022. Te pritiske je izravnal negativni vpliv šibkejšega povpraševanja po nafti na Kitajskem, ki se je septembra zmanjšalo že šesti mesec zapored. Evropske cene plina so se od oktobrske seje Sveta ECB zvišale za 17,7%, k čemur so prispevali tako dejavniki na strani ponudbe kot tudi na strani povpraševanja. Na strani ponudbe je povečanje v veliki meri posledica bližnjega izteka sporazuma o tranzitu plina med Ukrajino in Rusijo konec leta 2024. Poleg tega je ruska naftna družba Gazprom po arbitražni razsodbi v korist avstrijskega OMV zagrozila, da bo ustavila dobavo plina. Na strani povpraševanja se je zaradi manjše proizvodnje polj vetrnih elektrarn novembra v Evropi povečala odvisnost od električne energije iz plinskih elektrarn. Zaradi tega ter zaradi hladnega vremena se je raven napolnjenosti skladišč plina po vsej Evropi močno znižala, kar je še dodatno prispevalo k naraščanju cen plina. Po drugi strani so se cene kovin znižale (-4,5%), saj kitajski sveženj gospodarskih spodbud ni izpolnil pričakovanj. Cene hrane so se zvišale za 15,9%, kar je posledica dejavnikov na strani ponudbe.

V ZDA gospodarska aktivnost ostaja močna. V tretjem četrtletju 2024 je realni BDP še naprej enakomerno naraščal po medčetrletni stopnji 0,7%, k čemur sta prispevala močno domače zasebno povpraševanje in državna potrošnja. Nasprotno se je prispevek zasebnih naložb zmanjšal, negativno pa so k rasti prispevale tudi zasebne zaloge in neto trgovinska menjava. Trg dela v ZDA se je še naprej ohlajal, pri čemer je stopnja brezposelnosti novembra znašala 4,2%, kar je za 0,1 odstotne

¹ Presečni datum za podatke v tej izdaji Ekonomskega biltena je bil 11. december 2024.

točke več kot mesec prej in več kot v začetku leta 2024, ko je znašala 3,7%. Medletna rast plač, ki se je tekom leta upočasnjevala, se je oktobra zvišala na 4,0% in tako ostala nad razponom 3%–3,5%, ki je po mnenju ameriške centralne banke skladen z inflacijskim ciljem. Tudi skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je oktobra rahlo zvišala na 2,6%, potem ko je septembra znašala 2,4%, medtem ko je osnovna inflacija ostala na ravni 3,3%. Zvezni odbor za odprti trg (FOMC) je obrestno mero za zvezna sredstva na novembrski seji znižal za 25 bazičnih točk, kar je bilo splošno pričakovano.²

Na Kitajskem je gospodarska rast pridobila zagon, vendar se ne pričakuje, da bo novi javnofinančni sveženj bistveno prispeval k rasti. Mesečni kazalniki za oktober so bili boljši, kot je bilo pričakovano, z velikim izboljšanjem zlasti pri trgovini na drobno in rasti izvoza. Okrevanje trgovine na drobno, ki se je razpotegnilo v prve dni novembra, je bilo v veliki meri posledica nadaljevanja subvencij za prodajo »staro za novo«, ki so imele opazen pozitiven učinek v kategorijah, ki jih subvencionira kitajska vlada. Po drugi strani se ne pričakuje, da bo novi javnofinančni sveženj, napovedan 8. novembra, kljub svojemu velikemu obsegu bistveno spodbudil gospodarsko rast. Ta sveženj, katerega cilj je obvladovati tveganja za finančno stabilnost zaradi dolga lokalnih ravni države, pomeni predvsem selitev dolga v obveznice z nižjimi stroški servisiranja. Ker skupna raven dolga ostaja nespremenjena, sveženj ne ustvarja neposrednih fiskalnih impulzov. Morebitna dodatna poraba, do katere bi prišlo zaradi nižjih stroškov financiranja, bo verjetno majhna in bo v zelo omejeni meri podpirala rast. Kitajska inflacija, merjena z indeksom CPI, se je novembra dodatno upočasnila in se s septembrskega 0,3% medletno znižala na 0,2%. Inflacija, merjena z indeksom cen pri proizvajalcih (PPI), je novembra ostala negativna na ravni –2,5%, kar še povečuje zaskrbljenost glede deflacije.

Gospodarska aktivnost v Združenem kraljestvu se je še naprej upočasnjevala, skupna inflacija pa se je zvišala zaradi višjih cen energentov. V tretjem četrtletju 2024 se je BDP Združenega kraljestva le rahlo povečal, saj je medčetrletno zabeležil zgolj 0,1-odstotno rast. Novi vladni jesenski proračun predvideva povečanje javne porabe za 2% BDP, kar bo skupaj s nadaljnjim popuščanjem denarne politike predvidoma v letu 2025 postopno prispevalo k gospodarski rasti. Skupna inflacija se je oktobra močno okrepila na 2,3%, potem ko je septembra znašala 1,7%. Britanska centralna banka je na novembrski seji svojo obrestno mero znižala za 25 bazičnih točk na 4,75%.³

² Na seji 18. decembra – ki je potekala po obdobju pregleda od 17. oktobra do 11. decembra – je FOMC znižal ciljno raven obrestnih mer za zvezna sredstva za nadaljnjih 25 bazičnih točk.

³ Na seji 18. decembra – ki je potekala po obdobju pregleda od 17. oktobra do 11. decembra – je britanska centralna banka sklenila, da pusti ključno obrestno mero nespremenjeno.

2 Gospodarska aktivnost

Gospodarska rast, ki je bila v drugem četrtnetju 2024 0,2-odstotna, je v tretjem četrtnetju ob okrevanju potrošnje in kopičenju zalog ter hkratnem zmanjševanju neto trgovinske menjave znašala 0,4%. Zaposlenost se je v tretjem četrtnetju povečala za 0,2%, kar pomeni, da je produktivnost nekoliko okrevala. Kar zadeva posamezne sektorje, se je aktivnost v industriji, pri kateri niso upoštevani proizvodi intelektualne lastnine na Irskem, v tretjem četrtnetju še naprej zmanjševala zaradi šibkega povpraševanja, izgube konkurenčnosti in vse večje negotovosti. Nasprotno se je aktivnost v storitvenih dejavnostih še naprej povečevala, k čemur so prispevale predvsem netržne in poslovne storitve. Po anketnih kazalnikih naj bi se gospodarska aktivnost ob prelomu leta umirila. Indeksi vodij nabave (PMI) so bili tako za predelovalne kot tudi storitvene dejavnosti v četrtem četrtnetju nižji kot v tretjem četrtnetju, naročila in poslovna pričakovanja pa so se zmanjšala, kar pomeni, da bo gospodarska aktivnost šibka tudi na začetku leta 2025. Kar zadeva domače povpraševanje, se bo zasebna potrošnja, potem ko se je v tretjem četrtnetju močno okrepila, v četrtem četrtnetju ob še vedno majhnem zaupanju verjetno upočasnila. Poleg tega je iz kazalnikov za stanovanjske naložbe, podjetniške naložbe in izvoz razvidno, da bo aktivnost na teh področjih v kratkoročnem obdobju še naprej šibka. V prihodnjem obdobju naj bi predvideno okrevanje realnega dohodka, ki ga bodo podpirale višje plače in ugodna gibanja na trgu dela, omogočilo, da bodo gospodinjstva trošila več. Poleg tega naj bi se tuje povpraševanje okrepilo in podpiralo izvoz euroobmočja.

Take obete na splošno kažejo decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2024 znašala 0,7%, v letu 2025 1,1% in v letu 2026 1,4%, v letu 2027 pa naj bi se znižala na 1,3%.⁴

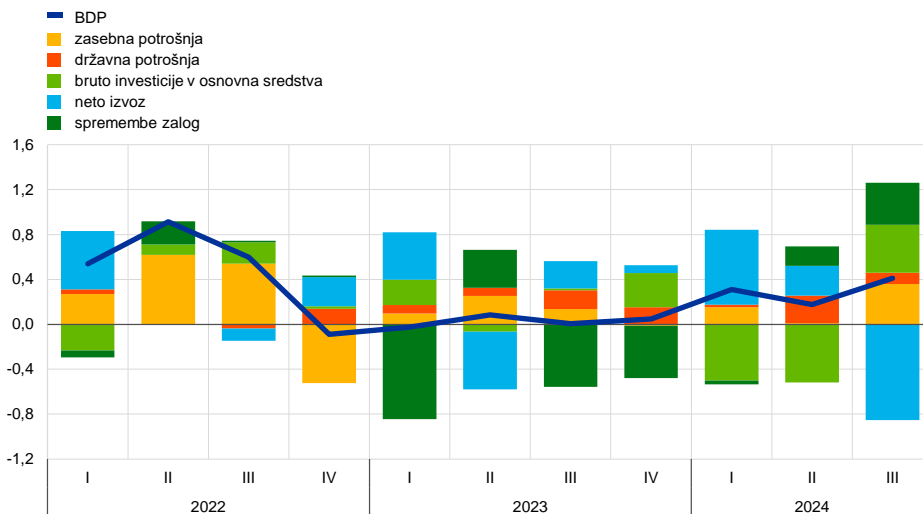
Po Eurostatovi najnovjši oceni se je realni BDP v tretjem četrtnetju 2024 medčetrtnetno povečal za 0,4%, potem ko se je v drugem četrtnetju povečal za 0,2% (graf 3). Domače povpraševanje in spremembe zalog so k rasti v tretjem četrtnetju prispevale pozitivno, medtem ko se je neto trgovinska menjava zmanjšala. Čeprav je bila rast skupnih naložb v tretjem četrtnetju pozitivna, je bila brez upoštevavanja izjemno velikega povečanja negradbenih naložb na Irskem po ocenah negativna.

⁴ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 12. decembra 2024 na spletnem mestu ECB.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024.

Anketni podatki kažejo, da je gospodarska aktivnost v zadnjem četrletju 2024 šibkejša.

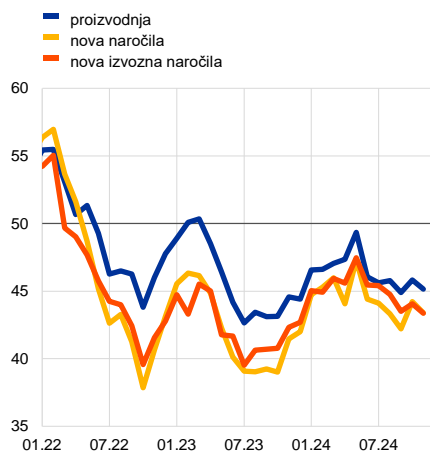
Indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je oktobra in novembra zaradi upada aktivnosti v storitvenih in predelovalnih dejavnostih v povprečju znižal na 49,2 (s 50,3 v tretjem četrletju). V predelovalnih dejavnostih se je v četrtem četrletju še naprej zniževal, pri čemer je zdaj v območju krčenja že 20 mesecev zapored (graf 4). Pod vrednostjo 50 ostaja tudi indeks PMI o novih naročilih, kar nakazuje, da so kratkoročni obeti za industrijo slabi. Indeks PMI o storitvenih dejavnostih se je novembra prvič po januarju 2024 znižal pod 50, čeprav je povprečna vrednost za oktober in november še vedno v območju zmerne rasti in znaša 50,5. Kazalniki Evropske komisije o zaupanju podjetij kažejo podobno sliko. Po znižanju v oktobru je kazalnik gospodarske klime v novembru ostal večinoma nespremenjen, iz česar je mogoče sklepati, da sedanji zaviralni dejavniki ovirajo okrevanje. Iz rezultatov ankete Komisije o dejavnikih, ki omejujejo proizvodnjo, za četrto četrletje je razvidno, da na predelovalne dejavnosti še vedno vplivata nezadostno povpraševanje in pomanjkanje delavcev glede na zgodovinsko povprečje, medtem ko se v storitvenih dejavnostih povpraševanje ne kaže kot omejitveni dejavnik.

Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

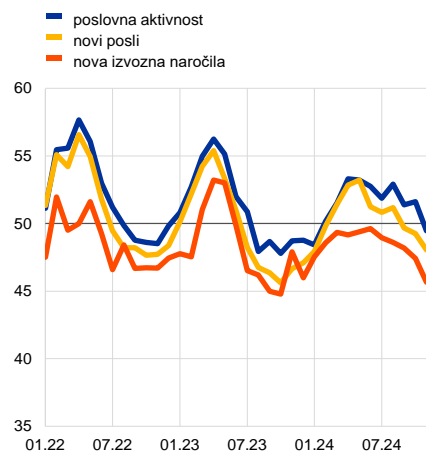
a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2024.

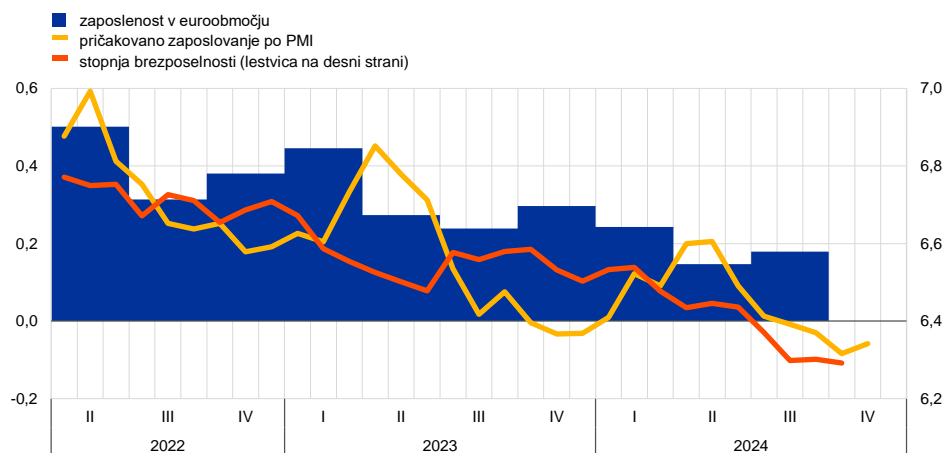
Zaposlenost se je v tretjem četrletju 2024 povečala za 0,2%. Stopnja zaposlenosti je bila tako približno enaka kot v prvi polovici leta (graf 5). Rast zaposlenosti je bila v tretjem četrletju bolj usklajena z rastjo BDP, zaradi česar se je produktivnost nekoliko povečala, in sicer za 0,2%.⁵ Skupno število opravljenih delovnih ur se v tretjem četrletju ni spremenilo, zato se je povprečno število opravljenih delovnih ur zmanjšalo za 0,1%. Stopnja brezposelnosti je oktobra enako kot septembra znašala 6,3%, s čimer se je ohranila na najnižji ravni od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih se je nekoliko zmanjšalo z visokih ravni, doseženih po pandemiji, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v tretjem četrletju znižala na 2,5%, kar je 0,1 odstotne točke manj kot v prejšnjem četrletju in bližje najvišji vrednosti pred pandemijo.

⁵ Pregled trga dela v euroobmočju v zadnjih dveh letih je predstavljen v članku z naslovom »Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medčetrletne spremembe v odstotkih, difuzijski indeks; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrletna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 pri zaposlenosti v euroobmočju, na november 2024 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na oktober 2024 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je

zaposlenost v zadnjem četrletju 2024 stabilna. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI

o zaposlovanju se je rahlo zvišal z 49,2 v oktobru na 49,4 v novembru, kar pomeni, da bo zaposlenost v četrtem četrletju verjetno večinoma nespremenjena. Kazalnik PMI za storitvene dejavnosti se je zvišal s 50,3 v oktobru na 51,0 v novembru, medtem ko sta kazalnika PMI za predelovalne dejavnosti in gradbeništvo ostala v območju krčenja.

Zasebna potrošnja se je v tretjem četrletju močno povečala, vendar naj bi se ob prelomu leta umirila. Po šibki povprečni rasti v prejšnjih četrletjih se je zasebna

potrošnja v euroobmočju v tretjem četrletju medčetrletno povečala za 0,7% (graf 6), na kar so, čeprav v omejenem obsegu, verjetno spodbudno vplivale olimpijske in paraolimpijske igre v Parizu leta 2024. Potrošnja blaga se je v tretjem četrletju okrepila in povečala večinoma skladno s potrošnjo storitev, kar se kaže tudi v 1-odstotnem medčetrletnem povečanju prodaje v trgovini na drobno v tretjem četrletju v primerjavi s skromnejšim povečanjem storitvene proizvodnje za 0,2%. Vendar pa je iz najnovjših podatkov razvidno, da se je potrošnja gospodinjstev v četrtem četrletju verjetno umirila, saj se je prodaja v trgovini na drobno oktobra zmanjšala. Tudi kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je novembra znižal na raven iz septembra. Kljub temu bolj v prihodnost usmerjeni kazalniki nakazujejo okrevanje v prihodnjih četrletjih, kot se kaže tudi v najnovjših makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema.⁶ Kazalniki Evropske komisije o pričakovanih glede povpraševanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov so se v novembru še naprej izboljševali, najnovjša anketa ECB o pričakovanih gospodinjstev pa je pokazala tudi, da so pričakovani nakupi počitnic še vedno veliki,

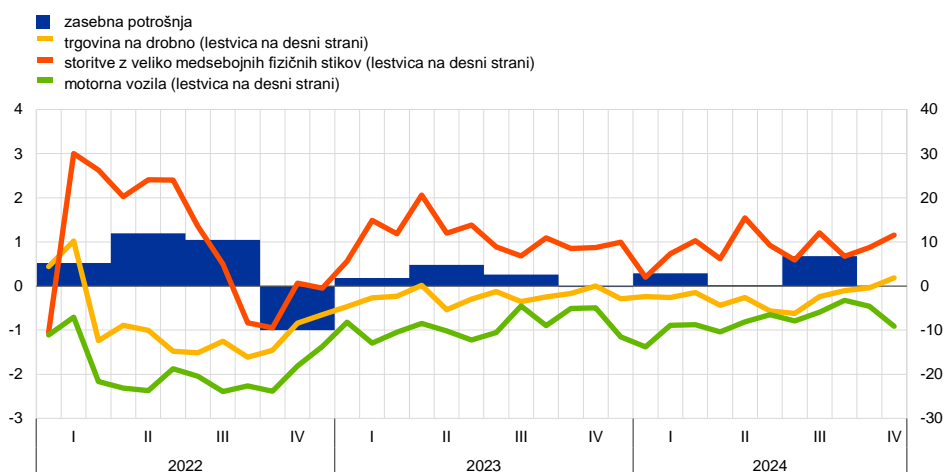
⁶ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 12. decembra 2024 na spletnem mestu ECB.

čepprav so se v zadnjem času nekoliko zmanjšali. Pričakovanja potrošnikov glede večjih nakupov v naslednjih 12 mesecih so se novembra še naprej izboljševala in se povečala nad raven pred pandemijo, kar pomeni, da se je povpraševanje potrošnikov po blagu povečalo. Večja kupna moč in nadaljnje povečevanje realnega dohodka od dela bosta po pričakovanjih podpirala potrošnjo v prihodnjih četrletjih. Hkrati je negotovost še vedno velika, gospodinjstva pa bodo morda še naprej zaskrbljena zaradi dolgoročnejših geopolitičnih vprašanj, kar bi lahko negativno vplivalo na njihove odločitve o potrošnji (glej [okvir 3](#)).

Graf 6

Zasebna potrošnja ter pričakovanja glede trgovine na drobno, storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov in motornih vozil

(medčetrletne spremembe v odstotkih; neto ravnotežja v odstotkih)



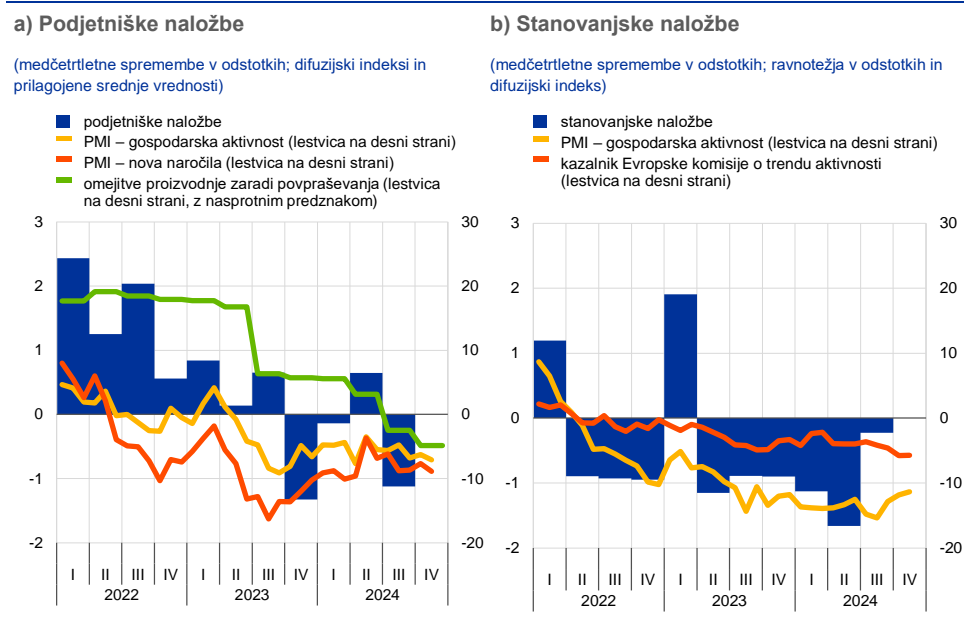
Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Pričakovanja glede poslovanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil), pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov in pričakovana prodaja motornih vozil za naslednje tri mesece se nanašajo na neto ravnotežja v odstotkih; »storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov« so nastanitvene, potovalne in prehranjevalne storitve. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 pri zasebni potrošnji ter na november 2024 pri pričakovanjih glede poslovanja v trgovini na drobno, v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov in na področju motornih vozil.

Podjetniške naložbe so se v tretjem četrletju 2024 izrazito zmanjšale in bodo v bližnji prihodnosti verjetno ostale na nizki ravni. Po skromni rasti v prvi polovici leta so se negradbene naložbe brez neopredmetenih naložb na Irskem v tretjem četrletju medčetrletno zmanjšale za 1,1%. Rast naložb naj bi se v četrtem četrletju še naprej zniževala, kot je razvidno iz indeksov PMI o gospodarski aktivnosti in naročilih ter anket Evropske komisije o zaupanju v sektorju proizvodov za investicije do novembra (graf 7, slika a). Iz najnovejše ankete Komisije o dejavnostih, ki omejujejo proizvodnjo v sektorju proizvodov za investicije, je razvidno, da je v četrtem četrletju povpraševanje po nadaljnjih naložbah v opremo šibko, potreba po takih naložbah pa majhna. Velika negotovost glede geopolitike, carin in ekonomskih politik nadalje zavira naložbe (glej [okvir 3](#)). V teh razmerah se je število stečajev še naprej povečevalo in je bilo v tretjem četrletju 2024 za okrog 23% večje kot leta 2019. V prihodnjem obdobju naj bi se naložbe ob zmanjševanju vpliva strogih pogojev financiranja, izboljšanju povpraševanja ter izvajanju načrtov zelenih in digitalnih naložb postopno povečale.

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



Viri: Eurostat, Evropska komisija, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke (razen anketnih podatkov o dejavnih omejevanja proizvodnje, ki so prav tako četrtletni). Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki se nanašajo na sektor proizvodov za investicije. Omejitve proizvodnje zaradi povpraševanja so izražene kot povprečje v obdobju od prvega četrtletja 1991 do zadnjega četrtletja 2019, nato pa jim je dodeljen nasprotni predznak. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2024 pri podjetniških naložbah in na november 2024 pri vseh drugih postavkah. Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeks PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2024 pri stanovanjskih naložbah ter na november 2024 pri PMI o gospodarski aktivnosti in kazalniku Evropske komisije o trendu aktivnosti.

Stanovanjske naložbe so se v tretjem četrtletju 2024 rahlo zmanjšale,

zmanjševale pa naj bi se tudi v kratkoročnem obdobju.

Stanovanjske naložbe v euroobmočju so se v tretjem četrtletju zmanjšale za 0,2%, obseg opravljenih del v gradnji stavb in opravljenih specializiranih gradbenih del pa je upadel za 0,6%. Anketni kazalniki gospodarske aktivnosti kažejo, da so se stanovanjske naložbe v tretjem četrtletju 2024 dodatno zmanjšale, saj sta kazalnik PMI o stanovanjski gradnji in kazalnik Evropske komisije o aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del v zadnjih treh mesecih ostala v območju krčenja do novembra (graf 7, slika b). Vendar pa naj bi se stanovanjske naložbe med letom 2025 stabilizirale. Iz ankete Komisije je razvidno, da so se v zadnjem četrtletju 2024 kratkoročne namere gospodinjstev glede nakupa ali gradnje stanovanj še povečale. Podobno je iz ankete ECB o pričakovanih gospodinjstev razvidno, da se je delež gospodinjstev, ki menijo, da so stanovanja dobra naložba, v letu 2024 na splošno precej povečal, čeprav se je v oktobru rahlo zmanjšal. Izboljševanje razpoložena podpirajo vse nižje hipotekarne obrestne mere in se odraža v postopnem okrevanju stanovanjskih posojil, kot je razvidno tudi iz oktobrske ankete o bančnih posojilih v euroobmočju.

Rast izvoza euroobmočja se je upočasnjevala tudi v tretjem četrtletju 2024.

Skupna rast izvoza se je v tretjem četrtletju medčetrletno zmanjšala za 1,5%.

Upočasnitev rasti potrjuje vztrajne izzive na področju konkurenčnosti, s katerimi se

tudi ob okrevanju svetovnega povpraševanja spopadajo izvozniki euroobmočja. Kar zadeva prihodnje obdobje, ankete kažejo, da bo izvozna uspešnost v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Najnovejši indeksi PMI o izvoznih naročilih so bili v novembru za predelovalne dejavnosti še vedno precej pod pragom ničelne rasti in nakazujejo vse šibkejšo dinamiko v storitvenih dejavnostih. Hkrati se je v tretjem četrtletju rast uvoza zaradi skromnega povečanja domače potrošnje zmerno povečala, in sicer za 0,2% glede na prejšnje četrtletje. Gledano v celoti je neto izvoz v tretjem četrtletju negativno prispeval k BDP v višini 0,9 odstotne točke.

Glede gibanj v prihodnosti se pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v srednjeročnem obdobju ob precejšnji negotovosti še naprej postopno okrevalo. Po ocenjenem povečanju BDP za 0,7% v letu 2024 naj bi se rast gospodarske aktivnosti v naslednjih treh letih okrepila. Tako naj bi na trajno okrevanje potrošnje po pričakovanih spodbudno vplivalo povečevanje realnih plač in zaposlenosti ob ugodnih razmerah na trgih dela, ki pa se poslabšujejo. Na domače povpraševanje naj bi spodbudno vplivala tudi ublažitev pogojev financiranja v skladu s tržnimi pričakovanji o prihodnjem gibanju obrestnih mer.

Gospodarsko okrevanje naj bi bilo po zdajšnjih pričakovanjih počasnejše, kot je bilo predvideno v septembrskih projekcijah. Čeprav se je rast v letošnjem tretjem četrtletju okrepila, naj bi se po anketnih kazalnikih v sedanjem četrtletju upočasnila. Po decembrskih projekcijah naj bi gospodarska rast v letu 2024 znašala 0,7%, v letu 2025 1,1%, v letu 2026 1,4% in v letu 2027 1,3%. Predvideno okrevanje temelji predvsem na zviševanju realnega dohodka, ki naj bi omogočil, da bodo gospodinjstva trošila več, in povečevanju naložb podjetij. Sčasoma naj bi postopno pojevanje učinkov restriktivne denarne politike spodbudno vplivalo na okrepitev domačega povpraševanja.

3 Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju se je zvišala z 2,0% v oktobru 2024 na 2,3%, v novembru, predvsem zaradi porasta inflacije v skupini energentov.⁷ Obenem se osnovna inflacija na splošno giblje v skladu z vzdržno vrnitvijo skupne inflacije na srednjeročno 2-odstotno ciljno raven. Kazalnik domače inflacije se je oktobra nekoliko znižal, vendar ostaja visok, kar odraža močno rast plač in dejstvo, da se cene nekaterih postavk s precejšnjim zamikom še vedno prilagajajo preteklemu skokovitemu porastu inflacije. Skupna stopnja rasti stroškov dela se umirja, medtem ko rast dobička na enoto proizvoda še naprej deloma absorbira vpliv še vedno povečanih pritiskov s strani stroškov dela in s tem podpira sedanjo dezinflacijo. V obravnavanem obdobju je večina kazalnikov dolgoročnejsih inflacijskih pričakovanj ostala večinoma stabilna na ravni okrog 2%, tržna merila pa so se znižala in približala tej ravni. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,4% v letu 2024, 2,1% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 2,1% v letu 2027, ko bo začel delovati razširjeni sistem EU za trgovanje z emisijami.⁸

Skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), se je še dodatno zvišala z 2,0% v oktobru 2024 na 2,3% v novembru (graf 8). To je bila predvsem posledica pričakovanega zvišanja inflacije v skupini energentov, ki je porasla z -4,6% v oktobru na -1,9% v novembru, zlasti zaradi navzgor delujočih baznih učinkov. Inflacija v skupini hrane je rahlo upadla z 2,9% oktobra na 2,8% novembra, kar odraža nižjo medletno stopnjo rasti cen nepredelane hrane, medtem ko se je medletna stopnja rasti cen predelane hrane malenkostno zvišala. Inflacija brez energentov in hrane je novembra znašala 2,7%, kar je enako kot oktobra in septembra. To je bila posledica tega, da se je majhno znižanje inflacije v skupini storitev (s 4,0% oktobra na 3,9% novembra) izravnalo z zvišanjem inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov (z 0,5% oktobra na 0,7% novembra). Medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov razen energentov je ostala blizu dolgoročnega povprečja pred pandemijo COVID-19 (0,6%), medtem ko bolj vztrajna inflacija v skupini storitev odraža še vedno povečane plačne pritiske pri nekaterih postavkah in zapozneno prevrednotenje pri drugih.

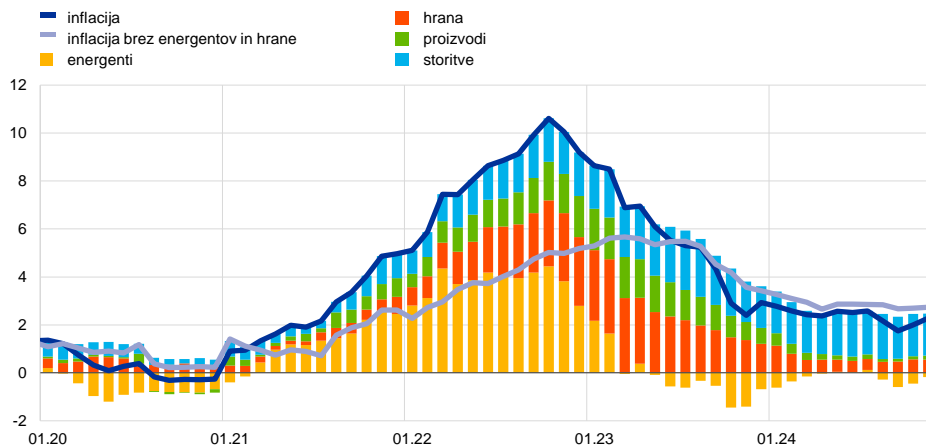
⁷ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 11. december 2024. V objavi podatkov o inflaciji za november z dne 18. decembra 2024 je bila Eurostatova prva ocena popravljen za 0,1 odstotne točke navzdol na 2,2%.

⁸ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 12. decembra 2024 na spletnem mestu ECB.

Graf 8

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevek v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »proizvodi« se nanaša na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na november 2024 (prva ocena).

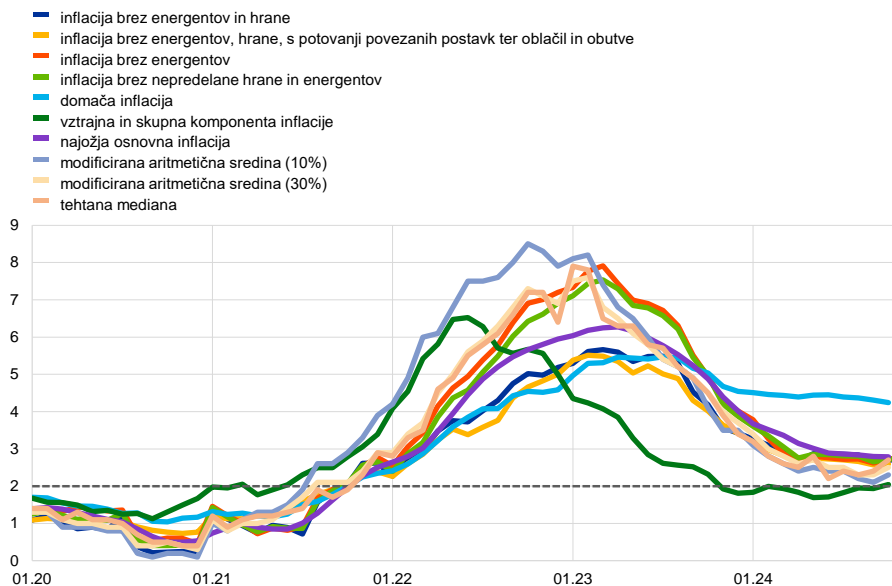
Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja, razpon njihovih vrednosti pa se je zožil (graf 9). Oktobra 2024 – zadnji mesec, za katerega so na voljo podatki – je vrednost večine kazalnikov znašala od 2,0% do 2,8%.⁹ Vztrajna in skupna komponenta inflacije, ki je običajno najboljši kazalnik za predvidevanje prihodnjega gibanja skupne inflacije, je bila na dnu razpona, medtem ko je kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, ostal nespremenjen na ravni 2,8%. Tudi inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve je ostala nespremenjena na ravni 2,6%, medtem ko sta se rahlo zvišali 10-odstotna in 30-odstotna modificirana aritmetična sredina, ki odstranita 5% oziroma 15% medletne stopnje rasti z vsakega skrajnega konca porazdelitve postavk v indeksu HICP. Čeprav je ostal na vztrajno visoki ravni, je kazalnik domače inflacije še dodatno rahlo upadel na 4,2%, potem ko je avgusta znašal 4,4% in septembra 4,3%. To odraža veliko utež storitvenih postavk, kot so na primer zavarovanje in najemnine, pri katerih se odzivi na splošne inflacijske pritiske in zaviralne učinke restriktivne denarne politike širijo počasneje.

⁹ Več informacij je v Lane, P.R., »[Underlying inflation: an update](#)«, govor na konferenci Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024, ki sta jo organizirala Federal Reserve Bank of Cleveland in ECB, Cleveland, 24. oktober 2024.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na november 2024 (prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov in inflaciji brez nepredelane hrane in energentov, ter na oktober 2024 pri vseh drugih kazalnikih.

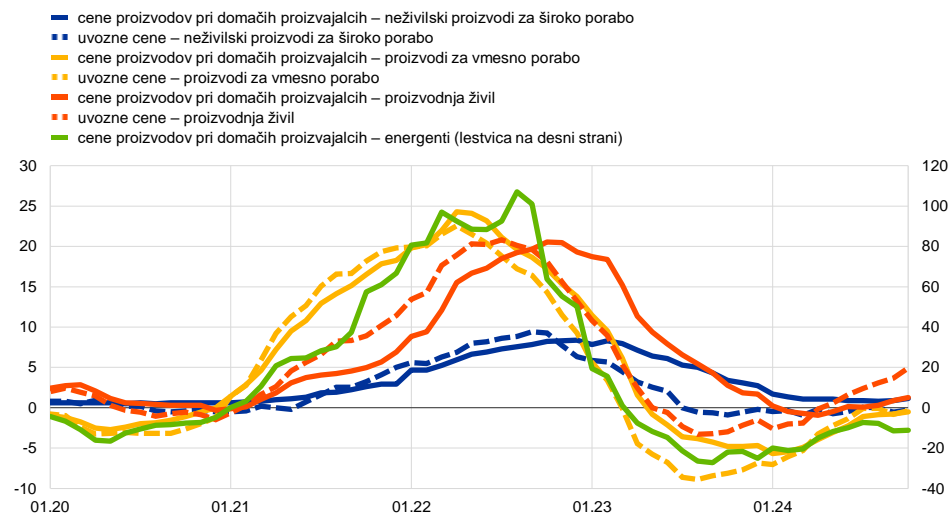
Pritiski iz proizvodne verige so se oktobra povečali, čeprav so ostali umirjeni v vseh industrijskih sektorjih (graf 10).

V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov, ki je sicer negativna od aprila 2023, zvišala z -11,5% septembra 2024 na -11,2% oktobra. Negativna je ostala tudi medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji, čeprav manj kot prejšnji mesec (zvišanje z -0,8% v septembru na -0,5% v oktobru). Podobno je medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo oktobra znašala -0,4%, potem ko je septembra znašala -0,8%. V poznejših fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo zvišala z 0,9% v septembru na 1,1%, v oktobru. Poleg tega sta se zvišali tako rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini proizvodnje živil, in sicer z 0,9% v septembru na 1,3% v oktobru, kot tudi rast uvoznih cen v skupini proizvodnje živil, ki se je oktobra povzpela na 4,9%, k čemur bi lahko prispevala nedavna dvomestna stopnja rasti mednarodnih cen prehranskih surovin. Gledano v celoti so se pritiski iz proizvodne verige povečali v vseh industrijskih sektorjih, čeprav s še vedno umirjenih ravni, kar kaže na konec popuščanja pritiskov iz proizvodne verige, ki so se akumulirali zaradi predhodnih stroškovnih šokov.

Graf 10

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so se v tretjem četrtletju 2024 nadalje zmanjšali, čeprav so ostali na visoki ravni (graf 11).

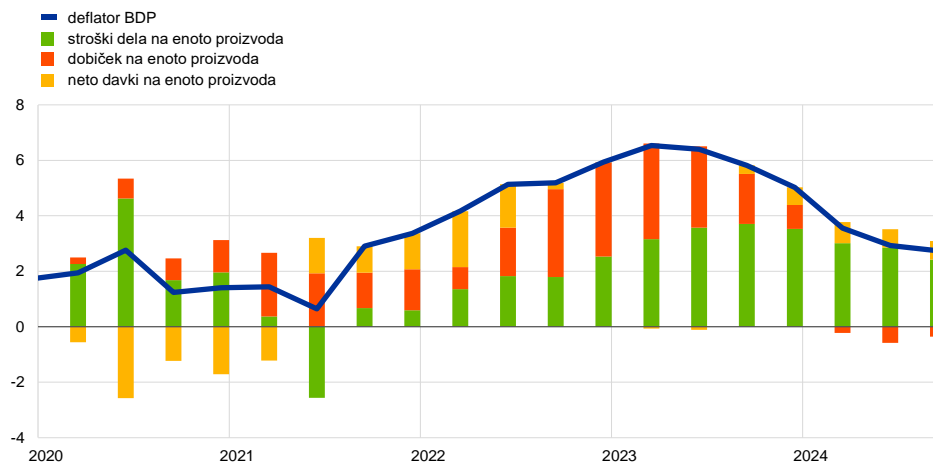
Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je znižala z 2,9% v drugem četrtletju 2024 na 2,7% v tretjem četrtletju. Znižanje je odražalo manjši prispevek stroškov dela na enoto proizvoda, medtem ko je prispevek neto davkov na enoto proizvoda ostal nespremenjen, prispevek dobička na enoto proizvoda pa se je rahlo povečal. Čeprav se je zvišala, je rast dobička na enoto proizvoda ostala v negativnem območju, kar kaže, da še naprej absorbira še vedno povečane pritiske s strani stroškov dela. Zmanjšan prispevek stroškov dela na enoto proizvoda je bil posledica znižanja rasti plač, merjene s sredstvi za zaposlene na zaposlenega, ki je upadla s 4,7% v drugem četrtletju 2024 na 4,4% v tretjem četrtletju. Podobno znižanje je bilo zabeleženo pri rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro. Nasprotno se je rast dogovorjenih plač zvišala s 3,5% v drugem četrtletju 2024 na 5,4% v tretjem četrtletju, vseeno pa podatki o najnovjših plačnih dogovorih na podlagi v prihodnost usmerjenega plačnega kazalnika ECB kažejo na šibkejšo rast v zadnjem četrtletju 2024.¹⁰ Gledano v celoti najnovjše gibanje plač kaže, da se zmanjšuje vloga kompenziranja visoke inflacije v preteklosti in s tem povezanega dohitevanja realnih plač. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema bo rast sredstev za zaposlene na zaposlenega za leto 2024 v povprečju znašala 4,6% in se bo še naprej umirjala in dosegla 2,8% v letu 2027. Vseeno bo predvidoma ostala višja od zgodovinskih ravni zaradi še vedno prisotnega pomanjkanja ustrezne delovne sile na trgu dela in preostalega kompenziranja inflacije.

¹⁰ Glej Górnicka, L. in Koester, G. (urednika), »A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area«, *Occasional Paper Series*, št. 338, ECB, Frankfurt na Majni, februar 2024.

Graf 11

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2024. Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno.

Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je na ravni okrog 2%, tržni kazalniki srednjeročnega do dolgoročnejšega nadomestila za inflacijo pa so se od seje Sveta ECB 17. oktobra 2024 opazno znižali.

Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrtletje 2024 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za december 2024 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%. Kratkoročnejša anketna pričakovanja za leto 2025 so prav tako znašala okrog 2%, vendar se niso veliko spreminjala, odvisno od tega, ali so bili vanje vključeni najnovejši podatki in gibanje cen energetskih surovin. Tržna merila nadomestila za inflacijo v kratkoročnem obdobju, merjena s pogodbami o zamenjavi na mesečno inflacijo («inflation fixings») (na podlagi inflacije brez tobaknih izdelkov), so se zvišala. To nakazuje pričakovanja tržnih udeležencev, da bo inflacija ob prelomu leta malce višja od 2%, nato pa bo v letu 2025 dosegla približno 2% in v letu 2026 upadla malce pod 2%. Terminalska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto je v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena na ravni okrog 1,7%. Kar zadeva srednjeročno in dolgoročneje obdobje, so se tržna merila nadomestila za inflacijo rahlo znižala na raven okrog 2%. Tako je terminalska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let v obravnavanem obdobju upadla za 5 bazičnih točk, predvsem zaradi nižjih premij za inflacijsko tveganje. Tudi modelske ocene dejanskih inflacijskih pričakovanj, ki ne vključujejo premij za inflacijsko tveganje, kažejo, da tržni udeleženci še naprej pričakujejo, da bo inflacija dolgoročneje znašala okrog 2%. Na strani potrošnikov so inflacijska pričakovanja ostala približno stabilna. Kot kaže anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov iz oktobra 2024, se je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednjih 12 mesecev rahlo zvišala na 2,5%, potem ko je septembra znašala 2,4%, medtem ko so pričakovanja čez tri leta ostala nespremenjena na ravni 2,1%. Zaznana inflacija v predhodnih 12 mesecih se je oktobra še nadalje znižala na 3,2% in je tako upadla za več kot 5 odstotnih točk z najvišje vrednosti v septembru 2023 (8,4%).

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

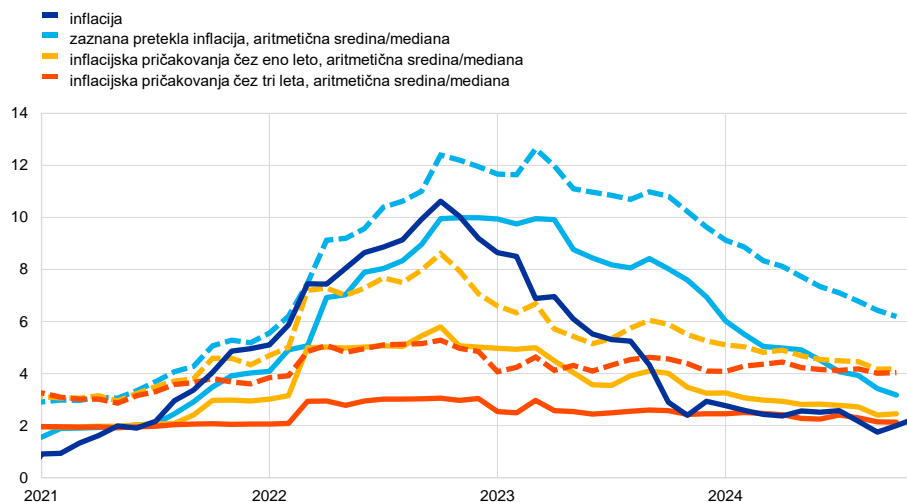
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: LSEG, Eurostat, anketa o pričakovanih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2024). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2024 pri terminskih obrestnih merah, na november 2024 pri inflaciji (prva ocena) in na oktober 2024 pri ostalih merilih.

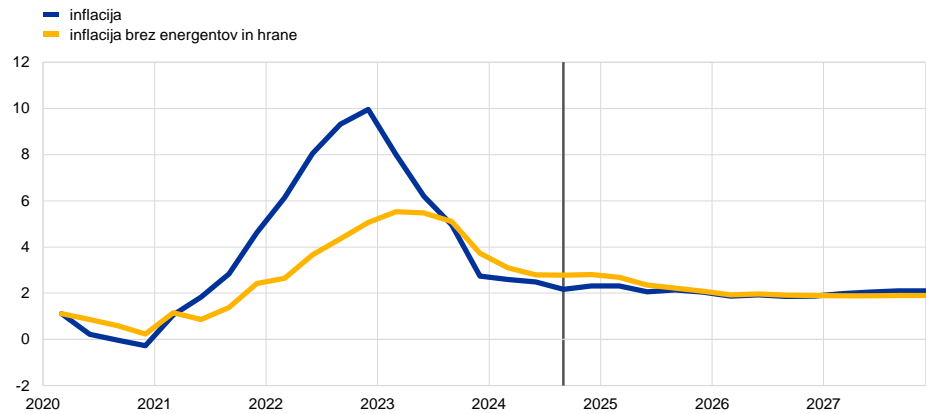
Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v letu 2024 v povprečju znašala 2,4%, nato se bo nadalje znižala na 2,1% v letu 2025 in 1,9% v letu 2026, v letu 2027 pa bo porasla na 2,1%, ko bo začel delovati razširjeni sistem EU za trgovanje z emisijami (graf 13). Skupna inflacija se bo v zadnjem četrtletju 2024 predvidoma rahlo zvišala, predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov, nato pa bo spet začela upadati. V prihodnjih letih se bo po pričakovanih postopoma še naprej umirjala, ko bodo ob pomanjkanju ustrezne delovne sile še naprej popuščali pritiski, povezani s kompenziranjem inflacije, in se bo zaradi tega znižala rast plač. Napovedano zvišanje skupne inflacije v letu 2027 je predvsem odraz večinoma začasnega vpliva na dvig cen, ki izhaja iz izvajanja svežnja EU »Pripravljeni na 55«,

zlasti novega sistema trgovanja z emisijami (ETS2), ki bo zajemal tudi ogrevanje stavb in goriva za prevoz. V primerjavi s septembrskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leti 2024 in 2025 popravljani rahlo navzdol (za 0,1 odstotne točke), predvsem zaradi presenetljivo slabših podatkov ter predpostavk o nižjih cenah nafte in električne energije. Obenem strokovnjaki Eurosistema še naprej pričakujejo hitro znižanje osnovne inflacije, in sicer z 2,9% v letu 2024 na 2,3% v letu 2025 in 1,9% v letih 2026 in 2027, k čemur bo prispevalo predvsem znižanje inflacije v skupini storitev. V primerjavi s septembrskimi projekcijami je bila inflacija brez energentov in hrane za leto 2026 popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2027 (projekcije). Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje so bile dokončane 27. novembra 2024, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 20. november 2024. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

4 Gibanja na finančnih trgih

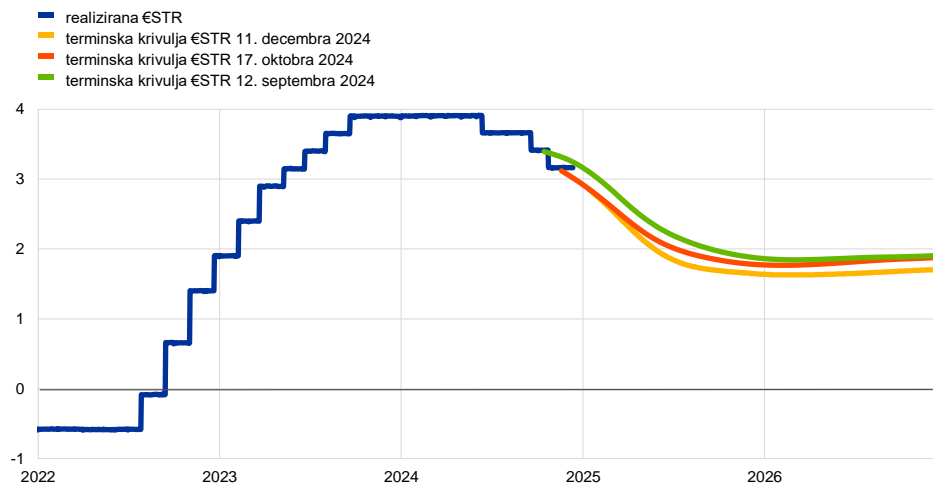
V obravnavanem obdobju, tj. od 12. septembra do 11. decembra 2024, so bili med pomembni dejavniki, ki so vplivali na gibanja na finančnih trgih, ocena trga glede posledic ameriških predsedniških volitev in trenutne geopolitične napetosti. Kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se premaknile navzdol, ker se pričakujejo globlji in hitrejši rezi ključnih obrestnih mer ECB, potem ko so bili na trgih objavljeni šibkejši makroekonomski podatki. Na trgih je bilo v celoti vračunano znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na decembrski seji Sveta ECB. Znižale so se tudi dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju, kar je bilo predvsem posledica znižanja komponente realne obrestne mere. Donosnost državnih obveznic se je znižala manj kot netvegane obrestne mere v obrestnih zamenjavah, pri čemer so bile med državami določene razlike, ki so posledica negotovih političnih in javnofinančnih obetov v nekaterih od njih. Tečaj delnic v euroobmočju so v obravnavanem obdobju nihali, ob koncu obdobja pa so bili nekoliko višji. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se v začetku obravnavanega obdobja zmanjšali, pozneje pa so se rahlo povečali. Na deviznih trgih je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem oslabel, tehtano z utežmi trgovinskih partneric pa nekoliko manj.

Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je po septembrski seji Sveta ECB premaknila navzdol, saj so udeleženci na trgu pričakovali hitrejšo in izrazitejšo kumulativno znižanje obrestnih mer denarne politike (graf 14). Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 3,3%, potem ko je Svet ECB na septembrski in oktobrski seji znižal obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita za 25 bazičnih točk. Med 12. septembrom in 11. decembrom se je presežna likvidnost zmanjšala za okoli 155 milijard EUR na 2.912 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica septembrskih odplačil sredstev, izposojenih v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), in zmanjšanja portfeljev vrednostnih papirjev za namene denarne politike, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v portfelju programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) in le delno reinvestira izplačila glavnice v portfelju izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP). Terminska krivulja obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je od septembrske seje Sveta ECB premaknila navzdol, kar kaže, da bodo obrestne mere ob slabših makroekonomskih podatkih v euroobmočju in izidu volitev v ZDA nižje. Trgi so 11. decembra v celoti vračunali znižanje obrestnih mer za 25 bazičnih točk na decembrski seji Sveta ECB. V prihodnje se bo terminska krivulja premaknila navzdol od 123 bazičnih točk vračunanega kumulativnega znižanja obrestnih mer v obdobju do junija 2025 (12. septembra) do 133 bazičnih točk vračunanega kumulativnega znižanja (11. decembra).

Graf 14

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Terminska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

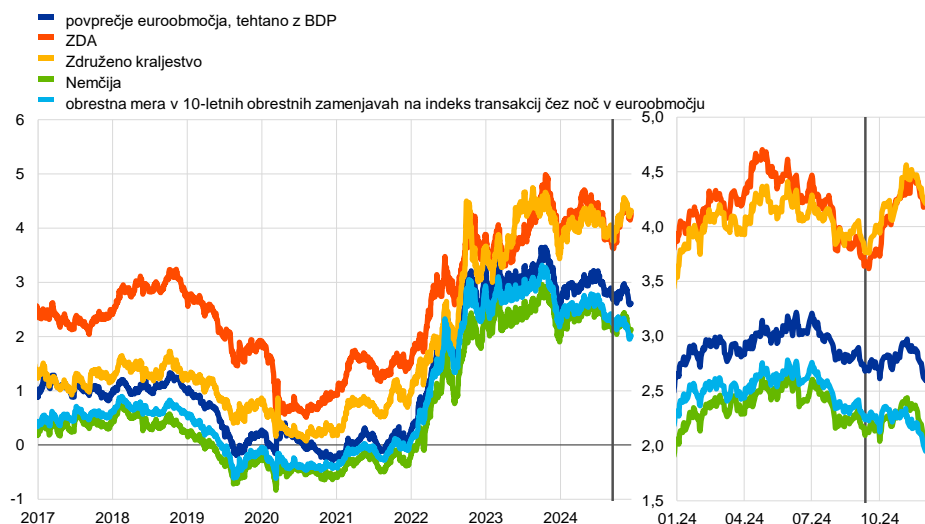
Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se od septembrske seje Sveta ECB prav tako znižale, v nasprotju s tistimi v ZDA (graf 15).

Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je v obravnavanem obdobju v euroobmočju znižala za 26 bazičnih točk in ob koncu obravnavanega obdobja znašala okoli 2,0%. Znižanje dolgoročnih netveganih obrestnih mer je odražalo zlasti padec komponente realne obrestne mere. Domača pričakovanja glede denarne politike in objave makroekonomskih podatkov so zaviralno vplivali na netvegane obrestne mere v euroobmočju, ameriški in svetovni vplivi pa so izravnali negativne učinke pri daljših ročnostih. Nasprotno so se ameriške dolgoročne netvegane obrestne mere v obravnavanem obdobju precej povečale zaradi višjih realnih obrestnih mer in višjega kompenziranja inflacije. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je povečala za okoli 60 bazičnih točk na 4,3%. Razlika med 10-letnimi netveganimi obrestnimi merami v euroobmočju in ZDA se je tako povečala za 85 bazičnih točk. Tudi donosnost britanskih 10-letnih državnih obveznic se je povečala za okoli 54 bazičnih točk in je ob koncu obravnavanega obdobja znašala okoli 4,3%.

Graf 15

Donosnost 10-letnih državnih obveznic in obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2024.

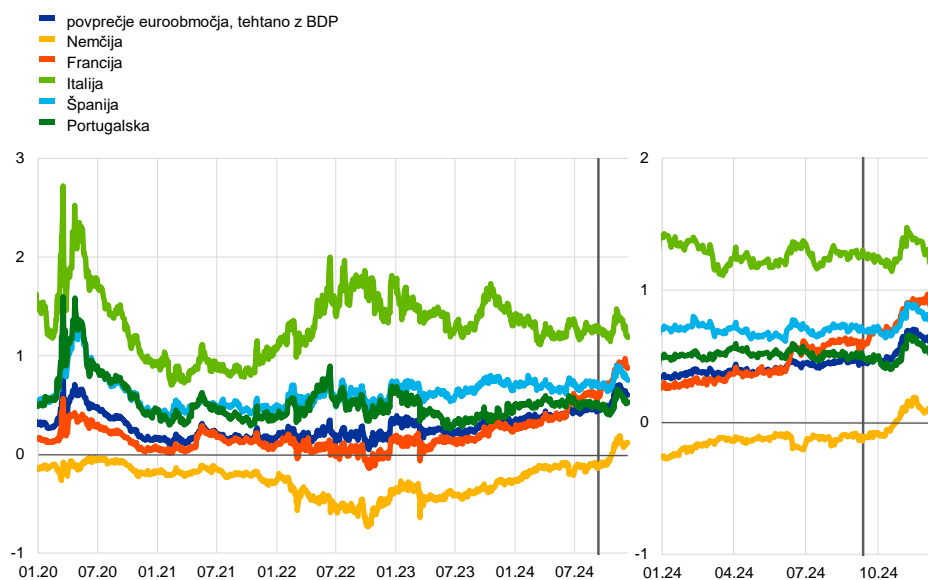
Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je znižala manj kot netvegane obrestne mere, zato so razmiki nekoliko večji (graf 16). Ob koncu

obravnavanega obdobja je bila donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, nižja za približno 10 bazičnih točk in je znašala približno 2,6%, tako da se je razmik nad obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč povečal za 15 bazičnih točk. Velik del povečanja razmika se je zgodil pred ameriški volitvami, s čimer se je nadaljeval trend od leta 2022. Po volitvah se je razmik povečal hitreje, saj se je višja donosnost ameriških državnih obveznic prenesla na trge državnih obveznic v euroobmočju. Tudi razmik nemških 10-letnih državnih obveznic se je v obravnavanem obdobju povečal za 23 bazičnih točk, s čimer se je nadaljeval trend, ki je med drugim odražal manjša imetja obveznic Eurosistema. V obravnavanem obdobju je nemški razmik prvič po letu 2016 postal pozitiven, medtem ko napoved predčasnih volitev v Nemčiji ni imela pomembnega učinka. Večje spremembe so bile zabeležene pri 10-letni donosnosti francoskih državnih obveznic, ki se je zaradi negotovosti glede francoskih javnofinančnih obetov povečala za približno 5 bazičnih točk, razmik nad obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč pa se je povečal za 30 bazičnih točk. Vendar so bili učinki na Grčijo, Španijo, Italijo in Portugalsko omejeni, saj so bili javnofinančni obeti za nekatere od teh držav bolj pozitivni. Na splošno se je razmik med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v Italiji zmanjšal za 9 bazičnih točk, na Portugalskem in v Španiji pa se je povečal za 4 oziroma 6 bazičnih točk.

Graf 16

Razmiki v donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2024.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se v začetku obravnavanega obdobja zmanjšali, nato pa rahlo povečali, deloma tudi zaradi gibanj na delniških trgih.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic naložbenega razreda so se do sredine oktobra zmanjšali za okoli 10 bazičnih točk, nato pa so se nekoliko povečali. Zmanjšanje je bilo izrazitejše pri podjetniških obveznicah finančnih družb kot nefinančnih, saj so se razmiki podjetniških obveznic nefinančnih družb na splošno rahlo povečali. V segmentu visoko donosnih obveznic so razmiki zlasti od sredine oktobra občutneje nihali, vendar so se na splošno zmeroma zmanjšali.

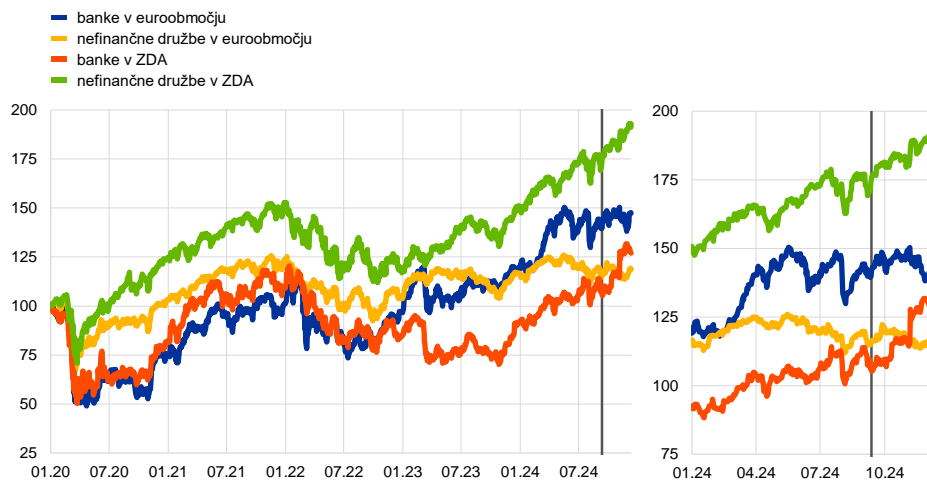
Tečaji delnic v euroobmočju so v obravnavanem obdobju nihali in so bili na koncu obdobja nekoliko višji kot v času septembrske seje Sveta ECB (graf 17).

Tečaje delnic v euroobmočju je podpiralo občutno povečanje naklonjenosti tveganju v začetku obravnavanega obdobja, ki je več kot odtehtalo popravke pričakovanih dobičkov navzdol. Od sredine oktobra je poslabšanje obetov za gospodarstvo euroobmočja, ki se je na primer odražalo v vrednostih indeksa vodij nabave (PMI) za november, povzročilo nadaljnje zmanjšanje pričakovanih dobičkov. Širši borzni indeksi v euroobmočju so se zmanjšali na ravni z začetka obravnavanega obdobja, nato pa so se konec novembra ponovno okrepili, k čemur je prispevalo tudi izboljšanje naklonjenosti tveganju. Na splošno so se tako tečaji delnic nefinančnih družb povečali za 2,5%, tečaji delnic bank pa za 3,7%. V ZDA so se tečaji delnic nefinančnih družb okrepili za 9,8%, tečaji delnic bank pa za 20,6%.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

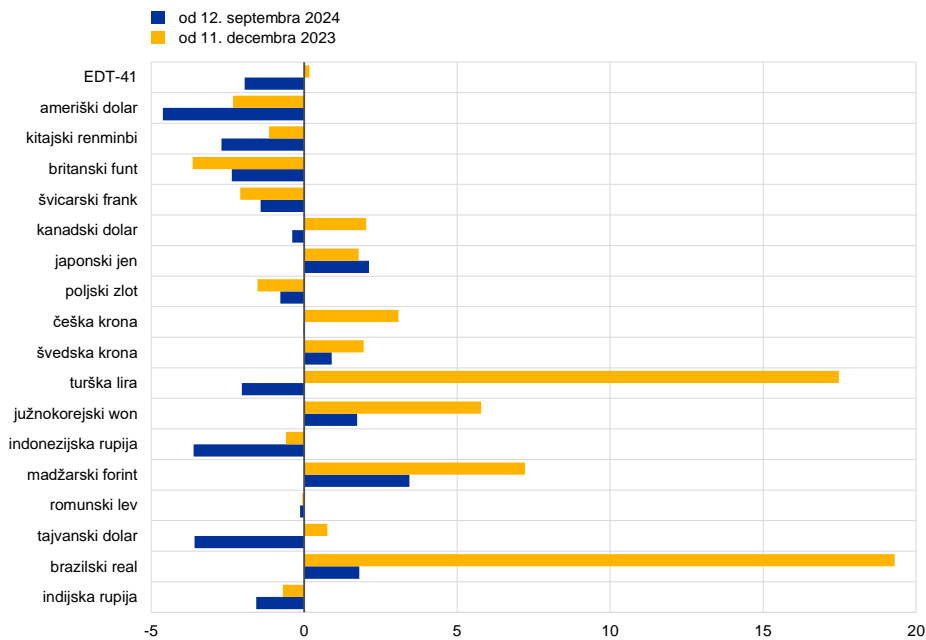
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. september 2024). Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2024.

Na deviznih trgih je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem oslabil za 4,6%, trgovinsko tehtani tečaj pa za 2,0% (graf 18). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 2,0%. Euro je oslabil tudi v primerjavi z ameriškim dolarjem (za 4,6%), na kar je v veliki meri vplivalo povečanje pričakovanih udeležencev na trgu glede gibanja obrestne mere denarne politike ameriške centralne banke po predsedniških volitvah ter pričakovanih sprememb ameriške trgovinske, regulativne in fiskalne politike v začetku novembra. Euro je oslabil za 2,4% v primerjavi z britanskim funtom in za 1,4% v primerjavi s švicarskim frankom ter v primerjavi z nekaterimi valutami nastajajočih trgov, kar je bilo posledica sprememb v stališčih udeležencev na trgu glede obetov za posamezna gospodarstva. Euro se je okrepil v primerjavi z japonskim jenom (za 2,1%), ker je ta ponovno na splošno slabil zaradi vztrajno nizkih obrestnih mer na Japonskem in v drugih razvitih gospodarstvih.

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 11. decembra 2024.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Zaradi nedavnih in pričakovanih rezov obrestnih mer denarne politike ECB se podjetjem in gospodinjstvom postopoma znižuje cena posojil. Oktobra 2024 so se stroški financiranja za banke in obrestne mere bank za posojila še naprej zniževali z najvišjih ravni, čeprav so bili pogoji financiranja še vedno zaostreni. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem in nova hipotekarna posojila so se oktobra znižale na 4,7% oziroma 3,6%. Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom je ostala skromna zaradi šibke gospodarske rasti in še vedno strogih kreditnih standardov. Od 12. septembra do 11. decembra 2024 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja znižali v skladu z znižanjem dolgoročne netvegane obrestne mere in premije za tveganje lastniškega kapitala. V zadnji anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) so podjetja poročala, da je razpoložljivost bančnih posojil v tretjem četrtletju 2024 ostala na splošno nespremenjena, v četrtem četrtletju pa jih je le malo pričakovalo izboljšanje razpoložljivosti. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) je še naprej okrevala z nizkih ravni, neto prilivi iz tujine pa so bili še naprej glavni dejavnik rasti.

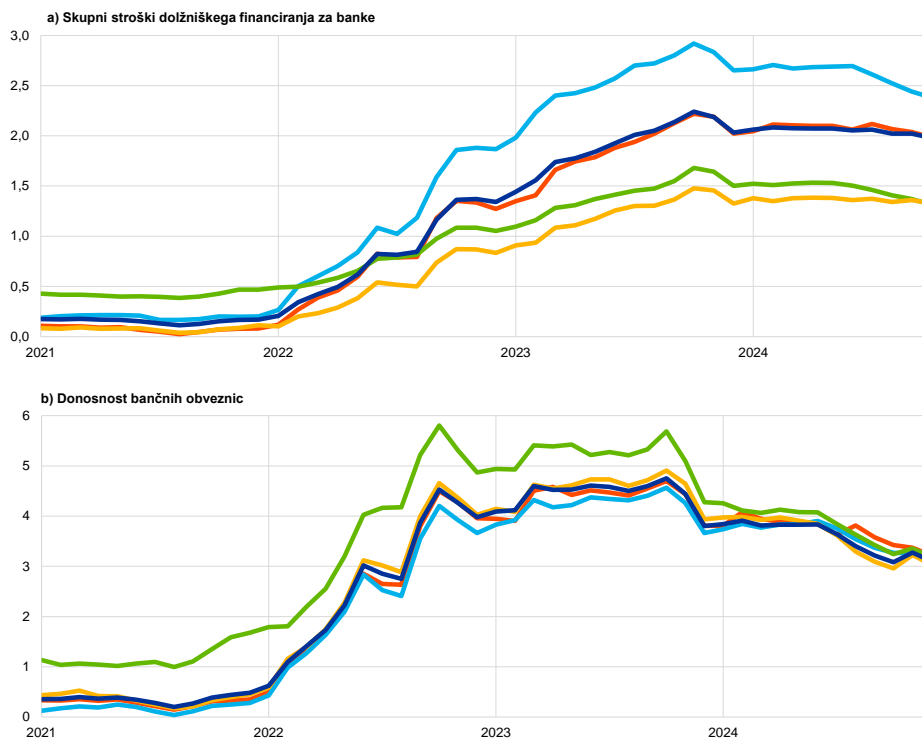
Stroški financiranja za banke v euroobmočju so se znižali z najvišjih ravni, kar je posledica zadnjih rezov obrestnih mer denarne politike ECB in pričakovanega gibanja obrestnih mer. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so se oktobra 2024 rahlo znižali in znašajo 2,0% (glej graf 19, slika a). Znižanje stroškov financiranja za banke je bilo zlasti posledica znižanja donosnosti bančnih obveznic (graf 19, slika b) v okolju znižanja dolgoročnejših netveganih obrestnih mer. Vendar so preostali stroški financiranja za banke visoki zaradi sedanjega preusmerjanja v sestavi financiranja proti dražjim virom. Povprečne obrestne mere za vloge so se v tretjem četrtletju 2024 le rahlo znižale, pri čemer je oktobra skupna obrestna mera za vloge znašala 1,3%. Obrestne mere za vezane vloge so se znižale bolj kot za vloge čez noč in za vloge na odpoklic z odpovednim rokom, ki so se v navedenem obdobju le rahlo znižale.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

(v odstotkih na leto)

— euroobmočje
— Nemčija
— Francija
— Italija
— Španija



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so tehtani stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) in na 11. december 2024 pri donosnosti bančnih obveznic (slika b).

Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se še znižale, vendar pogoji financiranja ostajajo restriktivni.

Obrestne mere za posojila podjetjem in gospodinjstvom so se v zadnjih mesecih zniževale, kar podpira postopno okrevanje posojanja (graf 20). Obrestne mere za nova posojila nefinančnim družbam so se oktobra 2024 znižale za 22 bazičnih točk in znašajo 4,68%, kar je približno 60 bazičnih točk manj od najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 20, slika a), ob nekaterih razlikah med državami v euroobmočju in ročnostmi. Razmiki med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem so se oktobra ponovno zmanjšali, in sicer na 0,34%, kar je blizu najnižje vrednosti, zabeležene poleti 2024. Med ročnostmi je bilo največje zmanjšanje zaznati pri posojilih s srednjimi obdobji fiksne obrestne mere (med enim in petimi leti). Obrestne mere za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom so se znižale s 3,64% v septembru na 3,55% v oktobru in so zdaj okoli 50 bazičnih točk nižje od najvišje vrednosti, dosežene novembra 2023 (graf 20, slika b), in se razlikujejo po državah. Znižanje je bilo zabeleženo pri vseh obdobjih fiksne obrestne mere in v skladu s tržnimi obrestnimi merami, hipoteke s spremenljivo obrestno mero pa so še vedno dražje od tistih, ki so bile odobrene s fiksno obrestno mero.

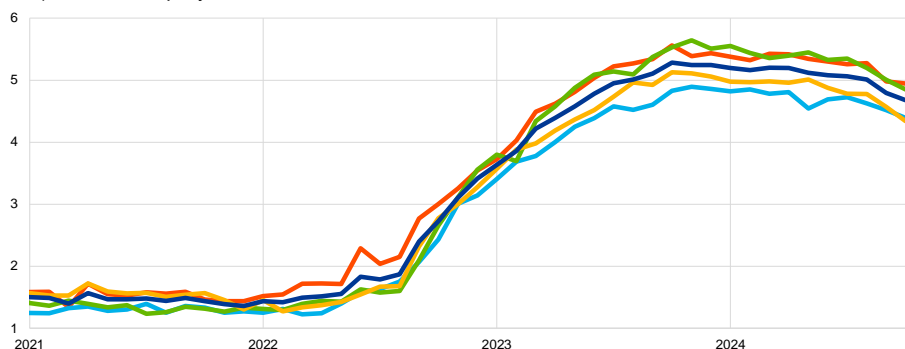
Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

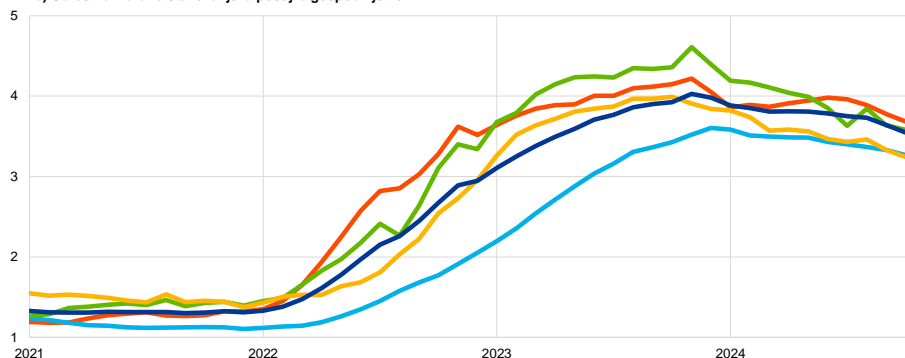
(v odstotkih na leto)



a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024.

Od 12. septembra do 11. decembra 2024 so se znižali stroški tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja za podjetja.

Na podlagi mesečnih podatkov, ki so na voljo do oktobra, so bili skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, oktobra nespremenjeni v primerjavi z mesecem prej in so znašali 5,8%, kar je še vedno manj od večletne najvišje vrednosti, dosežene oktobra 2023 (graf 21).¹¹ Medtem ko so preostali stroški lastniškega financiranja v navedenem mesecu praktično nespremenjeni, je bilo rahlo zvišanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja v celoti izravnano z znižanjem stroškov zadolževanja pri bankah. Dnevni podatki za obdobje od 12. septembra do 11. decembra 2024 kažejo, da so se stroški tržnega dolžniškega in lastniškega financiranja znižali. Znižanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja je bilo posledica precejšnjega premika navzdol pri krivulji obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč pri vseh ročnostih do petnajst let, ne glede na rahlo povečanje razmikov za

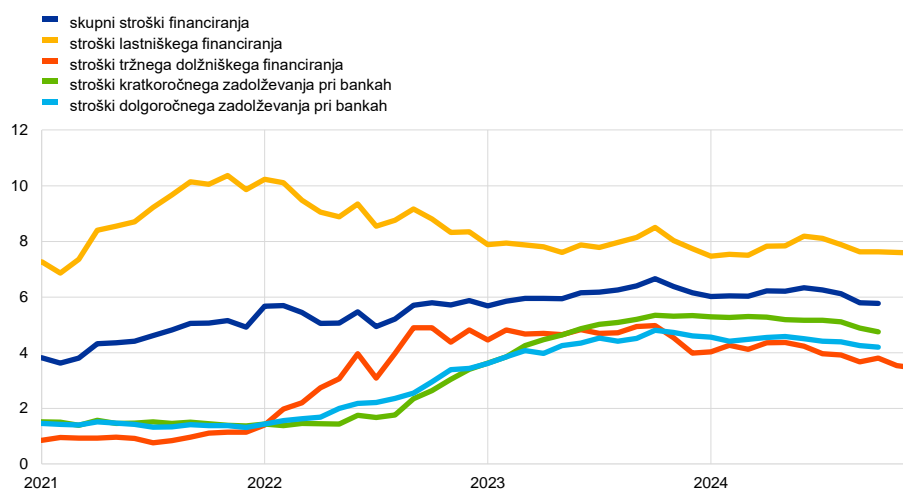
¹¹ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do oktobra 2024.

obveznice, ki so jih izdale nefinančne družbe v segmentu naložbenega razreda. Znižanje stroškov lastniškega financiranja je bilo posledica nižjih premij za tveganje lastniškega kapitala in znižanja dolgoročne netvegane obrestne mere, katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč.

Graf 21

Nominalni stroški zunanega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 11. december 2024 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na oktober 2024 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Rast obsega bančnih posojil podjetjem in gospodinjstvom je ostala skromna zaradi šibke gospodarske rasti in še vedno strogih kreditnih standardov.

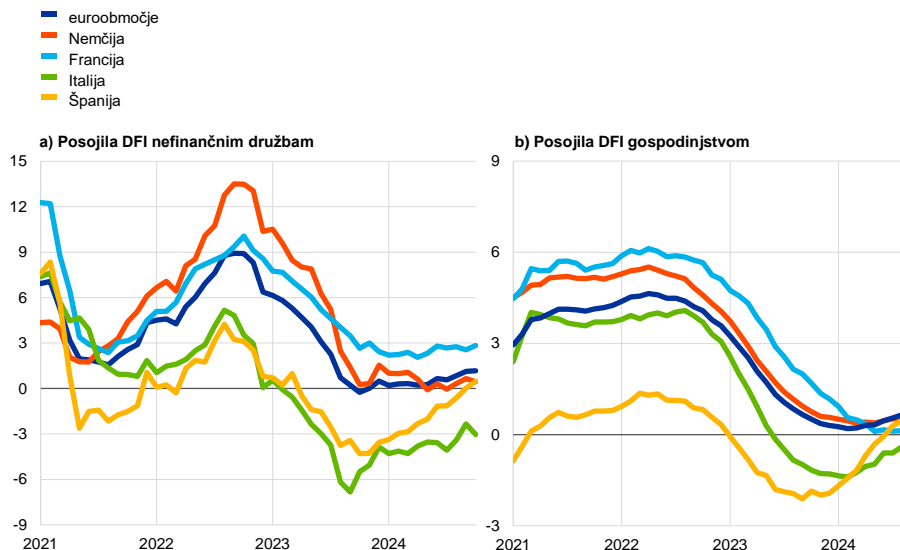
Obseg bančnih posojil podjetjem se je začel postopoma povečevati z nizkih ravni in se je oktobra 2024 povečal na 1,2%, potem ko je septembra znašal 1,1% (graf 22, slika a). Zadolževanje podjetij je oktobra ostalo pri 1,6%, saj pozitivno neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev podjetij ni v celoti odtehtalo šibkega zadolževanja pri bankah. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je ob izboljšanju kratkoročne dinamike oktobra povečala na 0,8% v primerjavi z 0,7% v septembru (graf 22, slika b). Obseg hipotekarnih posojil se je po predhodnem zmanjšanju ustalil in kaže prve znake okrevanja. Oktobra se je povečala tudi rast potrošniških posojil, medtem ko se obseg drugih posojil še vedno zmanjšuje, čeprav vedno počasneje.

[Anketa ECB o pričakovanih gospodinjstvih](#) oktobra 2024 kaže, da je rast obsega potrošniških posojil skoncentrirana med gospodinjstvi z nižjimi dohodki. Poleg tega delež gospodinjstev, ki so menila, da je bil dostop do posojil težji, še vedno presega delež gospodinjstev, ki so menila, da je bil dostop do posojil lažji (septembra jih je bilo 14% več).

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024.

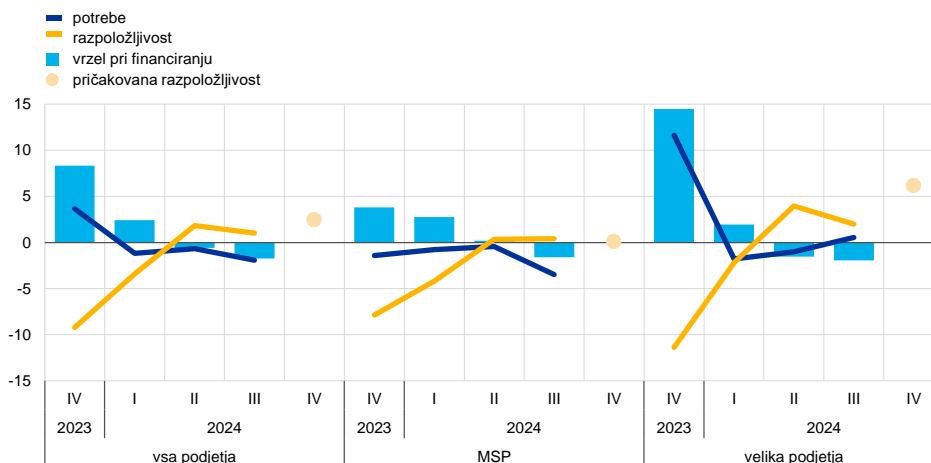
V anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) so podjetja poročala, da je razpoložljivost bančnih posojil v tretjem četrtnetju 2024 ostala na splošno nespremenjena, v četrtem četrtnetju pa jih je le malo pričakovalo spremembe na bolje (graf 23). Neto odstotek podjetij, ki so poročala o boljši razpoložljivosti bančnih posojil, se je znižal z 2% v drugem četrtnetju na 1% v tretjem četrtnetju 2024. Rahlo zmanjšanje neto odstotka v primerjavi s četrtnetjem prej je mogoče pripisati velikim podjetjem, medtem ko mala in srednje velika podjetja (MSP) v povprečju niso poročala o spremembah. Neto 2% podjetij pričakuje, da se bo dostop do bančnih posojil v četrtem četrtnetju 2024 izboljšal. Medtem ko MSP na splošno ne pričakujejo spremembe razpoložljivosti posojil, velika podjetja pričakujejo izboljšanje zunanjega/dolžniškega financiranja.

Podjetja so tudi nakazala, da se je potreba po bančnih posojilih nekoliko zmanjšala. V tretjem četrtnetju 2024 je neto 2% podjetij, zlasti MSP, poročalo o manjših potrebah po bančnih posojilih, majhen neto delež velikih podjetij pa je navedel, da so se potrebe povečale. Zaradi tega je bila vrzel pri financiranju z bančnimi posojili – ocenjena razlika med spremembo potreb in razpoložljivosti – negativna za neto 2% podjetij, pri čemer je bila pri MSP in velikih podjetjih podobna. Medtem ko so velika podjetja nakazala zelo skromno negativno vrzel pri financiranju že v drugem četrtnetju 2024, se je ta pri MSP pokazala šele v tretjem četrtnetju.

Graf 23

Spremembe potreb podjetij v euroobmočju po bančnih posojilih, trenutna in pričakovana razpoložljivost ter vrzel pri financiranju

(v neto odstotkih anketirancev)



Viri: Anketa o dostopu podjetij do financiranja in izračuni ECB.

Opombe: MSP so mala in srednje velika podjetja. Neto odstotki so razlika med odstotkom podjetij, ki so poročala o povečanju razpoložljivosti bančnih posojil (potrebe in pričakovana razpoložljivost), in odstotkom podjetij, ki so poročala o zmanjšanju razpoložljivosti v zadnjih treh mesecih. Kazalnik vrzeli pri financiranju kombinira potrebe po financiranju in razpoložljivost bančnih posojil na ravni podjetij. Kazalnik zaznanih sprememb v vrzeli pri financiranju ima vrednost 1, če se poveča potreba in zmanjša razpoložljivost, oziroma -1, če se zmanjša potreba in poveča razpoložljivost. Če podjetja zaznajo povečanje samo na eni strani vrzeli pri financiranju, dobi spremenljivka vrednost 0,5 oziroma -0,5, če zaznajo zmanjšanje. Pozitivna vrednost kazalnika kaže povečanje vrzeli pri financiranju. Vrednosti se pomnožijo s 100, da dobimo tehtano neto ravnotežje v odstotkih. Podatki se nanašajo na devetindvajseti (pilotni krog ankete od oktobra do decembra 2023) do dvaintrideseti krog ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) (od junija do septembra 2024).

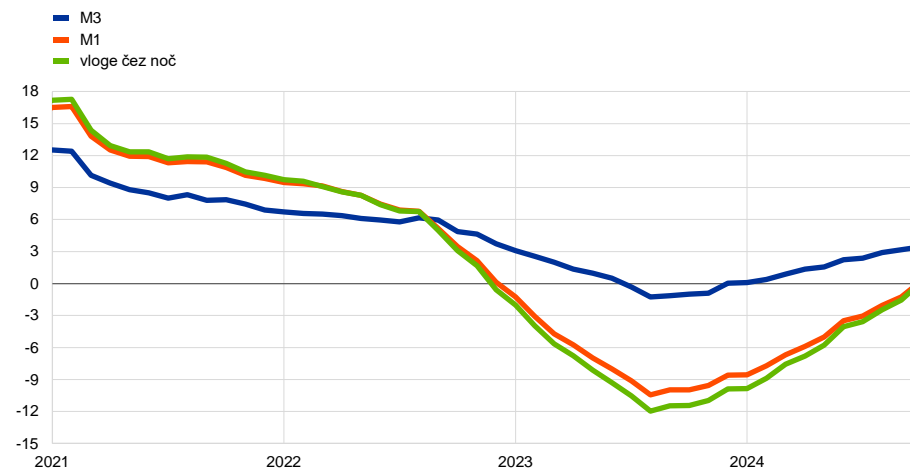
Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) v euroobmočju je še naprej okrevala, neto prilivi iz tujine pa so bili še naprej glavni dejavnik ustvarjanja denarja.

Medletna rast agregata M3 se je zvišala s 3,2% v septembru na 3,4% v oktobru 2024 (graf 24). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, je prvič po decembru 2022 postala pozitivna in se je oktobra zvišala na 0,2% v primerjavi z -1,3% v septembru. Medletna stopnja rasti vlog čez noč, ki so komponenta agregata M1, se je zvišala z -1,6% v septembru na 0,1% v oktobru. Prilivi iz tujine so bili še naprej glavni vir ustvarjanja denarja, kar je bilo predvsem posledica velikega presežka na tekočem računu euroobmočja. Medtem ko je bil prispevek neto nakupov javnega dolga s strani bank k rasti denarja prav tako pomemben, je prispevek posojil gospodinjstvom in podjetjem ostal majhen. Nadaljnje krčenje bilance stanja Eurosistema in izdajanje dolgoročnih bančnih obveznic (ki niso vključene v agregat M3) ob postopnem iztekanju financiranja prek ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) do konca leta 2024 pa sta negativno prispevala k ustvarjanju denarja.

Graf 24

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletne spremembe v odstotkih, desezonirane in prilagojene za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2024.

6 Javnofinančna gibanja

Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju zmanjšal s 3,6% BDP v letu 2023 na 3,2% v letu 2024 ter nato zelo postopno na 2,9% v letu 2027. Večinoma kot posledica teh gibanj naj bi se naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2024 precej zaostрила, v letih 2025 in 2026 naj bi se zelo malenkostno dodatno zaostрила, nato pa v letu 2027 močneje. Vendar pa predpostavke in projekcije v zvezi z javnofinančno politiko spremlja neobičajna stopnja negotovosti.¹² Predvideno zaostrovanje naravnosti javnofinančne politike v letu 2024 je predvsem posledica tega, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo, in obsežnih nediskrecijskih dejavnikov, zlasti močnih gibanj prihodkov. K razmeroma močnemu predvidenemu zaostrovanju naravnosti javnofinančne politike v letu 2027 naj bi prispevala predvsem manjša predpostavljena javna poraba, povezana z iztekom financiranja z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih počasi povečeval z že visoke ravni in se stabiliziral šele ob koncu obdobja projekcij, in sicer na ravni blizu 89%. Kar zadeva javnofinančno politiko, je Evropska komisija 26. novembra z objavo jesenskega svežnja začela prvi cikel usklajevanja politik v sklopu novega okvira ekonomskega upravljanja. Vlade bi se morale zdaj osredotočiti na celovito in takojšnje izpolnjevanje svojih zavez iz tega okvira. Tako bi lažje trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga, hkrati pa dale prednost reformam in naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast.

Strokovnjaki Eurosistema v decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij postopno izboljšal (graf 25).¹³ Medtem ko je

bil proračunski primanjkljaj v euroobmočju v letih 2022 in 2023 stabilen na ravni 3,6% BDP, naj bi se v letu 2024 zmanjšal na 3,2% BDP, nato pa naj bi se do leta 2027 zmanjševal za 0,1 odstotne točke na leto in dosegel 2,9%. Takšno predvideno gibanje je predvsem posledica postopno vse boljšega, a še vedno negativnega ciklično prilagojenega primarnega salda v obdobju projekcij. Vendar pa bo to delno odtehtano s postopnim povečevanjem obrestnih stroškov v celotnem obdobju, ki bo posledica počasnega prenosa preteklih dvigov obrestnih mer zaradi dolge preostale zapadlosti obstoječega državnega dolga. Ciklična komponenta naj bi ostala zelo majhna in negativna do leta 2027, ko naj bi postala rahlo pozitivna. V primerjavi s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bil proračunski saldo za leti 2024 in 2025 popravljen malenkostno navzgor, za leto 2026 pa je ostal nespremenjen.

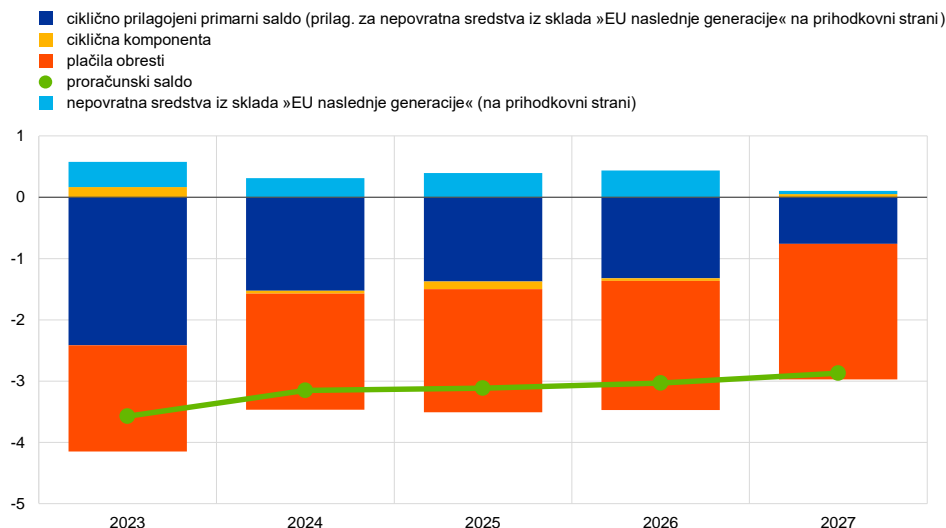
¹² Fiskalni načrti nekaterih večjih držav euroobmočja še niso dokončani ali pa so glede na prevladujoče politične razmere že zastareli. V Franciji denimo osnovne predpostavke in projekcije v zvezi z javnofinančno politiko temeljijo na oceni proračuna za leto 2025 in srednjeročnih fiskalnih načrtih, ki jih je pripravila vlada nekdanjega predsednika vlade Michela Barnierja. Francoski parlament je 4. decembra Barnierjevi vladi in njenim fiskalnim načrtom izglasoval nezaupnico, kar ima nejasne posledice za proračun za leto 2025. V številnih državah obstajajo tudi tveganja v osnovnih projekcijah zaradi možnih, a še nedoločenih dodatnih ukrepov, potrebnih za izpolnjevanje zahtev revidiranega javnofinančnega okvira EU.

¹³ Glej »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 12. decembra 2024 na spletnem mestu ECB.

Graf 25

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: Eurostat in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se leta 2024 po napovedih precej zaostрила, ob izteku programa »EU naslednje generacije« pa naj bi se enako zgodilo tudi v letu 2027.¹⁴ Na podlagi letne spremembe ciklično prilagojenega primarnega salda, prilagojene za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, je mogoče sklepati, da se bo javnofinančna politika v euroobmočju v letu 2024 precej zaostрила (za 0,9 odstotne točke BDP). To je predvsem posledica tega, da bodo vlade večinoma odpravile ukrepe pomoči, povezane z energijo in inflacijo, in obsežnih nediskrecijskih dejavnikov, ki odražajo močna gibanja prihodkov v nekaterih državah. Naravnost javnofinančne politike naj bi se zaostrovala tudi v prihodnjih letih, čeprav naj bi se v letih 2025 in 2026 zaostрила le malenkostno. V letu 2025 naj bi vpliv diskrecijskih ukrepov na zaostrovanje izravnali dinamične javne naložbe in fiskalni transferji, medtem ko naj bi na zaostrovanje v letu 2026 spodbudno vplivalo zmanjšanje diskrecijskih ukrepov. Ob izteku programa »EU naslednje generacije« v letu 2027 naj bi se naravnost javnofinančne politike po pričakovanjih zaostрила precej bolj, in sicer za 0,6 odstotne točke BDP, kar naj bi bilo predvsem posledica manjših predpostavljenih javnih naložb in fiskalnih transferjev, ki so bili pred tem financirani z nepovratnimi sredstvi iz omenjenega programa. Zato se bo naravnost javnofinančne politike v obdobju projekcij 2024–2027 skupno zaostрила za 1,7 odstotne točke BDP. Vendar pa je ob upoštevanju velikega zneska

¹⁴ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

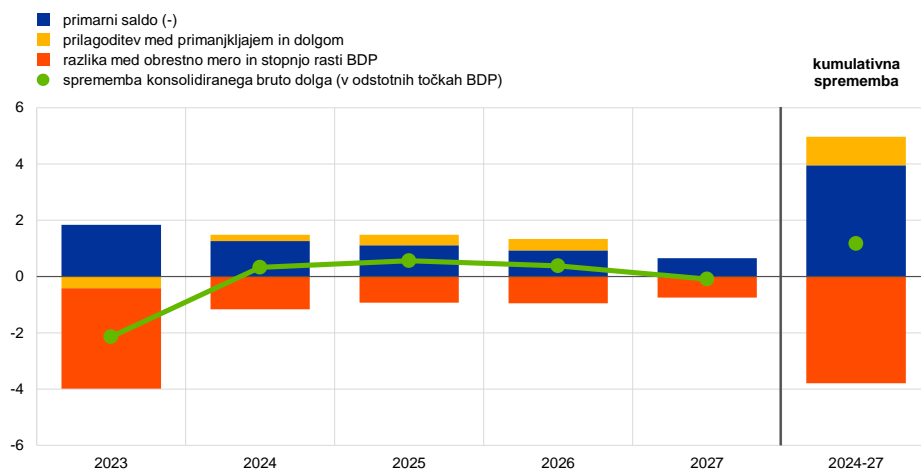
javnofinančne podpore, zagotovljene od pandemije, javnofinančna politika v obdobju 2020–2027 kumulativno gledano še vedno zelo spodbujevalno naravnana.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih počasi povečeval z že visoke ravni in se ob koncu obdobja projekcij stabiliziral (graf 26). Delež dolga se je med pandemijo precej povečal (na okrog 97% v letu 2020), nato pa se je postopno zmanjšal. Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se izboljševanje ustavilo. Delež dolga naj bi se tako počasi povečal s 87,4% BDP v letu 2023 na blizu 88,7% BDP v letu 2027. K povečevanju v obdobju projekcij bosta prispevala nadaljnji primarni primanjkljaj ter pričakovana pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom, ki ju le delno odtehta ugodna (negativna) razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Graf 26

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: Eurostat in Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja.

Evropska komisija je 26. novembra z objavo jesenskega svežnja začela prvi cikel usklajevanja politik v sklopu novega okvira ekonomskega upravljanja.

Sveženj vključuje oceno Komisije o prvih srednjeročnih fiskalnih strukturnih načrtih, ki so jih države članice EU predložile v sklopu novega okvira upravljanja, ki je začel veljati 30. aprila. Sveženj vključuje tudi oceno Komisije o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2025. Vendar pa Komisiji proračunskih načrtov predvsem zaradi svojega volilnega cikla niso predložile vse države euroobmočja.¹⁵ Poleg tega bi bilo lahko zaradi političnih dogajanj v nekaterih državah več osnutkov proračunskih načrtov že zastarelih. Kljub temu bi se morale vlade zdaj osredotočiti na celovito in takojšnje izpolnjevanje svojih zavez iz tega okvira. Tako bi lažje trajno zmanjšale proračunski primanjkljaj in delež dolga, hkrati pa dale prednost reformam in naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast. Da bi bilo gospodarstvo produktivnejše, konkurenčnejše in odpornejše, je ključno tudi, da se s konkretnimi in ambicioznimi strukturnimi politikami hitro nadalje ukrepa na podlagi predlogov Maria

¹⁵ Belgija, Nemčija, Litva in Avstrija Komisiji niso predložile srednjeročnega fiskalnega strukturnega načrta, Belgija, Španija in Avstrija pa osnutka proračunskega načrta.

Draghija za povečanje evropske konkurenčnosti in predlogov Enrica Lette za okrepitev enotnega trga.¹⁶

¹⁶ See Draghi, M., [“The future of European competitiveness”](#), September 2024; and Letta, E., [“Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens”](#), April 2024.

Okvirji

1 V čem je razlog za odpornost ameriških delniških tečajev – struktura trga, pričakovani donosi ali premije za tveganje?

Pripravili Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu in Toma Tomov

Dvigi cen lastniških vrednostnih papirjev v ZDA, ki potekajo od začetka leta 2023, so privedli do povišanih vrednotenj, ki so še posebej izraziti za t. i. veličastnih sedem podjetij. Tečaji so se kljub zaostrovanju ameriške denarne politike in vrsti geopolitičnih šokov zvišali za skoraj 60%. V letu 2024 so bile v vsakem četrtletju zabeležene več kot 20-odstotne medletne donosnosti (graf A, slika a). Donosi najuspešnejših delnic (za sedmerico velikih tehnoloških podjetij Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia in Tesla se pogosto uporablja izraz »veličastnih sedem« oz. »*Magnificent Seven*«) so izrazito presegle ostale, saj so se leta 2023 povečali za približno 75%, leta 2024 pa za 45%. Vrednotenje teh delnic, merjeno z razmerjem med ceno in dobičkom delnice (P/E), je tako poskočilo na približno 30, kar je precej nad mediano za podjetja v indeksu S&P 500, ki znaša 20, in nad dolgoročno mediano, ki znaša 17 (graf A, slika b).¹ Čeprav večina podjetij S&P 500 v zadnjem času ni dosegala tako visoke donosnosti, kot jo je pred 25 leti beležil tehnološki indeks Nasdaq, je ta dogajanja smiselno oceniti v luči izkušenj z obdobjem pika-com (»*dot-com*«). Enako kot v tem obdobju, ki ga je poganjalo splošno navdušenje za internet, sedanjó tržno uspešnost tehnoloških podjetij dviguje močan optimizem v zvezi z novo tehnologijo, kakršna je umetna inteligenca. Analitiki in medijski komentatorji zato preučujejo podobnosti in razlike med obema obdobjema.² V tem okvirju osvetljujemo dejavnike, ki prispevajo k odpornosti ameriškega trga lastniških vrednostnih papirjev, pri čemer posebno pozornost namenjamo vlogi, ki jo pri tem igrajo struktura trga, pričakovanja o dobičkih in premije za tveganje lastniških vrednostnih papirjev.

Tržna kapitalizacija je zdaj bistveno bolj skoncentrirana, kot je bila v preteklosti, tudi v času balona pika-com. Medtem ko so val pika-com sestavljala številna majhna zagonska podjetja z velikim finančnim vzvodom (od katerih mnoga niso bila vključena v indeks S&P 500, temveč v Nasdaq), je razmah umetne inteligenca skoncentriran med najuspešnejšimi in največjimi podjetji indeksa S&P 500. Po tekočih tržnih cenah delnic predstavlja veličastna sedmerica približno tretjino celotne tržne kapitalizacije S&P 500, medtem ko je še pred petimi njihov delež znašal le petino. Pomembna vloga, ki jo imajo ta podjetja pri trenutnem vrednotenju indeksov in tržni kapitalizaciji, je v ostrem nasprotju z obdobjem pika-com, ko je sedem največjih podjetij predstavljaló zgolj 17% tržne kapitalizacije S&P 500, torej približno polovico današnjega deleža. Velika ameriška tehnološka podjetja imajo tudi

¹ Razmerje P/E je ustaljeno merilo za vrednotenje lastniškega kapitala in se izračuna kot cena delnice deljeno z dobičkom na delnico. Razumeti ga je mogoče kot ceno, ki jo vlagatelj plača na enoto dobička.

² Kot primer nedavnih publikacij mednarodnih ustanov glej Lombardi, M.J. in Pinter, G., »[The valuations of tech stocks: dotcom redux?](#)«, *BIS Quarterly Review*, 16. september 2024.

večjo tržno moč in višjo profitno maržo – okrog 20% – kot jo je imela povprečna ameriška IT družba proti koncu 1990-ih let, ko je znašala od 5% do 10%. Poleg tega ima veličastnih sedem za razliko od mnogih zagonskih podjetij, ki so se zanašala na finančni vzvod, velike denarne rezerve in poceni dostop do zunanjega financiranja, tako da lahko vlagajo v raziskave in razvoj ter prevzemajo manjša podjetja in konkurente.³ Ovire za vstop na trg (npr. veliki fiksni stroški pri izdelavi čipov in storitvah v oblaku ter prednost prvega na področju razvoja velikih jezikovnih modelov in iskalnikov) pomagajo takšnim podjetjem, da ohranjajo svoj tržni delež in ustvarjajo vrednost, kar se včasih dogaja tudi na račun drugih – manjših – podjetij.

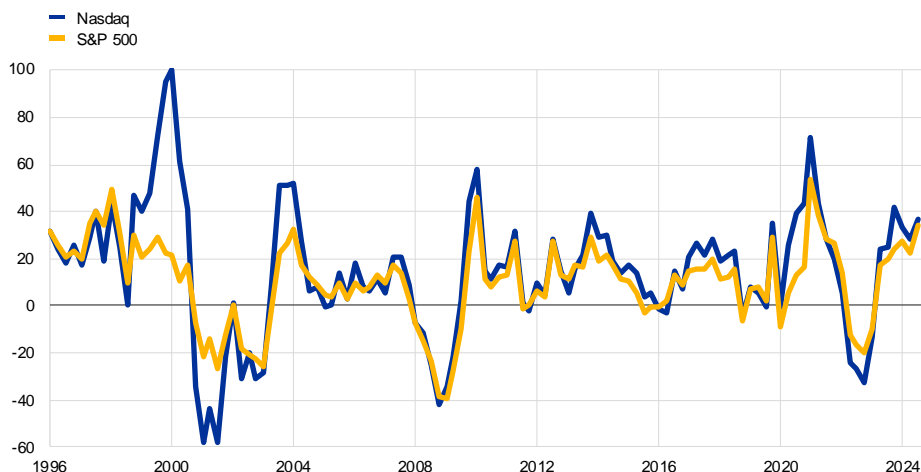
³ V objavah družb veličastne sedmerice se v zadnjem času vse pogosteje omenjajo združitve in prevzemi.

Graf A

Donosnost lastniških vrednostnih papirjev v ZDA in razmerje P/E

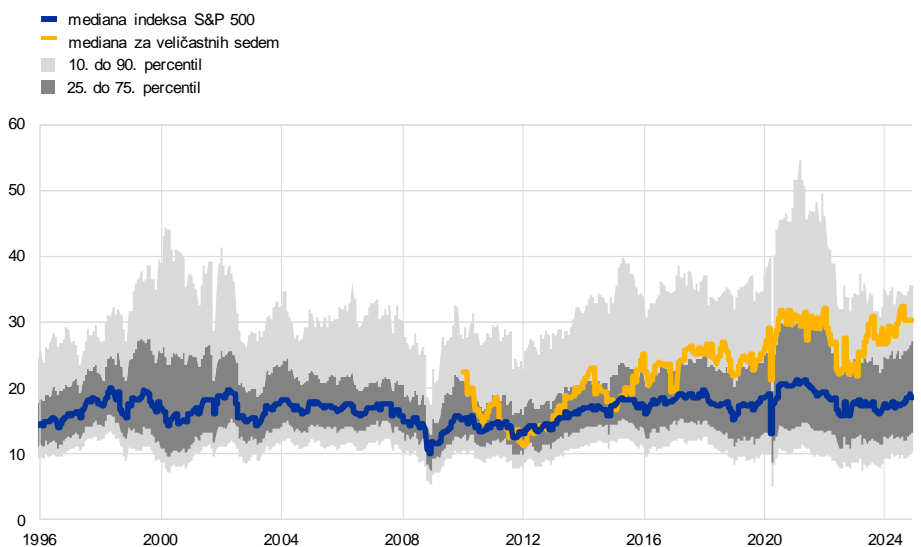
a) Donosnost lastniških vrednostnih papirjev

(v odstotkih)



b) Razmerje med ceno in dobičkom delnic

(razmerje P/E)



Viri: Bloomberg, LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki a) črte označujejo medletno donosnost indeksov S&P 500 in Nasdaq (podatki ob koncu vsakega četrletja). Na sliki b) siva območja označujejo terminsko razmerje P/E v različnih percentilnih podjetjih, vključenih v indeks S&P 500. Modra črta označuje mediano indeksa S&P 500, rumena pa mediano veličastne sedmerice v zadnjih letih. Zadnji podatki za sliko a) so za tretje četrletje 2024 (četrletni podatki). Zadnji podatki za sliko b) so za 29. november 2024 (tedenski podatki).

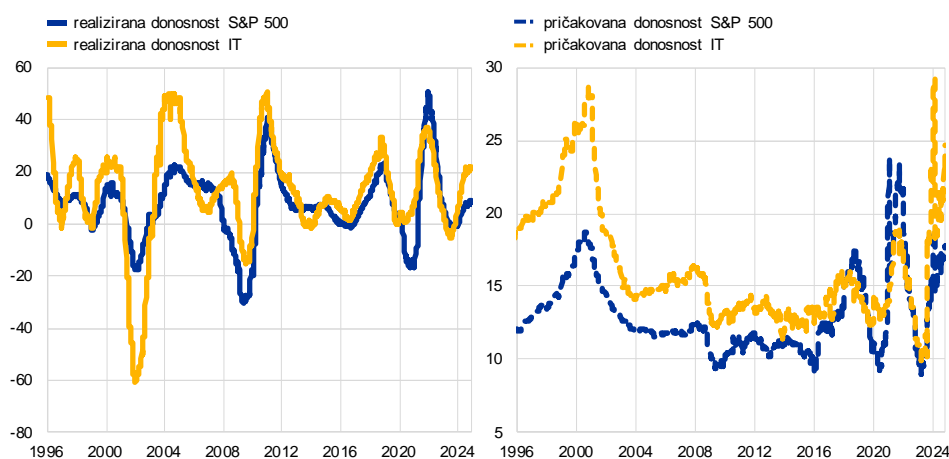
Cene lastniških vrednostnih papirjev poganjajo pričakovanja o velikih dobičkih v ameriškem tehnološkem sektorju, ki temeljijo na upanju, da bo umetna inteligenca omogočila veliko povečanje produktivnosti. Delnice veličastne sedmerice so v zadnjih letih prinašale zelo velike realizirane dobičke, kar je spodbudilo pričakovanja o nadaljnji rasti donosov in prispevalo k temu, da so njihovi tečajji rasli hitreje kot pri drugih delnicah. Za leti 2025 in 2026 tržni analitiki pričakujejo dvomestno rast donosov za delnice v indeksu S&P 500, kar je precej nad dolgoročnim povprečjem (graf B). Ta pričakovanja domnevno podpira z umetno inteligenco povezano povečanje produktivnosti, saj se umetna inteligenca vse

pogosteje omenja v poročilih o poslovanju podjetij S&P 500.⁴ Vseeno dolgoročni pogled na širša tržna gibanja kaže, da je bila okrog 18-odstotna rast dobička, kot se trenutno pričakuje za indeks S&P 500 v naslednjih letih, dosežena razmeroma redko. Tako so bili na primer v balonu pika-com leta 2000 pričakovani dobički podobno visoki, realizirani dobički pa so bili sprva visoki, nato pa so se znatno znižali. Poleg tega je zaradi zgoraj navedenih strukturnih dejavnikov negotovo, kolikšen delež rasti, povezane z umetno inteligenco, se bo prenesel na širši podjetniški sektor.

Graf B

Dolgoročna rast dobička na delnico in realizirani dobički za podjetja S&P 500 in sektor informacijske tehnologije (IT)

(v odstotkih)



Viri: IBES prek LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Dolgoročna rast dobička na delnico se nanaša na mediano stopnje rasti, ki se pričakuje v obdobju treh do petih let. Rast realiziranih dobičkov je prikazana za obdobje enega leta. Zadnji podatki so za 29. november 2024 (tedenski podatki).

Modelska analiza obenem nakazuje, da je k rasti cen lastniških vrednostnih papirjev v ZDA precej prispevala nagnjenost k prevzemanju tveganj, saj so premije za tveganje lastniškega kapitala na večletnem dnu. Rezultati modela diskontiranja dividend za delnice podjetij v indeksu S&P 500 in delnice IT podjetij kažejo, da je nagnjenost vlagateljev k tveganju pomembno prispevala k naraščanju cen lastniških vrednostnih papirjev. Ta trend je zlasti očiten od leta 2022, ko so ocene premij za tveganje lastniškega kapitala padle na večletno dno (graf C, slika a). K nizki ravni premij za tveganje in veliki nagnjenosti k tveganju je lahko prispevalo več dejavnikov, denimo napredek pri zniževanju inflacije brez znakov recesije ali šibko povpraševanje po zaščiti pred tveganjem izjemnih dogodkov.⁵ Premije za tveganje so še posebno nizke za sektor IT, ki vključuje nekatere delnice veličastne sedmerice. Zgodovinsko nizke premije za tveganje lastniškega kapitala so skupaj s pričakovani visokih dobičkov glavni razlog za odpornost cen lastniškega kapitala v ZDA, ki so ostale trdne celo v času, ko so se obrestne mere strmo zvišale (graf C, slika b). Manj so obrestne mere zavirale cene lastniških vrednostnih papirjev po

⁴ Glej npr. graf 19 v publikaciji [MF Corporate Earnings Monitor](#), 17. junij 2024.

⁵ Za širšo razpravo o tveganjih v zvezi s trgi lastniškega kapitala glej okvir z naslovom »[Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#)«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2024, in [Poglavje 2.2 v Financial Stability Review](#), ECB, november 2024.

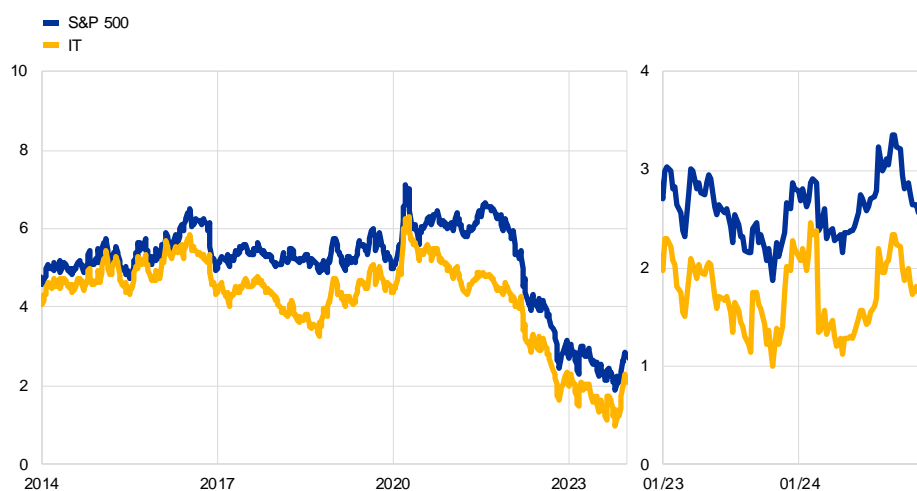
izjavi zveznega odbora za odprti trg (FOMC) ameriške centralne banke v decembru 2023, ki je nakazovala obrat od restriktivno naravnane denarne politike.

Graf C

Vloga premij za tveganje v vrednotenjih S&P 500 in sektorja IT

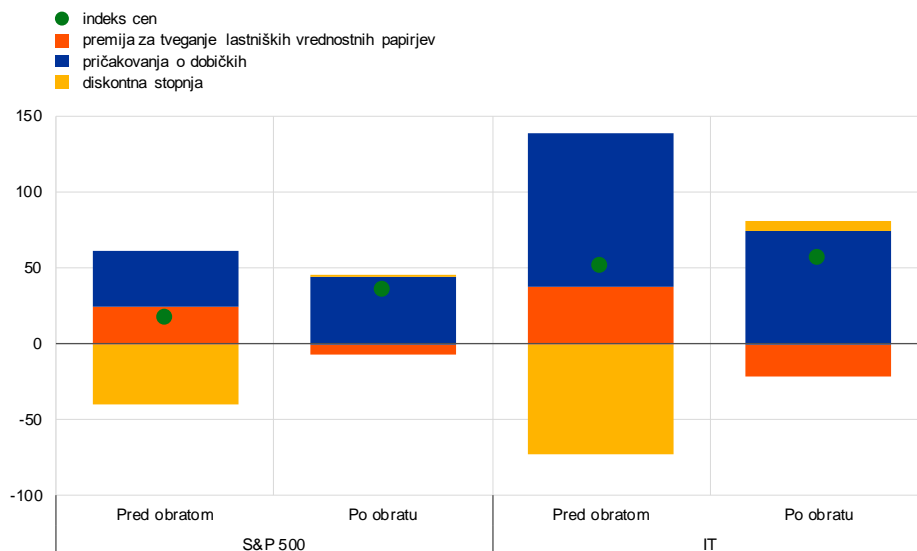
a) Premije za tveganje lastniškega kapitala za izbrane sektorje indeksa S&P 500

(v odstotkih)



b) Modelski razčlenitev donosnosti lastniških vrednostnih papirjev od leta 2023 za izbrane sektorje indeksa S&P 500

(v odstotkih)



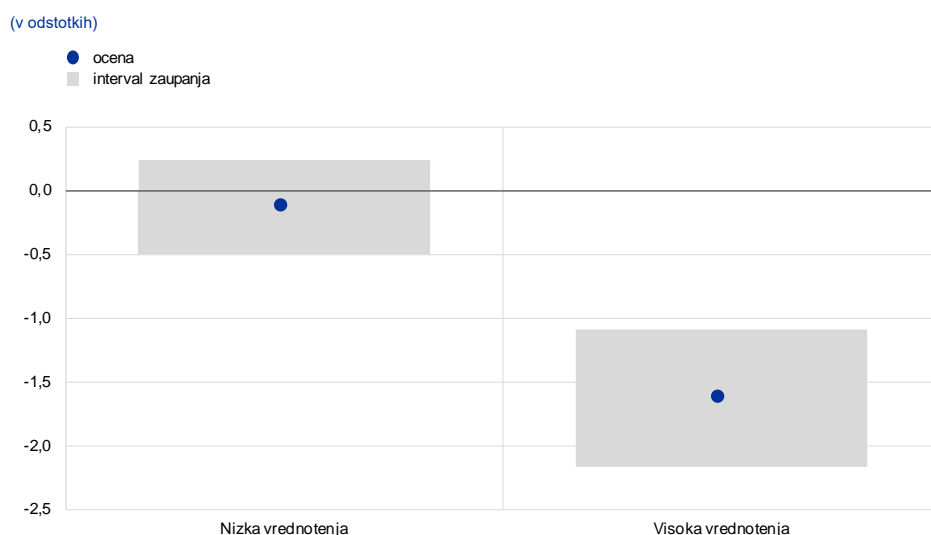
Viri: LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Premija za tveganje lastniškega kapitala se izračuna z modelom diskontiranja dividend, ki je standardni model za vrednotenje lastniškega kapitala. Uporablja se za spremljanje trga lastniških vrednostnih papirjev in ocenjevanje premije za tveganje lastniškega kapitala. Višja premija za tveganje pomeni, da se zahteva večje nadomestilo za tveganje, ki obstaja zaradi imetja lastniških vrednostnih papirjev, kar je mogoče razumeti kot večji odpor do tveganja. Enako je znižanje premije za tveganje mogoče razumeti kot zmanjšanje odpora do tveganja. Za oceno tega modela za sektor IT uporabljamo tudi metodologijo, ki je bila za skupni indeks razvita v članku z naslovom »Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018. Model vključuje odkupe lastnih delnic, diskontira prihodnje denarne tokove z obrestnimi merami ustrezne ročnosti in vključuje tri obdobja pričakovane rasti dividend. Prvo obdobje »Pred obratom« se nanaša na spremembo med januarjem 2023 in sejo odbora FOMC v decembru 2023. Drugo obdobje »Po obratu« se nanaša na spremembo med sejo odbora FOMC v decembru 2023 in najnovejšimi podatki. Zadnji podatki so za 29. november 2024 (tedenski podatki).

Zaradi povišanih vrednotenj in velike koncentracije delniških trgov so lastniški vrednostni papirji še naprej izpostavljeni negativnim šokom. V sedanjem okolju, za katerega so značilni hitro spreminjanje geopolitičnih razmer, povišane stopnje dolga in negotovost glede širših gospodarskih gibanj, zlasti pa glede prihodnje realizirane rasti produktivnosti zaradi umetne inteligence, je lahko bolj verjetno, da pride do nenadnih premikov k manj tveganim instrumentom. Modelski rezultati denimo nakazujejo, da popravki makroekonomskih obetov navzdol bolj vplivajo na cene lastniških vrednostnih papirjev v obdobjih visokih vrednotenj (graf D). Glede na trenutno visoka vrednotenja in veliko koncentracijo trga lastniških vrednostnih papirjev v ZDA takšna tveganja lahko postajajo vse bolj relevantna.⁶

Graf D

Odziv cen ameriških lastniških vrednostnih papirjev na negativne makroekonomske šoke v ZDA, po merilih za vrednotenje lastniških vrednostnih papirjev



Viri: SEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Impulzni odzivi cen lastniških vrednostnih papirjev v ZDA na neugodne makroekonomske šoke v ZDA po merilih za vrednotenje. Odzivi se ocenijo z uporabo metod pragovnih lokalnih projekcij za dnevne podatke, pri čemer se kontrolira za indeks Citi Economic Surprise Index. Odzivi so prikazani kumulirano po enem tednu. Makroekonomski šoki v ZDA so ugotovljeni z dnevno Bayesovo vektorsko avtoregresijo (BVAR), kot so jo predlagali Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. in Van Robays, I., »What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk«, *Working Paper Series*, št. 2560, ECB, 2021. Odzivi so bili ocenjeni za obdobje od julija 2005 do avgusta 2024.

⁶ Podrobnejša analiza različnih vrst negativnih šokov in odzivov cen lastniških vrednostnih papirjev kaže, da pričakovanja velikih dobičkov lahko ublažijo pritisk, ki ga ustvarijo nepričakovani premiki v manj tvegane instrumente in denarnopolitični šoki na cene lastniških vrednostnih papirjev, kot je prikazano v Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. in Van Robays, I., »Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel« *Working Paper Series*, št. 2860, ECB, 2023. Skladno s tem so visoka vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev, ki jih poganjajo pričakovanja o velikih dobičkih, verjetno manj občutljiva na šoke zaradi premika v manj tvegane instrumente ali zaradi denarne politike, lahko pa bi jih prizadeli neugodni makroekonomski šoki.

Kratkoročni učinki sistema za trgovanje z emisijami na evropske naložbe

Pripravili Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino in Vasileios Kostakis

V tem okvirju ocenjujemo vpliv sistema EU za trgovanje z emisijami (EU ETS) na evropske naložbe ter empirično testiramo vpliv oblikovanja cen ogljika na mednarodne in domače naložbene tokove. Zaradi sistema EU ETS so se zmanjšale emisije toplogrednih plinov, kar je dolgoročno koristno za okolje, evropsko gospodarstvo in energetska neodvisnost Evrope. Kot kažejo empirični podatki o dolgoročnih koristih, sistem pospešuje tudi zelene naložbe v zmanjšanje ogljične intenzivnosti proizvodnih procesov podjetij.¹ Primerjava z drugimi instrumenti kaže, da oblikovanje cene ogljika deluje kot učinkovit mehanizem za spodbujanje uvedbe nizkoogljicnih tehnologij.² Zato je sistem ETS eden ključnih elementov za krepitev evropske energetske neodvisnosti od fosilnih goriv.

Po drugi strani ni takoj jasno, kako je sistem ETS kratkoročno vplival na naložbe. Okoljske koristi bi lahko nastale za ceno zmanjšanja naložb, saj oblikovanje cene ogljika deluje kot energetski davek, ki ga morajo plačevati podjetja.³ Poleg tega bi se naložbe lahko preusmerile v države, ki niso sprejele primerljive zakonodaje za omejevanje emisij ogljika z oblikovanjem cene ali obdavčitvijo, za kar se uporablja izraz »selitev virov CO₂« oz. »carbon leakage«. Po drugi strani bi sistem lahko spodbudil podjetja, da vlagajo v zelene tehnologije, in s prihodki sistema se spodbujajo zelene naložbe prek programov EU, kot so sklad za inovacije, sklad za modernizacijo in komponenta REPowerEU v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost. Ker še ni jasnega soglasja o vplivu sistema ETS na naložbe, bi raziskava o tem, kateri od zgoraj naštetih dejavnikov so doslej prevladovali, pomagala pri finem uravnavanju okoljskih politik, da se omeji tveganje selitve virov CO₂ in ublažijo morebitni gospodarski stroški.

V spodnji analizi preučujemo učinek sprememb cene ogljika na mednarodne in evropske naložbene tokove. Ocenjujemo učinke šokov cene ogljika na nove neposredne tuje naložbe in bruto investicije v osnovna sredstva na ravni posameznih držav in na sektorski ravni. Za ugotavljanje šokov cene ogljika so v vektorski avtoregresivni model kot instrument vključene spremembe cen terminskih pogodb za pravice do emisije, do katerih pride v času spremembe predpisov o ETS.⁴ Pomembno je poudariti, da se analiza osredotoča na kratkoročne stroške, povezane z oblikovanjem cene ogljika, in ne obravnava dolgoročnih koristi čistejše energije in

¹ Glej Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. in Wagner, U.J., »Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System«, *The Review of Economic Studies*, maj 2024

² Glej Anderson et al., »Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands«, *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, št. 108, april 2021.

³ Za razpravo o makroekonomskih učinkih davčno zasnovanih politik prehoda v nizkoogljicno gospodarstvo, glej članek z naslovom »The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy«, *Ekonomski bilten*, številka 5, ECB, avgust 2023; in Känzig, D.R., »The unequal economic consequences of carbon pricing«, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, št. 31221, maj 2023.

⁴ Glej Känzig, D.R., op. cit.

zmanjšane odvisnosti od fosilnih goriv.⁵ Vzorec zajema obdobje 2003–2019, kar vključuje čas od objave sistema ETS do konca tretje faze njegovega izvajanja. Izključuje obdobje pandemije, ko so nastali večji šoki druge vrste, ki bi lahko kontaminirali analizo. Po drugi strani so v vzorec zajeti šoki cene ogljika, povezani z napovedmi v letu 2019 o prihodnjih spremembah predpisov o ETS.

Empirična analiza nakazuje, da se tokovi novih neposrednih tujih naložb v Evropi začasno zmanjšajo, ko se cena ogljika zviša. Po šoku cene ogljika, normaliziranem tako, da povzroči 1-odstotno povečanje energijske komponente indeksa cen pri proizvajalcih (PPI) – kar ustreza dvigu cen terminskih pogodb za ogljik za 25% ob učinku šoka – se tokovi novih evropskih neposrednih tujih naložb v neevropske države izrazito povečajo (graf A, slika a).⁶ Poleg tega se po enem letu povečajo neposredne tuje naložbe med neevropskimi državami. Podobno se zmanjšajo tokovi novih neposrednih tujih naložb v Evropo, in sicer tako od zunaj kot tudi iz Evrope same, pri čemer se slednji v srednjeročnem obdobju še naprej krčijo (graf A, slika b). Gledano v celoti ti odzivi nakazujejo, da lahko pride do začasne preusmeritve sredstev stran od Evrope, ko se cena ogljika zviša.⁷

⁵ Obstajajo dokazi, da je sprejetje sistema ETS spodbudilo naložbe, usmerjene v dolgoročno zmanjšanje emisij ogljika podjetij, ne da bi škodilo njihovi gospodarski aktivnosti. Glej Anderson et al., op. cit.

⁶ Ugotovi se obseg in predznak šoka z uporabo instrumentalnih spremenljivk znotraj vektorskega avtoregresivnega modela. Obseg je prilagojen tako, da je mogoče takoj odčitati rezultate. Vendar je zaradi te prilagoditve obsega šok razmeroma velik v primerjavi s povprečnim odzivom cen terminskih pogodb na ogljik na pretekle spremembe predpisov o sistemu ETS. Zato je mogoče pričakovati, da je bil dejanski učinek na neposredne tuje naložbe in domače naložbe v preteklosti precej manjši.

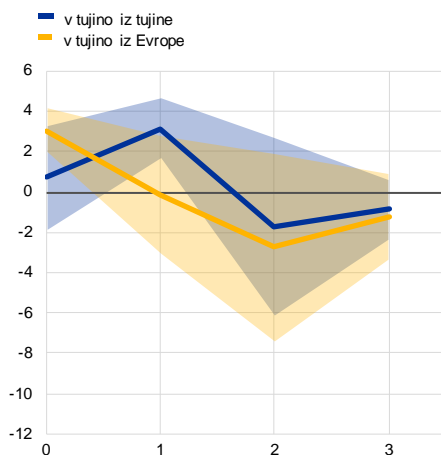
⁷ Glej Böning, J., Di Nino, V. in Folger, T., »[Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#)«, *Blog ECB*, 1. junij 2023; ter Böning, J., Di Nino, V. in Folger, T., »[Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#)«, *Working Paper Series*, št. 2764, ECB, januar 2023.

Graf A

Učinek šoka cene ogljika na svetovne nove neposredne tuje naložbe

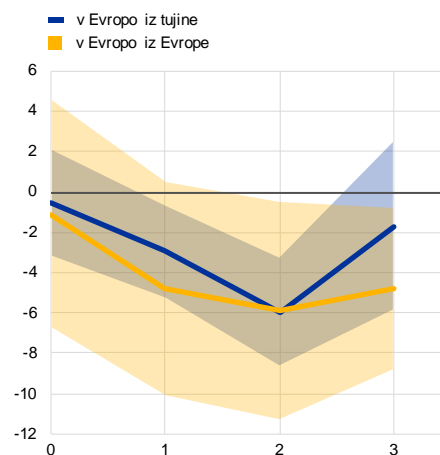
a) Vpliv šoka cene ogljika na neposredne tuje naložbe v tujini

(os y: spremembe v odstotkih, os x: število let po učinku šoka)



b) Vpliv šoka cene ogljika na neposredne tuje naložbe v Evropi

(os y: spremembe v odstotkih, os x: število let po učinku šoka)



Viri: Eurostat, FT fDi Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.

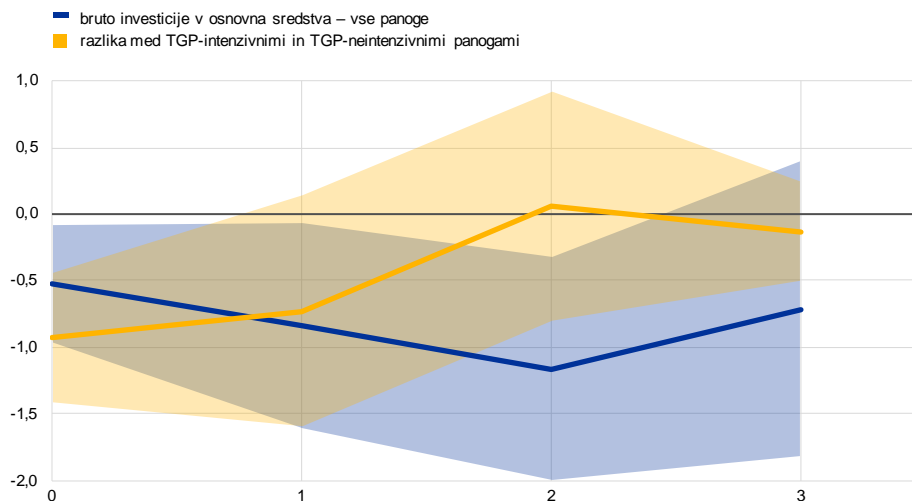
Opombe: Graf prikazuje ocenjene učinke na napovedane projekte novih neposrednih tujih naložb, ki izhajajo iz šoka cene ogljika, zaradi katerega se indeks PPI energija ob učinku šoka zviša za 1%. Vzorec zajema obdobje 2003–2019. Ker je sistem trgovanja z emisijami začel delovati leta 2005, podaljšana časovna vrsta nima večjega vpliva na rezultate. Specifikacija sledi $\Delta_h Y_{ijt+h} = a_j^h + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+h}$, pri čemer je Y_{ijt+h} izhodna spremenljivka obrestne mere v obdobju h med državama i in j , medtem ko $X_{j,t-1}$ vključuje sklop makroekonomskih kontrol, vključno z zakasnjeno odvisno spremenljivko. Neprekinjene črte kažejo ocenjene impulzne odzive, medtem ko osenčena območja predstavljajo 90-odstotni interval zaupanja, ki temelji na standardnih napakah Driscoll-Kraay, ki so odporne na serijsko korelacijo in presečno odvisnost.

Zdi se, da obstaja tudi negativen učinek na domače naložbe v Evropi. V odziv na šok cene ogljika, zaradi katerega se indeks PPI energija zviša za 1%, se bruto investicije v osnovna sredstva EU v prvem letu zmanjšajo za 0,5%, skupno zmanjšanje pa je po dveh letih večje od 1% (graf B). Vendar je treba opozoriti, da pri ocenah obstaja visoka stopnja negotovosti. Do tega zmanjšanja pride, ker višje cene ogljika delujejo kot davek na proizvodnjo podjetij in zmanjšujejo splošno gospodarsko aktivnost, kar odtehta večje naložbe za preusmeritev proizvodnih procesov podjetij k zelenim virom energije.

Graf B

Vpliv šoka cene ogljika na bruto investicije v osnovna sredstva v EU

(os y: spremembe v odstotkih, os x: število let po učinku šoka)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: »TGP« pomeni »toplogredni plin«. Graf prikazuje ocenjeni vpliv šoka cene ogljika, zaradi katerega se ob učinku šoka indeks PPI energija zviša za 1%. Specifikacija je enaka specifikaciji, opisani v opombah k grafu A. Sektorji z visoko intenzivnostjo toplogrednih plinov so sektorji, katerih emisije (v razmerju do njihove dodane vrednosti) so večje od mediane.

Visokoogljični sektorji so glavne panoge, ki jih prizadene šok cene ogljika.⁸

Naložbe se agregatno najbolj zmanjšajo v gradbenem, prometnem in predelovalnem sektorju (graf C). Poleg tega šok nima resnejših posledic na rudarstvo, čeprav gre za zelo ogljično intenzivne dejavnosti. To je najverjetneje posledica uvedbe brezplačnih pravic v tem sektorju.⁹

Te ugotovitve je treba gledati v kontekstu drugih študij, ki kažejo, da sistem ETS ni niti zmanjšal gospodarske aktivnosti niti ni povzročil znatne selitve virov CO₂.¹⁰ Zmanjšanje emisij ogljika, doseženo s sistemom ETS, je v veliki meri posledica resničnega zmanjšanja emisij in ne prenosa proizvodnje v regije z ohlapnejšimi okoljskimi predpisi. Poleg tega evropski primeri kažejo, da se oblikovanje cen ogljika lahko vzajemno krepi z ambiciozno vladno podporo za uvajanje naprednih tehnologij in da gospodarsko upravičuje naložbe v razogljičenje.¹¹

⁸ Panoge z visokimi emisijami so dvomestne industrijske panoge po klasifikaciji NACE, katerih emisije toplogrednih plinov (v razmerju do njihove dodane vrednosti) so nad mediano.

⁹ Za podobne rezultate glej Matzner, A. in Steiniger, L., »Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases«, *Working Paper Series*, št. 2958, ECB, julij 2024.

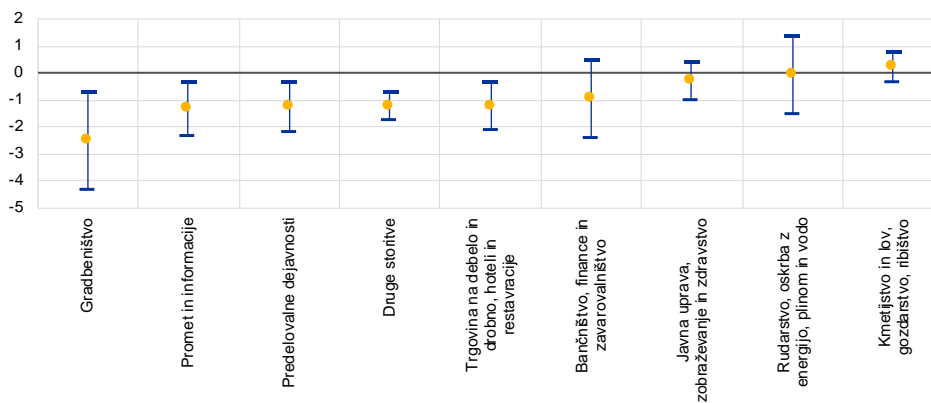
¹⁰ Glej Colmer et al., op. cit., ki na podlagi analize francoskih upravnih podatkov ne poročajo o dokazih, da je v začetnih dveh fazah sistema ETS prišlo do selitve virov CO₂.

¹¹ Glej Anderson et al., op. cit.

Graf C

Vpliv šoka cene ogljika na bruto investicije v osnovna sredstva v EU, po sektorjih

(spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Brki kažejo učinek na vsak sektor. Skupine sledijo metodologiji iz Känzig, op. cit., kot je bila uporabljena tudi v Matzner in Steiniger, op. cit. Specifikacija regresije je enaka, kot je opisana v opombah k grafu A.

Analiza kaže, da lahko višja cena ogljika začasno zavira domače naložbe in preusmeri svetovne neposredne tuje naložbe stran od Evrope, vendar pa dolgoročne koristi lahko v veliki meri odtehtajo te kratkoročne učinke.¹²

Potrebna je celovitejša analiza, v kateri bi bile obravnavane tudi dolgoročne koristi, ki jih je mogoče doseči zaradi neodvisnosti od fosilnih goriv in povečanja evropske energetske neodvisnosti. Vzporedno s strožimi predpisi glede zajetja sektorjev in pravic do emisij je Evropska komisija uvedla tudi mehanizem za ogljično prilagoditev na mejah (CBAM). To prispeva k zaščiti evropskih podjetij pred morebitno nepošteno tujo konkurenco in k zagotavljanju enakih konkurenčnih pogojev, saj se uvoznikom v EU zaračunava cena, sorazmerna z emisijami, ki nastanejo v tujih proizvodnih procesih.¹³ To bo skupaj z dopolnilnimi politikami, ki so trenutno v obravnavi, v prihodnosti ohranilo proizvodne zmogljivosti Evrope in njeno zunanjo konkurenčnost.¹⁴

¹² Učinki na naložbe in tokove novih neposrednih tujih naložb so precejšnji, vendar so kljub temu skladni s sedanjo literaturo, ki upošteva četrto fazo izvajanja sistema ETS, ki izhaja iz sprememb predpisov, objavljenih v tretji fazi, kar velja tudi za ta okvir. Primera takih objav sta sprememba uredbe o dražbi pravic do emisije toplogrednih plinov in sprejetje delegiranega sklepa o seznamu sektorjev, izpostavljenih selitvi virov CO₂, za obdobje 2021–2030.

¹³ Za podrobnosti glej spletno stran [CBAM](#).

¹⁴ Glej Bijmens G., Duprex, C. in Hutchinson, J., »Obstacles to the greening of energy-intensive industries«. *Blog ECB*, 17. september 2024.

Pripravili Malin Andersson, Alina Bobasu in Roberto A. De Santis

Čeprav ima negotovost pomembno vlogo pri številnih ekonomskih odločitvah, je ni mogoče neposredno meriti, zaradi česar je njen natančen vpliv težko določiti. V obdobjih velike negotovosti se lahko zgodi, da gospodinjstva in podjetja odložijo načrtovano trošenje in naložbe ali se trošenju in naložbam odpovedo, kar zaviralno vpliva na gospodarsko aktivnost.¹ Ker negotovosti ni mogoče opazovati neposredno, v tem okvirju analiziramo najnovejše signale na podlagi različnih približkov, pri čemer jih razvrščamo kot tiste, ki so neposredno povezani s kratkoročnimi gospodarskimi razmerami, in tiste, v katerih se odražajo dolgoročnejske ekonomske politike. Proučujemo tudi posledice teh meril za ključne makroekonomske spremenljivke.

Negotovost glede kratkoročnih gospodarskih razmer se navadno spremlja s kombinacijo statističnih, anketnih in finančnih kazalnikov. Eno od ključnih meril za euroobmočje je indeks makroekonomske negotovosti, ki so ga izdelali Jurado et al. in pri katerem je negotovost opredeljena kot volatilitnost napak v napovedih v naslednjih treh mesecih pri širokem naboru ekonomskih kazalnikov.² Drug približek so razlike med napovedmi Consensus Economics, s katerim se meri razpršenost napovedi za naslednje leto glede realne rasti BDP, industrijske proizvodnje, zasebne potrošnje, zasebnih naložb, inflacije (HICP) in dolgoročnih obrestnih mer. Poleg tega anketno merilo gospodarske negotovosti, ki ga uporablja Evropska komisija, kaže, kako težko direktorji podjetij in potrošniki predvidijo poslovno situacijo in finančno stanje gospodinjstev. Obstaja še sestavljeni kazalnik systemskega stresa (CISS), tj. kazalnik stresa na finančnih trgih, ki ga je izdelala ECB na podlagi različnih tržnih finančnih spremenljivk iz več segmentov finančnega sistema.

Obstajajo tudi merila negotovosti, povezana z dolgoročnejsimi ekonomskimi politikami. Eno takih meril je indeks ekonomske negotovosti za euroobmočje, ki temelji na novicah in spremlja, kako pogosto so določene besede, povezane z negotovostjo glede ekonomskih politik, omenjene v časopisnih člankih. Drugi trije besedilni kazalniki kažejo negotovost glede geopolitike, trgovinske menjave in podnebnih politik.³

Iz meril, ki opisujejo zaskrbljenost glede kratkoročnih gospodarskih razmer, je razvidno, da je negotovost trenutno relativno majhna, medtem ko merila, povezana z dolgoročnejsimi ekonomskimi politikami, kažejo večjo negotovost

¹ Zaradi nekaterih vrst negotovosti, kot je negotovost, povezana z nedavnim povečanjem naložb na področju umetne inteligence, se lahko naložbe in gospodarska aktivnost tudi povečajo (glej Ludvigson, S. C., Ma, S., in Ng, S., »[Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?](#)«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 13, št. 4, 2021, str. 369–410.

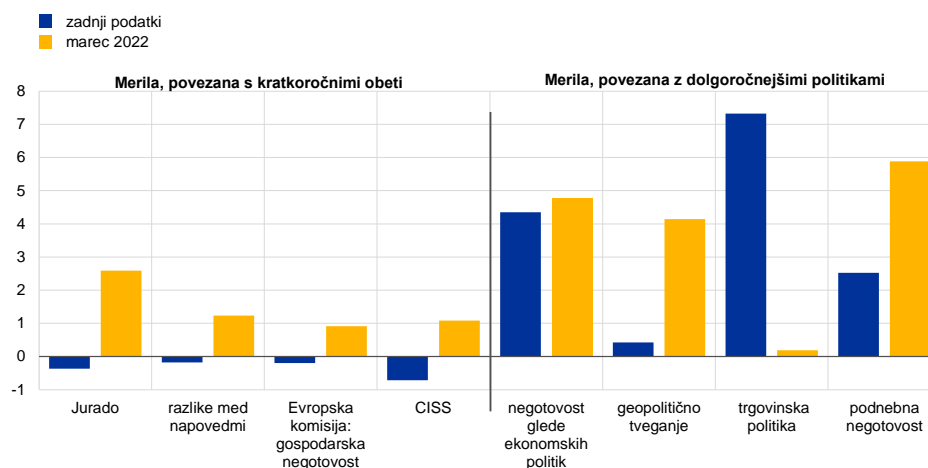
² Jurado, K., Ludvigson, S. C., in Ng, S., »[Measuring uncertainty](#)«, *American Economic Review*, 105, št. 3, 2015, str. 1177–1216, in Scotti, C., »[Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises](#)«, *Journal of Monetary Economics*, 82, 2016, str. 1–19.

³ Več informacij o uporabljeni metodologiji je v Baker, S. R., Bloom, N., in Davis, S. J., »[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)«, *The Quarterly Journal of Economics*, 131, št. 4, 2016, str. 1593–1636, in v Gavrilidis, K., »[Measuring Climate Policy Uncertainty](#)«, University of Stirling, maj 2021.

(graf A). Čeprav so se vsi ti kazalniki med rusko invazijo na Ukrajino zvišali, so se merila, povezana s kratkoročnimi obeti, od takrat vrnila na dolgoročno povprečje.⁴ Nasprotno je večina meril negotovosti, povezanih z ekonomskimi politikami, še vedno precej višja od dolgoročnega povprečja, kar je posledica vztrajne politične polarizacije, predvidene regulacije in svetovnega energetskega prehoda.⁵

Graf A Merila negotovosti

(standardizirano, spremembe v odstotnih točkah)



Viri: Jurado et al.,¹⁾ Consensus Economics, Evropska komisija, Baker et al.,²⁾ Caldara et al.,³⁾ Caldara et al.,⁴⁾ Gavrilidis,⁵⁾ in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatkovni nizi so standardizirani v vzorcu, ki zajema obdobje 1999–2019, razen podatkovnega niza Evropske komisije o gospodarski negotovosti, ki je zaradi omejene razpoložljivosti vzorca standardiziran v obdobju od aprila 2019 do septembra 2024. Negotovost glede ekonomskih politik je tehtano povprečje standardiziranih meril za posamezne države (za Nemčijo, Francijo, Italijo in Španijo). Zadnji podatki se nanašajo na september 2024 pri Jurado et al. in podnebni negotovosti, oktober 2024 pri razlikah med napovedmi ter november 2024 pri gospodarski negotovosti (Evropska komisija), CISS, negotovosti glede ekonomskih politik, geopolitičnem tveganju in trgovinski politiki.

1) Jurado, K., Ludvigson, S. C., in Ng, S., »Measuring Uncertainty«, *American Economic Review*, 105, št. 3, marec 2015.

2) Baker, S. R., Bloom, N., in Davis, S. J., »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *Working Papers* št. 21633, National Bureau of Economic Research, oktober 2015.

3) Caldara, D., in Iacoviello, M., »Measuring Geopolitical Risk«, *American Economic Review*, 112, št. 4, 2021, str. 1194–1225.

4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., in Raffo, A., »The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty«, *International Finance Discussion Papers*, št. 1256, september 2019.

5) Gavrilidis, K., »Measuring Climate Policy Uncertainty«, University of Stirling, maj 2021.

Obenem indeks tveganja, izpeljan iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov, kaže, da se je dojemanje tveganj pri številnih zgoraj omenjenih kategorijah negotovosti zmanjšalo z najvišjih ravni, doseženih spomladi 2022, vendar je še vedno večje kot pred pandemijo (graf B).⁶ Indeks meri odstotek več specifičnih tveganj kot delež vseh tveganj, ki jih javne delniške družbe v euroobmočju omenijo na telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov.⁷ Čeprav teh tveganj ni mogoče natančno povezati z zgoraj navedenimi kategorijami negotovosti, ta indeks tveganja potrjuje ugotovitev, da se je dojemanje tveganj pri več kategorijah negotovosti od spomladi 2022, ko je bilo največje do zdaj, občutno

⁴ Glej okvir z naslovom »Kako ruska invazija na Ukrajino prek negotovosti vpliva na gospodarsko aktivnost v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2022.

⁵ Negotovost glede ekonomskih politik je bila zlasti velika v Nemčiji in Franciji.

⁶ Čeprav se merila negotovosti in merila tveganja gibljejo vzporedno, se prva razlikujejo od drugih v tem, da se negotovost pojavi, kadar so informacije za napovedovanje gibanj nezadostne ali niso na voljo, medtem ko je tveganje povezano z verjetnostjo določenega ekonomskega dogodka.

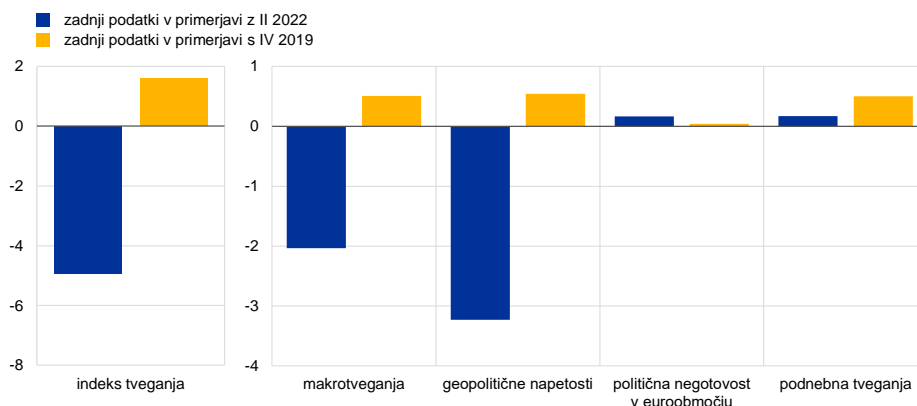
⁷ Več podrobnosti o metodologiji je v okvirju z naslovom »Ugotovitve na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov – kaj nam lahko povesta dojemanje tveganj in poslovna klima v podjetjih?«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2024.

zmanjšalo. Medtem je zaskrbljenost glede geopolitičnih napetosti in podnebja še vedno velika.

Graf B

Indeks tveganja, izpeljan iz telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov

(odstotek vseh omemb tveganja, spremembe v odstotnih točkah)



Viri: NL Analytics in izračuni ECB.

Opombe: »Makrotveganja« se nanašajo na omembe v zvezi s tveganji v dobavnih verigah in pogoji financiranja. »Geopolitične napetosti« se nanašajo na geopolitične napetosti v Ukrajini in na Bližnjem vzhodu. »Politična negotovost v euroobmočju« se nanaša na politična tveganja v euroobmočju kot celoti ali v državah euroobmočja, »podnebna tveganja« pa se nanašajo na omembe besed, kot so »ogljik«, »podnebje« in »politika«. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2024.

Povečanje negotovosti je običajno povezano z manjšim realnim BDP in večjim negativnim vplivom na podjetniške naložbe kot na potrošnjo (graf C). Posledice naraščanja negotovosti proučimo tako, da Bayesove vektorske avtoregresijske (BVAR) modele ocenimo v obdobju od prvega četrletja 1999 do drugega četrletja 2024.⁸ Modeli vključujejo realni BDP, zasebno potrošnjo in podjetniške naložbe, deflator BDP in eno merilo negotovosti (tveganja) naenkrat.⁹ Iz rezultatov je razvidno, da je pri vseh merilih – razen pri geopolitičnem tveganju – povečanje negotovosti povezano z zmanjšanjem realnega BDP, zasebne potrošnje in podjetniških naložb, pri čemer so se podjetniške naložbe zmanjšale precej bolj kot potrošnja.¹⁰

⁸ Ocena je popravljena v skladu z Lenza in Primiceri (2022), da bi se upoštevale edinstvene gospodarske motnje, ki jih je povzročila pandemija COVID-19 (glej Lenza, M., Primiceri, G. E., »How to estimate a vector autoregression after March 2020«, *Journal of Applied Econometrics*, 37, št. 4, 2022, str. 688–699.

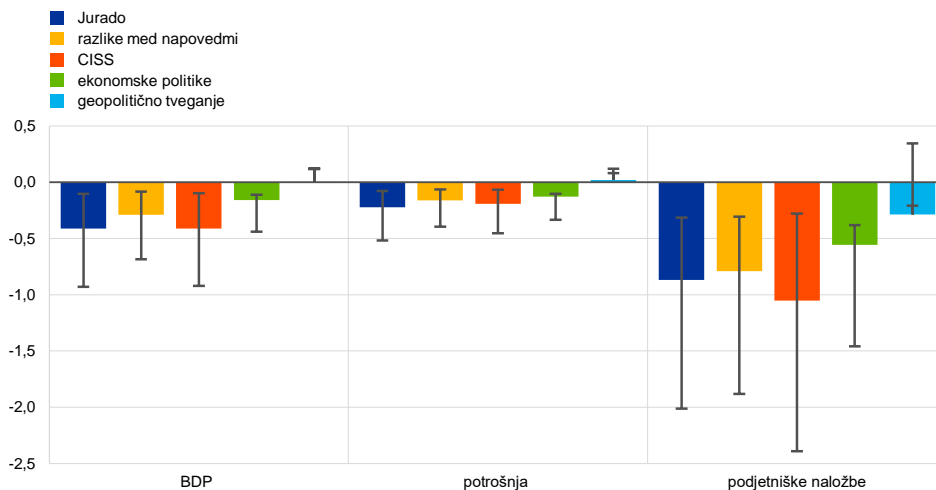
⁹ Ker se merili trgovinske in podnebne negotovosti nanašata na posebna področja, ki so neposredno izpostavljena trgovinskim nihanjem in okoljski politiki, njune širše posledice za gospodarsko aktivnost v tem okvirju niso obravnavane. Hkrati indeks tveganja zaradi kratkega časovnega vzorca v empirično oceno ni vključen.

¹⁰ Glej tudi De Santis, R. A., in Van der Veken, W., »Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation«, *Working Paper*, št. 2727, ECB, 2022, ter Bobasu, A., Quaglietti, L., in Ricci, M., »Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area«, *IMF Economic Review*, International Monetary Fund, 72, št. 2, 2024, str. 820–857.

Graf C

Vpliv zvišanja meril negotovosti

(odstopanje od trenda v odstotkih)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Modeli BVAR vključujejo BDP, potrošnjo, podjetniške naložbe, deflator BDP in eno od meril negotovosti (tveganja) naenkrat. Modeli so ocenjeni četrtletno, od prvega četrtletja 1999 do drugega četrtletja 2024, identifikacija pa temelji na pristopu »razčlenitve po Choleskyju«, pri čemer je merilo negotovosti razvrščeno kot prvo. Kljub temu so rezultati zanesljivi tudi z vidika njihovih negativnih posledic za gospodarsko aktivnost, kadar je merilo negotovosti razvrščeno kot zadnje. Povečanje negotovosti je posledica zvišanja merila negotovosti za en standardni odklon. Rezultati, prikazani v grafu, se nanašajo na učinke po štirih četrtletjih. Navpične črte predstavljajo 68-odstotni interval zaupanja.

Kot kaže, negotovost glede kratkoročnih gospodarskih razmer do zdaj ni močno vplivala na sedanjo gospodarsko aktivnost, vendar pa bo negotovost glede dolgoročnejših ekonomskih politik verjetno ostala pomembna. Medtem ko je negotovost, ocenjena na podlagi kratkoročnih gospodarskih kazalnikov, v zadnjem času omejena glede na prejšnja obdobja, ko je dosegla najvišje ravni, bo negotovost glede ekonomskih politik verjetno še vedno velika zaradi vztrajne, spreminjajoče se narave domačih ekonomskih politik. Skladno s tem naj bi v prihodnjih četrtletjih negotovost glede ekonomskih politik še naprej zaviralno vplivala na gospodarsko aktivnost, zlasti na podjetniške naložbe.

Kako razložiti visoko stopnjo varčevanja gospodinjestev v euroobmočju?

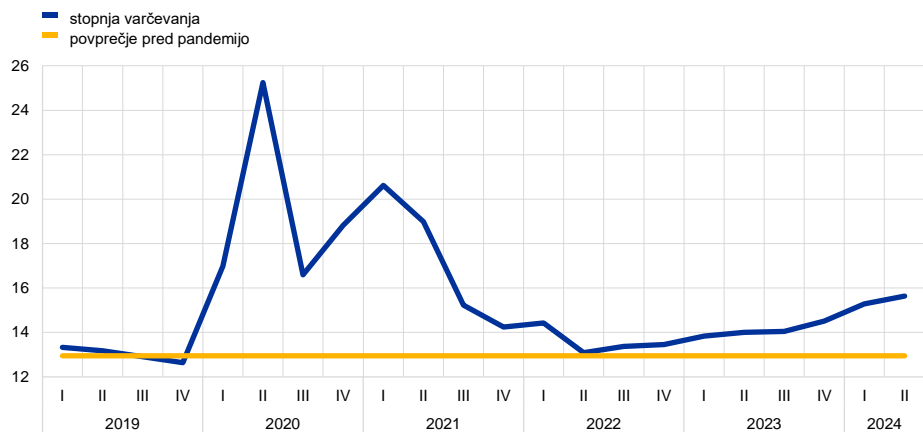
Pripravili Alina Bobasu, Johannes Gareis in Grigor Stoevsky

Po skokovitem porastu zaradi pandemije leta 2020 se je stopnja varčevanja gospodinjestev v euroobmočju do sredine leta 2022 znižala na povprečje pred pandemijo, vendar se je od takrat spet občutno povišala. Desezonirana stopnja varčevanja gospodinjestev v euroobmočju, ki jo Eurostat objavlja v četrtletnih sektorskih računih, se je po izbruhu pandemije COVID-19 močno povečala.¹ K temu so največ prispevali ukrepi omejitve gibanja, sprejeti za zajezitev širjenja virusa, zaradi katerih se je potrošnja zmanjšala, medtem ko so vladni ukrepi prispevali k povečanju razpoložljivega dohodka.² Ko so bile do leta 2022 omejitve uradno odpravljene, se je stopnja varčevanja vrnila na povprečje izpred pandemije (graf A). V zadnjih dveh letih pa se je ponovno povišala, saj je zasebna potrošnja ostala šibka. V tem okvirju analiziramo glavne gospodarske dejavnike, ki so povzročili zadnje povišanje stopnje varčevanja, in proučujemo kratkoročne posledice za zasebno potrošnjo.

Graf A

Stopnja varčevanja gospodinjestev

(odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



Viri: ECB in Eurostat (četrtletni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opombe: Desezonirani podatki. Povprečje pred pandemijo je izračunano od prvega četrtletja 1999 do zadnjega četrtletja 2019.

K zadnjemu povišanju stopnje varčevanja gospodinjestev je prispevala močna rast dohodkov. Realni dohodek gospodinjestev se je zaradi močne rasti dohodka od dela in dohodka, ki ne izhaja iz dela, v zadnjih dveh letih povečal za 3,8% (graf B). Povečanje dohodka, ki ne izhaja iz dela – ta vključuje dohodek iz samozaposlitve, neto prihodke iz obresti, dividend in rent – še posebno ugodno vpliva na prihranke.³ To kaže, da imajo dohodek, ki ne izhaja iz dela, večinoma premožnejša

¹ Četrtletne sektorske račune za euroobmočje pripravljata ECB in Eurostat skupaj.

² Glej tudi okvir z naslovom »COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjestev: previdnostno ali prisilno?«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020.

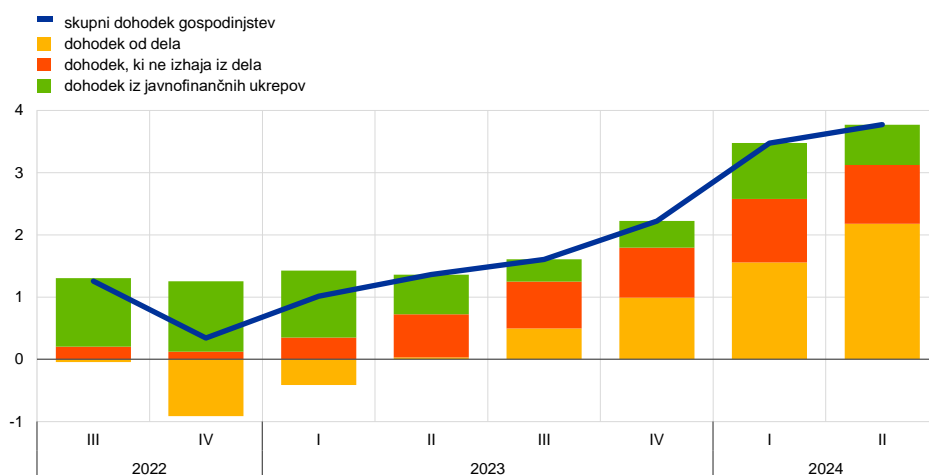
³ Glej tudi okvir z naslovom »Merjenje dohodka gospodinjestev«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

gospodinjstva, ki ponavadi varčujejo več kot revnejša.⁴ Poleg tega od tretjega četrtega 2022 realno rast dohodka podpira tudi javnofinančna politika. To je mogoče večinoma pripisati diskrecijskim ukrepom za blaženje posledic energetskega cenovnega šoka, vključno s precejšnjo dohodkovno podporo, ki ni bila ciljno usmerjena. Ker so bili ukrepi namenjeni tudi bogatejšim gospodinjstvom, ki porabijo manjši delež svojega dohodka, je to najbrž prispevalo tudi k višji stopnji varčevanja.⁵

Graf B

Gibanje realnega dohodka gospodinjstev

(spremembe v odstotkih od drugega četrtega 2022 in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, ECB in Eurostat (četrletni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opombe: Desezonirani podatki. Dohodek od dela se izračuna kot sredstva za zaposlene, dohodek, ki ne izhaja iz dela, pa vključuje dohodek iz samozaposlitve, neto prihodke iz obresti, dividend in rent. Dohodek iz javnofinančnih ukrepov se meri kot ostanek. Za izračun realnih vrednosti so vse komponente dohodka gospodinjstev deflacionalirane z deflatorjem zasebne potrošnje iz nacionalnih računov.

Čeprav se je v zadnjih dveh letih dohodek močno povečal, gospodinjstva ostajajo previdna pri potrošnji.

Po okrevanju po pandemiji se je realna rast zasebne potrošnje zaradi vse višje inflacije in posledične zaostritve denarne politike občutno zmanjšala. Na zvišanje inflacije je večinoma vplivala močna rast cen energije in hrane, zaradi česar se je potrošnja teh dobrin razmeroma močno zmanjšala.⁶ Zvišanje obrestnih mer je spodbudilo varčevanje in verjetno bolj zavrlo potrošnjo izdelkov kot storitev. Posebej prizadeta je bila potrošnja trajnih proizvodov, ki je bolj kot storitve občutljiva na obrestne mere.⁷ Na splošno je potrošnja izdelkov v začetku leta 2023 padla pod raven pred pandemijo in v zadnjih dveh letih večinoma stagnira. Hkrati še naprej narašča potrošnja storitev, čeprav zmerneje (graf C).

⁴ Glej na primer Bańkowska, K., in drugi, »ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation«, *Occasional Paper Series*, št. 287, ECB, december 2021.

⁵ Glej članek z naslovom »Fiscal policy and high inflation«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2023.

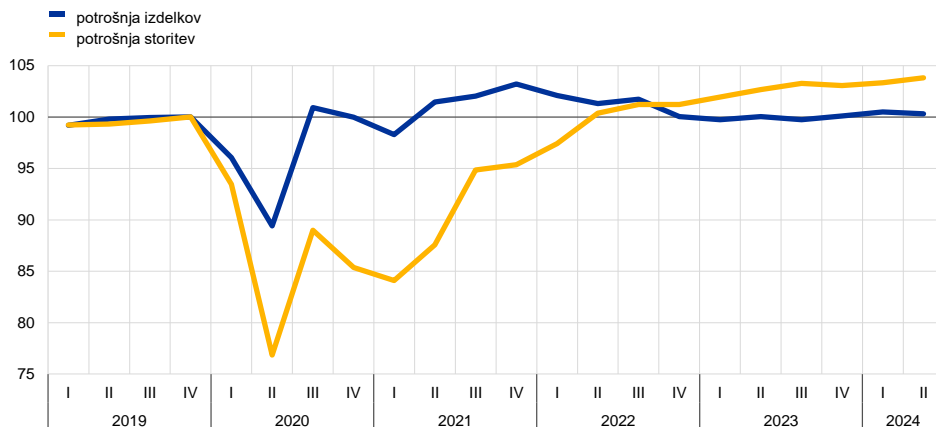
⁶ Glej okvir z naslovom »Vpliv višjih cen energentov na potrošnjo storitev in proizvodov v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2022, ter »Kako so gospodinjstva prilagodila potrošnjo in varčevanje pri spopadanju z visoko inflacijo?«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2024.

⁷ Glej okvir z naslovom »Denarna politika in nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2023.

Graf C

Realna potrošnja izdelkov in storitev v gospodinjstvih

(IV 2019 = 100)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Desezonirani podatki. Potrošnja izdelkov in potrošnja storitev temeljita na agregiranju razpoložljivih podatkov o realni potrošnji gospodinjstev po namenu.

Zaradi skokovitega porasta inflacije se je realno neto premoženje gospodinjstev v zadnjih dveh letih zmanjšalo, zato so se povečale spodbude k obnovitvi premoženja. Neto premoženje gospodinjstev, ki vključuje nepremičnine, vloge, obveznice in delnice, zmanjšano za dolžniške obveznosti, se je po pandemiji znatno povečalo, k čemur je prispevalo kopičenje prihrankov v kontekstu pandemije. Nominalno se je povečevalo tudi po pandemiji, čeprav zmerneje (graf D).⁸ Leta 2022 pa se je neto premoženje gospodinjstev realno začelo zmanjševati in je leta 2023 padlo na raven pred pandemijo. Zmanjšanje je verjetno prispevalo k nedavnemu povišanju stopnje varčevanja gospodinjstev, ker so bila gospodinjstva spodbujena, da obnovijo realno neto premoženje.⁹

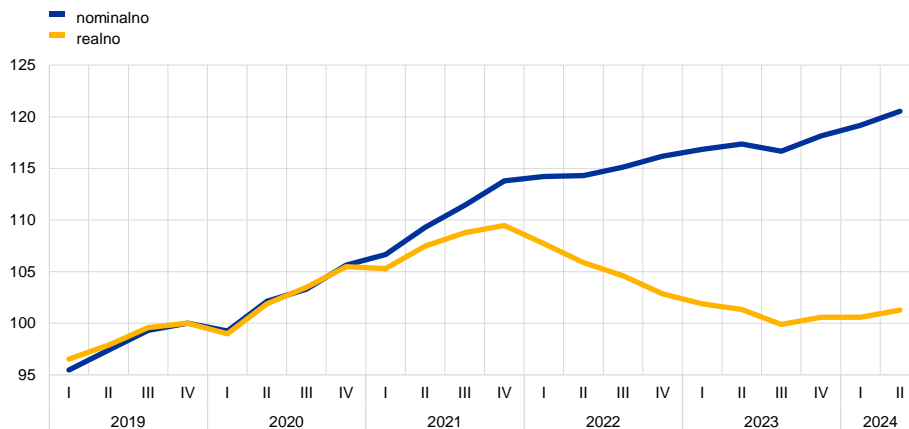
⁸ Glej okvir z naslovom »Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption«, *Winter 2024 Economic Forecast*, Evropska komisija, 2024.

⁹ Podrobnejša analiza vpliva inflacije in denarne politike na razporeditev premoženja je v članku z naslovom »Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2024.

Graf D

Neto premoženje gospodinjstev

(IV 2019 = 100)



Viri: Eurostat, ECB in Eurostat (četrtni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opomba: Za izračun realnih vrednosti je neto premoženje gospodinjstev deflacirano z deflatorjem zasebne potrošnje iz nacionalnih računov.

Z modelom na podlagi časovnih vrst potrošnje gospodinjstev z uporabo standardnih makroekonomskih determinant je mogoče bolje osvetliti ekonomske dejavnike, ki so vzrok za nedavno povišanje stopnje varčevanja.

Model korekcije napak v reducirani obliki združuje dolgoročno in kratkoročno dinamiko, s katero je mogoče pojasniti četrtno rasti potrošnje.¹⁰ Stopnja realne potrošnje gospodinjstev je dolgoročno odvisna od ravni realnega dohodka gospodinjstev, realnega neto premoženja gospodinjstev in realnih obrestnih mer. Kratkoročno so pri razlagi dinamike potrošnje pomembni tudi drugi ciklični dejavniki, kot je zaupanje potrošnikov, ki kaže previdnostne varčevalne nagibe. V modelu je sprememba stopnje varčevanja gospodinjstev razčlenjena na štiri dejavnike (dohodek, premoženje, obrestne mere in zaupanje potrošnikov), rast realnega dohodka gospodinjstev pa je vzeta kot danost.¹¹

Empirični podatki kažejo, da so se prihranki gospodinjstev v zadnjih dveh letih povečali zaradi rasti realnih dohodkov in visokih realnih obrestnih mer skupaj z negativnimi realnimi premoženjskimi učinki.

V skladu z modelskimi rezultati je povišanje stopnje varčevanja gospodinjstev med drugim četrtno 2022 in drugim četrtno 2024 mogoče pripisati predvsem dohodkovnim učinkom, saj se potrošnja gospodinjstev ni takoj prilagodila močnemu povečanju realnih dohodkov. Pomembno vlogo so imeli tudi učinki obrestnih mer in premoženjski učinki (graf E). Hkrati so na varčevanje pozitivno vplivali tudi previdnostni razlogi, zlasti leta 2022 po ruski invaziji na Ukrajino, ki je povzročila zmanjšanje zaupanja potrošnikov. Videti pa je, da se je pomen teh razlogov zmanjšal, saj je zaupanje potrošnikov postopoma okrevalo od

¹⁰ Glej tudi de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P., in Zekaite, Z., »Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries«, *Working Paper Series*, št. 2343, ECB, december 2019.

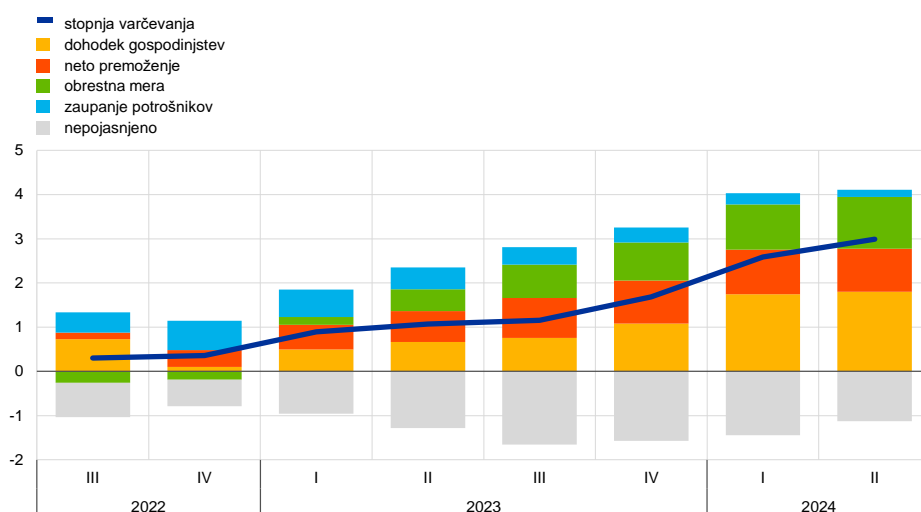
¹¹ Modelski parametri so ocenjeni na podlagi podatkov od prvega četrtna 1999 do zadnjega četrtna 2019. Da bi dobili realne vrednosti, sta neto dohodek in neto premoženje gospodinjstev deflacirano z deflatorjem zasebne potrošnje iz nacionalnih računov. Realna obrestna mera se meri s 3-mesečno obrestno mero EURIBOR, prilagojeno za pričakovano medletno stopnjo inflacije iz ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov, ki je za manjkajoče obdobje od prvega četrtna 1999 do zadnjega četrtna 2003 preračunana za nazaj z dejansko medletno stopnjo inflacije (HICP). Zaupanje potrošnikov je izraženo kot odstopanje od dolgoročnega povprečja pred pandemijo.

padca v drugi polovici leta 2022.¹² Spremembe stopnje varčevanja v zadnjih dveh letih pa ni mogoče v celoti pojasniti z zgoraj navedenimi dejavniki. To je razvidno iz nepojasnjene delo razčlenitve, ki kaže na nemodelirane dejavnike, ki so skupaj vplivali na povišanje stopnje varčevanja od sredine leta 2022. Vendar kumulativna perspektiva prikriva dejstvo, da je bilo povečanje prihrankov v zadnjih treh četrletjih večje, kot je bilo pričakovano in kot je kazal model. To najverjetneje kaže močnejšo zaustavitev potrošnje ter bolj postopno prilagajanje porabe gospodinjestev vse večji kupni moči in vse manjšim negativnim šokom, kot kažejo pretekle zakonitosti.¹³

Graf E

Prispevki k spremembam stopnje varčevanja gospodinjestev: razčlenitev na podlagi modela

(spremembe v odstotnih točkah od drugega četrletja 2022 in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, ECB, ECB in Eurostat (četrletni sektorski računi) ter izračuni ECB.

Opomba: V grafu so prikazani prispevki realnega dohodka gospodinjestev, realnega neto premoženja, realnih obrestnih mer in zaupanja potrošnikov h kumulativnim spremembam stopnje varčevanja gospodinjestev od drugega četrletja 2022 na podlagi modela popravkov ocenjenih napak pri rasti zasebne potrošnje, rast realnega dohodka gospodinjestev pa je vzeta kot danost.

V prihodnje bo stopnja varčevanja gospodinjstva kratkoročno verjetno ostala visoka, pozneje pa naj bi se znižala pod sedanjo raven. Medtem ko bodo ključni dejavniki (vse višji realni dohodek, visoke realne obrestne mere in spodbude k obnovitvi realnega premoženja) verjetno vztrajali nekaj časa, se pričakuje, da bo stopnja varčevanja kratkoročno ostala visoka, čeprav nekoliko nižja od zadnje najvišje vrednosti, kar je deloma posledica umirjanja obrestnih mer. Pričakuje se, da bo verjetni upad stopnje varčevanja skupaj z nadaljnjo močno rastjo realnega dohodka od dela spodbudil zasebno potrošnjo.

¹² Glej okvir z naslovom »Zakaj so gospodinjstva v euroobmočju še vedno pesimistična in kakšne so posledice za zasebno potrošnjo?«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2024.

¹³ Še en dejavnik, ki ni vključen v model in bi lahko prispeval k zadnji visoki stopnji varčevanja, je povezan z visoko stopnjo negotovosti glede dolgoročnejših ekonomskih politik. Glej okvir z naslovom »Ekonomski signali na podlagi meril negotovosti« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Prenos denarne politike na inflacijo v skupini blaga in v skupini storitev: podroben pogled

Pripravili Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka in Catalina Martínez Hernández

Denarna politika vpliva na cene življenjskih potrebščin prek več kanalov, medtem ko se hitrost in velikost tega vpliva razlikuje po kategorijah potrošnje.

Skokovit porast inflacije po pandemiji je bil posledica kombinacije šokov, ki so bili do tedaj brez primere, vključno z motnjami v dobavnih verigah, energetskimi šoki in zavrtim povpraševanjem, potem ko se je gospodarstvo začelo ponovno odpirati. ECB se je odločno odzvala tako, da je odpravila spodbujevalno naravnano denarno politiko, ki je gospodarstvo podpirala med pandemijo, in jo premaknila v restriktivno območje. Vsesplošni proces dezinflacije, ki je sledil, je odražal popuščanje ponudbenih šokov ter učinkovitost politike strmega in odločnega zviševanja obrestnih mer. Obenem je proces dezinflacije spremljala vztrajna dinamika osnovne inflacije – ta je opredeljena kot harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin brez energentov in hrane (HICPX). V tem okvirju analiziramo razlike v prenosu šokov denarne politike na inflacijo v euroobmočju s poudarkom na različnem odzivanju posameznih cen proizvodov in storitev, vključenih v indeks HICPX. Če se osredotočimo na ta indeks, dobimo veliko informacij o gibanju tiste komponente inflacije, ki naj bi običajno zajemala vztrajnejšo dinamiko.

Ocena prenosa denarne politike v dezagregirane cene lahko dopolnjuje standardne analize agregirane inflacije. V tem okvirju je ocenjen vpliv šokov denarne politike na cene vsake od 72 postavk iz klasifikacije COICOP-4 v košarici indeksa HICPX.¹ Na podlagi ocene, ki temelji na Bayesovih vektorskih avtoregresivnih modelih (BVAR) za posamezne postavke,² so postavke v skupini blaga in v skupini storitev razvrščene v tri kategorije občutljivosti glede na svojo odzivnost na šoke denarne politike v triletnem obdobju: (i) zelo občutljive, (ii) zmerno občutljive in (iii) neobčutljive.^{3,4} Na ta način je mogoče oceniti, katere postavke iz košarice osnovne inflacije se na šoke denarne politike odzivajo močno in katere se

¹ S klasifikacijo individualne potrošnje gospodinjstev po namenu (COICOP) so postavke iz potrošniške košarice v vseh državah standardizirane. Štirimestna klasifikacija v euroobmočju vključuje 93 kategorij cen. Več podrobnosti je na voljo na [spletnem mestu Eurostata](#).

² Na podlagi Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. in Martínez Hernández, C., »[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)«, *Working Paper Series*, št. 3003, ECB, Frankfurt na Majni, 2024. Pri oceni se uporabljajo Bayesovi vektorski avtoregresivni modeli (BVAR) za posamezne postavke z vrsto makrofinančnih kontrol. Vzorec se razlikuje po postavkah in zajema obdobje od začetka 2000-ih let do septembra 2023. Šoki denarne politike so opredeljeni kot v Jarocinski, M. in Karadi, P., »[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, letnik 12, št. 2(2), 2020, str. 1–43. Šoki so bili aktualizirani na podlagi zbirke podatkov o presenečenjih iz Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. in Ragusa, G., »[Measuring euro area monetary policy](#)«, *Journal of Monetary Economics*, zvezek 108, 2019, str. 162–179.

³ Postavke, katerih cenovni odziv je v obdobju 36 mesecev od šoka vsaj tri zaporedne mesece negativen in statistično značilen, se razvrstijo kot občutljive na šoke denarne politike. Preostale postavke se razvrstijo kot neobčutljive. Občutljive postavke so dodatno razdeljene na »zelo« in »zmerno« občutljive, odvisno od tega, ali je njihov najbolj negativen odziv višji (zmerno občutljive) ali nižji (zelo občutljive) od mediane odziva vseh občutljivih postavk.

⁴ Podobna razvrstitev potrošnje, cen in prihodkov v ZDA je v Andreolli, M., Rickard, N. in Surico, P., »[Non-Essential Business-Cycles](#)«, *NBER Working Paper*, 2024.

odzivajo hitro ali šele z dolgim zamikom. Takšne informacije so dragocene za pojasnjevanje prenosa denarne politike na agregirano inflacijo v euroobmočju.

V kategoriji industrijskih proizvodov razen energentov je več postavk, ki so razvrščene kot občutljive na denarno politiko, kot v kategoriji storitev.

Postavke, ki so zelo ali zmerno občutljive na denarno politiko, predstavljajo 33% košarice indeksa HICPX v euroobmočju, pri čemer jih je večji delež iz skupine industrijskih proizvodov razen energentov (44%) kot iz skupine storitev (26%).⁵ Na splošno je kategorija občutljivih postavk (ki združuje zelo in zmerno občutljive postavke) sestavljena iz kombinacije trajnih, poltrajnih in netrajnih proizvodov, medtem ko so občutljive storitve večinoma povezane z rekreacijo in prevozom. Graf A ponazarja največji vpliv šokov denarne politike na izbrane posamezne postavke, ki so opredeljene kot zelo občutljive. Na splošno obstajajo občutne razlike v intenzivnosti prenosa denarne politike na posamezne postavke v tej kategoriji. V povprečju je pri zelo občutljivih postavkah, prikazanih v grafu A, največji vpliv denarne politike na cene nekoliko izrazitejši pri storitvah kot pri industrijskih proizvodih razen energentov. Pri postavkah storitev je največji vpliv najizrazitejši pri postavki »zračni potniški prevoz«, ki ji sledita postavki »kombinirani potniški prevoz« in »počitniški paketi«. Med postavkami iz skupine industrijskih proizvodov razen energentov je najizrazitejši pri postavki »nosilci zvoka in slike«, ki ji sledita postavki »motorna vozila« in »materiali za oblačila«. Vpliv šokov denarne politike je močnejši na nekatere zelo občutljive storitve kot na zelo občutljive postavke iz skupine industrijskih proizvodov razen energentov, kar bi bilo mogoče pojasniti z diskrecijsko naravo teh storitev, ki je povezana s prostim časom.⁶

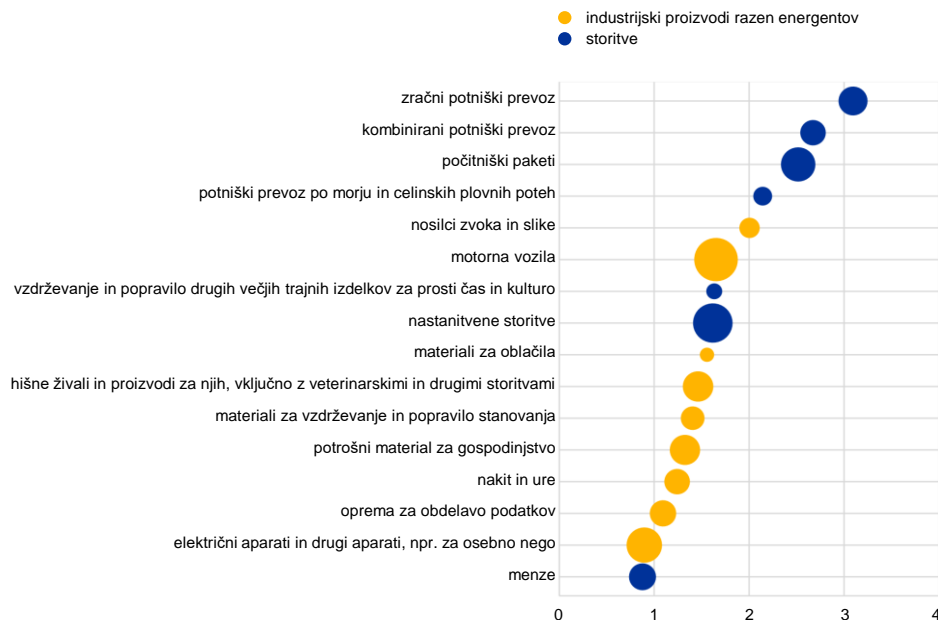
⁵ Gledano v celoti postavke, razvrščene kot občutljive na šoke denarne politike, prispevajo približno eno tretjino dinamike indeksa HICPX ter so enakomerno porazdeljene med industrijske proizvode razen energentov (50,1%) in storitve (49,9%).

⁶ V literaturi je dokumentirana velika občutljivost potrošniških cen energentov na šoke denarne politike. Glej na primer Ampudia, M., Ehrmann, M. in Strasser, G., »[The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#)«, *BIS Working Paper*, št. 1124, september 2023.

Graf A

Največji vpliv denarne politike na zelo občutljive postavke

(os x: največja kumulativna sprememba v odstotkih; velikost krogecev: utež postavke v indeksu HICPX)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Krogeci ponazarjajo največji vpliv na postavke, ki so najbolj odzivne na šoke denarne politike v triletnem obdobju. Rezultati temeljijo na mediani posteriorne porazdelitve impulznih odzivov, normaliziranih na zvišanje donosnosti 1-letnih nemških državnih obveznic za 25 bazičnih točk. Velikost krogecev je povezana z utežjo posamezne postavke v indeksu HICPX in temelji na utežeh potrošnje za leto 2024.

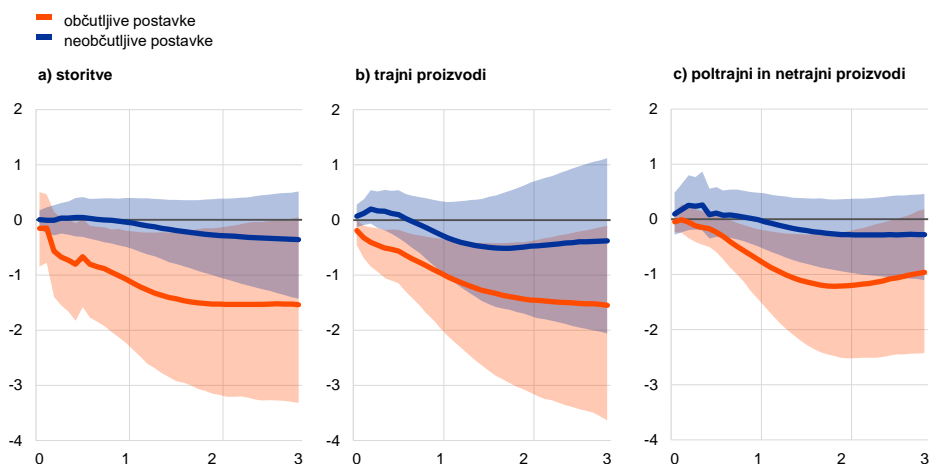
Denarna politika podobno močno vpliva na postavke blaga in storitev, ki so razvrščene kot občutljive. Na grafu B je prikazana primerjava impulznih odzivov občutljivih in neobčutljivih postavk na šok denarne politike v višini 25 bazičnih točk.⁷ Kljub prekrivanju razponov verodostojnosti pri obeh skupinah so impulzni odzivi občutljivih postavk bolj očitno skoncentrirani v negativnih vrednostih in se razlikujejo od nič na podlagi 68-odstotnega razpona verodostojnosti. Po približno 20 mesecih se ob šoku zaradi zaostritve denarne politike za 25 bazičnih točk zmanjša kumulativna sprememba cen občutljivih storitev in občutljivih trajnih proizvodov za okrog 1,5 odstotne točke. Poleg tega je odziv trajnih proizvodov močnejši od odziva postavk poltrajnih in netrajnih proizvodov, kar je v skladu s predhodnimi ugotovitvami.

⁷ Proizvodi so dodatno ločeni še na trajne in druge proizvode, in sicer na podlagi več študij, ki dokumentirajo, kako je trošenje za trajne proizvode običajno bolj ciklično in bolj odzivno na spremembe denarne politike kot trošenje za netrajne proizvode ali storitve. Glej na primer Dedola, L. in Lippi, F., »The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries«, *European Economic Review*, letnik 49(6), 2005, str. 1543–1569.

Graf B

Odzivi občutljivih in neobčutljivih agregatov industrijskih proizvodov razen energentov in storitev na šoke denarne politike

(os x: leta; os y: kumulativne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Črte ponazarjajo mediano posteriorne porazdelitve impulznih odzivov, medtem ko osenčena področja označujejo 68-odstotni razpon verodostojnosti. Impulzni odzivi so normalizirani na zvišanje donosnosti 1-letnih nemških državnih obveznic za 25 bazičnih točk

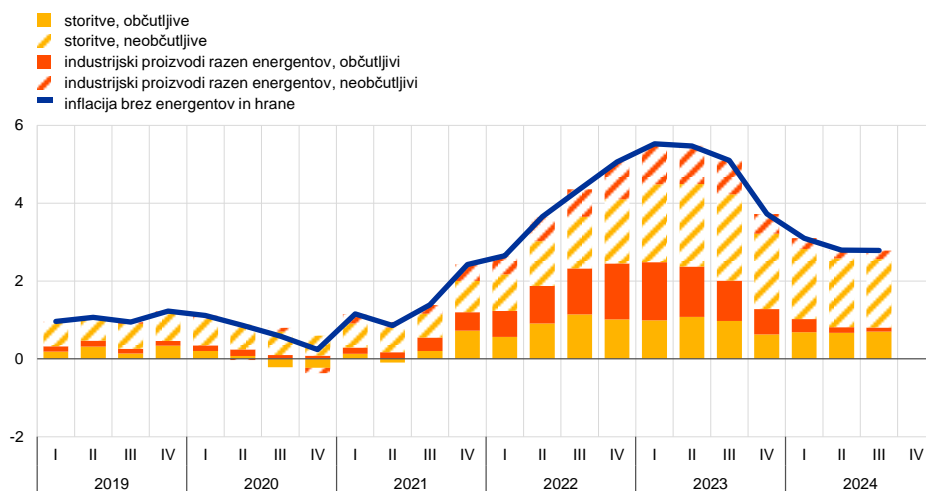
Odkar je osnovna inflacija dosegla najvišjo vrednost, se je stopnja inflacije v postavkah, razvrščenih kot občutljivih na denarno politiko, znižala bolj kot stopnja inflacije v neobčutljivih postavkah. Inflacija brez energentov in hrane je najvišjo vrednost dosegla marca 2023 (5,7%), pri čemer so k skupni vrednosti precej prispevale tako občutljive kot tudi neobčutljive postavke (občutljive postavke so predstavljale okrog 2,6 odstotne točke – graf C). Od takrat se je vpliv restriktivne denarne politike skupaj s popuščanjem izrednih šokov postopoma prelival v cene, predvsem pri občutljivih postavkah. Najnovejši podatki kažejo izrazito zmanjšanje prispevka občutljivih postavk, ki so oktobra 2024 predstavljale le 0,8 odstotne točke inflacije brez energentov in hrane, ki je znašala 2,7%. Zato so k osnovni inflaciji največ prispevale neobčutljive postavke, predvsem neobčutljive storitve, kot so na primer najemnine, zdravstvene storitve in nekatere postavke zavarovanja.⁸ Ko je bila najvišja, so k 5,7-odstotni inflaciji brez energentov in hrane neobčutljive storitve prispevale 2,1 odstotne točke, medtem ko najnovejši podatki kažejo na prispevek v višini 1,7 odstotne točke, kar predstavlja skoraj dve tretjini nedavnega gibanja inflacije brez energentov in hrane.

⁸ V zvezi s tem se 20 od 28 postavk, razvrščenih kot postavke, ki se odzivajo počasneje, prekriva z našo razvrstitvijo postavk, ki niso občutljive na denarno politiko. Glej »The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation«, *Bollettino economico* št. 4, Banca d'Italia, oktober 2023. Primeri takšnih postavk vključujejo najemnine, zdravstvene in zobozdravstvene storitve ter zdravstveno in avtomobilsko zavarovanje.

Graf C

Inflacija brez energentov in hrane tekom časa – razčlenitev na postavke, ki so občutljive in neobčutljive na šoke denarne politike

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2024.

Medtem ko podrobna analiza potrjuje, da v zadnjem času k agregirani inflaciji najbolj prispeva trdovratna inflacija v skupini storitev, analiza obenem izpostavlja tudi razlike znotraj kategorije storitev. Razlike v občutljivosti so dokumentirane ne samo v obeh podskupinah osnovne inflacije (industrijski proizvodi razen energentov in storitve), ampak tudi znotraj vsake kategorije. Čeprav se je večina storitvenih postavk precej počasi odzvala na najnovejši cikel zaostrovanja denarne politike, dezagregirana analiza kaže tudi, da je denarna politika uspešno zavirala zviševanje cen številnih storitvenih postavk, ki so povezane predvsem z rekreacijo in prevoznimi storitvami. Skupaj te ugotovitve kažejo, kako je mogoče s podrobno opredelitvijo postavk, ki se izjemno močno odzivajo, oceniti obseg prenosa na agregirano inflacijo in pravočasno spremljati ta prenos.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 24. julija do 22. oktobra 2024

Pripravila Yannik Schneider in Kristian Tötterman

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 24. julija do 22. oktobra 2024 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej zmanjševala. Zmanjšanje povprečne presežne likvidnosti je bilo posledica zapadlosti devete operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III.9) 25. septembra 2024 ter predčasnih odplačil desete (in zadnje) operacije s strani bank na isti dan. Obseg zagotovljene likvidnosti se je zmanjšal tudi zaradi prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev na začetku julija 2023. Z začetkom julija 2024 so se začela zmanjševati tudi imetja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, saj se plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev zdaj le delno ponovno investirajo. Zmanjšan obseg zagotovljene likvidnosti je delno izravnalo nadaljnje zmanjševanje umikanja likvidnosti z neto avtonomnimi dejavniki, čeprav počasneje kot v prejšnjih obdobjih.

ECB je v skladu z revidiranim operativnim okvirom, kot je bilo napovedano marca 2024, od 18. septembra 2024 zmanjšala razmik med obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja s 50 bazičnih točk na 15 bazičnih točk. Prilagojena je bila tudi obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila, tako da je ostal razmik med obrestno mero za mejno posojilo in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja nespremenjen na ravni 25 bazičnih točk. V obravnavanem obdobju prilagoditve razmika niso občutno vplivale na sodelovanje bank v kreditnih operacijah Eurosistema in na splošno aktivnost na denarnem trgu. Poleg tega zmanjšanje razmika med obrestno mero za mejni depozit in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja na začetku šestega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2024 ni vplivalo na obrestne mere denarnega trga. Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je na nezavarovanem trgu znižala vzporedno s spremembami obrestnih mer denarne politike za 25 bazičnih točk. Tem spremembam so se nemoteno prilagodile tudi repo obrestne mere.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 21,9 milijarde EUR, na 1.462,1 milijarde EUR. To je bilo posledica dejstva, da so se avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti povečali manj kot avtonomni dejavniki zagotavljanja likvidnosti (tabela A). Obvezne rezerve

so se rahlo povečale, in sicer za 0,9 milijarde EUR na 162,5 milijarde EUR, in le mejno vplivale na spremembo skupnih likvidnostnih potreb.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 45 milijard EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov. V povprečju so se drugi neto avtonomni dejavniki povečali za 36,5 milijarde EUR. To je bilo predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja za 49,1 milijarde EUR zaradi višjih cen zlata, katerega likvidnostni učinek je bil odtehtan z višjimi imetji neto tuje aktive, s čimer se je likvidnost povečala. Vloge države so rahlo porasle, in sicer za 0,7 milijarde EUR na 118,4 milijarde EUR. S tem se je prvič zaustavilo vztrajno zmanjševanje vlog države, odkar so spomladi 2022 dosegle najvišjo vrednost (655,2 milijarde EUR). Skupno zmanjšanje je bilo posledica normalizacije gotovinskih rezerv v državnih zakladnicah ter sprememb v obrestovanju vlog države pri Eurosistemu, s čimer je postalo finančno privlačnejše plasirati sredstva na trg. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju povečala za 7,8 milijarde EUR na 1.562,7 milijarde EUR. Povpraševanje po bankovcih ostaja še naprej stabilno, potem ko je julija 2022 doseglo najvišjo vrednost.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 67,7 milijarde EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 53,8 milijarde EUR. Na povečanje neto tuje aktive je skoraj v celoti vplivalo povprečno povečanje vrednosti zlatih rezerv za 49,9 milijarde EUR, kar je mogoče pripisati višjim cenam zlata.¹ Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 13,9 milijarde EUR, kar je posledica zmanjšanja vlog, ki niso povezane z denarno politiko, in povečanja naložb, ki niso povezane z denarno politiko.

¹ Medtem ko so v obravnavanem obdobju večino sprememb na računih prevrednotenja povzročile spremembe cen zlata, računi odražajo tudi tečajna gibanja in nihanja cen vrednostnih papirjev. S tem je mogoče pojasniti, zakaj spremembe na računih prevrednotenja tesno sledijo, vendar niso enake spremembam vrednosti zlatih rezerv.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 24. julij–17. september 2024		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–22. oktober 2024		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.685,6	(+45,0)	2.675,3	(+23,8)	2.702,1	(+26,9)	2.640,6	(+20,8)
Bankovci v obtoku	1.562,7	(+7,8)	1.564,2	(+4,7)	1.560,2	(-4,0)	1.554,9	(+10,3)
Vloge države	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(-2,0)	117,7	(-36,9)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1.024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(-1,0)	5,7	(-1,3)
Obvezne rezerve²⁾	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Odporna ponudba mejnega depozita	3.031,9	(-138,8)	3.058,7	(-54,5)	2.989,1	(-69,6)	3.170,8	(-250,6)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližje 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek računov prevrednotenja, drugih terjatev in obveznosti rezidentov euroobmočja ter kapitala in rezerv.

2) Pojasnjevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 24. julij–17. september 2024		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–22. oktober 2024		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomi dejavniki povečevanja likvidnosti	1.386,2	(+67,7)	1.373,0	(+44,6)	1.407,5	(+34,6)	1.318,6	(+68,3)
Neto tuja aktiva	1.099,2	(+53,8)	1.083,7	(+20,0)	1.123,9	(+40,1)	1.045,4	(+65,8)
Neto aktiva v eurih	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(-5,6)	273,2	(+2,5)
Instrumenti denarne politike	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Operacije odprtega trga	4.500,8	(-159,7)	4.530,5	(-74,4)	4.453,0	(-77,5)	4.660,5	(-299,0)
Kreditne operacije	76,4	(-57,7)	88,5	(-22,1)	56,9	(-31,6)	134,0	(-199,9)
OGR	4,9	(+1,0)	3,0	(-2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(-0,0)
Trimesečne ODR	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
CUODR III	61,9	(-60,6)	76,4	(-21,5)	38,6	(-37,8)	122,5	(-201,2)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.424,4	(-102,1)	4.442,0	(-52,2)	4.396,1	(-45,9)	4.526,5	(-99,0)
Odrpta ponudba mejnega posojila	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližje 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. OGR pomeni operacije glavnega refinanciranja, ODR operacije dolgoročnejšega refinanciranja, CUODR III pa tretjo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

1) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024						Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024	
	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 24. julij–17. september 2024		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september–22. oktober 2024		Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	1.462,1	(-21,9)	1.464,8	(-20,7)	1.457,9	(-6,9)	1.484,0	(-47,1)
Neto avtonomi dejavniki ²⁾	1.299,6	(-22,8)	1.302,6	(-21,0)	1.294,9	(-7,7)	1.322,5	(-47,2)
Presežna likvidnost ³⁾	3.038,6	(-137,9)	3.065,8	(-53,6)	2.995,2	(-70,6)	3.176,5	(-251,8)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližje 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Izračunano kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv.

2) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive. Za namen te tabele so med neto avtonomne dejavnike vključene tudi nepravilne postavke.

3) Izračunano kot seštevek tekočih računov nad obveznimi rezervami in uporabe odrpte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odrpte ponudbe mejnega posojila.

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 24. julij–22. oktober 2024				Prejšnje obravnavano obdobje: 17. april–23. julij 2024			
	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 24. julij– 17. september 2024		Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. september– 22. oktober 2024		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april– 11. junij 2024		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij– 23. julij 2024	
Operacije glavnega refinanciranja	4,25	(+0,00)	3,65	(-0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(-0,25)
Odporna ponudba mejnega posojila	4,50	(+0,00)	3,90	(-0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(-0,25)
Odporna ponudba mejnega depozita	3,75	(+0,00)	3,50	(-0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(-0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(-0,249)	3,907	(-0,00)	3,662	(-0,245)
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,728	(+0,014)	3,493	(-0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(-0,239)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.

Opombe: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. €STR je eurska kratkoročna obrestna mera.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 159,7 milijarde EUR, na 4.500,8 milijarde EUR (graf A). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev in v manjši meri odplačil v okviru kreditnih operacij Eurosistema.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljen s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 57,7 milijarde EUR, na 76,4 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti devete operacije v okviru CUODR III (42,2 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR (5,1 milijarde EUR) 25. septembra. Povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je povečalo za 2,0 milijarde EUR, medtem ko se je obseg operacij glavnega refinanciranja v bilanci stanja Eurosistema povečal za 1,0 milijarde EUR. Razmeroma omejeno sodelovanje bank v rednih operacijah in njihova sposobnost, da velike zneske sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja odplačajo, ne da bi se morale bistveno preusmeriti v redne operacije refinanciranja, sta odraz ugodnega likvidnostnega položaja bank na splošno in razpoložljivosti alternativnih virov financiranja po privlačnih obrestnih merah. V okvirju 7 v tej številki Ekonomskega biltena so podrobno obravnavana odplačila ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja na splošno in vpliv na posojilne pogoje bank ob iztekanju teh operacij.

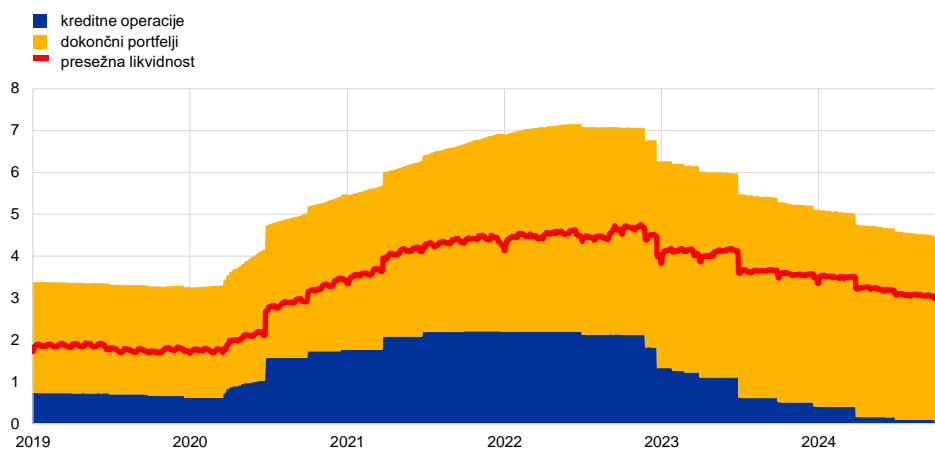
Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 102,1 milijarde EUR, na 4.424,4 milijarde EUR. To je bilo posledica prenehanja ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev od 1. julija 2023

dalje in v manjši meri delnega ponovnega investiranja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji od 1. julija 2024.^{2,3}

Graf A

Spremembe likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 22. oktober 2024.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 137,9 milijarde EUR in znaša 3.038,6 milijarde EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), se je postopoma zmanjševala in proti koncu obravnavanega obdobja padla rahlo pod 3.000 milijard EUR.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju dvakrat znižal vse tri ključne obrestne mere ECB, vključno z obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita (obrestno mero, s katero usmerja naravnost denarne politike), za 25 bazičnih točk, torej skupaj za 50 bazičnih točk. Ob koncu obravnavanega

² Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrtrletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

³ Junija 2024 je Svet ECB potrdil, da bo ECB v drugi polovici leta 2024 plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, le delno ponovno investirala. Svet ECB namerava ponovno investiranje v okviru izrednega programa ob pandemiji v celoti končati ob koncu leta 2024.

obdobja je obrestna mera za mejni depozit znašala 3,25%, za operacije glavnega refinanciranja 3,40% in za mejno posojilo 3,65%.

Skupaj z dvema rezoma obrestnih mer, ki sta sledila zmanjšanju razmika med obrestno mero za mejni depozit in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja, sta se obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja in za mejno posojilo do konca obravnavanega obdobja znižali za 85 bazičnih točk.

Zmanjšanje razmika med obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita in obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja ni bistveno vplivalo na uporabo operacij refinanciranja s strani bank in na aktivnost na denarnem trgu v celoti.

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je odlikavala znižanje obrestnih mer, hkrati pa je ohranjala na splošno stabilen razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 8,3 bazične točke manj kot obrestna mera za mejni depozit, v primerjavi s povprečno 9,0 bazične točke v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. Prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu se je zgodil v celoti in takoj.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je bila še naprej na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Repo obrestna mera je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 1,2 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, v primerjavi s povprečno 4,2 bazične točke v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024. K temu je prispevalo nadaljnje iztekanje dejavnikov, ki so ustvarjali pritiske na znižanje repo obrestnih mer. To je po drugi strani privedlo do zvišanja repo obrestnih mer zaradi dejavnikov, kot so obsežnejše neto izdajanje od začetka leta, sprostitev mobiliziranih instrumentov zavarovanja, zastavljenih v zapadlih/odplačanih ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, in povečana razpoložljivost vrednostnih papirjev, s katerimi se javno trguje, kot posledica zmanjšanja imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Med dejavniki, ki so ustvarjali pritiske na znižanje repo obrestnih mer, je bilo tudi večje povpraševanje vlagateljev s finančnim vzvodom za financiranje dolgih pozicij v obveznicah. Spremembe obrestnih mer denarne politike so se nemoteno prenašale v obrestne mere na zavarovanem denarnem trgu.

Iztekanje tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in posojilni pogoji bank

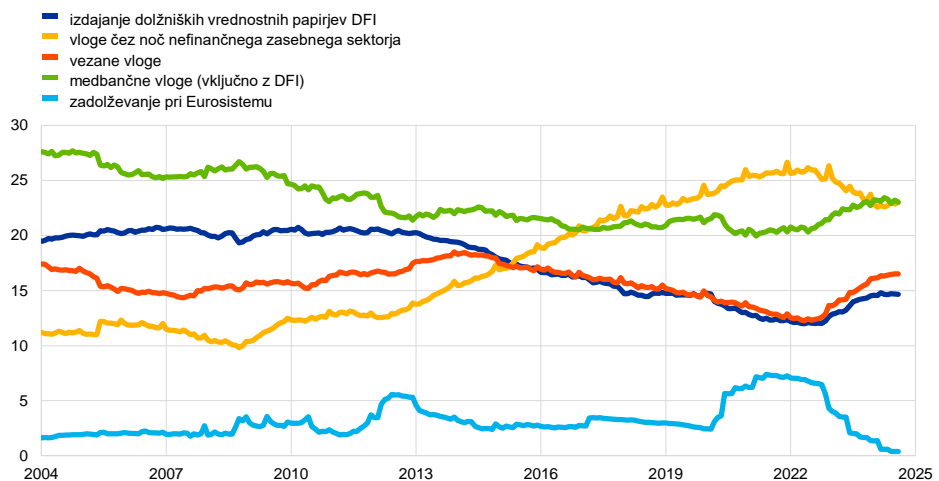
Pripravili Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari in Franziska Maruhn

Od konca leta 2022 do konca leta 2024 so banke v euroobmočju ob zviševanju obrestnih mer odplačale več kot 2 bilijona EUR sredstev, izposojenih v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), s čimer se je zadolževanje pri Eurosistemu zmanjšalo na najnižjo raven doslej. Z dokončnimi odplačili zneskov, izposojenih v okviru CUODR III, in ob višjih obrestnih merah, ki so posledica zadnjega cikla zviševanja ključnih obrestnih mer, se je spremenila sestava bančnih obveznosti. Ker so banke relativno povečale izdajanje vrednostnih papirjev in financiranje z vlogami, se je struktura njihovih obveznosti približala strukturi, ki je prevladovala pred uvedbo operacij CUODR leta 2014 (graf A). Hkrati Eurosistemove operacije refinanciranja zdaj predstavljajo manjši delež financiranja bank kot kdaj koli prej, kar je posledica omejene uporabe kratkoročnejših standardnih operacij refinanciranja, katerih stroški so trenutno precej višji od stroškov alternativnih virov financiranja, in rezultat še vedno obsežnih centralnobančnih rezerv, ki podpirajo likvidnost bank.¹

Graf A

Gibanje sestave obveznosti bank

(v odstotkih glavnih obveznosti)



Viri: ECB (statistika o bilančnih postavkah) in izračuni ECB.

Opombe: Sestava bančnih obveznosti brez kapitala in rezerv, obveznosti do tujine in vlog drugih rezidentov euroobmočja. »DFI« pomeni denarne finančne institucije. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2024.

¹ Standardne operacije refinanciranja vključujejo operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja, pri čemer se tako prve kot druge izvajajo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja.

Zaradi izjemne hitrosti zviševanja ključnih obrestnih mer v kombinaciji s tržnimi pričakovanji, da se bodo obrestne mere tudi v prihodnosti zviševale, so kratkoročnejše operacije refinanciranja pri centralnih bankah postale manj privlačne od alternativnih virov financiranja, kot so vloge in dolgoročnejše obveznice. Možno je, da je bil premik k trenutno razpoložljivim centralnobančnim virom financiranja omejen tudi zaradi njihove precej krajše ročnosti v primerjavi s CUODR III in zaradi regulativnih zahtev, kot sta količnik likvidnostnega kritja in količnik neto stabilnih virov financiranja.² Poleg tega še vedno obsežne centralnobančne rezerve pomenijo, da je potreba bank po uporabi centralnobančnega financiranja za zdaj omejena. Vendar pa bi se lahko ob nadaljnjem zmanjševanju portfeljev ECB, zaradi katerega se še naprej zmanjšuje tudi presežna likvidnost, povpraševanje po centralnobančnem financiranju ponovno povečalo. Ker se zdi, da so posojilni pogoji občutljivi na to, kako se rezerve zagotavljajo bančnemu sistemu, bo vpliv centralnobančne likvidnosti na bančno posredništvo v prihodnosti odločilno odvisen tudi od instrumentov zagotavljanja likvidnosti.³

Rekalibracija operacij CUODR III v oktobru 2022 je povzročila do zdaj najhitrejši in največji upad zadolževanja pri Eurosistemu (graf B) ter okrepila transmisijo ključnih obrestnih mer na posojilne pogoje bank. Operacije CUODR vse od uvedbe leta 2014 podpirajo transmisijo rahljanja denarne politike, tako da s ciljno usmerjenostjo spodbujajo kreditiranje in znižujejo stroške financiranja bank. Tretja serija, ki se je začela izvajati leta 2019, je bila ključno orodje spodbujevalno naravnane denarne politike med pandemijo.⁴ Zaradi nepričakovanega in izjemnega zviševanja inflacije, ki se je začelo leta 2021, je ECB konec leta 2021 začela normalizacijo denarne politike, tako da je prilagodila nakupe vrednostnih papirjev in od sredine leta 2022 začela zviševati ključne obrestne mere, zaradi česar so se pogoji financiranja za gospodarstvo euroobmočja zaostriili. V zvezi s tem je Svet ECB oktobra 2022 rekalibriral CUODR III, da bi okrepil transmisijo višjih ključnih obrestnih mer na posojilne pogoje bank. Tako se je obrestna mera za preostale zneske, izposojene v okviru teh operacij, od 23. novembra 2022 zvišala.⁵ Zaradi višjih

² V primerjavi z operacijami refinanciranja z daljšo ročnostjo zadolževanje prek standardnih operacij refinanciranja (tedenskih operacij glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja) ne velja za stabilno financiranje, kar zadeva količnik neto stabilnih virov financiranja. Kar zadeva količnik likvidnostnega kritja, lahko banke z zadolževanjem prek standardnih operacij refinanciranja povečajo svoja visokokakovostna likvidna sredstva, če kot zavarovanje ne uporabljajo visokokakovostnega likvidnega premoženja. Vendar pa bi se lahko pri tedenskih operacijah glavnega refinanciranja zaradi mehanizma poravnave v zvezi s količnikom likvidnostnega kritja ta pozitivni učinek zmanjšal, kar je odvisno od sestave visokokakovostnih likvidnih sredstev.

³ Glej Altavilla, C., Rostagno, M., in Schumacher, J., »Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation«, *CEPR Discussion Paper*, št. 18581, Centre for Economic Policy Research, november 2023.

⁴ Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) je bila uvedena leta 2019 in bila leta 2020 prilagojena, da bi podprla transmisijo denarne politike med pandemijo COVID-19. Podrobnosti o prilagoditvah CUODR III in vplivu na posojilne pogoje bank med pandemijo so predstavljene v članku z naslovom »TLTRO III and bank lending conditions«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2021.

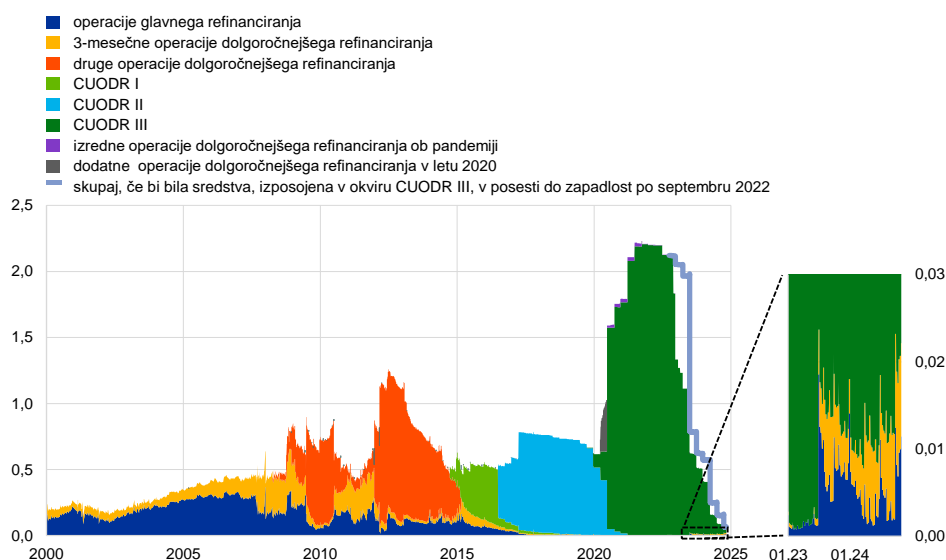
⁵ Prilagoditev CUODR III je vključevala spremembo pogojev obrestovanja vseh nedospelih operacij. Za podrobnosti glej [sklep Sveta ECB z dne 27. oktobra 2022](#) in s tem povezano [sporočilo za javnost](#). Z rekalibracijo se je končna pričakovana povprečna obrestna mera v obdobju trajanja posamezne operacije CUODR ob koncu leta 2022 zvišala za okrog 40 bazičnih točk, k čemur je prispevalo zvišanje obrestne mere za te operacije, ki se uporablja od 23. novembra 2022, za okrog 2 odstotni točki. Razlike med bankami so bile velike in so kazale, pri katerih operacijah je sodelovala posamezna banka, in kakšne so bile uporabljene obrestne mere na podlagi preteklega odobranja posojil.

obrestnih mer v operacijah CUODR so se zvišali oportunitetni stroški financiranja s temi operacijami. Hkrati je bila presežna likvidnost še vedno obsežna, prednosti teh operacij, kar zadeva izpolnjevanje zahtev glede likvidnosti in stabilnih virov financiranja, pa so se zmanjšale, ko so se operacije približale zapadlosti. Zato so ob prvi priložnosti za prostovoljno predčasno odplačilo po rekalibraciji banke novembra 2022 odplačale 296 milijard EUR od stanja v višini 2.113 milijard EUR. Temu so decembra 2022 in v naslednjih šestih mesecih sledila nadaljnja obsežna prostovoljna odplačila. Rekalibracija je tako prispevala k precej zgodnejšemu zmanjšanju obsega operacij CUODR in prispevala k bolj nemotenemu odplačevanju skozi čas, kot če bi banke vsa sredstva, izposojena v okviru teh operacij, obdržale do zapadlosti (prekinjena črta v grafu B).

Graf B

Uporaba Eurosistemovih operacij refinanciranja

(v bilijonih EUR)



Viri: ECB (podatkovna zbirka o tržnih operacijah) in izračuni ECB.

Opombe: CUODR so ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Svetlo modra črta prikazuje hipotetična skupna sredstva, izposojena pri Eurosistemu, ob predpostavki, da so imele banke v posesti do zapadlosti vsa sredstva, izposojena v okviru CUODR III, na dan 30. septembra 2022 (pred rekalibracijo oktobra 2022), in ob predpostavki, da je obseg sredstev, izposojenih v drugih operacijah refinanciranja, ostal enak kot ob izposoji. Zadnji podatki se nanašajo na 31. oktober 2024.

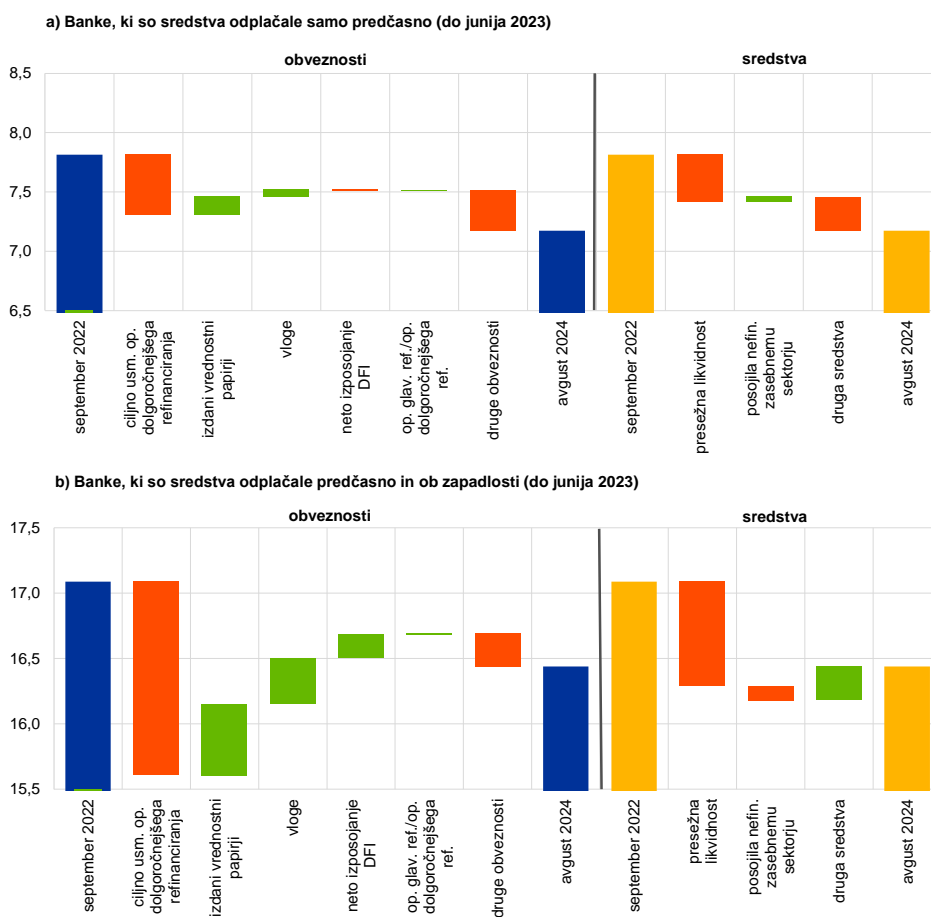
Banke so prilagodile svoje bilance, da bi upoštevale predčasna odplačila v okviru operacij CUODR, pri čemer so nekatere banke bolj uporabljale obstoječo presežno likvidnost, druge pa so dodatna sredstva zbrale na trgih obveznic in prek vlog (graf C). Po rekalibraciji oktobra 2022 je bilo mogoče banke, ki so si izposojale v okviru CUODR III, razdeliti v dve skupini: banke, ki so vsa sredstva, izposojena v okviru CUODR III, odplačale predčasno, in banke, ki so vsaj del izposojenih sredstev odplačale šele ob zapadlosti do junija 2023 (ko je zapadla največja operacija CUODR III). Skupini sta se razlikovali predvsem v tem, koliko sta uporabljali financiranje v okviru CUODR III in koliko presežne likvidnosti sta imeli pred rekalibracijo. Banke, ki so v celoti izkoristile možnost predčasnega odplačila, so imele pred oktobrom 2022 v povprečju skoraj dvakrat toliko presežne likvidnosti kot stanja sredstev, ki so si jih izposodile v okviru CUODR III, medtem ko so banke, ki so izposojena sredstva odplačale tudi ob zapadlosti, imele povprečni znesek presežne

likvidnosti, ki je bil podoben stanju sredstev, izposojenih v okviru CUODR III. Skladno s tem so banke iz prve skupine svojo presežno likvidnost zmanjšale za znesek v višini približno 75% odplačil v okviru operacij CUODR, tako da so uporabljale predvsem obstoječo presežno likvidnost, hkrati pa so zabeležile tudi odliv vlog (graf C, slika a). Nasprotno so banke iz druge skupine, da bi sredstva, izposojena v operacijah CUODR, odplačale ob zapadlosti, zbrale precejšen znesek dodatnih finančnih sredstev, in sicer predvsem prek vrednostnih papirjev, ki so jim sledili prilivi vlog in zadolževanje na medbančnem trgu, svojo presežno likvidnost pa so zmanjšale le za znesek v višini približno 50% svojih odplačil v okviru navedenih operacij (graf C, slika b). Banke iz druge skupine so poleg tega svoje depozitne obrestne mere zvišale bolj kot druge banke, s čimer jim je uspelo ohraniti, do določene mere pa celo povečati celotni obseg vlog, da bi odtehtale nadaljnje zmanjševanje centralnobančne likvidnosti.

Graf C

Spremembe v bilancah stanja bank po rekalkulaciji tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja

(v bilijonih EUR)



Viri: ECB (statistika o posameznih bilančnih postavkah, podatkovna zbirka o tržnih operacijah) in izračuni ECB. Opombe: Grafa prikazujeta gibanje sredstev in obveznosti bank na podlagi podatkov na ravni banke. Rdeči stolpci prikazujejo zmanjšanje, zeleni stolpci pa povečanje obveznosti/sredstev v obdobju od septembra 2022 do avgusta 2024. Modri stolpci prikazujejo skupne obveznosti, rumeni stolpci pa skupna sredstva na začetku/koncu navedenega obdobja. »Neto izposojanje DFI« je razlika med vlogami denarnih finančnih institucij in posojili denarnim finančnim institucijam. Skupna sredstva in obveznosti so prilagojena, da bi se upoštevala izravnava izposojanja DFI. Slika a prikazuje banke, pri katerih so bila vsa odplačila v okviru CUODR III med oktobrom 2022 in junijem 2023 prostovoljna predčasna odplačila. Slika b prikazuje banke, pri katerih so odplačila v okviru CUODR III med oktobrom 2022 in junijem 2023 vključevala prostovoljna predčasna odplačila in odplačila ob zapadlosti.

Zmanjšanje bančne likvidnosti in zvišanje obrestnih mer v operacijah CUODR sta spodbudila banke, da so začele uporabljati dražje vire financiranja, zaradi česar so se posojilni pogoji zaostri. Zaradi odplačil v okviru operacij CUODR, za kar je bila uporabljena obstoječa presežna likvidnost, se je zmanjšala razpoložljiva likvidnost, zaradi premika k drugim obveznostim pa so se povečali stroški financiranja. To je po drugi strani, kot kaže, privedlo do strožjih posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva. Po podatkih iz anket naj bi banke po rekalibraciji izkusile prvi negativni vpliv CUODR III na svoje pogoje financiranja na splošno, kar pomeni, da so manj ugodni pogoji operacij CUODR III dejansko sprožili zaostritev pogojev financiranja bank.⁶ Poleg tega so banke poročale, da je iztekanje CUODR III negativno vplivalo na njihov likvidnostni položaj. To se je pokazalo tudi v nadaljnji zaostritvi kreditnih standardov bank pri vseh kategorijah posojil in v dodatnem rahlo negativnem vplivu na obseg bančnih posojil ob splošnem zmanjšanju ponudbe kreditov zaradi cikla zviševanja ključnih obrestnih mer.⁷ Skladno s tem se je pri bankah, ki so imele za odplačila v okviru CUODR III na voljo manjšo obstoječo presežno likvidnost, od rekalibracije operacij CUODR nekoliko zmanjšal tudi obseg odobrenih posojil (graf C, slika b). Analize, pri katerih je izločen učinek povpraševanja po posojilih in drugih zavajajočih dejavnikov, potrjujejo negativni vpliv rekalibracije navedenih operacij na kreditiranje.⁸ Tako je rekalibracija nadalje vplivala na zviševanje stroškov financiranja bank in posledično zaostrovanje pogojev financiranja. Poleg tega je povzročila, da je bilo odvrčanje od prostovoljnega predčasnega odplačila sredstev, izposojenih v okviru CUODR III, odpravljeno, s čimer je pospešila zmanjševanje bilance stanje Eurosistema in prispevala k splošnemu zaostrovanju denarne politike.

⁶ Glej »[The euro area bank lending survey – First quarter of 2023](#)« in »[The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023](#)«.

⁷ Glej Lane, P. R., »[The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area](#)«, prispevek k panelni razpravi z naslovom »Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy« na gospodarskem simpoziju Federal Reserve Bank of Kansas City, 24. avgust 2024.

⁸ Glej Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S., in Tushteva, N., »Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever«, *Working Paper Series*, ECB, 2024, v pripravi.

Članka

1 Energy shocks, corporate investment and potential implications for future EU competitiveness

Prepared by Pablo Anaya Longaric, Alessandro De Sanctis, Charlotte Grynberg, Vasileios Kostakis and Francesca Vinci

1 Introduction

The surge in energy prices following the unjustified Russian invasion of Ukraine exposed the EU to the largest energy shock since the 1970s. As a key input in virtually any production process, the sharp rise in energy prices not only contributed to a surge in inflation and a loss of purchasing power for households but also to a significant increase in input costs, with ripple effects across all economic sectors.

Shocks that increase the cost of energy can negatively influence economic dynamics not only in the short run but also in the medium to long run through the investment channel. In the short term, higher input costs put downward pressure on production.¹ This can also result in lower investment, with negative consequences for productivity growth in the long term.²

The economic literature has long identified the importance of investment for productivity. Corporate investment, especially in fixed capital and research and development (R&D), is at the heart of productivity growth, which is in turn directly linked to the ability of firms to compete in international markets.³ Productivity improvements reduce the cost of production per unit of output, allowing firms to lower prices and/or increase profit margins. Productivity increases can also enhance export competitiveness, as more productive firms are better positioned to capture and expand their market share.⁴

Energy shocks can also dampen a country's competitiveness through their negative impact on investment and productivity. Following a positive shock to energy costs, compressed profit margins (especially for energy-intensive firms), subdued economic activity, heightened uncertainty and, in some cases, tighter

¹ See Lardic, S. and Mignon, V., "The impact of oil prices on GDP in European countries: An empirical investigation based on asymmetric cointegration", *Energy Policy*, Vol. 34(18), December 2006, pp. 3910-3915.

² Evidence presented in the article entitled "**The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth**", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024, also shows that higher energy prices can lead to a reduction in productivity owing to the reallocation of factors of production within firms away from energy.

³ See Romer, P.M., "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No 5, 1986, pp. 1002-1037; and Romer, P.M., "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No 5, Part 2, 1990, pp. S71-S102.

⁴ See Melitz, M.J., "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, No 6, November 2003, pp. 1695-1725.

financing conditions may reduce investment by firms, paving the way for future competitiveness losses.⁵ This may occur particularly when producers are unable to fully pass on the cost increases to consumers, for instance due to a high price elasticity of demand.⁶

However, energy shocks can also incentivise firms to invest in energy generation and energy-saving projects.⁷ Recent surveys indicate that firms are adapting to the evolving energy landscape by reducing their dependence on traditional energy sources in order to shelter against future energy shocks and secure competitive advantages.⁸ These efforts to reduce the energy bill can lead to an increase in green investment, which can mitigate the overall impact of energy shocks on total investment. However, despite their potential to mitigate future energy shocks (and to reduce future energy prices), green investments may also be adversely affected by the direct and indirect consequences of an increase in energy prices.⁹

This article explores how energy shocks influence investment by European firms, focusing on fixed capital and R&D expenditure. Empirical analysis shows that energy shocks can have a negative impact on corporate investment and thus, potentially, undermine European productivity growth and future competitiveness. The analysis also shows that financially constrained firms and firms in energy-intensive sectors are more affected by energy shocks and respond by cutting investment more than other firms.

From a policy perspective, both national and EU measures are needed to reduce the exposure of the EU to future energy shocks. Further integration of European energy markets and progress in the green transition would contribute to reducing energy prices and strengthening energy supply, making the EU less vulnerable to adverse energy price developments.

2 The European energy mix

The main energy sources used in production in the EU are electricity and natural gas, together with oil and petroleum products. Electricity and natural gas are key inputs, each making up around a third of the EU's industrial energy mix. These are followed by "oil and petroleum products" and "renewables and biofuels" at 11% each (Chart 1, panel a).¹⁰ The industrial energy mix has remained largely

⁵ See Lee, K., Kang, W. and Ratti, R.A., "Oil Price Shocks, Firm Uncertainty, And Investment", *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 15, No S3, November 2011, pp. 416-436.

⁶ See Matzner, A. and Steininger, L., "[Firms' heterogeneous \(and unintended\) investment response to carbon price increases](#)", *Working Paper Series*, No 2958, ECB, July 2024.

⁷ See Hassler, J., Krusell, P. and Olovsson, C., "Directed Technical Change as a Response to Natural Resource Scarcity", *Journal of Political Economy*, Vol. 129, No 11, November 2021, pp. 3039-3072.

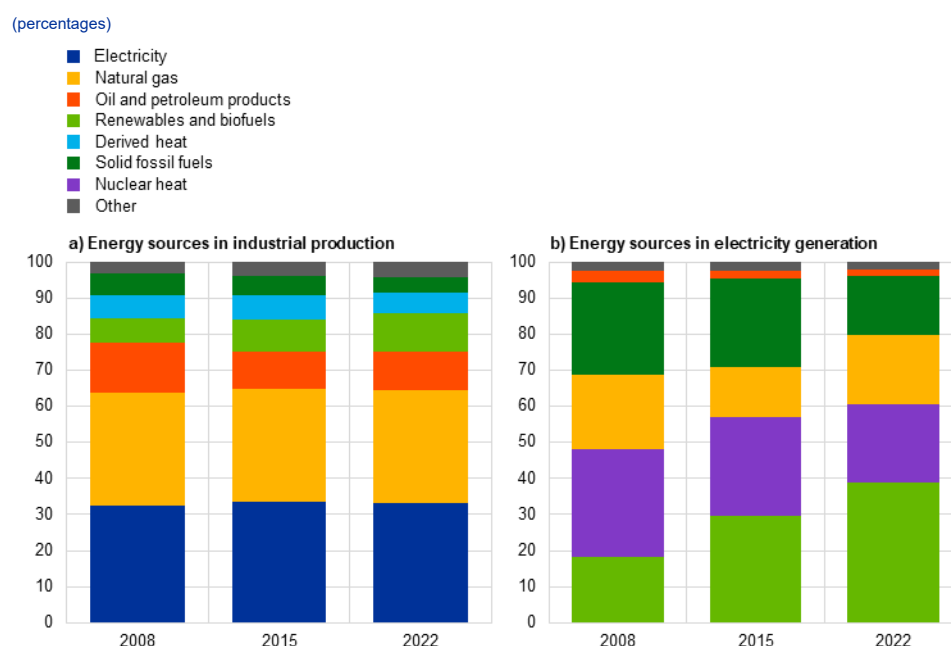
⁸ See "[EIB Investment Survey 2023 – European Union overview](#)", European Investment Bank, October 2023; and "[EIB Investment Survey 2024 – European Union overview](#)", European Investment Bank, October 2024.

⁹ See Bijmens, G., Duprez, C. and Hutchinson, J., "[Obstacles to the greening of energy-intensive industries](#)", *The ECB Blog*, ECB, 17 September 2024.

¹⁰ The oil and petroleum products most commonly used by industry are gas oil and diesel oil, while the renewables and biofuels most commonly used by industry are solid biofuels such as wood.

unchanged over the past 15 years. When considering the energy landscape in which industry operates, it is also relevant to consider how the consumed electricity is generated, as this has a significant impact on its price. While the share of renewables in the EU electricity generation mix is growing, natural gas and other fossil fuels still play an important role (Chart 1, panel b), indirectly increasing their importance in the energy supply of firms.

Chart 1
Energy sources in industrial processes and electricity generation in the EU



Source: Eurostat.
Notes: Annual frequency. Panel a) refers to final consumption in the industrial sector. Panel b) refers to gross electricity generation. Oil and petroleum products exclude the biofuel portion. The category "other" includes manufactured gases, non-renewable waste, oil shale and oil sands, and peat and peat products.

Due to the marginal pricing system, the price of electricity is closely linked to fossil fuels. Electricity prices in short-term markets are determined by the most expensive facility used to generate electricity at any given point in time. In the EU, gas-fired power plants are typically the most expensive way of generating electricity, followed by coal, lignite and nuclear power. Renewables are typically the cheapest, as their variable costs are close to zero. A consequence of this mechanism is that gas often acts as the price-setter even though it generates a relatively low share of the EU's electricity. According to the European Commission, in 2022 gas-fired power plants generated 19% of the EU's electricity but set the price 55% of the time.¹¹

Wholesale energy prices in the EU began rising significantly in the second half of 2021. As the EU imports nearly all the oil and gas it consumes, it is strongly exposed to price fluctuations in global markets, which can be affected by geopolitical developments and production decisions outside of the EU. Wholesale oil and gas prices started to go up in the second half of 2021, in part because of the recovery in

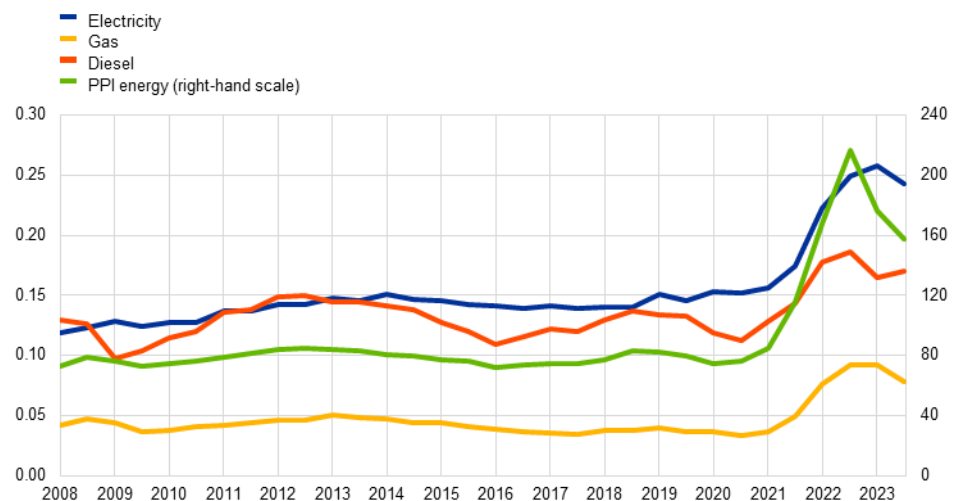
¹¹ See Gasparella, A., Koolen, D. and Zucker, A., "The Merit Order and Price-Setting Dynamics in European Electricity Markets", JRC134300, European Commission, 2023.

economic activity following the pandemic and in part due to constraints in the supply of oil and gas. This was exacerbated by the Russian invasion of Ukraine in 2022, which drove up gas and oil prices further.¹² High gas prices had, in turn, a knock-on effect on electricity prices due to the marginal pricing system.

The spike in wholesale prices had a strong impact on the price of energy for EU industry. Wholesale prices are not transmitted perfectly to retail prices, as the latter are also influenced by factors such as taxation, regulatory frameworks, infrastructure availability, the electricity generation mix and contract structures. From 2021 onwards, many public policy measures were also taken to cushion energy shocks. Nevertheless, Chart 2 shows that the increase in wholesale prices was strongly transmitted to the retail prices paid by EU firms for electricity, natural gas and diesel. This had a significant impact on their production costs, with the producer price index for energy (PPI energy) more than doubling between 2020 and 2022.

Chart 2
Retail energy prices for firms in the EU

(left-hand scale: EUR/kWh; right-hand scale: index: 2021 = 100)



Sources: Eurostat and European Commission Oil Bulletin.

Notes: Frequency is semi-annual. Prices include all taxes and levies. For electricity and gas prices, data refer to medium-sized industrial consumers (band IC for electricity and I3 for gas). Gas prices for Cyprus and Malta are not included because Eurostat does not report the relevant data. As there is no Eurostat indicator for oil prices for non-household consumers, diesel is shown as an example of an oil product commonly used by EU industry, applying a conversion factor of 10 kWh per litre.

These developments spurred an intense policy debate about the EU's dependence on imported energy and on the implications for its competitiveness in the face of energy shocks.¹³ The EU relies significantly on imported energy and is thus more exposed to energy shocks than other major economies, such as the United States.¹⁴

¹² See the article entitled “Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2022; and the article entitled “Geopolitical risk and oil prices”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2023.

¹³ See Draghi, M., “The future of European competitiveness”, September 2024.

¹⁴ For example, in 2022 the EU was reliant on imports for 62.5% of its energy needs. Import dependency was particularly high for natural gas (97.6%) and oil and petroleum products (97.7%). In contrast, the United States was a net energy exporter. See “Energy statistics – an overview”, Eurostat, May 2024; and “U.S. energy facts explained”, US Energy Information Administration, July 2024.

3 The impact of energy shocks on EU corporate investment

While quantifying the effects of energy shocks on investment decisions is challenging, owing to the multitude of transmission channels as well as data limitations, exploring historical patterns can provide useful insights. To pin down the effect of energy shocks on investment, this article employs balance sheet data on publicly listed firms from Standard & Poor's Compustat for the period 1999-2022 and estimates the response of fixed capital and R&D investment using local projections.¹⁵

Energy shocks can originate from different energy sources, and correctly identifying them is a major challenge. The energy crisis of 2022 was triggered by the disruption of natural gas supplies in Europe, which led to an increase in fossil fuel and electricity prices. However, given the historical importance of oil shocks, these have attracted more attention from academic literature than gas shocks, resulting in only a few reliable and readily available measures for the latter.¹⁶ Furthermore, oil accounts for a significant share of energy consumed by the EU industrial sector, and prices of other energy sources, such as gas, are influenced by oil prices. Oil shocks can therefore be a good proxy for energy shocks, albeit with some caveats.¹⁷ One of the most recent methods for identifying and measuring oil shocks concerns oil supply news shocks.¹⁸ These shocks capture shifts in expectations about future oil production and prices rather than immediate disruptions, making them particularly relevant for investment decisions.¹⁹

Oil supply news shocks increase energy prices and reduce aggregate investment. As shown in Chart 3, an oil supply news shock leads to a contemporaneous increase of 7% in oil prices and of 1% in PPI energy.²⁰ Moreover,

¹⁵ Over the period, investment by Compustat firms was on average equivalent to approximately 20% of total gross fixed capital formation and 55% of R&D investment at the European level.

¹⁶ See Hamilton, J.D., "This is what happened to the oil price-macroeconomy relationship", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 38, No 2, October 1966, pp. 215-220; and Raduzzi, R. and Ribba, A., "The macroeconomics outcome of oil shocks in the small Eurozone economies", *The World Economy*, Vol. 43, No 1, January 2020, pp. 191-211.

¹⁷ Until 2015 the oil and gas markets were strongly linked. While they have gradually been decoupling in Europe since 2015, as the degree of indexation of gas contracts to oil prices has decreased, several studies suggest that such decoupling is not structurally complete. See the article entitled "[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)", op. cit.; Szafranek, K. and Rubaszek, M., "Have European natural gas prices decoupled from crude oil prices? Evidence from TVP-VAR analysis", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, Vol. 28, No 3, June 2024, pp. 507-530; and Zhang, D. and Ji, Q., "Further evidence on the debate of oil-gas price decoupling: A long memory approach", *Energy Policy*, Vol. 113, February 2018, pp. 68-75.

¹⁸ See Känzig, D.R., "The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements", *American Economic Review*, Vol. 111, No 4, April 2021, pp. 1092-1125. Känzig proposes a novel method for identifying and quantifying oil supply news shocks by exploiting the high-frequency variation in oil futures prices surrounding OPEC announcements.

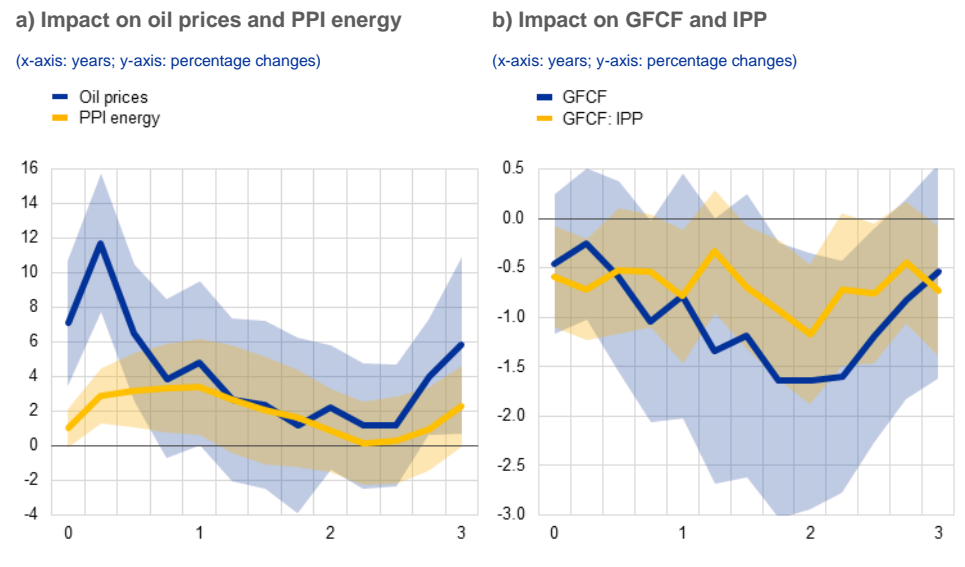
¹⁹ Alternative ways to identify oil supply shocks range from using a narrative shock series to structured vector autoregressions (VARs) identified with sign restrictions. See, for instance, Caldara, D., Cavallo, M. and Iacoviello, M., "Oil price elasticities and oil price fluctuations", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 103(C), May 2019, pp. 1-20; and Kilian, L., "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market", *American Economic Review*, Vol. 99, No 3, June 2009, pp. 1053-1069. However, these measures lack the forward-looking dimension that characterises oil news shocks.

²⁰ The shock is identified using instrumental variables within a VAR; hence it is identified up to sign and scale. To facilitate the interpretation of the results, in the article the oil supply news shock series is normalised to increase PPI energy by 1% on impact, which corresponds to a shock size of slightly above one standard deviation.

total gross fixed capital formation (GFCF) declines immediately after the shock, reaching a trough of -1.5% after two years. Investment in intellectual property products (IPP), which includes R&D, also decreases by 1% two years after the shock.²¹

Chart 3

Impact of oil supply news shocks on aggregate variables



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The panels illustrate local projection estimation results on macroeconomic aggregates. The data for all regressions span the period from the first quarter of 1999 to the third quarter of 2023. For oil prices, the regression specification follows: $\Delta_h Y_{j,t+h} = a^h + \beta_h S_t + \Xi_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{t+h}$. PPI energy (index), GFCF (real 2015 EUR) and IPP (real 2015 EUR) include panel data for EU28 countries and the specification follows $\Delta_h Y_{j,t+h} = a^h + \beta_h S_t + \Xi_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{t+h}$, where $Y_{j,t+h}$ is the outcome variable of interest at horizon h for country j , and $X_{j,t-1}$ includes a set of macroeconomic controls, including the lagged dependent variable. The shock S_t is normalised such that it increases PPI energy by 1% on impact. The solid lines show the estimated impulse responses, while the shaded areas represent 90% confidence intervals based on Newey-West standard errors robust to serial correlation (for oil prices) or Driscoll-Kraay standard errors robust to serial correlation and cross-section dependence.

Consistent with the aggregate evidence, firm-level analysis based on publicly listed firms shows that oil supply news shocks exert downward pressure on investment.²² As shown in panel a) of Chart 4, following an oil supply news shock that increases PPI energy by 1%, capital expenditure of publicly listed firms decreases by 2.9% on impact and 4.1% after one year.²³ R&D expenditure displays a smaller decline of around 0.85% both on impact and one year after the oil shock (Chart 4, panel b). Compared to the aggregate analysis, firm-level results show a larger impact of the shocks on capital expenditure and a similar impact on R&D expenditure. A possible explanation for this discrepancy lies in the sample coverage. In the Compustat sample analysed, R&D expenditure accounts for approximately 60% of aggregate R&D spending on average during the sample period. In contrast, the sample coverage for capital expenditure is only around 20%. This suggests that the firm-level R&D response is likely to be more aligned with the aggregate results than the capital expenditure response. However, the exact nature of the difference in

²¹ IPP pertains to investment in intangible assets, including R&D, software and databases, mineral exploration, and entertainment, literary and artistic originals.

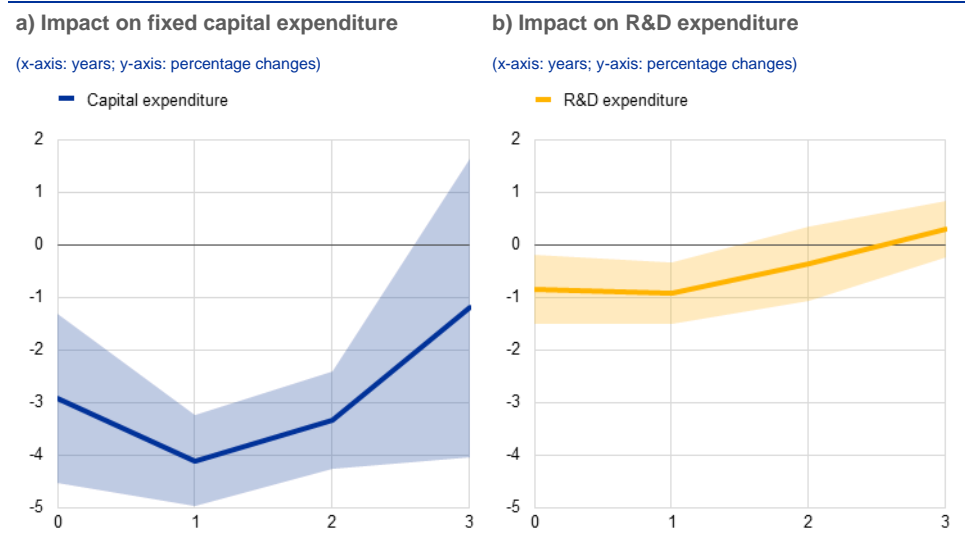
²² The results are robust to the exclusion of the pandemic and the recent energy crisis, namely data after 2020.

²³ Capital expenditure pertains to long-term fixed assets owned by companies and used to produce goods or provide services, including land, buildings, machinery, vehicles and equipment.

terms of capital expenditure is not known beforehand, meaning that the response could be either larger or smaller than the aggregate result. Examining the sectoral coverage reveals that energy-intensive firms are represented more in the firm-level sample than in the aggregated data. Specifically, the capital expenditure of energy-intensive firms makes up about 40% of total capital expenditure in the Compustat sample, whereas it only accounts for 12% in the aggregate data.²⁴ To the extent that energy-intensive firms are more susceptible to energy shocks and hence reduce investment more than non-energy-intensive firms, the firm-level results are consistent with the aggregate findings. This is discussed in more detail in the next paragraph.

Chart 4

Impact of oil supply news shocks on firms' fixed capital and R&D expenditure



Source: ECB calculations.

Notes: Data cover publicly listed firms from Standard and Poor's Compustat Global incorporated in EU28 countries over the period 1999-2022. Financial and utilities sectors are excluded. The econometric specification closely follows Cloyne, J. et al., "Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 21, No 6, 2023, pp. 2586-2634, which uses state-dependent local projections (see Jordà, Ò. and Taylor, A.M., "Local Projections", *NBER Working Paper*, No 32822, August 2024) to estimate the response of corporate investment to a monetary policy shock. We estimate the effects of oil supply news shocks (S) on long-difference percentage changes in firm-level capital and R&D expenditure (Y), accounting for firm characteristics that drive the overall effect: $\Delta_h Y_{i,t+h} = \alpha_i^h + \beta_h S_t + \varepsilon_{ih} X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t+h}$.

The state-dependent local projections extend over a horizon of three years after the oil shock, with firm-level fixed effects and standard errors clustered at the firm and time level following Driscoll-Kraay. Matrix X includes controls for the lagged real assets of the firm, its equity to debt ratio, its liquidity ratio (defined as liquid assets over total liabilities), profit margin, sales growth and the GDP growth of the country where it is located, along with the corresponding central bank policy rate. The shock S_t is normalised such that it increases PPI energy by 1% on impact.

The solid lines show the estimated impulse responses, while the shaded areas show the 90% confidence intervals.

The role played by energy intensity warrants consideration because energy-intensive industries (EIs) are particularly vulnerable to energy shocks owing to their energy needs. EIs include sectors such as chemicals, metals, cement and glass and account for about 45% of electricity, gas and oil used by EU industries,

²⁴ Not every country in the sample reports fixed capital expenditure at NACE 2 level, which is required to distinguish between energy-intensive and non-energy-intensive sectors. Therefore, the figure of 12% is calculated only on the sub-sample of countries for which this information is available, namely: Belgium, Bulgaria, Czech Republic, Denmark, Greece, Cyprus, Latvia, Hungary, Austria, Portugal, Romania, Slovakia, Finland, Sweden, Norway and the United Kingdom.

despite representing less than 4% of EU gross value added in 2021.²⁵ These provide key materials for industries such as construction, the automotive industry and electronics and are important suppliers to sectors driving the green and digital transitions.²⁶ As a result, these are pivotal both to the EU's decarbonisation goals and to its open strategic autonomy. However, European EIs are burdened with electricity prices that are significantly higher than in some other economies, such as the United States, resulting in a competitive disadvantage.²⁷

Financial constraints also play an important role in the investment decisions of firms. Financing conditions have long been recognised in the academic literature as critical enablers of investment, significantly influencing firms' capacity to respond to shocks.²⁸ Survey evidence further indicates that financial constraints frequently emerge as major barriers to investment, particularly during periods of economic uncertainty.²⁹ Measuring financing constraints is challenging, as there is no agreed definition, but balance sheet data can be used to construct relevant estimates. The literature indicates that firms with relatively high debt (defined as a leverage ratio higher than the sample median) that are also of young age can be considered financially constrained.³⁰ High leverage constrains financing because firms with significant debt can be considered riskier, which leads to higher borrowing costs and stricter financing terms, while being a young firm compounds this constraint, as younger firms may lack established credit histories, collateral and proven revenue streams, making lenders more cautious when lending to them and thus limiting the availability of affordable external financing.

The joint occurrence of high energy intensity and financing constraints can amplify the effects of energy shocks. Recent survey data suggest that firms that self-identify as financially constrained are more likely to consider increases in energy costs as an impediment to investment than their non-financially constrained counterparts.³¹ Empirical analysis reveals that financially constrained firms in energy-intensive sectors consistently reduce investment more sharply than other firms after an oil shock. Chart 5 shows the effect on firms, grouped according to energy intensity and financial constraints, of an oil supply news shock that raises PPI energy by 1% on impact. The analysis reveals that all groups reduce investment, but

²⁵ According to the European Commission's [Annual Single Market Report 2021](#), EIs encompass several manufacturing sectors, including wood and wood products (excluding furniture), straw and plaiting materials, paper and paper products, coke and refined petroleum, chemicals and chemical products, rubber and plastic products, other non-metallic mineral products and basic metals.

²⁶ For instance, every €100 of downstream private sector production contains on average €5 of inputs from chemicals, minerals and basic metals (see Draghi, M., *op. cit.*).

²⁷ See [Dashboard for energy prices in the EU and main trading partners 2023](#), European Commission. For example, between 2020 and mid-2022 the retail prices of electricity and natural gas (excluding recoverable taxes and levies) for EU firms were, on average, more than double the prices paid by their US counterparts. The retail price of diesel (including taxes) in the EU was slightly less than double the price in the United States.

²⁸ For an overview, see Cloyne, J., Ferreira, C., Froemel, M. and Surico, P., "Monetary Policy, Corporate Finance, and Investment", *Journal of the European Economic Association*, Vol. 21, No 6, December 2023, pp. 2586-2634.

²⁹ See "[EIB Investment Survey 2024 – European Union overview](#)", *op. cit.*

³⁰ See, for example, Durante, E., Ferrando, A. and Vermeulen, P., "Monetary policy, investment and firm heterogeneity", *European Economic Review*, Vol. 148, 104251, 2022; and Cloyne, J. et al., *op. cit.*

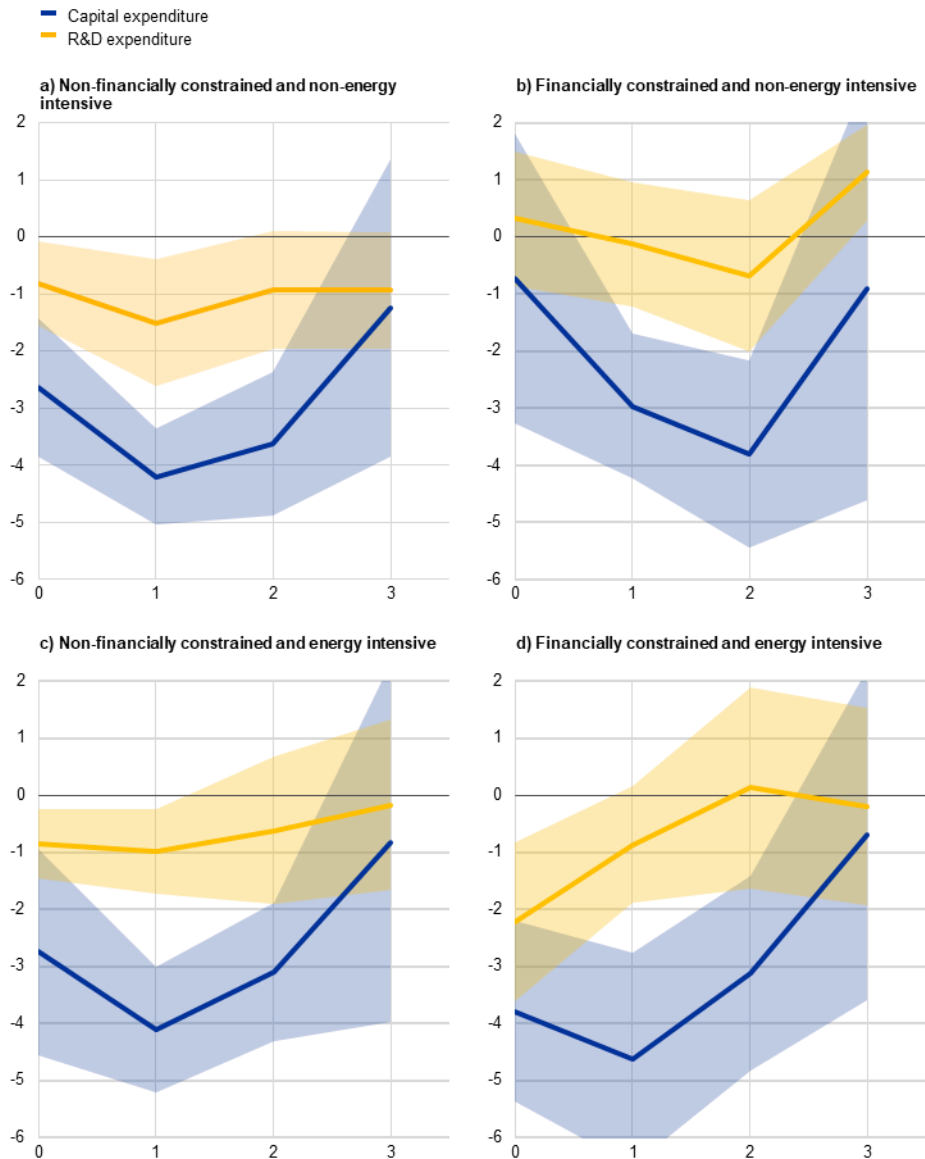
³¹ See "[EIB Investment Survey 2023 – European Union overview](#)", *op. cit.*

being in an energy-intensive sector and being financially constrained amplifies the impact of the shock on both capital and R&D expenditure.³²

Chart 5

Impact of oil supply news shocks on capital and R&D expenditure by firm characteristics (energy intensity and financing constraints)

(x-axis: years; y-axis: percentage changes)



Source: ECB calculations.

Notes: For the econometric specification, see the notes to Chart 4. For the purposes of this analysis, financially constrained firms are those that are less than 20 years old and have a leverage ratio higher than the yearly sample median, which implies that whether a firm is financially constrained or not changes over time. The median was chosen to maximise observations per group, but results are robust to the choice of different thresholds. Energy-intensive firms are firms in NACE 2 sectors defined as EII by the European Commission.

The solid lines show the estimated impulse responses, while the shaded areas show the 90% confidence intervals.

³² The difference between the groups in panels a) and d) in Chart 5 is statistically significant on impact and after one year.

4 Conclusion

The evidence presented in this article suggests that energy shocks tend to decrease investment and innovation in Europe, especially for financially constrained firms in energy-intensive sectors. Publicly listed firms in the EU

reduce investment in response to energy shocks (as proxied by oil shocks). Empirical analysis indicates that a 1% increase in energy prices driven by oil shocks leads to a significant decrease in fixed capital expenditure (-4.1% after one year), while R&D spending drops by almost 1%, showing a more muted impact. Moreover, firms that are financially constrained and energy-intensive experience sharper reductions in investment following an oil price increase.

These findings are in line with a broad body of literature documenting the negative macroeconomic effects of oil shocks and confirm the importance of reducing the EU's vulnerability to such shocks. The EU is heavily reliant on

imported energy, making it more exposed to energy shocks than other major economies. As energy shocks put downward pressure on investment, and to the extent that investment slowdowns can lead to a decline in productivity, the EU is at risk of gradually losing competitiveness. This may threaten not only current but also future prosperity.³³

Policy measures at both national and European level should therefore aim to secure the energy supply of the EU, lower energy prices and mitigate the exposure of firms to future energy shocks. While national interventions are best

suited to address country-specific issues, EU actions should be aimed at tackling shared problems and fostering cross-country collaboration. The Draghi and Letta reports contain several proposals to address these issues.³⁴ These include strengthening joint procurement of gas imports to increase the EU's market power and expanding the use of long-term electricity contracts. The two reports also emphasise that accelerating and simplifying permitting processes, channelling EU funds, and promoting cross-border projects to boost renewable energy production would enhance energy security and reduce energy prices in the medium term. Moreover, the Draghi report suggests targeted support measures for EILs to ensure they remain competitive while contributing to decarbonisation. Finally, advancing the capital markets union could help ease financing constraints for firms, enabling them to invest in improving their energy efficiency. Together, these measures would have the potential to strengthen the resilience of the EU to future shocks and increase its long-term competitiveness.

³³ See Draghi, M., op. cit.

³⁴ See Letta, E., "Much More Than a Market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens", April 2024; and Draghi, M., op. cit.

2 Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024

Prepared by Clémence Berson, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder and Marco Weissler

1 Introduction

In the aftermath of the pandemic, the euro area labour market has shown remarkable resilience. The unemployment rate has remained at record lows and employment has grown steadily despite weak economic growth and various challenges to the economy, such as the energy crisis triggered by Russia's invasion of Ukraine, geopolitical tensions and the subsequent monetary policy tightening. From the fourth quarter of 2021 to the second quarter of 2024, cumulative employment growth (3.3%) outpaced cumulative real GDP growth (2.4%) by 0.9 percentage points. This is remarkable given that both employment and output had fully recovered to their respective pre-pandemic levels by the end of 2021. The resilience of employment has, however, led to a decline in labour productivity growth, measured in terms of average output per employee, which has dipped below its already weak historical trend.

Higher profit margins and lower real wages, together with lower average hours worked per employee, have allowed firms to hire more workers and retain staff during weak economic growth, while increased labour force participation has helped address potential labour shortages. The surge in inflation at the onset of the energy crisis significantly reduced real wages, making hiring less costly for firms. This created incentives for them to favour labour input, given rising prices for energy and intermediate inputs, thereby contributing to resilient labour market dynamics during a period of weak economic growth. Additionally, substantially higher profit margins allowed firms to hire additional workers or maintain their current labour force. Faced with actual, or expected, labour shortages, firms chose to retain their workers, seeing labour hoarding as a less costly option than seeking replacement workers upon recovery from what was regarded as a temporary weak economic environment. Lower average hours worked per employee, amid still robust labour demand, encouraged companies to hire more workers to maintain their overall labour input. Recent survey evidence suggests that labour hoarding was one of the factors behind the decline in average hours worked per employee, with firms reducing working time in response to what they perceived as temporary lower demand. Moreover, sustained labour force growth in the post-pandemic period has incentivised firms to get new workers on board to address actual or expected labour shortages. The labour force participation rate has risen above pre-pandemic levels, driven primarily by transitions from inactivity to employment. Women, older workers, persons with a higher education and foreign workers have contributed the most to this increase. Faced with the possibility of labour shortages, firms hired these

additionally available workers by way of precaution, despite subdued economic activity.

This article closely examines each of these four factors, focusing on labour market dynamics in the euro area as a whole. The favourable aggregate dynamics reveal increasing heterogeneity across sectors, with low productivity sectors driving the aggregated data. While recognising the significant differences at the country level, analysing the euro area labour market at the aggregated level is key to a comprehensive understanding of the real economy and of the choices made by firms and workers that determine price and wage inflation. It also provides the ECB with important insight, which it needs to make effective policy decisions in line with its price stability mandate.

2 Post-pandemic labour market developments

The post-pandemic period was characterised by a remarkably robust labour market in the euro area. The recovery in economic activity following the pandemic was swift and accompanied by strong growth in employment. This stands in contrast to the periods following the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis, which saw slower employment growth despite a rebound in economic activity. By the end of 2021, the number of workers in job retention schemes – a feature of labour markets during the pandemic – came down significantly, pointing to the absence of hysteresis effects in the labour market and of any significant need for major job reallocation in the euro area.¹ Even the slowdown in economic activity following Russia's invasion of Ukraine, and the resulting spike in energy prices, had no visible negative impact on the labour market.

The euro area labour market's performance has been exceptional as compared with changes in output (Chart 1, panel a). The relationship between employment and output growth, known as Okun's law, suggests that employment and GDP developments were broadly aligned in 2022, while a gap emerged in 2023. In the third quarter of 2024, the difference between actual employment and that suggested by GDP growth, rose to nearly 600 thousand workers, or around 0.35% of persons employed. The strong growth in employment in comparison with GDP was supported by firms retaining their workers, facilitated by rising corporate profits, declining real wages and lower average hours worked per person employed, as well as by robust growth in the labour force (Chart 1, panel b).² The fall in the average hours worked reflects the fact that the total hours worked has risen only modestly since late 2019 compared with the increase in the number of persons employed – a development which is discussed in detail in [Section 5](#) of this article.

¹ These patterns have also been observed in the United States; see Consolo, A. and Petroulakis, F., "Did COVID-19 induce a reallocation wave?", *Economica*, Vol. 91, Issue 364, October 2024, pp. 1349-1390. For the euro area, see the article entitled "Hours worked in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

² For a comprehensive review of the concept of labour hoarding, see Biddle, J., "The Cyclical Behavior of Labour Productivity and the Emergence of the Labour Hoarding Concept", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 2, 2014, pp. 197-212.

Strong employment growth and weak GDP dynamics have led to a decline in productivity growth. The slowdown in productivity growth predates the pandemic but has gathered pace since 2022, under the combined effect of various adverse shocks to the euro area.³ Quarter-on-quarter productivity growth turned negative in the fourth quarter of 2022 and has remained well below its pre-pandemic trend since then. On a cumulative basis, it has declined by 1.3% since the fourth quarter of 2021. Recently, however, there have been signs that the fall in labour productivity is slowing, given that quarter-on-quarter growth has been zero or slightly positive since the first quarter of 2024.

The trends for aggregate employment and productivity mask heterogeneity across sectors. While employment growth was most prominent in the construction, public, and professional services sectors, it was weak in the manufacturing sector. Gross value added also developed differently across sectors, as did productivity. Strong growth in employment in the public and construction sectors between the fourth quarter of 2019 and the second quarter of 2024 (8.9% and 7.1% respectively) outpaced that of gross value added (2.3% and 3.0% respectively), leading to a pronounced slowdown in productivity growth in these two sectors. By contrast, information and communication services saw a substantial increase in productivity growth, driven by robust growth in gross value added. For some sectors, changes in productivity growth evolved into two distinct phases: the acute pandemic period, from the fourth quarter of 2019 to the fourth quarter of 2021, and the post-pandemic period after the first quarter of 2022. In the manufacturing sector, for example, cumulative growth in productivity per person and per hour stood at 8.6% and 7.8% respectively during the acute pandemic period. With the spike in energy prices in 2022, however, productivity growth turned negative and cumulative growth in productivity per person and per hour in the post-pandemic period fell to -2.4% and -2.9% respectively. Contact-intensive service sectors, such as the hospitality and food services industries, also saw growth in productivity of 1.6% per person and per hour during the acute pandemic period. While cumulative growth in productivity per person in these sectors remained positive during the post-pandemic period, rising to 1.6%, productivity growth per hour declined by 0.1%.

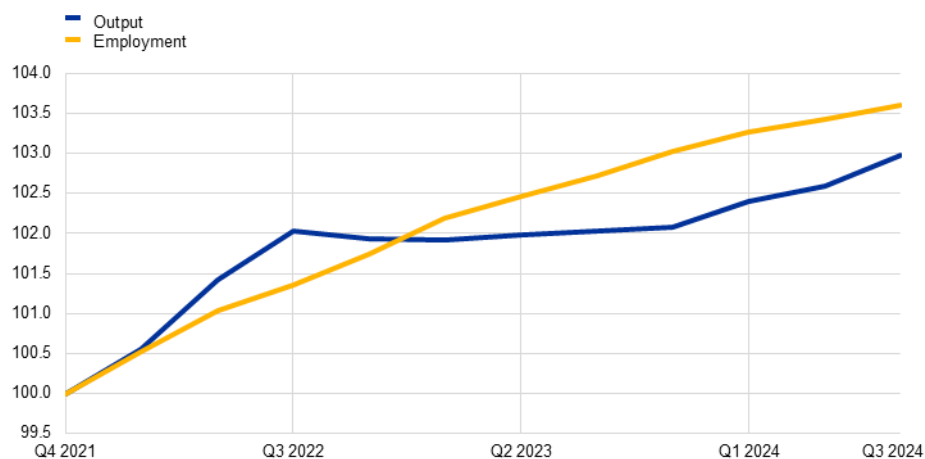
³ See, for example, the article entitled “[The slowdown in euro area productivity in a global context](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2017.

Chart 1

Labour market developments

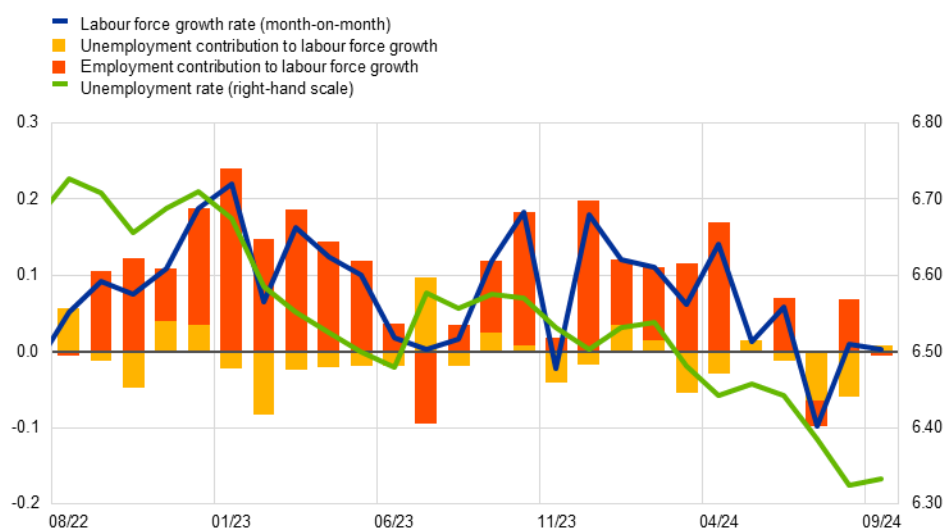
a) Growth in real GDP and employment

(index: Q4 2021 = 100)



b) Growth in the labour force and contributions from employment and unemployment

(contributions and percentages)

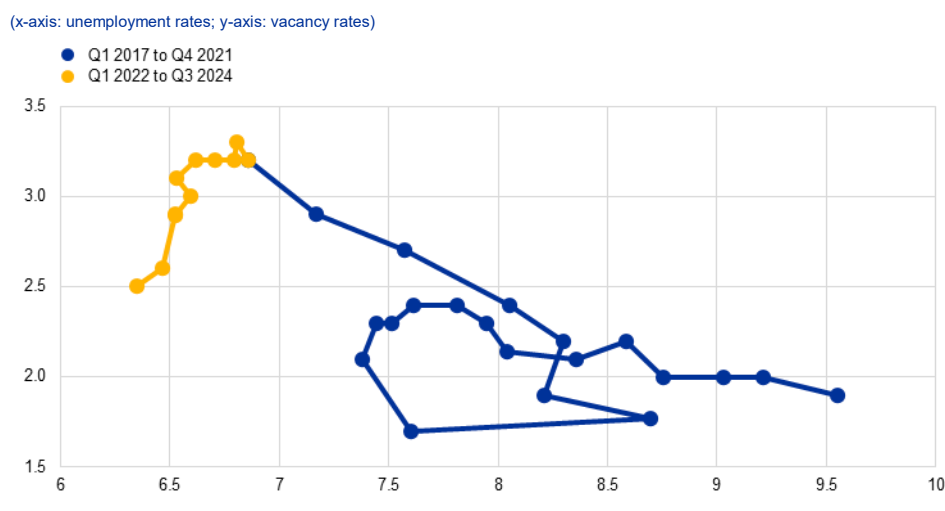


Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for the third quarter of 2024 for growth in real GDP and employment (panel a) and for September 2024 for growth in the labour force (panel b).

The unemployment rate has remained at record lows. In September 2024 the unemployment rate in the euro area stood at 6.3% – the lowest ever to be recorded since the introduction of the euro and 1.1 percentage points below the pre-pandemic level observed in January 2020. The decline in the unemployment rate was broad-based across countries, with some variations. Spain and Italy, for example, experienced the largest reductions in unemployment rates over this period (-2.6 percentage points and -3.5 percentage points respectively), whereas Germany saw a slight rise (+0.3 percentage points). The fall at the euro area level was driven by a slight drop in the number of unemployed, of around 1.3 million persons, coupled with a significant increase in the labour force of 8.6 million compared with January 2020.

Chart 2
The Beveridge curve



Source: Eurostat.
Note: The latest observations are for the third quarter of 2024.

Labour demand has remained robust over the post-pandemic period, albeit it has started to ease more recently. The job vacancy rate spiked at 3.3% in the second quarter of 2022, pointing to a tight labour market, despite a deterioration in matching efficiency as regards job vacancies and job seekers. Since then, this rate has gradually declined, having fallen to 2.5% in the third quarter of 2024 – only 0.2 percentage points higher than its pre-pandemic level. Waning labour demand in recent quarters, coupled with a stable unemployment rate, has resulted in a vertical Beveridge curve and improved efficiency matching (Chart 2 **Chart 2**).

Box 1

Labour market developments in the euro area compared with other advanced economies

Prepared by António Dias da Silva, Ramon Gomez-Salvador, Isabella Moder and Matthias Mohr

The growth rate of total hours worked in the euro area between the first quarter of 2022 and the second quarter of 2024 compares favourably with that of the United Kingdom and of the United States.⁴ From a structural perspective, however, the euro area has a much higher unemployment rate and much lower participation and employment rates than in the United Kingdom and the United States.

Labour input increased by around 3% in the euro area and the United States, but was more contained in the United Kingdom at around 1.5% (Chart A).⁵ Population growth and increases in labour force participation rates were both factors contributing to the rise in hours worked in the euro area and the United States. By contrast, average hours worked declined in the euro area but

⁴ See also the box entitled “The post-pandemic recovery – why is the euro area growing more slowly than the United States?”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024, and the box entitled “Labour productivity growth in the euro area and the United States: short and long-term developments”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

⁵ It should be noted that there is considerable uncertainty surrounding statistics derived from the UK’s Office for National Statistics Labour Force Survey, see the article entitled “Uncertainties around Labour Force Survey data”, *Monetary policy report*, Bank of England, May 2024.

increased in the United States, while the employment rate rose in the euro area and fell in the United States. For the United Kingdom, two key factors pulled down total hours worked: first, a decline in the labour force participation rate and, second, a fall in the employment rate. Conversely, the contribution of population growth was significantly stronger in the United Kingdom than in the euro area or the United States.

Chart A

Labour market contributions to total hours worked

(cumulative percentage changes between Q1 2022 and Q2 2024, and percentage point contributions)



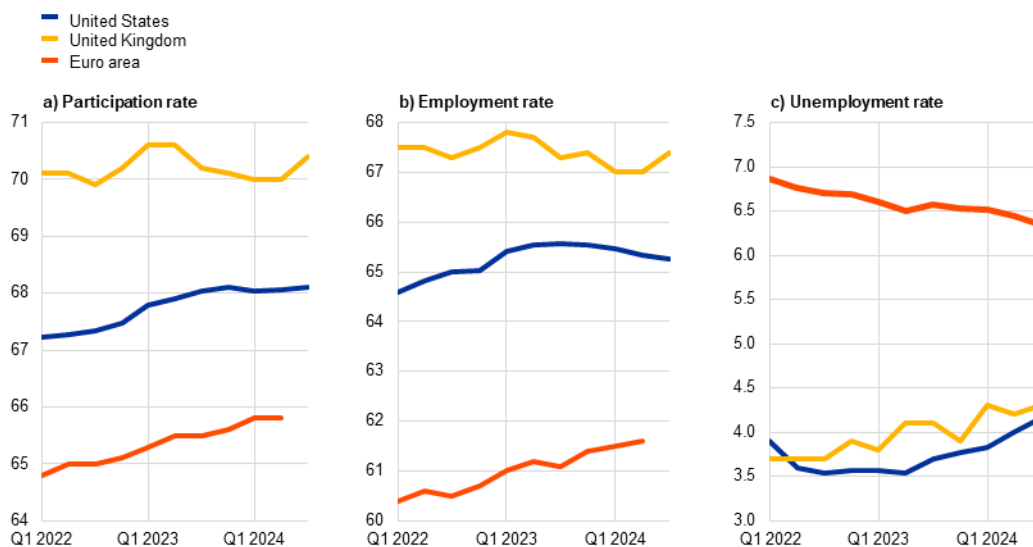
Sources: OECD, Eurostat, UK's Office for National Statistics and US Bureau of Labor Statistics.

Changes in key labour market variables over time show that the labour market in the euro area has remained relatively robust in recent quarters (Chart B). The participation rate in the euro area has continued to increase, albeit at a slower pace in the first half of 2024. The employment rate has been steadily rising, in contrast to the United States, where it has noticeably slowed down, and in the United Kingdom, where it has remained broadly unchanged during this period. While the unemployment rate continues to decline in the euro area, it has begun to rise in both the United Kingdom and the United States.

Chart B

Key labour market variables in the United States, United Kingdom and the euro area

(percentages)



Sources: OECD, Eurostat, UK's Office for National Statistics and US Bureau of Labor Statistics.

Note: The latest observations are for the third quarter of 2024 for the United States and the United Kingdom, for the third quarter of 2024 for the euro area unemployment rate, and for the second quarter of 2024 for the euro area participation rate and employment rate.

Overall, the euro area labour market requires structural improvements if it is to achieve the levels of employment, participation and unemployment observed in the United Kingdom and the United States. Recent developments show that some progress has been made, given that the labour market in the euro area is seeing higher employment and participation rates and a stronger decline in the unemployment rate. However, improvements in the euro area labour market may become more difficult to achieve if weak productivity prevails.

3 The role of factor substitution in explaining employment dynamics

Since the end of the pandemic, growth in employment has significantly exceeded that of economic activity. Historically, based on Okun's law, employment growth typically expands at approximately half the rate of real GDP growth, with Okun's elasticities estimated to range between 0.2 and 0.5. Employment growth has, however, surpassed GDP growth since 2022, with elasticities double the conventional estimates (Chart 3, panel a). This phenomenon mirrors the sluggish productivity trends observed within the euro area.

The initial decrease in real wages at the onset of the energy crisis contributed to the disconnect between employment and output growth. The surge in inflation during the recent energy crisis led to a fall in real wages as nominal wages adjusted with a time lag. Initially, moreover, the decline in real wages outpaced the

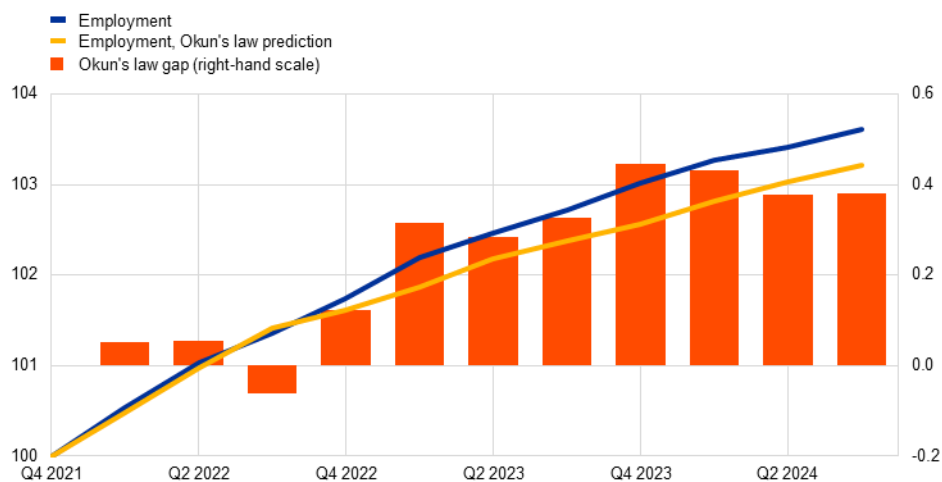
decline in productivity.⁶ This gap between real wages and productivity has supported job creation by incentivising firms to hire, or retain, more workers given that labour input was perceived as being less expensive than other inputs (Chart 3, panel b).

Chart 3

Okun's law, productivity and real wages

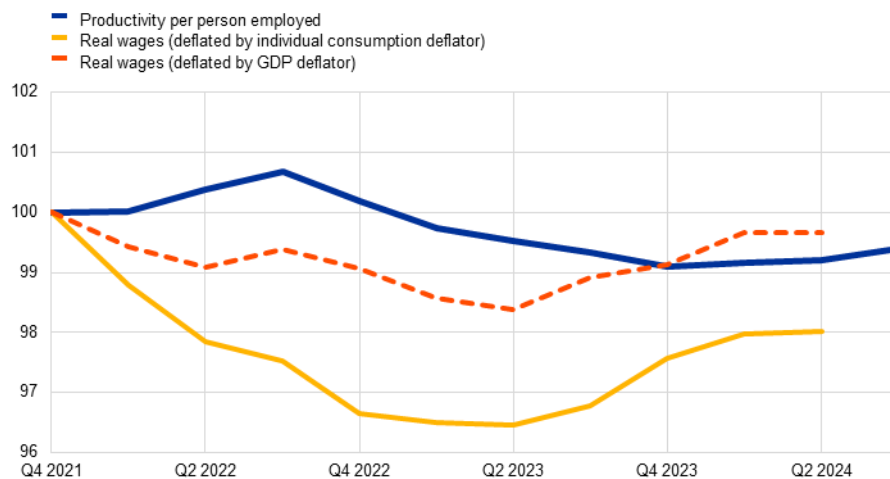
a) Okun's law

(index: Q4 2021 = 100 and percentage points)



b) Productivity and real wages

(index: Q4 2021 = 100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

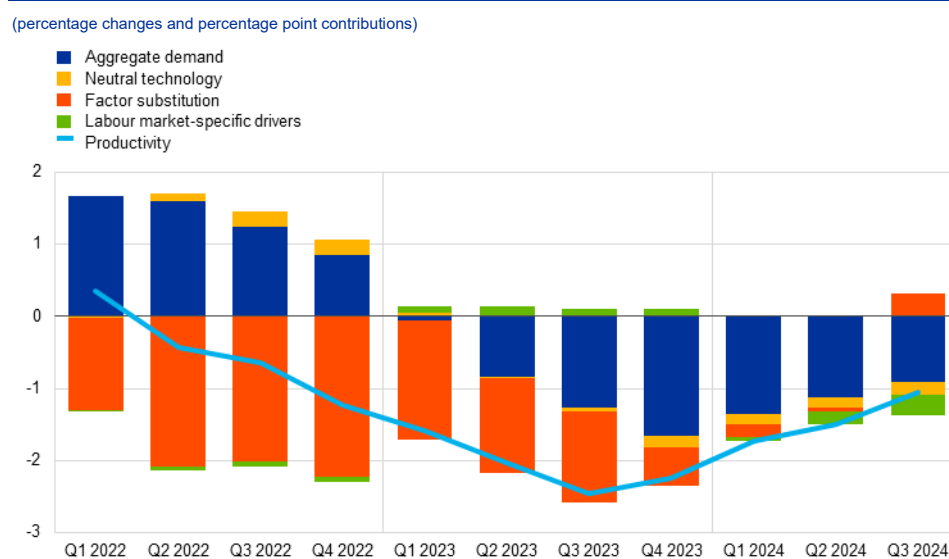
Notes: The latest observations are for the third quarter of 2024, except for real wages for which they are the second quarter of 2024. In panel a), the red bars show the deviations (in percentage points) from Okun's law, estimated as an autoregressive distributed lag (1,1) model on the sample for the period from the first quarter of 1995 to the second quarter of 2024, with dummies to take into account the extraordinary dynamics in the second and third quarters of 2020. Panel b) shows real wages deflated both by the private consumption deflator (in yellow) and by the GDP deflator (in dashed red). Productivity is measured as output per employee.

A key factor behind the decoupling of output and employment, leading to negative productivity growth, is the substitution of production factors. An analysis based on a structural Bayesian vector autoregressive model sheds light on

⁶ The fall in real wages in the aftermath of the energy crisis is visible when nominal wages are deflated by the real GDP deflator (appropriate for a comprehensive analysis of economic activity, as done using a Bayesian vector autoregressive model). It is even starker when nominal wages are deflated by the consumption deflator (to reflect changes in the cost of living).

the key factors underlying the decoupling of output and employment fluctuations, as well as the procyclicality of labour productivity. The model incorporates a factor substitution shock, capturing the direct substitution of labour with other production inputs, such as intermediate goods, energy and capital.⁷ For periods in which there are energy crises and supply chain disruptions, this shock aims to capture the reallocation among inputs following a relative price shock, favouring the cheaper option. When real wages fall compared with other input prices, labour becomes more affordable than energy, capital and intermediate goods, naturally resulting in reallocation and substitution effects. The significance of the factor substitution shock is illustrated by the red bars in Chart 4, showing its substantial impact on productivity growth by driving output down and employment up. Consequently, the model attributes much of the recent productivity decline to cyclical factors. The resilience of the labour market, bolstered by the factor substitution shock, exacerbated this productivity drop. With the dissipation of the factors driving the factor substitution shock, such as the normalisation of energy and intermediate input prices, there has been a modest recovery in productivity.

Chart 4
Historical decomposition of labour productivity



Source: Box entitled "Drivers of employment growth in the euro area after the pandemic: a model-based perspective", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB 2024.
Notes: Productivity is measured as output per employee. The light blue line depicts year-on-year productivity growth in terms of its deviation from the deterministic component. The bars show the percentage point contribution of each shock. The latest observations are for the third quarter of 2024.

Additional drivers sustained employment dynamics amid economic stagnation. Recovering demand supported employment and output growth until early 2023. Since then, weakening demand has led to a sharper slowdown in economic activity compared with employment growth, exacerbating the deviations

⁷ The factor substitution shock is a technological shock, which features a negative conditional correlation between output and employment. The substitution of factors captured by this shock can take place at both firm level – with a change in production inputs – or at the sectoral level – with labour-intensive sectors gaining a share relative to other sectors. For a more detailed description of the model, see the box entitled "Drivers of employment growth in the euro area after the pandemic: a model-based perspective", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024.

from Okun's law (Chart 4, blue bars). A neutral technology shock (Chart 4, yellow bars), indicative of a decline in total factor productivity, exerted a largely negative impact on both output and employment growth, primarily on account of global supply bottlenecks, leaving productivity virtually unaffected. For 2022 the model attributes minimal negative effects to labour market-specific drivers (Chart 4, green bars), such as changes in labour force participation and increased worker bargaining power. These effects were partially reversed in 2023. The catch-up of real wages makes factor substitution less relevant and favours a realignment of employment and output dynamics, as well as a recovery in productivity.

4 The role of profits in labour hoarding in the euro area

Rising profit margins enabled firms to retain their workers for longer than usual, despite falling revenues.⁸ Recent ECB estimates show that higher profit margins have improved the ability of firms to hoard labour in the event of an adverse shock to their economic outlook.⁹ The decision by firms to hoard labour is rational and consistent with long-term profit maximisation goals. Profit maximising firms choose to favour labour hoarding when the costs of redundancies, re-employment or training exceed the costs of worker retention. Increased labour hoarding occurs only when firms expect a temporary decline in demand for their goods or services. If a permanent fall in demand is anticipated, there is no incentive for firms to retain workers, given that their labour input would not be needed.

The ECB labour hoarding indicator has remained above the historical average since the first quarter of 2022 but started to weaken in 2024, primarily on account of lower economic activity.¹⁰ The proportion of euro area firms to hoard workers had been relatively flat, at around 12.2%, until the onset of the pandemic, when it sharply increased from 14.7% in the fourth quarter of 2019 to 26.7% in the first quarter of 2020. The indicator has remained elevated since then, albeit showing some cyclical variations including a second sharp increase when energy prices surged. The labour hoarding indicator weakened during the first half of 2024, decreasing from 22% in the third quarter of 2023 to 16% in the second quarter of

⁸ In the recent ECB Corporate Telephone Survey, around one-third of the respondents agreed that recent profitability had made labour hoarding more affordable. See the box entitled "[Findings from a survey of leading firms on labour market trends and the adoption of generative AI](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2024.

⁹ See the box entitled "[Higher profit margins have helped firms hoard labour](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024. In this article, the increase in profit margins was calculated using firm-level data from the [Survey on the Access to Finance of Enterprises](#) and from the Moody's Orbis dataset on the balance sheets of firms. In this dataset, profit margins are defined as the ratio of a firm's profits before taxes to its operating revenues. The growth in profit margins using firm-level data for 2021-22 is consistent, albeit not directly comparable, with the increase in unit profits recorded at the macro level using aggregated data from the National Accounts. For the macro indicator of unit profits, see the box entitled "[Profit indicators for inflation analysis considering the role of total costs](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2024.

¹⁰ The ECB labour hoarding indicator measures the proportion of firms that did not reduce their number of employees despite facing a deterioration in their firm's economic outlook. This indicator is measured using data from the Survey on the Access to Finance of Enterprises. It is defined as the proportion of firms with a deteriorating outlook that did not reduce their number of employees in the current quarter. The labour hoarding indicator can be broken down into two margins: (i) an activity margin that captures the proportion of firms that face a deterioration in their firm's outlook; and (ii) an employment margin that shows the proportion of firms that reported a deterioration in their outlook but that did not reduce their number of employees.

2024 (Chart 5, panel a). The indicator for the third quarter of 2024 points to a slight cyclical pick-up in labour hoarding, but to levels significantly lower than those at its peak of 27.4% in the third quarter of 2022. The main driver behind the broad weakening of the labour hoarding indicator is the lower activity margin (Chart 5, panel b). Given that this margin depicts the extent to which adverse shocks affect firms' outlooks, this suggests that euro area firms are gradually recovering from the energy price shock. In addition, the employment margin, which reflects the ability of firms to retain their workers while contending with these shocks, has been gradually decreasing, suggesting that the buffers that allowed firms to retain their workforce are dissipating. The employment margin of labour hoarding returned to its pre-pandemic level of 73% in the second quarter of 2024, but fell to 70% in the third quarter, 8 percentage points below its peak of 78% in 2022-23. This suggests that firms that are still being affected by negative shocks now have less scope for retaining their workers than in the past, which could be of relevance given that negotiated wages, and consequently labour costs, have been increasing in 2024.¹¹

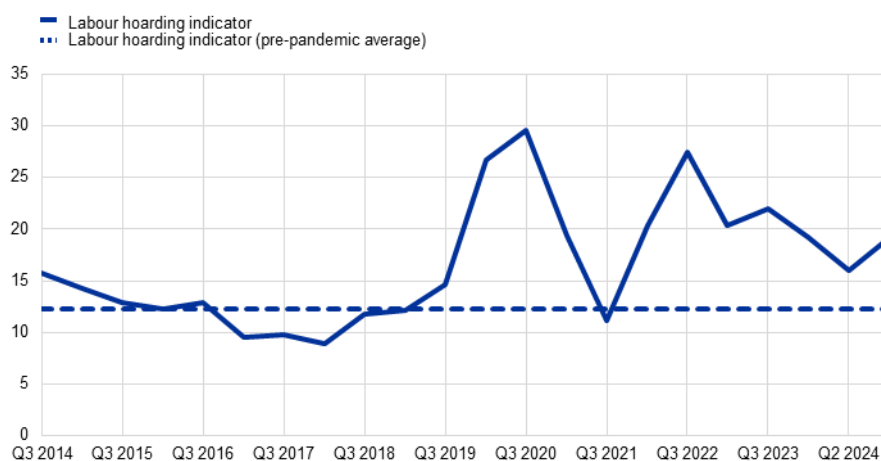
¹¹ See Bing, M., Holton, S, Koester, G. and Roca I Llevadot, M., "[Tracking euro area wages in exceptional times](#)", *The ECB Blog*, ECB, 23 May 2024.

Chart 5

ECB labour hoarding indicator

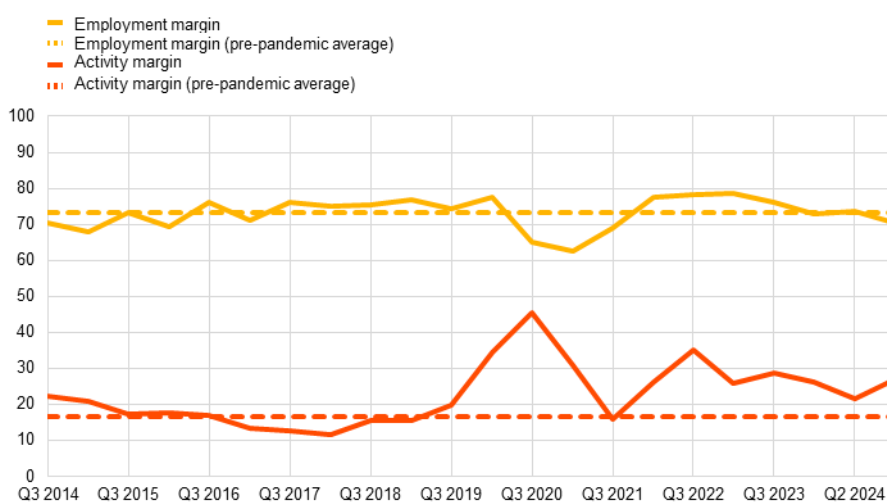
a) Labour hoarding indicator

(percentage of firms)



b) Activity margin and employment margin

(proportion of firms as a percentage)



Source: Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE).

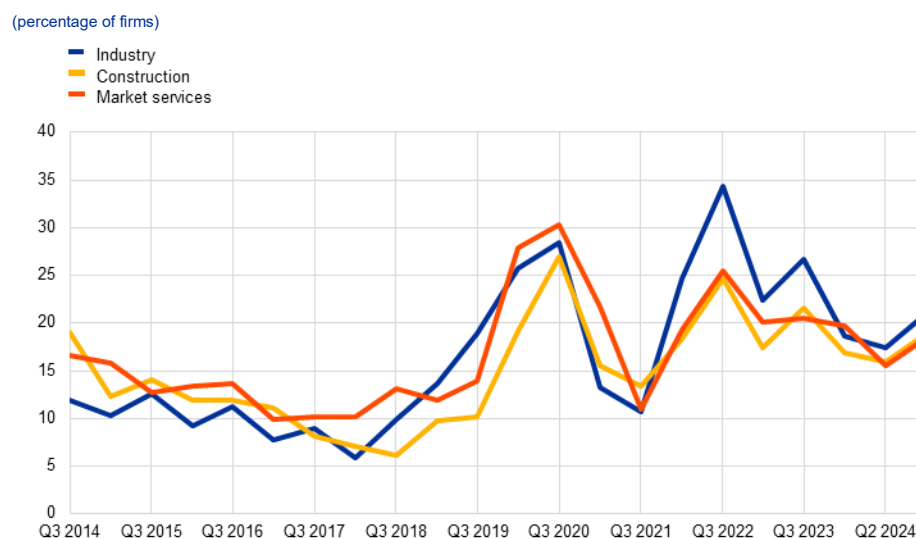
Notes: In panel a), the labour hoarding indicator shows the percentage of firms that did not reduce their workforce despite facing a deterioration in their firm's outlook. In panel b), the activity margin captures the percentage of firms that faced a deterioration in their firm's outlook over the previous six-month period, while the employment margin refers to the percentage of firms that reported a deterioration in their firm's outlook but did not reduce their workforce over that same period. Until the end of 2023, the SAFE waves for the first quarter covered the period from October of one year to March of the subsequent year; the waves for the third quarter covered the period from April to September of the same year. Since 2024 onwards, the SAFE waves have been set at a quarterly frequency. The latest observations are for the third quarter of 2024.

Despite the cyclical increase, the ECB labour hoarding indicator still points to a gradual diminishing of the ability or willingness of firms to retain their workforce, which is broad-based across sectors and particularly strong in market services (Chart 6). The cyclical increase in the labour hoarding indicator in the third quarter of 2024 was common to the industry, construction and market services sectors. This is indicative of an aggregate systemic weakness in the economy that is not being led by any individual sector. While the labour hoarding indicator increased slightly in the third quarter of 2024, the overall trend points to a gradual return to its pre-pandemic levels in all broad sectors of economic activity. In

the third quarter of 2024, the labour hoarding indicator also decreased year on year in all sectors, falling by 5.6 percentage points in industry, by 2.7 percentage points in construction and by 2.0 percentage points in the market services sector as compared with the same quarter in 2023. The decline in labour hoarding observed in the market services sector in the third quarter of 2024 was driven both by a lower activity margin (down by 1.2 percentage points as compared with the third quarter of 2023) and by a narrower employment margin (down by 4.3 percentage points). By contrast, the fall in the activity margin in the industry and construction sectors in the third quarter of 2024 (of around 3.5 percentage points for industry and 1.7 percentage points for construction as compared with the same quarter in 2023) was offset by an increase in the employment margin in both sectors, leading to a smaller decrease in the ECB labour hoarding indicator in these sectors than that which the activity margin would otherwise suggest.

Chart 6

ECB labour hoarding indicator by sector of economic activity



Source: Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE).

Notes: The labour hoarding indicator is the percentage of firms that did not reduce their workforce despite facing a deterioration in their firm's outlook. Until the end of 2023, the SAFE waves for the first quarter covered the period from October of one year to March of the subsequent year; the waves for the third quarter covered the period from April to September of the same year. The latest observations are for the third quarter of 2024.

It is important to continue to monitor the resilience of firms to adverse shocks and their ability to hoard labour when needed.

Euro area firms proved to be highly resilient to the very adverse economic conditions arising from the pandemic-induced lockdowns and the surge in energy prices. The ensuing high profit margins and strong labour hoarding have supported employment growth since the surge in inflation. The expected normalisation of these factors could lead to a gradual deceleration in employment growth over the next few years and may give increasing importance to other channels of adjustment within the euro area labour market, such as changes in labour supply owing to increased workforce participation or cyclical fluctuations in unemployment rates and in labour market transitions from employment into inactivity in the event of a weakness in labour demand.

5 Developments in average hours worked

Average hours worked per employee remained at a relatively lower level following the pandemic, yet helped the labour market to remain resilient in terms of the extensive margin. In the second quarter of 2024, average hours worked were still 1.2% lower than in the fourth quarter of 2019 (Chart 7, panel a), meaning that the average person employed in the euro area worked five hours less per quarter in 2024 compared with before the pandemic. The decline in average hours worked was primarily driven by the public sector and manufacturing (-2.0% and -1.3% respectively), but no sector, other than real estate, has recovered to its pre-pandemic level owing to changes in both labour demand and supply.

Employment growth has remained resilient, despite a slowdown in demand in some sectors and lower average hours worked. Recent evidence provided by the Survey on the Access to Finance of Enterprises and the ECB Corporate Telephone Survey shows that the lower hours worked were, to some extent, also driven by a reduced need for workers. Firms, in particular in the manufacturing sector, reported weaker demand as a key factor for reduced working time. Alongside current demand levels, firms confirmed that labour hoarding was an important factor behind the declining number of hours worked per employee. For firms, the decrease in average hours worked attributable to lower demand therefore had a structural component, owing to difficulties in hiring new workers, but also had a cyclical component that could be expected to disappear as demand rises.

On the labour supply side, lower average hours worked are mainly driven by less overtime and a higher prevalence of persons who did not work in the reference week. Overall, average hours worked in 2022, as measured in the European Union Labour Force Survey, were 0.71 hours per week below their 2019 level.¹² Around one-third of this difference (0.26 hours) was due to a higher proportion of people working zero hours during the reference week compared with before the pandemic (Chart 7, panel b). While this was initially attributable primarily to sick leave during and after the pandemic, more recently, new contract types introduced in France and Spain have increased the frequency of zero hours worked.¹³ Another third of the difference (0.23 hours) was driven by a fall in the number of long hours worked (defined as more than 49 hours per week). Although those working long hours are only a very small percentage of the total workforce, they saw a stark reduction in their working time, reflecting a long-term trend. As regards the last third, average hours worked for the remaining population are 0.22 hours below their pre-pandemic level. This means that a significant proportion of the lower average hours worked is due to a rise in the proportion of zero hours worked and a fall in the proportion of long hours worked.

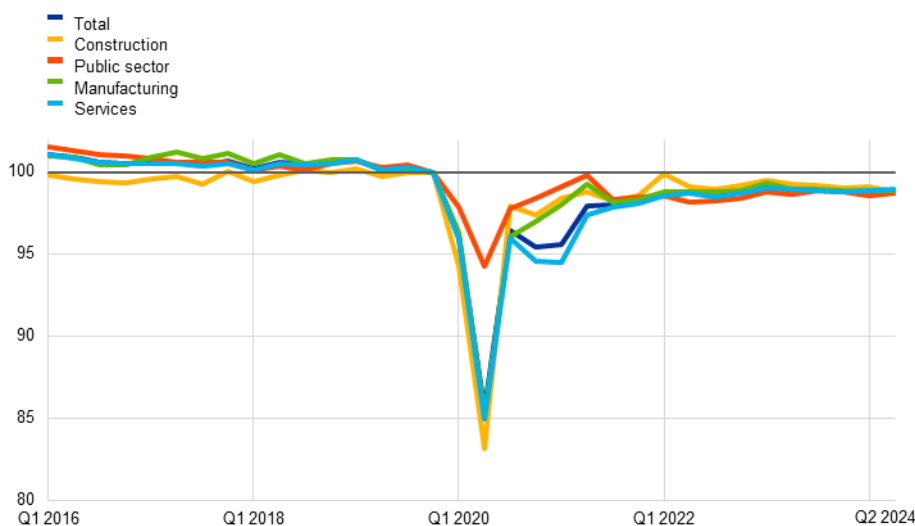
¹² In the European Union Labour Force Survey, the average of “actual hours worked” during a reference week is the closest measure to the average hours worked as defined in the National Accounts.

¹³ In France, this is potentially affected by a higher number of apprentices with frequent school-based training periods, and in Spain by new contract types allowing for spells of non-employment to curb the seasonality of spells of employment. Both might have led to more hiring of workers with lower average hours.

Chart 7 Average hours worked

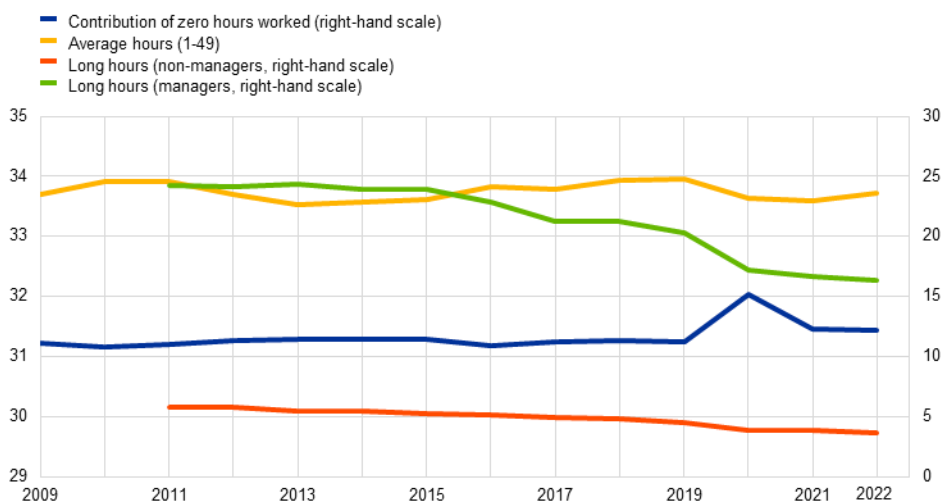
a) Average hours worked by sector

(index, Q4 2019 = 100)



b) Average hours worked and share of employees working zero or long hours

(weekly hours; percentages)



Sources: Eurostat, National Accounts, European Union Labour Force Survey.

Notes: The latest observations are for the second quarter of 2024 (panel a) and for 2022 (panel b). "Long hours" are the percentage of employees who worked more than 49 hours per week. "Average hours (1-49)" are the average weekly hours of employees who worked between 1-49 hours in the past week.

There would seem to have been little change in employees working time preferences following the pandemic, suggesting that there will be no future increase in the number of hours supplied and that these preferences will continue to act as a drag on average hours worked. In line with the fall in average hours worked, the European Union Labour Force Survey shows that the preference for working fewer hours is on a declining trend which was not affected by the pandemic. In 2023, while full-time workers and persons employed in managerial positions had no desire to work more hours, part-time workers and workers in elementary occupations were looking to work more intensively. Given that the lower

hours worked are explained by lower labour demand in certain sectors only, a closure of the gap in hours worked compared with the pre-pandemic level would require an increase in supplied hours worked. However, working time preferences overall suggest only limited support for a rise in average hours worked in the future and therefore limited downward risks for employment growth.

6 Labour force dynamics

The euro area labour force has increased strongly over recent years and remains substantially higher than its pre-pandemic trend, helping firms to address labour shortages. While the pandemic temporarily discouraged participation in the labour market, the labour force participation rate has since recovered and even surpassed its pre-pandemic levels (Chart , panel a). That rate decreased by 2.5 percentage points between the fourth quarter of 2019 and the second quarter of 2020. This reflected a fall in the euro area active working age population of 3.8%, with more than 6 million workers temporarily leaving the labour force during the pandemic according to the data from the European Union Labour Force Survey. Thereafter, the labour force quickly recovered. The labour force participation rate returned to its pre-pandemic level in the fourth quarter of 2021 and by July 2024 the labour force was some 8.6 million above the figure in January 2020, standing 5.3% higher than during the pre-pandemic period. This rate equates to an upwards trajectory of 0.2% per year since 2022, compared with 0.1% between 2009 and 2020.¹⁴ The increased availability of workers may have supported the behaviour of firms in terms of hiring the workers they lacked, or expected to lack, during a period of labour shortages, despite the weak economic environment.

Transitions from inactivity to employment were the main driver of employment growth. The widespread support from job retention schemes helped to contain the flow from employment to inactivity during the pandemic, thereby preventing a larger and more permanent decline in the labour force. While the increase in labour market discouragement following the pandemic was temporary, the recovery followed different paths across different countries. Chart 8, panel a) shows that France, Spain and the Netherlands recovered to their pre-pandemic levels in the third quarter of 2021, while Germany and Italy took longer (second quarter of 2022 and first quarter of 2023 respectively). The pandemic also had a strong impact on teleworking possibilities, increasing the participation of the most impacted groups (women, older workers and workers with a tertiary education).

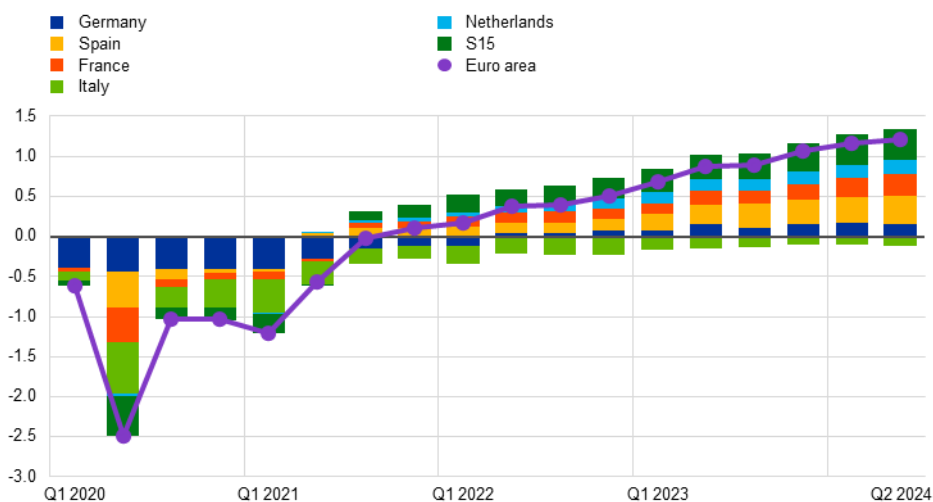
¹⁴ For an earlier take on this topic, see the box entitled “Labour supply development during the COVID-19 pandemic”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB 2021, and Berson, C. and Botelho, B., “Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female”, *The ECB Blog*, ECB, 8 November 2023.

Chart 8

Labour force participation rate

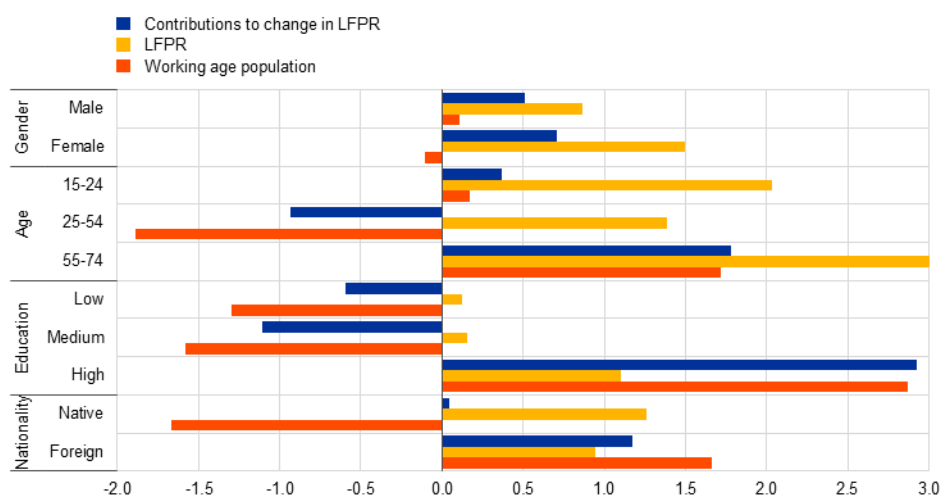
a) Changes in the euro area labour force participation rate since the fourth quarter of 2019 and country contributions

(percentage points)



b) Change in labour force participation rate and working age population shares by sociodemographic characteristics between the fourth quarter of 2019 and the second quarter of 2024

(percentage points)



Sources: Eurostat, European Union Labour Force Survey, Integrated Economic and Social Statistics, and authors' calculations.
Notes: S15 stands for the other 15 countries of the euro area and LFPR stands for labour force participation rate. The latest observations are for the second quarter of 2024.

Compared with the fourth quarter of 2019, the higher labour force participation rate is currently accounted for primarily by women, older workers, workers with a tertiary education and foreign workers (Chart 8, panel b). Across gender groups, men accounted for a 0.5 percentage point increase in the labour force participation rate as compared with its pre-pandemic level, while a 0.7 percentage point rise was attributable to women. As regards age groups, both young and older workers contributed to the higher labour force participation rate, accounting for 0.4 percentage points and 1.8 percentage points respectively, with prime-aged workers

having a downward impact on the labour force participation rate, standing at -0.9 percentage points. With regard to educational level (or skills) groups, those with a tertiary education were responsible for most of the increase in the labour force participation rate, seeing a 2.9 percentage point rise. Conversely, those with a lower level of education contributed negatively to the labour force participation rate, with a fall of 0.6 percentage points, as did workers with a secondary education (medium-skilled workers), down by 1.1 percentage points. In terms of nationality, the contribution of native workers to the rise in the labour force participation rate was insignificant, whereas foreign workers contributed by 1.2 percentage points.

Two factors underlie the increase in the labour force participation rate across sociodemographic groups: (i) the increase in each group's participation rates and (ii) changes in each group's share in the working age population since the onset of the pandemic. Changes in the composition of the working age population are important for quantifying the contributions of each group to the increase in the labour force participation rate. For example, the ageing of the population can be seen from the sharp reduction in prime-aged workers in the working age population and the strong rise in older workers.¹⁵ While the labour force participation rate for prime-aged workers strengthened between the fourth quarter of 2019 and the second quarter of 2024, the sharp decline of this group in the working age population contributed negatively to the overall increase in the labour force participation rate. The same was true for persons with a secondary education. As regards nationality, there was a rise in the working age population for foreign workers in the euro area and a corresponding reduction in the working age population for native workers. Given that both groups saw labour force participation rate increases, their contributions were still positive, albeit around zero for native workers.

7 Survey-based expectations of employment and unemployment

Recent survey results suggest that firms expect employment growth to slow over the near term (Chart 9, panel a). The quarterly Survey on the Access to Finance of Enterprises asks euro area firms about their employment expectations over the coming 12 months. The results of the most recent survey for the third quarter of 2024 suggest that firms were expecting a continued slowdown in their employment growth. Average employment growth expectations in the euro area as indicated by the survey stood at 1% year on year in the third quarter of 2024, down from 1.3% in the second quarter. This is broadly in line with the near-term slowdown in employment growth foreseen in the [December 2024 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area](#). The European Commission's survey-based Employment Expectations Indicator, which captures firms' employment growth expectations for the next three months, also points to muted employment growth expectations. Across sectors, employment growth expectations remain the highest for services and the lowest for the industrial sector. In addition, employment growth

¹⁵ For the impact on public spending and potential output growth, see the box entitled "[Ageing cost projections – new evidence from the 2024 Ageing Report](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

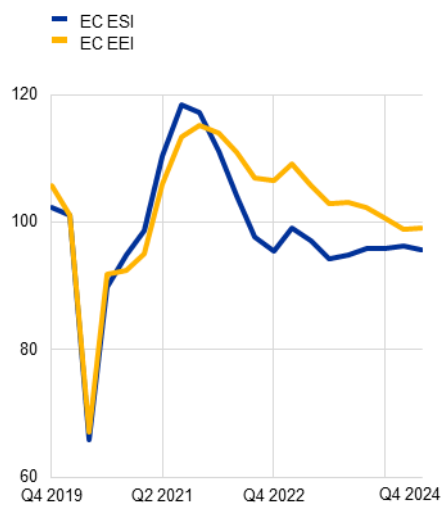
expectations have become more aligned with the European Commission’s Economic Sentiment Indicator (Chart 9, panel a), suggesting that productivity growth will improve. While the two indicators co-moved until the end of 2021, from 2022 onwards employment growth expectations remained consistently higher than economic sentiment, reflecting the lower productivity growth observed during that period.

Chart 9

Expectations of firms, households and professional forecasters

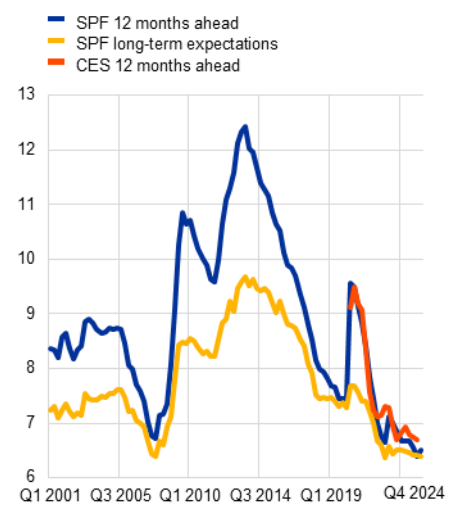
a) Employment growth expectations and economic sentiment of firms

(standardised balance indicator)



b) Unemployment rate expectations of households and professional forecasters

(percentages)



Sources: European Commission Consumer and Business surveys, ECB Survey of Professional Forecasters (SPF) and ECB Consumer Expectations Survey (CES).
 Notes: EC ESI stands for the European Commission Economic Sentiment Indicator and EC EEI for the European Commission Employment Expectations Indicator. CES expectations are demeaned by the deviation of national unemployment rate perceptions from the euro area average unemployment rate. The latest observations are for the fourth quarter of 2024 for the European Commission data (approximated by October values) (panel a), for the third quarter of 2024 for the CES and for the fourth quarter of 2024 for the SPF data (panel b).

The unemployment rate is expected to remain low over the coming quarters.

Following a spike at the outbreak of the pandemic, the unemployment rate expectations of professional forecasters and consumers have fallen steadily. The ECB Survey of Professional Forecasters indicates that the unemployment rate in the euro area is expected to remain stable over the near and long term, and close to its lowest level since the introduction of the euro (Chart 9, panel b). In the latest wave of the survey from the fourth quarter of 2024, the average 12-month ahead forecast stood at 6.5% and the distribution of estimates was roughly balanced around the average. Expectations of the unemployment rate five years ahead were slightly lower, averaging 6.4%. These expectations for the near-term unemployment rate are closely aligned with the average unemployment rate for 2025 of 6.5% foreseen in the [December 2024 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area](#). They are also broadly in line with the expectations of households elicited from the ECB Consumer Expectations Survey. In the most recent wave of this survey,

respondents reported lower unemployment rate expectations than in the previous survey,¹⁶ albeit slightly above those of professional forecasters (Chart 9, panel b).

Overall, survey data suggest a relatively stable labour market looking ahead.

Employment growth is expected to moderate, whereas unemployment is expected to remain low. Employment expectations also seem to be aligning more closely with expectations for economic activity, which suggests a recovery in productivity growth going forward. Survey-based expectations would therefore appear to support a cyclical adjustment in the labour market.

8 Concluding remarks

Labour market resilience is an important determinant in assessing future wage and inflation developments.

By closely monitoring labour market resilience, policymakers can better predict and manage inflation, ensuring sustainable economic growth and stability. The factors determining labour market resilience affect the response of inflation to economic shocks differently. The current resilience in employment has been driven primarily by the labour hoarding tendencies of firms and by the immediate adjustment of real wages in response to the energy crisis. Much of the recent strength observed in the euro area labour market can therefore be attributed largely to cyclical factors, which are generally expected to dissipate going forward.

Looking ahead, the euro area labour market is expected to return closer to its historical correlation with output, given that it is anticipated that some of the cyclical factors that sustained employment will abate.

Energy and intermediate input prices are normalising, albeit at a higher level, while inflation is falling and real wages are rebounding. This will make the substitution between labour and other inputs less relevant. As profits stabilise and demand weakens, the incentive for firms to hoard labour will diminish. Structural factors, such as a negative trend in average hours worked and labour force dynamics, are likely to persist over the medium term. Other structural elements are poised to significantly influence future developments in labour markets. Key among these are the ongoing reallocation of resources and the efforts being made to support a green and digital transition. Furthermore, sociodemographic changes will play a critical role in shaping labour market dynamics.

¹⁶ This is in line with the unemployment expectations of households, as reported by the European Commission Business and Consumer survey. In the latest survey, households expected the number of unemployed to grow at a rate below its long-term average.

3 Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact

Prepared by Krzysztof Bańkowski, Nicolai Benalal, Othman Bouabdallah, Roberta De Stefani, Christian Huber, Pascal Jacquinot, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives, Bela Szörfi, Nico Zorell and Christoph Zwick

1 Introduction

Four years into the implementation of the Next Generation EU programme (NGEU), this article provides an updated assessment of its economic effects.

To support Europe's economic recovery from the pandemic and to make its economies more competitive and resilient, with a focus on digital and green transformation, in July 2020 European Union Member States agreed to launch the EU's largest ever funding programme, NGEU. To achieve these objectives, the programme offers financial support to EU Member States on the condition that they implement specified investment and reform projects over the period 2021-2026. Earlier ECB staff analysis concluded that NGEU had the potential to deliver these objectives, provided that the planned investments and reforms were implemented in good time and effectively.¹ Now, more than halfway into the implementation period of NGEU, this article provides a description of the situation to date, as well as an updated assessment of the economic impact of the programme. It focuses on the impact of the Recovery and Resilience Facility (RRF) – the centrepiece of NGEU – on the euro area economy. Among euro area countries, particular attention is paid to Italy and Spain as the main recipients of RRF funds in absolute terms.

2 Stocktaking of RRF implementation

The original budget set aside to fund NGEU was more than €800 billion for the whole EU. Among the several programmes initiated under NGEU, the RRF was by far the largest, accounting for almost €724 billion, around 90% of the total envelope. Under the RRF, funding was made available to EU Member States in the form of grants (up to €338 billion) and loans (up to nearly €386 billion).

EU Member States **have since applied for €650 billion in RRF funds.** While all of them requested the RRF grants in full, several chose not to apply for RRF loans, or requested less than they were entitled to ask for by the deadline of August 2023. Moreover, the envelope itself was subsequently revised.² As a result of updated national recovery and resilience plans (RRPs) and the updated total envelope, EU

¹ See the article entitled "Next Generation EU: a euro area perspective", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022. For more details, see Bańkowski, K. et al., "The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective", *Occasional Paper Series*, No. 291, ECB, 2022.

² The revisions included additional grants under the Emissions Trading System (ETS) and transfers from the Brexit Adjustment Reserve, for a total of €20 billion and €2 billion respectively.

countries had applied for €650 billion in RRF funds as at 26 August 2024. This equals 4.6% of 2019 EU gross domestic product (GDP). Additionally, Member States are entitled to €83 billion (0.6% of 2019 EU GDP) in funds from other programmes under NGEU. It should be pointed out that although the size of NGEU disbursements to Member States has increased significantly, this is in part offset by an erosion caused by the unanticipated inflationary shock which occurred after the inception of the programme. In the case of investment financing grants, which are the most relevant in terms of the stimulative macro effect, the nominal increase (around 10% to euro area countries) means that the real value is broadly maintained.

Focusing on the euro area, member countries are entitled to use RRF funds of up to €532 billion, that is, 82% of the EU total of €650 billion. Out of this amount, it is estimated that a little less – €486 billion – will actually be spent.³ It is on the basis of this latter figure – almost half a trillion euro in RRF-funded public expenditure – that this article builds estimates of the macroeconomic impact of the RRF on the euro area via the fiscal channel.

In order to disburse these funds to EU Member States, at the time of drafting this article the Commission had already borrowed more than €320 billion. Out of this amount, €265.4 billion were paid to the Member States after their satisfactory fulfilment of the qualitative milestones and quantitative targets related to the completion of the reforms and investments associated with each tranche of the RRF. This means that, at that time, around 60% of RRF grants and loans still had to be paid to the EU Member States (50% for euro area countries).

The implementation of the RRF allowed for joint borrowing and risk sharing among Member States. This is particularly the case for the grant component. As the grants are intended to be repaid through the EU budget, these do not add to the national debt. However, this does not mean it is a cost-free measure for Member States as a group. While repayment risks are minimal owing to the budgetary safeguards in place, the burden of repayment will ultimately fall almost entirely on Member States. The incidence and distribution of this burden across countries remains uncertain.

RRF borrowing, payments and expenditure

NGEU borrowing and repayment

With the implementation of NGEU, the volume of the European Commission's issuance to international capital markets markedly increased. While the Commission's issuance on behalf of the European Union to finance EU policy

³ Estimate by the Working Group on Public Finance (WGPF) of the European System of Central Banks in June 2024 (Broad Macroeconomic Projection Exercise). The discrepancy between the RRF funds allocated to the euro area countries and the RRF funds estimated to be spent is due to the fact that in a few countries the loan entitlements are not expected to be used in full. As a result, RRF expenditure in the euro area is expected to be funded by €295 billion in grants (the discrepancy with the WGPF estimate is mainly due to the subsequent inclusion of an REPowerEU chapter in Germany's recovery and resilience plan) and €194 billion in loans, although countries could use up to €237 billion in loans.

programmes had previously been limited, between January 2020 and May 2024 its net issuance reached almost €500 billion, primarily for NGEU. This surpassed issuances by other EU entities, including the European Stability Mechanism and the European Investment Bank. This large-scale borrowing will continue until the end of 2026 at the latest, with an approximate estimate of €150 billion in issuances per year. In accordance with the Own Resources Decision⁴, after 2026 the Commission will not be able to conduct new net borrowing. However, it does have the leeway to shift to regular liquidity management operations and debt roll-over, aiming to smooth the schedule for repayment of EU borrowing allocated to NGEU until 31 December 2058 at the latest.

The loans will be repaid by the borrowing Member States and the grant component of NGEU will be financed through the EU budget, with budgetary safeguards in place to mitigate risks on future repayments. In particular, the Member States have committed to ensuring that the budget of the Commission will have enough funds to repay the grants. The refinancing is guaranteed by the temporary “budgetary headroom”, that is, the commitment by Member States of up to 0.6% of gross national income (GNI) designed to ensure that the EU can meet its commitments towards investors. In addition, the Commission has proposed to raise an additional 0.2% of GNI through a mix of traditional EU revenues and additional transfers. However, it is still uncertain whether the Council of the European Union will approve the proposal.

While we do not foresee material repayment risk arising from NGEU borrowing, the financial burden will ultimately fall on EU Member States, which should account for it in their medium-term plans. Assuming that the Commission will use the available leeway to ensure a steady and predictable reduction of liabilities, we estimate that the annual repayment cost of the grant component of the RRF will peak at €26 billion in 2028 and steadily fall thereafter. Repayments remain well below the temporary budgetary headroom and could be fully covered through either new EU own resources or higher GNI-based contributions, both of which are sufficient in size. Regardless of the agreement on the Commission’s proposal, repayment will largely rely on national transfers to the EU budget, potentially leading to higher taxes or constraints on investments. Nevertheless, there are country-specific risks, with each option having diverse distributional effects.

RRF payments to Member States

By August 2024, RRF payments of over €238 billion had been made, €156 billion of which were in the form of grants. These payments to Member States followed 45 finalised payment requests to the Commission. In addition, eight further requests had been submitted but not yet finalised at that point in time (Table 1 shows evidence for the euro area, non-euro area and the whole EU).

⁴ [Council Decision \(EU, Euratom\) 2020/2053](#) of 14 December 2020 on the system of own resources of the European Union, OJ L 424, 15.12.2020.

Table 1

RRF-funded expenditure in the euro area and the rest of the EU: payment requests, disbursements and plan modifications

	August 2024				
	Payment requests submitted	Tranches disbursed	Submitted revisions of recovery and resilience plans	Funds disbursed	
				Grants	Loans
Euro area	53	45	34	€156.6 bn	€82.1 bn
Non-euro area	11	9	8	€14.2 bn	€12.5 bn
Total EU	64	54	42	€170.8 bn	€94.6 bn

Source: European Commission; last updated on 26 August 2024.

Notes: By August 2024 the Commission had already issued around €325 billion (about half of the total) to finance RRF payments to EU Member States. "Tranches disbursed" does not include pre-financing. The figures take into account partial disbursements due to initial payment suspension.

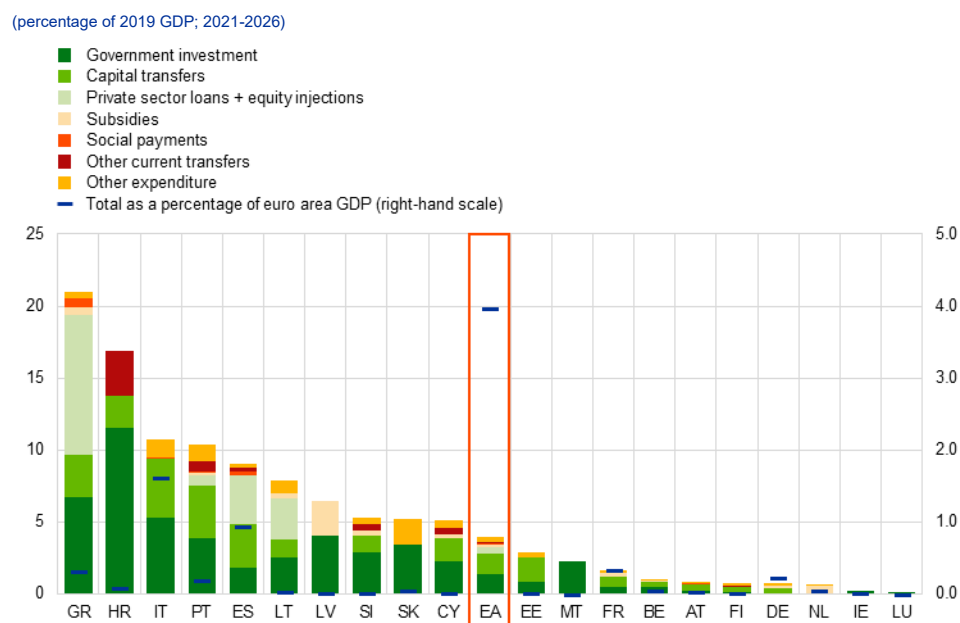
RRF-funded expenditure in the euro area

The composition of RRF expenditure across euro area countries varies greatly both in terms of the share of national GDP and the share of total euro area GDP (Chart 1). Some differences can also be observed in terms of distribution of the spending categories within countries, although government capital spending – the sum of government investment and government capital transfers – accounts for the bulk of expenditure in nearly all countries.

A large part of the RRF expenditure aims to support the green and digital transitions. In line with the NGEU legislation, countries need to commit at least 37% of expenditure under the RRF to green projects and 20% to digital projects. Yet the actual amounts of RRF funds that euro area countries have committed to spending on those two objectives by end-2026 significantly exceed these targets. According to the Commission, the commitments reach on average 42% (green spending) and 27% (digital spending) of total RRF funds. Contributions of national plans to the climate and digital objectives are heterogenous across euro area countries.

Chart 1

RRF-funded expenditure: distribution across euro area countries



Sources: European System of Central Banks (ESCB) Working Group on Public Finance and ECB staff calculations.
Notes: Based on NCBs' estimates of national expenditure plans. For Spain, only about half of RRF loans are estimated to be absorbed. The difference between the total loans included in the revised Spanish RRP (€83 billion) and the Banco de España's estimate (€41.5 billion) is due to assumptions regarding the final demand for such loans, and it is subject to high uncertainty. Slightly lower RRF absorption is also estimated for Slovakia (€0.85 billion shortfall) and Croatia (€0.7 billion shortfall). All in all, the total cumulated expenditure is estimated at €486 billion, i.e., €43 billion less than requested in the revised RRP's at the time. The official euro area envelope had increased by over €2 billion to €532 billion by August. Government investment + government capital transfers = government capital spending.

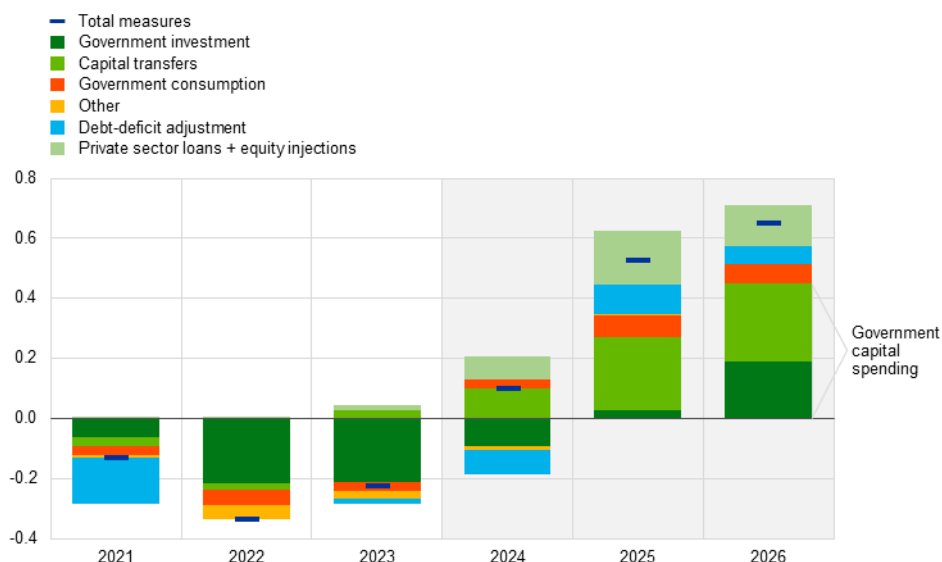
On average, fiscal experts within the European System of Central Banks (ESCB) estimate that around 80% of RRF-based expenditure in the euro area is additive in nature. In other words, this share of expenditure provides a genuine fiscal stimulus rather than a substitute for already planned expenditure. This is the basis for the macroeconomic estimates in this article.

RRF expenditure is heavily backloaded to the second half of the programme, with clear implications for the assessment of macroeconomic impact. In each of the years between 2021 and 2023, there was significant under-execution of RRF-funded expenditure in most euro area countries when compared with their original plans (Chart 2). The pattern is observed for both relatively high and low funding recipients. This is mainly because of (i) limits to the administrative capacity to spend; and (ii) a sequence of shocks which resulted in supply-side bottlenecks and downscaling of procurement contracts because of higher-than-expected inflation. As a result, ECB staff estimate that in 2021-2023 the RRF increased the level of euro area GDP by 0.1 to 0.2% only (see Section 3). This is much lower than the previously estimated effect of around 0.5%, which assumed swift and full implementation of the original plans in the absence of the inflation surge.

Chart 2

RRF-funded expenditure in the euro area: difference between estimated actual spending following the plan revisions and initial ESCB estimates

(percentage of 2019 GDP; year-by-year differences)



Sources: ESCB Working Group on Public Finance (June 2024) and ECB staff calculations.

Notes: The higher endpoint in 2026 is mostly the result of two developments that occurred in 2023, namely: (i) an increase of the euro area RRF envelope by €15.4 billion; and (ii) the take-up of additional RRF loans totalling €98 billion by some euro area Member States before the deadline of August 2026. Government investment + government capital transfers = government capital spending. The shaded area represents planned execution.

RRF-linked structural reforms

Structural reforms are an essential part of RRFs and complement RRF-linked investments.⁵ The planned reforms aim to modernise the euro area economies and increase their resilience over the medium term. To this end, the RRF regulation requires that the reforms be tailored to Member States' structural weaknesses, commensurate with the size of the individual RRF envelopes and complementary to RRF-financed public expenditure. The reforms also support institutional and economic convergence across euro area countries, since the initial framework conditions in the countries with the most comprehensive RRF-linked reform plans were generally weaker than in many peer countries. Recent RRF modifications have left the overall balance of reforms and investments broadly unchanged compared with the initial plans (with reforms accounting for 40% of all milestones and targets), but planned reforms have become “greener” and less frontloaded overall.

Although the implementation of RRF-linked structural reforms has progressed, significant delays in RRF implementation have materialised. By early September 2024 euro area countries had fulfilled around 40% of all milestones and targets in relation to structural reforms, according to the European Commission's assessment. Even so, only around one third of all envisaged payment requests had

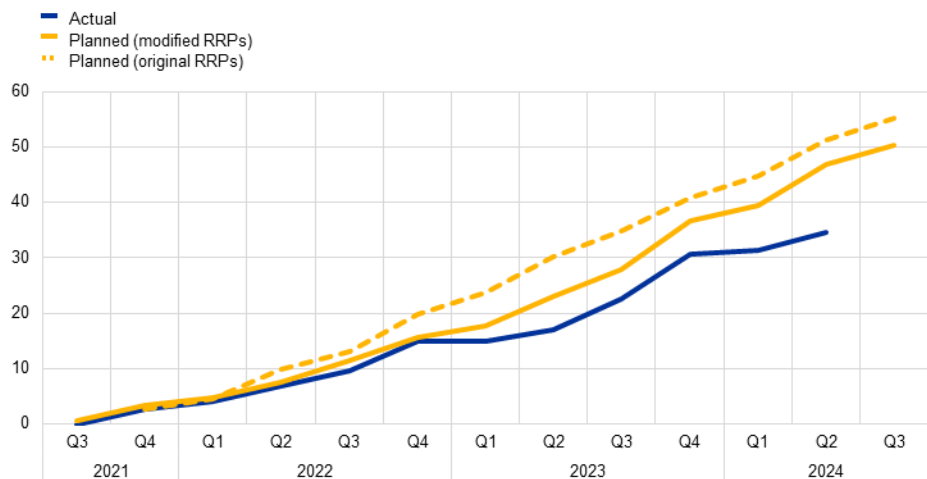
⁵ See Bańkowski et al. (2022), op. cit., for a detailed ECB staff assessment of the initial RRF-linked reform plans.

been submitted by that time. This falls short of the indicative timetable included in the RRFs, according to which around one half of all planned payment requests should have been submitted by then (Chart 3). Euro area countries featuring a combination of relatively weak administrative capacity and a large RRF allocation have recorded the longest RRF implementation delays overall.

Chart 3

Cumulative number of RRF payment requests

(percentage of total planned submissions)



Sources: European Commission and ECB staff calculations.

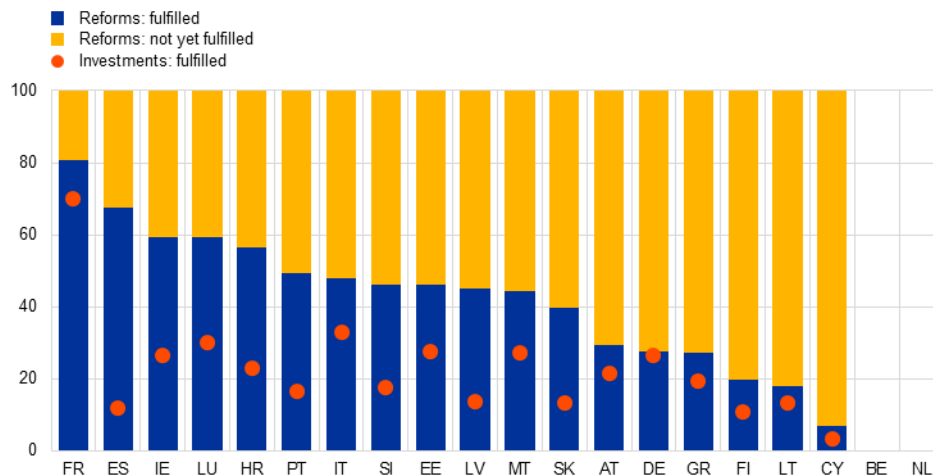
Notes: The chart compares the number of submitted RRF payment requests ("actual") with the number of payment requests envisaged in the original and modified RRFs ("planned"). Data cover all euro area countries.

Many euro area countries still need to fulfil most or even all of their RRF-linked reform commitments. Although the RRF has already entered the second half of its envisaged lifespan, the share of reform-related milestones and targets already assessed and deemed to have been fulfilled by the Commission is well below 50% in many euro area countries (Chart 4). All milestones and targets will need to be completed by 31 August 2026 at the latest according to the RRF regulation. Only a few countries have already been assessed and deemed by the Commission to have implemented more than 50% of their reform-related milestones and targets.

Chart 4

RRP implementation progress

(percentage of all relevant milestones and targets)



Sources: European Commission and ECB staff calculations.

Notes: Only includes milestones and targets for which the European Commission's final assessment is available. No such assessment is available for Belgium or the Netherlands yet.

In view of these challenges, there is a risk that the effectiveness of RRFs will be diminished by incomplete or ineffective implementation.

Incomplete implementation could arise if Member States were to implement only a subset of the agreed policy measures by August 2026. The 2024 country-specific recommendations issued under the European Semester therefore call on many Member States to accelerate the implementation of their RRFs. However, speeding up implementation of the plans is not sufficient for the RRF to achieve its full potential. Member States will need to ensure that speed does not come at the expense of the quality of measures implemented. If a trade-off between speed and quality were to emerge, prioritising quality over speed would help ensure the effectiveness of the reforms.

By taking targeted policy action, euro area countries can ensure that NGEU-linked investments and reforms are implemented more effectively.

Member States could redirect administrative resources towards implementing their RRFs and make more intensive use of available technical support at EU level. In addition, they could take advantage of the streamlining options offered by the European Commission's updated RRF guidance, which include simplified reporting requirements and synergies between different audit procedures.⁶ Member States could also seek to identify targeted regulatory changes outside the RRF framework; this would facilitate the roll-out of the RRFs without overly absorbing administrative resources.⁷ Overall, such corrective policy measures would help improve reform implementation under the RRFs and might even alleviate any emerging trade-off between the speed and quality of RRF implementation.

⁶ See "[Updated guidance on recovery and resilience plans](#)", European Commission, 23 July 2024.

⁷ The European Commission has encouraged Member States to include such policy measures in their revised RRFs. These additional measures can cover areas such as training, IT systems, changes to public procurement and permitting procedures and the digitalisation of public administrations.

3 Estimating the impact of the RRF on the euro area economy

Assessing how NGEU affects the euro area economy involves examining multiple transmission channels. Building on previous analyses, we will consider three primary channels: (i) the risk premium channel; (ii) the fiscal channel; and (iii) the structural reform channel. Given significant implementation delays, the fiscal and structural reform channels warrant re-evaluation.

The risk-premia effects that followed the announcement of NGEU continue to benefit recipient countries. The period following the Franco-German recovery fund proposal was marked by notable spread compression among beneficiaries. Bańkowski et al. (2022) concluded that a sustained reduction in risk premia could permanently increase euro area output by up to 0.2%, with Italy and Spain experiencing the most substantial benefits. We have refrained from updating this evaluation, as no significant developments warranting reassessment have occurred since then.

The fiscal channel operates through increased public expenditure, primarily directed toward capital expenditure through government investment and capital transfers. For analytical purposes, both categories are treated as government investment, as NGEU-induced capital transfers are typically dedicated to private entities, such as railway companies, that are executing projects similar to public investment. The economic impact manifests through short-term demand stimulus during execution and long-term productive capacity enhancement through capital stock increases.⁸

The structural reform channel, crucial for long-term economic potential, needs to be reassessed owing to implementation delays. These reforms boost potential output by improving the efficiency of resource utilisation. As the reforms extend beyond cyclical factors, they are not expected to have a direct impact on inflation – as a result, this study focuses primarily on output effects. However, the uncertainty inherent in quantifying structural reforms warrants caution when interpreting estimates.

Models and tools

The analysis of the economic impact of NGEU makes use of two large-scale macroeconomic models: the ESCB's public debt sustainability analysis (DSA) tool and input from a Eurosystem expert group. Applying multiple approaches in this study allows us to tailor methodologies to address the key questions. The use of two different types of macroeconomic model also makes the results more robust and enables us to highlight the specific channels driving particular economic outcomes.

⁸ While NGEU also foresees private sector financing through loans and equity injections, which reduces financing costs, analysis suggests that this channel only has minimal euro area effects. Given that it may only increase GDP by up to 0.1% in implementing countries, a detailed exploration of this channel is unnecessary.

The macroeconomic effects of the fiscal channel are assessed using the EAGLE and the ECB-MC model. EAGLE (euro area and global economy) is a global dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model with forward-looking expectations, while the ECB-MC (multi-country) model is a semi-structural model of the five largest euro area countries which balances empirical fit with theoretical foundations.⁹ Both models demonstrate fiscal multipliers for government investment of approximately unity, aligning with literature that identifies public investment as a potent fiscal instrument owing to its direct impact on GDP and enhancement of productive capital. However, the models exhibit important differences in their expectation mechanisms: EAGLE's forward-looking approach enables prominent anticipation effects, while ECB-MC's backward-looking expectations largely preclude such effects, leading to distinct simulated outcomes, especially when it comes to price dynamics.

The analysis is complemented by two additional tools which shed light on potential output and debt-to-GDP ratio effects. A Eurosystem expert group made up of staff from seven euro area central banks has provided an assessment of NGEU's impact on euro area potential output, considering both reforms and investments across all NGEU instruments. Furthermore, the DSA tool estimates NGEU's impact on government debt-to-GDP ratios through a detailed decomposition of debt dynamics.¹⁰

Data and scenarios

The quantification of the fiscal impact of RRF-funded expenditures relies on data collected by ESCB experts. The data captures essential programme characteristics, including composition, implementation timeline and the distinction between additive and substitutive projects. Differentiation along the last dimension is crucial for identifying projects that would have occurred independently of the programme, thus preventing overestimation of macroeconomic effects.

The quantification is based on scenario analysis across two key dimensions: fund absorption rates and public capital productivity. For absorption, we consider both full absorption by 2026 and an alternative scenario maintaining the observed 50% absorption rate, reflecting implementation challenges (Chart 5, panels a) and b). Regarding productivity, the baseline assumes a Cobb-Douglas production function parameter of 0.1 for public capital in EAGLE, with alternative scenarios of 0.05 and 0.15, while ECB-MC treats public and private capital as equally

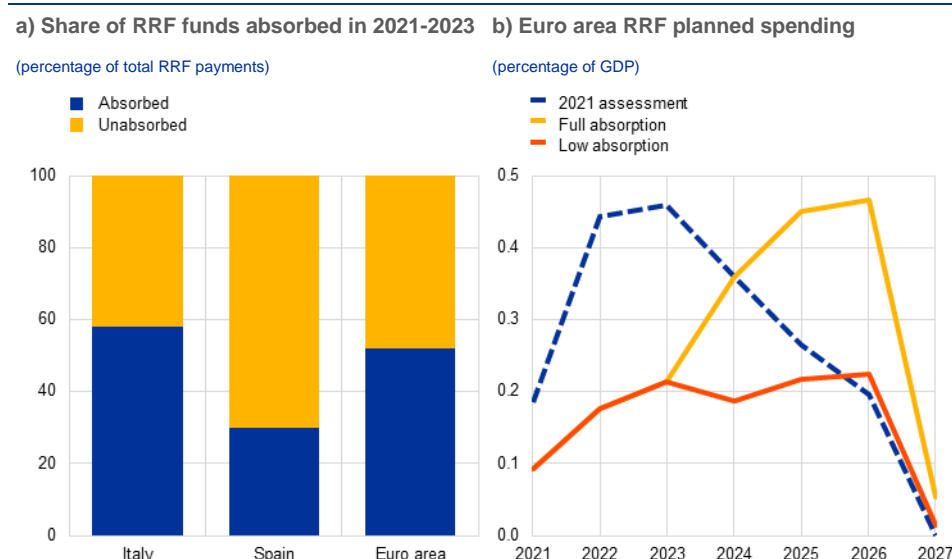
⁹ A comprehensive overview of EAGLE is provided in Gomes, S., Jacquinet, P. and Pisani, M., "The EAGLE: A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, Vol. 29, Issue 5, 2012, pp. 1686-1714, while Bańkowski, K., "Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE", *Working Paper Series*, No 2802, ECB, March 2021 details the semi-structural ECB-BASE model for the euro area, which serves as the foundation for ECB-MC.

¹⁰ See Bouabdallah et al., "Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework", *Occasional Paper Series*, No 185, ECB, April 2017.

productive.¹¹ In practical terms, these different productivity parameters determine how effectively public capital translates into economic output: a higher parameter of 0.15 generates stronger economic benefits, while a lower value of 0.05 implies more modest returns from public spending.

Chart 5

Modelling assumptions on the absorption of the RRF programme



Source: ECB staff calculations on the basis of data collected by the ESCB Working Group on Public Finance.

Overall impact on the euro area economy

Our study finds that the NGEU programme could deliver substantial macroeconomic benefits for the euro area through various transmission channels. This section distinguishes between the impact on output and inflation via the fiscal channel, potential output gains from structural reforms and implications for the debt-to-GDP ratio.

The impact of the programme on the level of GDP is estimated to range between 0.4% and 0.9% above the non-programme baseline by 2026, with gains increasing to 0.8-1.2% up to 2031 (Table 2). This trajectory reflects two main drivers: initial gains due to the fiscal stimulus, followed by growth-enhancing effects created by structural reforms. The increase in benefits over time primarily stems from the growing returns of structural reforms, even as NGEU spending effects diminish. However, structural reform channel effects carry greater uncertainty than fiscal channel impacts. The output estimates exclude both the already-realised confidence effects stemming from the programme’s announcement and the minimal expected impact of private sector financing facilitation.

¹¹ For details on the production function and public capital productivity incorporation, see Clancy, D., Jacquinot, P. and Lozej, M. “Government expenditure composition and fiscal policy spillovers in small open economies within a monetary union”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 48, Issue C, 2016, pp. 305-26.

Table 2**Estimated total impact of the RRF on euro area GDP and inflation**

(Impact on GDP: percentage deviation from the non-NGEU baseline. Impact on inflation: percentage-point deviation from the non-NGEU baseline)

	Impact on GDP		Impact on inflation
	Up to 2026	Up to 2031	
Fiscal measures	0.3 to 0.8	0.2 to 0.6	0.1
Structural reforms	0.1	0.6	-
Combined results	0.4 to 0.9	0.8 to 1.2	-

Sources: ECB and Eurosystem staff calculations.

Notes: ECB estimates of the impact of fiscal measures are based on the EAGLE (euro area and global economy) model and the ECB-MC (multi-country) model. The estimates of the structural reform effects are from the national central banks of the Eurosystem and consider only the productivity component of potential output (total factor productivity, **Chart 9**) to avoid double counting with the long-run effects of fiscal measures. The estimates reported in ranges depend on the assumptions made with regard to (i) the productivity of capital (medium, high, and low), and (ii) the high vs low absorption of RRF funds. The inflation figures in the table represent peak values.

Impact of the fiscal channel on GDP and inflation

Our macroeconomic simulations indicate that NGEU-induced fiscal stimulus can generate significant gains for euro area output (Table 3). These gains are projected to range between 0.3% and 0.8% by 2026, the final implementation year, with persistent effects of 0.2% to 0.6% by 2031. This lasting impact reflects the durable nature of NGEU investment projects, which primarily target government investment and contribute to long-term productive capacity. Effects are particularly pronounced in the main beneficiary countries, including Italy and Spain, where gains are two to three times higher than for the euro area average.

The assumptions regarding both RRF fund absorption and productivity are important, with absorption being particularly decisive. In the low-absorption scenario, where implementation maintains the slow pace observed in the past, output gains halve compared with the full absorption scenario, both assuming medium productivity (Table 3, bottom row). Productivity assumptions also significantly influence final outcomes, with low and high productivity scenarios showing notable differences from the central case (Table 3, top rows). Governments aiming to maximise the programme's impact should prioritise efficient projects offering the highest economic returns.

Table 3

Estimated impact of the fiscal channel of the RRF on the GDP level of the euro area, Italy and Spain

(percentage deviations from the non-programme baseline)

Assumption 1: Absorption of RRF funds	Assumption 2: Productivity of RRF expenditure	Up to 2026			Up to 2031		
		Euro area	IT	ES	Euro area	IT	ES
High in 2024-2026	High	0.8	1.9	1.7	0.6	1.5	1.4
	Medium	0.5	1.4	1.4	0.3	0.7	0.9
	Low	0.5	1.3	1.2	0.2	0.6	0.7
Low in 2024-2026	Medium	0.3	0.9	0.5	0.2	0.4	0.5

Source: ECB staff calculations based on data from the ESCB Working Group on Public Finance (WGPF).

Notes: We use an original dataset developed by the WGPF, which captures the time profile of expenditure, its composition, and the degree of additivity vs substitutivity. Given the uncertainty surrounding our quantitative estimates, we: (i) use two distinct ECB models (a forward-looking DSGE model with forward-looking rational expectations (EAGLE), and a semi-structural model with backward-looking expectations (ECB-MC)); (ii) use different multipliers depending on the expenditure items and in line with the existing literature; (iii) distinguish between high, medium and low productivity of public capital; (iv) provide estimates under the assumptions of both high and low absorption of RRF funds in the residual lifetime of NGEU. Low absorption in 2024-2026 is defined here as the same rate of spending of RRF disbursements as in 2021-2023.

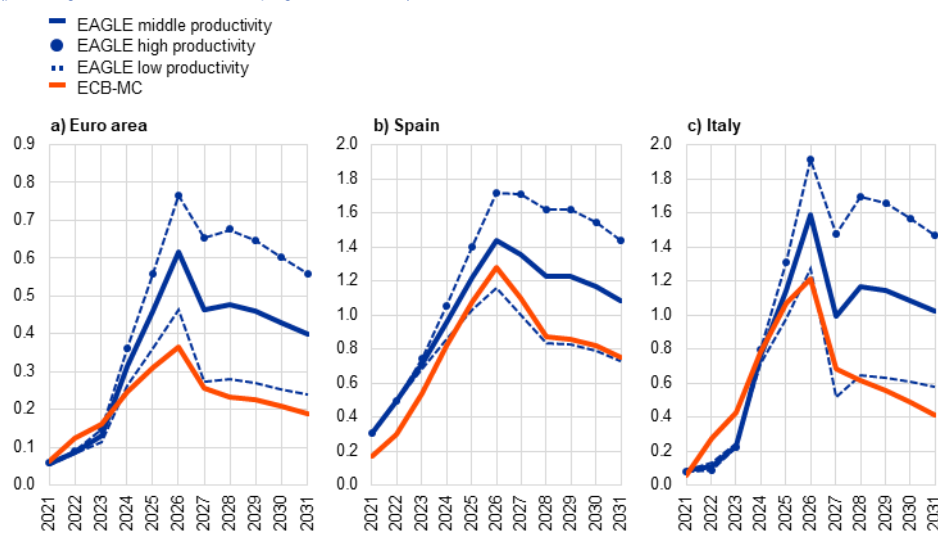
The output gains from NGEU are still largely to materialise, contingent on implementation catch-up.

The programme has experienced significant backloading compared with the previous assessment, resulting in modest output benefits thus far. However, substantial resources should be deployed in the coming years. Assuming high absorption of the remaining funds, the catch-up in implementation should result in output gains that nearly double those observed to date (Chart 6).

Chart 6

Estimated impact of the RRF on GDP, assuming full absorption (euro area, Italy and Spain)

(percentage deviations from the non-programme baseline)



Source: ECB staff calculations.

Regarding inflation, the analysis identifies a modest impact on the euro area (Chart 7).

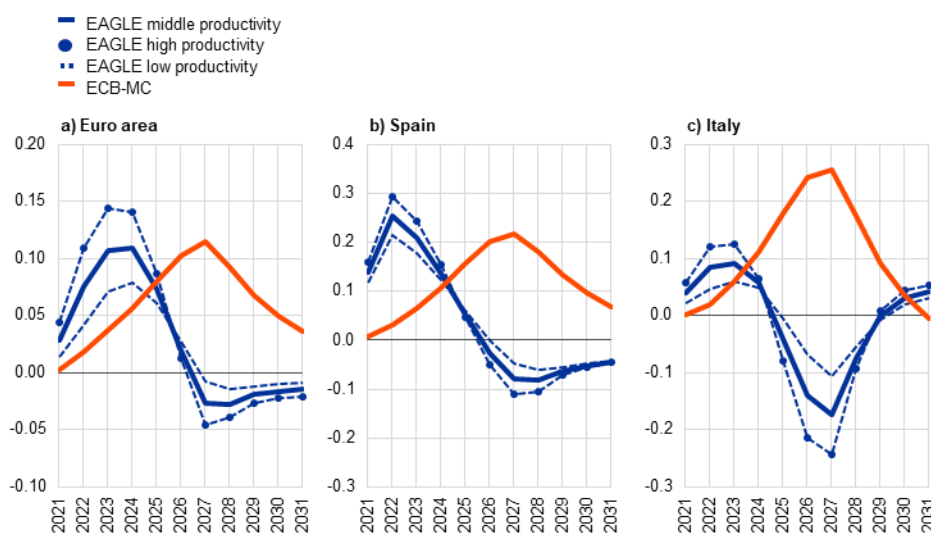
Our simulations suggest a peak difference of around 0.1 percentage points compared with the non-programme baseline. In the main beneficiary countries – Italy and Spain – effects could temporarily reach 0.3 percentage points. Inflation

dynamics are largely model-dependent: forward-looking models like EAGLE show rapid demand-driven inflation offset by anticipated productivity increases, while backward-looking models like ECB-MC capture gradual price adjustments to demand pressures.

Chart 7

Estimated impact of the RRF on inflation, assuming full absorption (euro area, Italy and Spain)

(percentage-point deviations from the non-programme baseline)



Source: ECB staff calculations.

The current assessment reflects significant time reprofiling compared with a previous evaluation. The 2021 assessment assumed ambitious and rapid implementation from the outset, with early output gains.¹² However, implementation delays have pushed execution into the second half of NGEU’s lifespan, shifting the timing of the programme’s impact. Despite these delays, the magnitude of the overall effect remains broadly in line with initial estimates.

Impact of structural reforms on potential output

Updated estimates by an ESCB expert team suggest that NGEU could raise the level of euro area potential output by 1.0% by 2031 and 1.3% by 2033 if the RRFs are fully implemented. These estimates encompass the impact of both fiscal expenditure and structural reforms. The estimates are not identical to those presented for the fiscal channel in the previous section, since they are based on a different methodology and look at potential as opposed to actual output.¹³ Potential growth could be boosted by 0.10-0.15 percentage points per annum over 2020-2033 (Chart 8). Until around 2027 a significant part of the impact is expected to arrive via the capital contribution, representing the impact of investments. Afterwards, the

¹² See Bańkowski et al. (2022), op. cit.

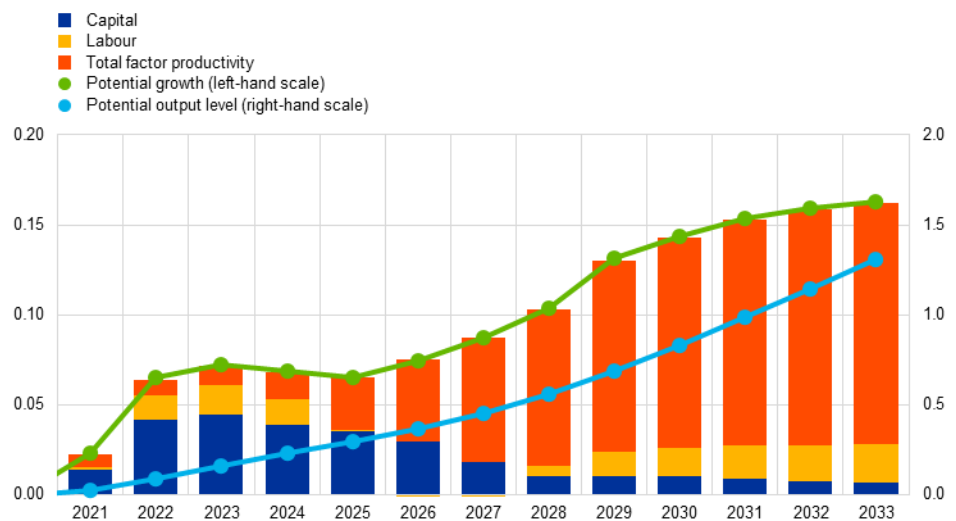
¹³ The impact on potential and actual output should converge in the long run, as the long-term impact on the output gap, which is the difference between actual and potential output, should be zero.

largest part of the impact is expected to operate via structural reforms, mostly affecting the contribution of total factor productivity to potential growth, and to some extent the labour contribution. These estimates cover the impacts of both reforms and investment.¹⁴ Moreover, the estimates include the RRF as well as the other NGEU instruments.

Chart 8

Impact of NGEU on potential output in euro area 11

(Left-hand scale: percentage-point deviation from counterfactual; right-hand scale: percentage deviation from counterfactual)



Source: Eurosystem calculations.

Note: The euro area aggregate is represented by the weighted average of the following 11 countries: Germany, Greece, Spain, France, Croatia, Italy, Malta, the Netherlands, Austria, Portugal and Slovenia.

The updated estimates indicate a smaller impact of NGEU on potential output over the period 2020 to 2030 than estimated in 2022.¹⁵ The ex-ante exercise expected a 0.5% impact on the level of euro area potential output by 2024. In the updated exercise, the estimated impact in 2024 is only 0.2% and the long-term impact of 1.3% is expected to materialise in 2033 instead of 2030 (Chart 9, panel a). The delay is also visible in the expected impact on potential growth: in 2022-2023, the growth impact is estimated to have been around half of what was originally foreseen. A lower growth impact is also expected over the long term, that is, 2025-2030 (Chart 9, panel b). The smaller expected impact on potential growth also reflects the fact that the previously anticipated effects of investments hardly materialised in 2022-2023, with 2024 being a transition year. From 2025 onwards, a pick-up in the impact on potential growth is expected as structural reforms start having an effect on potential growth. In the most recent update, however, this impact is also estimated to be slower. Overall, the lower and delayed impact stemming from investments and the lower impact coming from structural reforms leads to a smaller impact on the near-term potential growth profile than in the initial estimates.

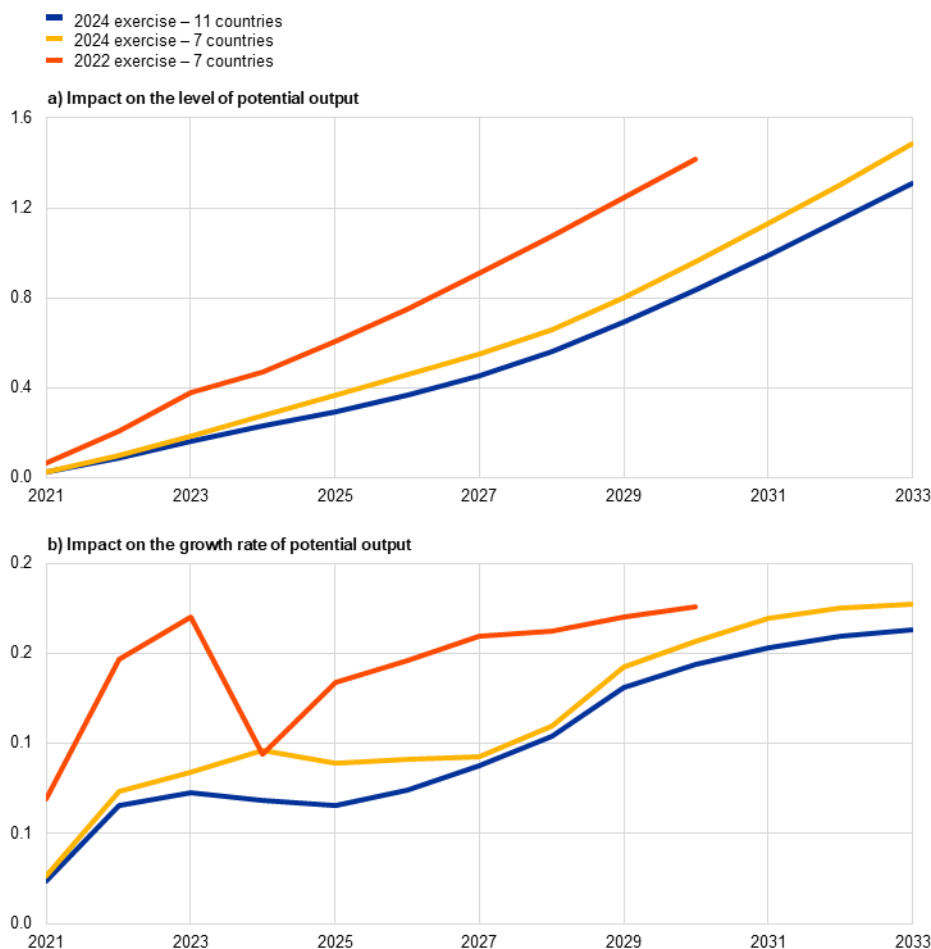
¹⁴ The estimates on the impact of investments were prepared by the NCBs. However, they are very similar to the model-based ECB staff estimates presented in the previous section.

¹⁵ See Box 6 in “The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective”, *Occasional Paper Series*, No 291, ECB, April 2022.

Chart 9

Impact of NGEU on euro area potential output: 2022 vs 2024 exercises

(percentage deviation from counterfactual)



Source: Eurosystem calculations.

Notes: In the 2024 exercise, the euro area aggregate is represented by the weighted average of the following 11 countries: Germany, Greece, Spain, France, Croatia, Italy, Malta, the Netherlands, Austria, Portugal and Slovenia. In 2022, Croatia, Malta, the Netherlands and Austria were not covered.

The revisions to the potential output estimates mainly reflect a backloading of previously expected effects on account of observed implementation delays. In fact, the long-term estimates regarding potential output growth converge to a similar level in both estimation vintages.¹⁶ The differences between the two vintages mainly lie in the time profile over the short to medium term. This reflects the assumption of the ESCB expert group that the RRP's will eventually be fully implemented, despite the delays observed in the first half of NGEU's envisaged lifespan. Notwithstanding this, the downside risks surrounding the potential output baseline estimates have increased since 2022 owing to the observed implementation delays.

¹⁶ In the Eurosystem estimates, NGEU has a long-term impact on the growth rate of potential output, although this effect might fade over the very long term. In the EAGLE model, steady-state or long-term growth is not influenced by NGEU.

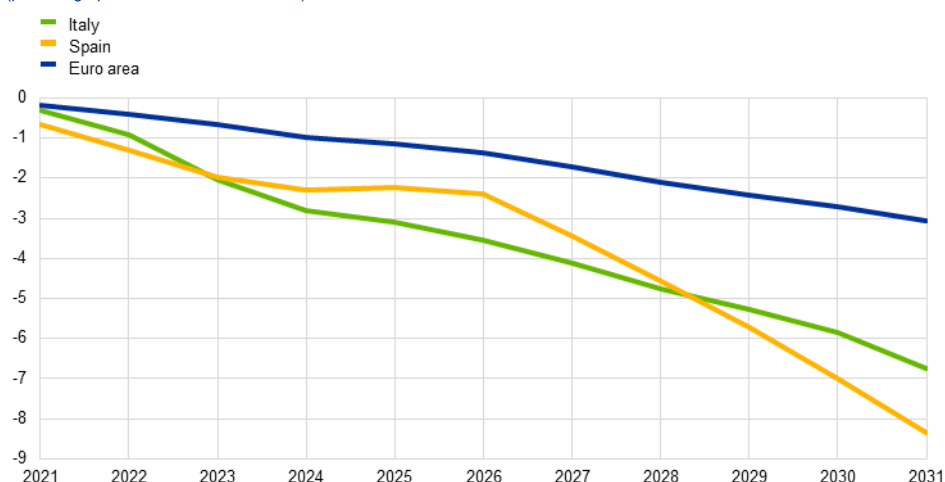
Impact on public debt and quality of public finance

The impact of the RRF on government debt-to-GDP ratios is estimated to be favourable and significant for the main beneficiary countries, as well as for the euro area as whole. For the debt impact, the analysis starts from the June 2024 Eurosystem staff macroeconomic projections under the assumption that all currently expected RRF effects are at play, including a GNI-based repayment as of 2028 (see Section 2.1).¹⁷ A counterfactual scenario without the RRF is built by subtracting all the RRF's debt-reducing and debt-increasing effects. For Italy and Spain, the overall debt-reducing impact of the RRF is estimated to be around 7-8 percentage points in the central scenario assuming middle productivity (Chart 10). The overall impact on debt does not change significantly when applying high or low productivity assumptions. Turning to the whole euro area, the impact of the RRF on its debt ratio is also estimated to be favourable.¹⁸

Chart 10

Estimated impact on the government debt of Italy, Spain and the euro area

(percentage-point deviation from baseline)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations using the ESCB's debt sustainability analysis (DSA) tool.

Notes: Impact on the debt-to-GDP ratio is calculated using the GDP and inflation impact derived under the middle productivity scenario of capital spending. Estimates for the euro area are just an aggregate of national debt ratios, net of intra-area flows (e.g. bilateral loans to Greece). The chart does not account for debt contracted at EU level, as it is not possible to single out the euro area share of this debt.

The effects of the RRF on government debt ratios operate via four main channels, as illustrated in Chart 11:

1. a **direct channel** with two opposite effects – (i) a favourable effect through the RRF grant component (recorded as a revenue, with a significant impact on the budget balance of the main beneficiary countries); and (ii) a debt-increasing effect via RRF loans. The latter is the only debt-increasing factor, although it has a lower marginal cost than it would if the individual countries, especially the

¹⁷ The staff projections cover the period 2024-2026. Afterwards, the standard long-term assumptions used in ESCB debt sustainability analysis are used for debt projections, including ESCB potential growth estimates.

¹⁸ We define "euro area debt" as the weighted sum of national debt ratios, including RRF loans but excluding intra-area flows and EU-level debt for NGEU grants.

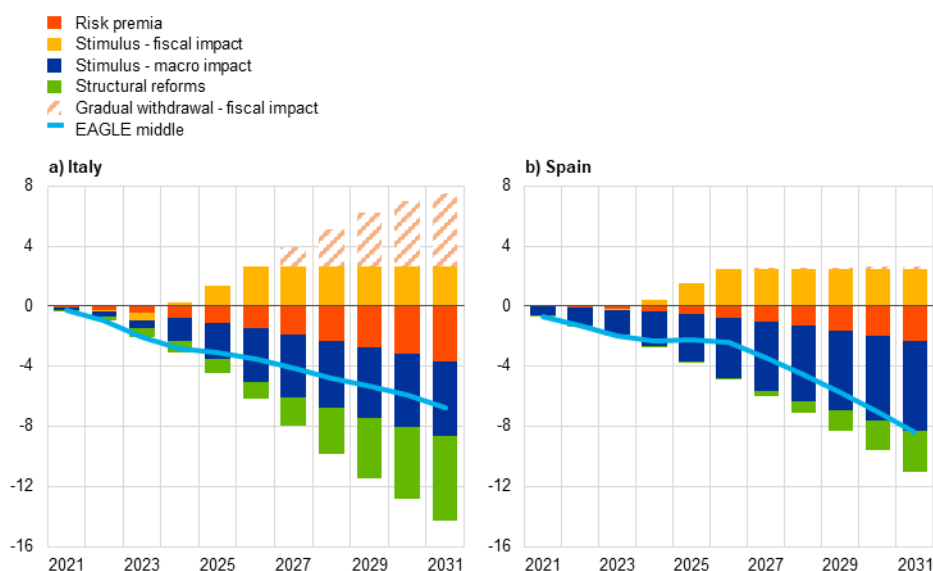
high-debt ones, were to finance themselves on the market. As this second effect prevails, in net terms the direct channel increases the public debt ratio in the two main beneficiary countries (Chart 11, yellow bars);¹⁹

2. a **confidence channel** via lower sovereign risk premia and, therefore, lower financing costs. This effect has been more pronounced in the case of Italy, where the spread vis-à-vis German Bunds widened more substantially at the beginning of the COVID-19 crisis. Therefore, the mere announcement of the NGEU agreement in May 2020 shifted the entire sovereign yield curve, including the long end of it, significantly downward (Chart 11, red bars);
3. the **demand-driven stimulative impact of the RRF on the economy**, which leads to higher government revenues and a higher real GDP denominator in the public debt ratio, consistent with the GDP and inflation impact as estimated by EAGLE under the different assumptions for productivity illustrated in Chart 6 and Chart 7 (blue bars);
4. the **effects on the supply side**, that is, on potential GDP due to investment and reforms. The more favourable impact on potential growth estimated for Italy compared with Spain partly offsets the larger debt-increasing impact of higher RRF loan uptakes (Chart 11, green bars).

Chart 11

Decomposition of the estimated impact on the government debt of Italy and Spain

(percentage-point deviation from baseline)



Sources: Eurostat; ECB staff calculations using the ESCB's debt sustainability analysis (DSA) tool.

Notes: The impact on the debt-to-GDP ratio stems from four main effects, which are highlighted here under the middle productivity scenario: (i) yellow bars = direct budgetary impact of additive loans (debt-increasing) and substitutive grants (debt decreasing); (ii) red bars = interest savings from lower risk premia; (iii) blue bars = stimulus effect of NGEU on the economy, which leads to higher revenues and a higher denominator in the debt ratio; (iv) green bars = impact on the supply side (potential GDP) due to investment and structural reforms. The striped bars represent the effect of a slower fiscal consolidation after the NGEU period (as of 2027), reflecting the new EU fiscal rules.

¹⁹ The striped bars represent the effect of a looser fiscal position, compared with what an abrupt end to NGEU would have suggested, which mechanically results in a further rise in the debt ratio. This effect is particularly noticeable for Italy but almost absent for Spain.

Although the favourable effects on the debt-to-GDP ratios of the main beneficiaries remain significant, this update points to a significant downward revision compared with initial ECB staff estimates. For Italy and Spain, the projected impact by 2031 has been revised down to 7-8 percentage points from 12-14, as per Bańkowski et al. (2022). This is mainly due to delays in implementation, which have reduced the impact on both budget outcomes and GDP. More crucially, these delays have led to a significant downward revision in potential GDP, affecting long-term debt projections.

Lastly, the RRF implementation may also be driving some improvement in the quality of public finance at the national level. Preliminary evidence on the changes in the composition of public expenditure in the main beneficiary countries suggests that the implementation of the RRF has resulted in a shift towards items with stronger effects on GDP growth, such as renewable energy, charging stations for electric vehicles, the digitalisation of small and medium-sized enterprises and artificial intelligence.²⁰

4 Conclusion

NGEU is expected to have a positive impact on euro area output in the long run, while the impact on inflation is expected to be relatively muted. Model-based estimates suggest that public expenditure and structural reforms linked to NGEU have the potential to increase the level of euro area GDP by around 0.4 to 0.9% by 2026 and 0.8 to 1.2% by 2031. The estimation ranges reflect the prevailing uncertainty around key assumptions, most notably whether the planned investments and reforms will be implemented completely and effectively. The favourable impacts of NGEU are projected to contribute to a decline in the government debt-to-GDP ratios of the main beneficiary countries. On the nominal side, NGEU is only likely to have a muted impact on euro area inflation owing to countervailing demand and supply effects.

However, the expected positive impact on output is likely to materialise later than initially expected and subject to downside risks. Even the upper bound of the updated estimates of NGEU's impact on the level of euro area output in 2031 is lower than what was envisaged in ECB staff estimates from early 2022. This downward revision largely reflects delays in the implementation of the national investment and reform plans. These delays, in turn, mainly reflect administrative constraints and the ramifications of the energy inflation shock following the Russian war on Ukraine. Despite the inflation surge, the programme's real value has remained approximately stable through concurrent increases in RRF-related investment financing grants to euro area countries. Also, the projected long-run impact of NGEU on the growth rate of euro area output is largely in line with previous results. Therefore, the revisions to the output estimates overall constitute a *reprofiling* rather than a reassessment of NGEU's long-run effectiveness. Given the transmission lags involved, it is arguably too early to draw firm conclusions regarding

²⁰ See Bańkowski, K. et al., "Four years into NextGenerationEU- What impact on the euro area economy?", *Occasional Paper Series*, No. 362, ECB, 2024.

the effectiveness of NGEU-linked investments and reforms. Even so, the risk of ineffective or incomplete implementation of NGEU-linked investments and reforms has increased since 2022. The implementation delays observed so far, combined with the fixed end-date of NGEU, suggest that some projects could either be “rushed through” at the expense of implementation quality, or cancelled altogether.

By taking targeted policy action, euro area countries can ensure that NGEU-linked investments and reforms are implemented more effectively. Most notably, Member States could redirect administrative resources, make more intensive use of available technical support at EU level and identify targeted regulatory changes that would facilitate the roll-out of their NGEU projects. Such corrective policy measures might alleviate any emerging trade-off between the speed and quality of plan execution in the second half of the NGEU’s envisaged lifespan, that is, until August 2026. More generally, such policy efforts are vital to ensuring that NGEU can unlock its transformative potential and act as a catalyst for the modernisation and strengthening of the euro area economies.

Statistics

Contents

1	External environment	S 2
2	Economic activity	S 3
3	Prices and costs	S 9
4	Financial market developments	S 13
5	Financing conditions and credit developments	S 18
6	Fiscal developments	S 23

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<https://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
2021	6.8	6.1	8.6	2.7	8.4	6.3	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.2	0.9	2.6
2022	3.3	2.5	4.8	0.9	3.0	3.5	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.4	2.9	0.3	1.5	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2023 Q4	0.7	0.8	-0.3	0.2	1.3	0.0	5.9	6.8	3.2	4.2	2.9	-0.3	2.7
2024 Q1	0.8	0.4	0.7	-0.6	1.5	0.3	5.7	6.4	3.2	3.5	2.6	0.0	2.6
Q2	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.2	5.7	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
Q3	0.7	0.7	0.1	0.3	0.9	0.4	4.8	5.2	2.6	2.0	2.8	0.5	2.2
2024 June	-	-	-	-	-	-	5.6	5.9	3.0	2.0	2.8	0.2	2.5
July	-	-	-	-	-	-	5.3	5.5	2.9	2.2	2.8	0.5	2.6
Aug.	-	-	-	-	-	-	4.7	5.2	2.5	2.2	3.0	0.6	2.2
Sep.	-	-	-	-	-	-	4.4	5.1	2.4	1.7	2.5	0.4	1.7
Oct.	-	-	-	-	-	-	4.5	5.0	2.6	2.3	2.3	0.3	2.0
Nov.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	2.3

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.1	9.4	12.8
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.8
2023	52.0	51.2	51.2	51.8	52.5	49.7	49.8	52.3	47.6	-0.7	-3.9	2.5
2023 Q4	51.1	50.8	50.5	50.0	51.4	47.2	49.4	50.9	47.9	0.7	0.8	0.6
2024 Q1	52.6	52.2	52.9	51.3	52.6	49.2	51.1	52.4	49.2	0.0	0.6	-0.6
Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.3	1.9	0.7
Q3	52.9	54.3	53.1	52.5	50.9	50.3	49.8	53.3	48.4	1.2	1.9	0.6
2024 June	53.2	54.8	52.3	49.7	52.8	50.9	52.2	53.1	49.3	1.3	1.9	0.7
July	53.0	54.3	52.8	52.5	51.2	50.2	50.2	53.3	49.3	0.5	1.4	-0.3
Aug.	53.2	54.6	53.8	52.9	51.2	51.0	50.0	53.8	48.4	1.3	2.1	0.5
Sep.	52.4	54.0	52.6	52.0	50.3	49.6	49.2	52.9	47.5	1.2	1.9	0.6
Oct.	52.8	54.1	51.8	49.6	51.9	50.0	50.1	53.1	48.3	.	.	.
Nov.	53.2	54.9	50.5	50.1	52.2	48.3	50.4	53.1	48.6	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (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 Economic activity

2.1 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	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Current prices (EUR billions)												
2021	12,612.9	12,106.2	6,453.7	2,785.8	2,734.4	1,403.8	785.7	539.0	132.3	-506.7	6,111.6	5,605.0
2022	13,724.0	13,446.3	7,228.9	2,941.9	3,018.2	1,558.7	869.2	584.1	257.3	-277.8	7,395.1	7,117.4
2023	14,594.5	14,077.8	7,736.2	3,093.3	3,195.0	1,641.8	925.8	621.1	53.3	-516.7	7,375.6	6,858.9
2023 Q4	3,706.5	3,570.3	1,960.5	791.7	814.6	411.8	230.6	170.6	3.5	-136.2	1,834.4	1,698.2
2024 Q1	3,738.8	3,564.1	1,981.3	796.5	798.9	413.6	226.6	157.1	-12.7	-174.7	1,852.2	1,677.5
Q2	3,764.1	3,577.5	1,989.6	810.3	781.9	410.6	227.9	141.8	-4.3	-186.6	1,894.9	1,708.3
Q3	3,800.2	3,638.3	2,009.0	818.3	802.4	412.2	225.2	163.3	8.7	-161.9	1,871.0	1,709.2
<i>as percentage of GDP</i>												
2023	100.0	96.5	53.0	21.2	21.9	11.2	6.3	4.3	0.4	-3.5	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q4	0.0	0.0	0.0	0.7	1.4	-0.4	-2.0	11.1	-	-	0.3	0.2
2024 Q1	0.3	-0.4	0.3	0.1	-2.3	-0.2	-1.2	-8.8	-	-	1.1	-0.3
Q2	0.2	-0.1	0.0	1.2	-2.4	-0.9	0.3	-10.5	-	-	1.5	1.1
Q3	0.4	1.3	0.7	0.5	2.0	-0.1	-1.8	14.8	-	-	-1.5	0.2
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.3	5.1	4.7	4.3	3.8	6.2	8.0	-6.8	-	-	11.4	9.0
2022	3.5	3.8	4.9	1.1	2.0	0.0	3.7	4.9	-	-	7.3	8.3
2023	0.4	0.1	0.6	1.6	1.6	0.5	2.2	3.6	-	-	-0.7	-1.3
2023 Q4	0.1	-0.1	0.9	2.2	2.2	1.2	-0.7	9.3	-	-	-2.5	-3.0
2024 Q1	0.4	0.0	1.0	1.9	-1.1	-1.8	-3.0	3.5	-	-	-0.7	-1.7
Q2	0.5	-0.7	0.5	2.7	-3.2	-1.9	-2.3	-8.4	-	-	1.9	-0.6
Q3	0.9	0.8	1.0	2.4	-1.3	-1.5	-4.6	4.1	-	-	1.4	1.2
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023 Q4	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3	0.0	-0.1	0.5	-0.5	0.1	-	-
2024 Q1	0.3	-0.4	0.2	0.0	-0.5	0.0	-0.1	-0.4	0.0	0.7	-	-
Q2	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.4	0.2	0.3	-	-
Q3	0.4	1.3	0.4	0.1	0.4	0.0	-0.1	0.6	0.4	-0.9	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2021	6.3	5.1	2.5	1.0	0.9	0.7	0.5	-0.3	0.6	1.5	-	-
2022	3.5	3.8	2.6	0.2	0.5	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.2	-	-
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	-0.9	0.3	-	-
2023 Q4	0.1	-0.1	0.5	0.5	0.5	0.1	0.0	0.4	-1.5	0.2	-	-
2024 Q1	0.4	0.0	0.5	0.4	-0.2	-0.2	-0.2	0.1	-0.7	0.5	-	-
Q2	0.5	-0.7	0.3	0.6	-0.7	-0.2	-0.1	-0.3	-0.8	1.2	-	-
Q3	0.9	0.8	0.5	0.5	-0.3	-0.2	-0.3	0.2	0.1	0.1	-	-

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.

2 Economic activity

2.2 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)												
2021	11,253.2	185.1	2,158.3	592.5	2,017.7	602.8	521.9	1,275.7	1,363.7	2,208.1	327.5	1,359.7
2022	12,339.7	217.9	2,421.3	647.1	2,342.5	633.0	543.3	1,341.1	1,490.9	2,324.5	377.9	1,384.3
2023	13,203.5	225.2	2,584.7	721.4	2,440.3	678.4	605.2	1,477.4	1,602.1	2,460.1	408.7	1,391.0
2023 Q4	3,350.4	55.8	643.3	182.7	616.4	172.5	154.3	379.0	410.3	632.7	103.4	356.0
2024 Q1	3,370.0	55.8	631.9	184.6	623.5	176.2	157.7	384.9	412.6	637.8	105.0	368.8
Q2	3,389.8	56.0	627.5	184.7	628.5	177.2	159.4	386.9	418.4	645.4	105.9	374.3
Q3	3,417.9	56.7	632.2	185.1	632.3	179.6	160.6	386.9	422.9	654.6	107.1	382.3
<i>as percentage of value added</i>												
2023	100.0	1.7	19.6	5.5	18.5	5.1	4.6	11.2	12.1	18.6	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2023 Q4	0.3	0.3	0.2	-0.3	-0.1	1.4	-0.1	0.8	0.8	0.5	-1.6	-2.4
2024 Q1	0.2	0.6	-0.6	0.1	0.4	0.7	0.9	1.0	-0.1	0.2	1.3	1.2
Q2	0.1	-1.9	-0.2	-1.0	0.3	0.4	-0.1	0.2	0.6	0.3	0.1	0.9
Q3	0.3	-0.7	0.4	-0.5	0.4	1.2	-0.1	-0.1	0.4	0.5	1.3	1.1
<i>annual percentage changes</i>												
2021	6.2	2.6	8.1	3.7	8.2	10.6	6.1	2.2	9.0	3.7	5.2	7.1
2022	3.9	-0.9	0.7	0.1	8.1	5.6	-1.8	2.8	6.2	2.9	16.3	0.2
2023	0.7	0.7	-1.5	1.2	0.0	4.4	-1.7	2.3	1.5	1.0	3.9	-2.2
2023 Q4	0.5	0.4	-2.4	1.7	-0.2	4.6	-2.0	2.3	1.8	1.1	2.5	-3.3
2024 Q1	0.6	0.3	-1.9	-1.3	0.6	4.0	0.0	2.1	1.8	1.2	1.7	-1.1
Q2	0.6	-2.1	-1.8	-1.9	0.7	3.2	0.2	2.2	2.0	1.5	1.2	-0.2
Q3	1.0	-1.7	-0.3	-1.8	0.9	3.8	0.5	1.9	1.8	1.6	1.1	0.8
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023 Q4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	-0.1	-
2024 Q1	0.2	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2021	6.2	0.0	1.6	0.2	1.5	0.6	0.3	0.3	1.1	0.8	0.2	-
2022	3.9	0.0	0.1	0.0	1.5	0.3	-0.1	0.3	0.8	0.6	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2023 Q4	0.5	0.0	-0.5	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2024 Q1	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
Q2	0.6	0.0	-0.4	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-
Q3	1.0	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 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>													
2021	100.0	85.9	14.1	3.0	14.3	6.3	24.0	3.2	2.4	1.0	14.0	25.1	6.6
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.6
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	24.8	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2021	1.6	1.7	0.7	0.5	0.0	3.2	0.6	4.4	0.4	1.3	3.0	2.2	1.0
2022	2.4	2.5	1.9	-0.6	1.2	3.7	3.3	6.1	0.1	3.4	3.8	1.5	1.3
2023	1.4	1.5	0.8	-2.0	0.9	1.3	1.9	3.6	0.6	1.9	1.7	1.3	1.0
2023 Q4	1.3	1.4	0.9	-0.9	0.5	1.7	1.6	2.9	0.6	1.2	1.2	1.5	1.4
2024 Q1	1.1	1.1	0.8	-0.5	0.2	1.6	1.4	2.8	0.9	0.3	0.9	1.5	0.4
Q2	0.9	1.0	0.9	-0.5	0.5	1.2	0.7	2.0	0.7	-1.3	0.8	1.6	0.9
Q3	0.9	0.9	0.8	-1.0	0.2	0.7	1.0	1.6	0.8	-1.8	1.0	1.6	1.0
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2021	100.0	81.7	18.3	4.0	15.0	7.3	24.2	3.5	2.5	1.1	14.0	22.6	5.8
2022	100.0	81.8	18.2	3.8	14.7	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	82.0	18.0	3.7	14.6	7.3	25.2	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2021	6.1	5.9	7.3	1.6	5.0	9.2	7.2	7.5	2.6	6.3	8.6	4.3	6.5
2022	3.5	3.6	3.3	-1.3	1.1	4.2	7.4	6.4	-0.7	5.4	4.4	0.8	4.8
2023	1.3	1.6	0.2	-1.9	0.6	0.9	1.7	3.5	0.1	1.5	1.7	1.5	1.6
2023 Q4	1.4	1.6	0.4	-1.0	0.5	1.6	1.5	3.3	0.4	0.4	1.4	1.8	1.5
2024 Q1	0.7	0.7	0.4	-2.0	-0.4	1.3	0.9	2.4	0.0	-0.7	1.1	1.0	0.4
Q2	0.8	0.9	0.5	-0.9	0.3	0.9	0.4	2.0	0.4	-1.9	1.1	1.4	1.5
Q3	0.5	0.6	-0.1	-1.7	-0.3	0.5	0.5	1.6	0.6	-2.6	1.0	0.8	1.1
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2021	4.5	4.1	6.5	1.0	4.9	5.8	6.5	3.0	2.2	5.0	5.5	2.0	5.5
2022	1.1	1.1	1.4	-0.6	-0.1	0.5	4.0	0.2	-0.8	1.9	0.5	-0.7	3.4
2023	-0.1	0.0	-0.6	0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	0.1	0.5
2023 Q4	0.1	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.4	-0.2	-0.8	0.3	0.4	0.1
2024 Q1	-0.4	-0.4	-0.5	-1.6	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4	-0.9	-1.0	0.2	-0.4	0.0
Q2	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0.0	-0.3	-0.7	0.3	-0.2	0.6
Q3	-0.5	-0.4	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	-0.5	-0.1	-0.2	-0.9	0.0	-0.8	0.1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	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 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2021	165.075	3.4	12.822	7.8	3.2	10.344	6.9	2.479	16.9	6.547	7.4	6.275	8.2	2.5
2022	167.962	3.1	11.400	6.8	2.7	9.147	6.0	2.252	14.6	5.732	6.4	5.668	7.2	3.2
2023	170.273	2.9	11.183	6.6	2.4	8.886	5.8	2.297	14.5	5.649	6.2	5.535	6.9	3.0
2023 Q4	171.064	2.9	11.161	6.5	2.3	8.793	5.7	2.367	14.8	5.649	6.2	5.511	6.9	2.9
2024 Q1	171.606	2.9	11.195	6.5	2.3	8.870	5.7	2.325	14.5	5.660	6.2	5.535	6.9	2.9
Q2	171.896	2.8	11.115	6.5	2.1	8.787	5.6	2.329	14.6	5.629	6.2	5.487	6.8	2.6
Q3	.	.	.	6.3	.	.	5.4	.	14.9	.	6.2	.	6.5	2.5
2024 May	-	-	11.083	6.4	-	8.744	5.6	2.339	14.6	5.640	6.2	5.442	6.8	-
June	-	-	11.076	6.4	-	8.735	5.6	2.341	14.6	5.676	6.2	5.400	6.7	-
July	-	-	10.957	6.4	-	8.574	5.5	2.383	14.9	5.702	6.2	5.256	6.5	-
Aug.	-	-	10.834	6.3	-	8.450	5.4	2.384	14.9	5.630	6.1	5.204	6.5	-
Sep.	-	-	10.844	6.3	-	8.452	5.4	2.392	14.9	5.629	6.1	5.215	6.5	-
Oct.	-	-	10.841	6.3	-	8.414	5.4	2.427	15.0	5.612	6.1	5.229	6.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

2) Not seasonally adjusted.

3) 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. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2021	8.8	9.8	9.6	9.4	8.1	0.7	5.7	5.4	0.9	8.7	9.1	7.9	-2.9
2022	2.2	3.0	-1.5	5.1	6.3	-2.9	3.4	1.1	-2.7	3.4	4.5	9.9	-4.3
2023	-2.2	-1.7	-5.6	2.4	-1.6	-5.5	1.5	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.6	14.6
2023 Q4	-3.9	-4.2	-4.7	-2.5	-6.5	-0.6	1.5	-0.6	-0.5	0.1	-4.1	1.7	4.1
2024 Q1	-4.7	-4.9	-2.9	-6.0	-5.6	-1.8	-0.3	-0.1	-0.5	0.2	-0.6	2.7	4.6
Q2	-3.7	-4.0	-2.5	-7.2	0.3	-0.1	-1.6	0.2	0.0	0.4	0.6	1.8	4.1
Q3	-1.8	-2.2	-2.9	-3.9	2.0	1.9	-2.0	1.9	0.5	2.7	2.3	1.4	-9.5
2024 May	-3.6	-3.9	-3.4	-7.7	1.4	0.2	-2.4	0.4	0.5	0.6	0.3	1.9	-3.7
June	-4.2	-4.7	-1.6	-8.4	-0.1	2.0	-1.4	-0.8	-0.3	-1.0	-0.3	-0.3	11.9
July	-2.1	-2.4	-3.0	-4.3	1.0	1.1	-2.3	0.2	-0.2	0.2	0.0	1.2	-8.2
Aug.	-0.1	-0.4	-3.1	0.4	1.0	2.6	-2.5	2.5	1.4	2.4	4.8	1.7	-12.8
Sep.	-2.8	-3.3	-2.6	-6.4	3.9	1.9	-1.6	3.0	0.2	5.5	2.1	1.2	-7.3
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	1.9	0.6	2.7	1.9	.	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 May	-0.9	-0.9	-0.9	-2.7	1.2	0.6	-0.9	0.2	1.1	-0.4	0.0	-0.3	-6.4
June	0.1	0.0	0.7	0.8	-1.1	1.7	0.6	-0.7	-0.4	-0.6	-0.4	-1.2	13.8
July	-0.3	-1.0	-1.5	-1.0	1.0	0.0	-0.5	0.5	-0.1	0.8	-0.1	1.0	-11.3
Aug.	1.5	1.4	-0.3	3.8	0.4	0.3	0.0	1.1	1.1	1.3	1.2	0.5	0.0
Sep.	-2.0	-2.1	0.0	-3.8	1.2	-1.5	-0.1	0.5	-0.7	1.3	-0.6	-0.5	3.1
Oct.	.	.	.	.	.	.	.	-0.5	0.1	-0.9	-0.3	.	.

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 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
1999-20	99.5	-4.3	80.1	-11.1	-12.5	-6.6	6.4	.	-	-	-	-
2022	102.1	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.5	9.2	89.9	-	-	-	-
2023	96.4	-5.6	80.9	-17.4	-2.0	-4.0	6.7	90.5	45.0	45.8	51.2	49.7
2024	.	.	78.5	.	.	.	.	90.2	.	.	.	.
2024 Q1	96.0	-9.2	79.4	-15.4	-5.2	-6.2	7.1	90.1	46.4	46.7	50.0	49.2
Q2	95.9	-10.2	79.0	-14.3	-6.3	-7.1	6.5	90.0	46.2	47.6	53.1	51.6
Q3	96.2	-10.4	78.3	-13.2	-6.0	-8.3	6.1	90.3	45.5	45.4	52.1	50.3
Q4	.	.	77.3	.	.	.	.	90.4	.	.	.	.
2024 June	96.0	-10.2	.	-14.0	-6.8	-7.8	6.5	.	45.8	46.1	52.8	50.9
July	95.9	-10.5	78.3	-13.0	-6.3	-9.0	5.1	90.3	45.8	45.6	51.9	50.2
Aug.	96.4	-9.9	.	-13.5	-6.2	-7.9	6.3	.	45.8	45.8	52.9	51.0
Sep.	96.3	-10.8	.	-13.0	-5.5	-8.2	6.8	.	45.0	44.9	51.4	49.6
Oct.	95.7	-12.6	77.3	-12.5	-4.8	-7.2	6.8	90.4	46.0	45.8	51.6	50.0
Nov.	95.8	-11.1	.	-13.7	-4.8	-4.4	5.3	.	45.2	45.1	49.5	48.3

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes				Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	17.2	94.3	2.4	3.5	17.9	7.7	7.5	36.8	7.5	79.2	5.8	10.2	3.5
2022	13.6	91.3	0.5	2.3	12.7	2.3	8.2	37.7	5.4	74.5	5.1	10.0	3.4
2023	14.1	85.3	1.2	1.9	3.0	2.0	-1.5	35.8	5.4	70.1	1.8	1.7	0.8
2023 Q3	13.9	86.5	0.5	1.8	1.3	1.6	-0.6	36.5	5.6	70.7	2.4	-11.4	1.2
Q4	14.1	85.3	1.4	1.9	2.2	2.0	-1.5	35.8	5.4	70.1	1.8	-0.7	0.8
2024 Q1	14.5	84.1	2.8	2.0	-3.3	2.2	-0.7	34.9	4.6	69.4	1.9	-6.3	0.8
Q2	14.9	83.4	2.1	2.3	-1.8	2.9	0.9	34.3	3.9	69.3	2.1	-8.1	1.0

Sources: ECB and Eurostat.

1) Based on four-quarter cumulated sums of saving, debt and gross disposable income (adjusted for the change in pension entitlements).

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 rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 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	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023 Q4	1,410.0	1,331.3	78.7	694.0	620.0	346.3	314.8	320.7	303.9	49.2	92.6	62.4	41.1
2024 Q1	1,430.2	1,327.2	103.0	704.9	600.5	368.5	336.4	310.8	310.8	46.1	79.6	18.9	31.6
Q2	1,490.9	1,360.2	130.7	716.8	613.9	390.7	339.8	336.7	316.1	46.6	90.3	25.4	22.1
Q3	1,487.9	1,375.2	112.7	722.9	618.9	380.8	328.7	339.7	340.2	44.5	87.4	18.3	15.5
2024 Apr.	498.0	454.9	43.1	240.3	205.8	128.9	112.8	112.6	106.6	16.3	29.6	6.9	8.7
May	493.6	458.7	34.9	237.7	205.0	129.5	110.4	112.5	113.9	13.9	29.3	8.2	7.6
June	499.2	446.6	52.7	238.8	203.1	132.4	116.5	111.6	95.6	16.4	31.4	10.3	5.8
July	497.1	456.9	40.2	240.7	204.1	127.2	109.6	114.0	114.2	15.2	28.9	6.4	6.7
Aug.	500.1	464.7	35.4	242.0	207.5	130.6	111.9	112.7	115.3	14.8	30.0	7.3	3.9
Sep.	490.7	453.7	37.0	240.2	207.2	123.1	107.2	112.9	110.7	14.5	28.5	4.6	4.9
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2024 Sep.	5,819.0	5,393.9	425.1	2,838.5	2,453.3	1,486.3	1,319.6	1,307.8	1,271.0	186.4	349.9	125.1	110.4
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2024 Sep.	38.8	35.9	2.8	18.9	16.3	9.9	8.8	8.7	8.5	1.2	2.3	0.8	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Manu- facturing	Total	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>													
2023 Q4	-4.8	-16.4	708.7	333.8	144.4	215.5	586.0	671.6	384.3	108.2	159.4	476.6	81.3
2024 Q1	-2.7	-11.8	715.2	336.6	142.8	219.1	590.6	655.8	372.0	105.8	159.0	467.9	75.8
Q2	1.7	-4.5	717.5	338.7	136.7	223.5	592.9	671.5	383.8	109.1	162.0	480.2	78.9
Q3	2.4	0.2	711.7	.	.	.	589.2	674.4	.	.	.	486.9	.
2024 Apr.	14.0	1.9	243.9	114.6	46.5	76.3	201.0	225.6	130.1	36.4	55.0	160.5	28.0
May	-0.8	-6.3	236.8	112.9	44.8	73.6	196.0	225.2	128.6	36.6	53.5	160.6	27.2
June	-6.4	-8.7	236.8	111.1	45.3	73.6	195.9	220.7	125.1	36.2	53.5	159.0	23.8
July	9.3	3.7	237.4	112.7	45.2	73.5	196.0	224.4	127.3	37.4	54.0	162.2	26.5
Aug.	-2.8	-2.7	236.8	113.0	44.8	73.5	196.9	226.0	127.0	36.6	55.3	163.2	25.9
Sep.	0.6	-0.6	237.6	.	.	.	196.3	224.1	.	.	.	161.5	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2023 Q3	-4.3	-10.3	96.3	94.4	96.4	102.4	95.8	106.5	104.6	111.8	110.7	109.0	172.5
Q4	-3.8	-8.7	96.2	93.3	96.2	103.1	95.3	104.4	102.0	105.3	109.2	106.0	164.9
2024 Q1	-3.5	-6.6	96.7	94.3	93.5	104.2	95.5	102.9	100.4	102.1	108.1	103.3	164.3
Q2	-0.9	-4.3	95.6	93.3	88.7	105.4	94.4	103.7	101.3	105.2	108.5	104.7	168.8
2024 Mar.	-9.9	-7.0	96.1	93.7	92.4	105.3	95.0	103.7	100.5	104.6	111.4	105.4	165.4
Apr.	11.4	3.8	97.1	94.5	90.6	107.3	95.9	105.1	103.0	104.7	110.1	106.1	172.6
May	-3.6	-6.9	95.0	93.3	87.6	104.3	93.8	103.1	101.0	105.1	107.6	103.8	172.1
June	-8.7	-9.2	94.8	92.1	88.0	104.4	93.6	103.0	99.8	105.7	107.7	104.2	161.8
July	5.6	0.8	93.8	92.5	86.4	102.3	92.5	103.0	100.2	107.3	107.5	105.1	160.9
Aug.	-5.1	-4.3	95.5	92.8	86.7	106.4	94.9	104.3	101.6	106.5	110.4	106.7	167.9

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

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

3 Prices and costs

3.1 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	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy											6	7	8	9	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2021	107.8	2.6	1.5	3.4	1.5	-	-	-	-	-	-	2.5	3.1
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2023 Q4	124.1	2.7	3.7	1.7	4.2	0.3	0.6	0.6	0.0	-1.1	0.7	3.0	1.3
2024 Q1	124.4	2.6	3.1	1.5	4.0	0.7	0.7	-0.1	0.2	0.2	1.1	2.7	2.3
Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.6	0.4	-0.3	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
Q3	126.6	2.2	2.8	0.6	4.0	0.5	0.8	1.0	0.3	-1.4	1.0	1.9	4.0
2024 June	126.6	2.5	2.9	1.2	4.1	0.1	0.3	0.4	0.1	-0.8	0.3	2.4	3.4
July	126.5	2.6	2.9	1.4	4.0	0.3	0.3	0.4	0.2	0.8	0.3	2.4	4.1
Aug.	126.7	2.2	2.8	0.5	4.1	0.1	0.3	0.2	0.0	-1.1	0.4	1.9	4.0
Sep.	126.6	1.7	2.7	0.0	3.9	0.0	0.3	0.6	0.0	-1.7	0.1	1.5	3.9
Oct.	127.0	2.0	2.7	0.4	4.0	0.3	0.4	1.3	0.0	0.4	0.3	1.7	4.1
Nov. ³⁾	126.7	2.3	2.7	.	3.9	0.1	0.2	0.3	0.1	0.6	-0.1	.	.

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2021	1.5	1.5	1.6	4.5	1.5	13.0	1.4	1.2	2.1	0.3	1.5	1.6	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2023 Q4	6.8	7.1	5.9	-1.1	2.9	-9.8	3.5	2.7	3.2	0.4	5.9	4.0	
2024 Q1	4.0	4.4	2.8	0.1	1.6	-3.9	3.4	2.8	3.6	-0.2	5.3	3.8	
Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0	
Q3	2.3	2.7	1.2	-0.3	0.5	-2.7	3.3	3.0	4.5	-0.9	4.8	4.0	
2024 June	2.4	2.7	1.3	0.6	0.7	0.2	3.3	2.8	4.3	-0.4	5.1	4.1	
July	2.3	2.7	1.0	0.9	0.7	1.2	3.4	3.0	4.0	-0.4	4.8	4.0	
Aug.	2.3	2.7	1.1	-0.5	0.4	-3.0	3.3	2.9	5.0	-0.6	4.8	4.0	
Sep.	2.4	2.6	1.6	-1.4	0.4	-6.1	3.3	3.0	4.3	-1.7	4.7	4.0	
Oct.	2.9	2.8	3.0	-0.9	0.5	-4.6	3.3	3.0	4.8	-2.2	4.7	4.0	
Nov. ³⁾	2.8	2.9	2.4	.	0.7	-1.9	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2021	100.0	12.2	7.5	5.7	10.9	2.6	2.2	3.3	1.7	30.3	5.8	7.9	0.6
2022	132.8	32.8	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.5	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.8	-0.2	5.2	8.3	8.3	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.1
2023 Q4	128.1	-8.4	-1.1	0.0	-4.8	3.3	3.6	2.1	3.1	-22.9	4.5	-1.2	-9.0
2024 Q1	124.9	-8.0	-1.6	-1.3	-5.3	2.0	1.5	-0.3	1.4	-20.5	3.6	-0.3	-8.0
Q2	122.9	-4.4	-0.2	-0.5	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.0	-12.2	2.4	1.3	-6.8
Q3	124.4	-2.6	-0.6	0.4	-0.9	1.4	1.4	0.4	0.9	-8.9	3.0	.	.
2024 May	122.6	-4.2	-0.1	-0.5	-3.1	1.7	1.1	-0.5	1.1	-11.8	-	-	-
June	123.2	-3.4	0.1	-0.2	-2.3	1.5	1.2	0.2	0.9	-9.8	-	-	-
July	124.2	-2.2	0.3	0.2	-1.1	1.3	1.2	0.1	0.9	-7.3	-	-	-
Aug.	124.9	-2.3	-0.7	0.4	-0.8	1.4	1.3	0.3	0.8	-7.7	-	-	-
Sep.	124.2	-3.4	-1.6	0.6	-0.8	1.3	1.7	0.9	0.9	-11.5	-	-	-
Oct.	124.7	-3.2	-0.9	0.8	-0.5	1.3	2.0	1.3	1.1	-11.2	-	-	-

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).

3.3 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: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	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	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2021	102.1	2.1	2.8	2.2	2.0	4.0	5.9	8.0	59.8	29.5	21.4	37.1	29.0	22.0	37.0
2022	107.3	5.1	7.0	6.7	4.5	8.2	12.8	17.4	95.0	18.3	28.8	9.6	19.4	27.7	10.9
2023	113.7	5.9	4.6	6.4	3.5	4.2	0.5	-2.3	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2023 Q4	115.4	5.0	3.9	4.0	2.9	2.5	-1.7	-4.2	78.5	-8.8	-9.3	-8.3	-9.8	-10.4	-9.0
2024 Q1	116.0	3.6	2.6	3.3	3.3	2.1	-0.7	-2.9	76.5	-2.3	3.1	-7.5	-2.7	1.8	-7.8
Q2	116.6	2.9	2.6	2.6	2.9	1.7	0.7	-0.1	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
Q3	117.2	2.7	2.2	2.1	2.5	1.8	1.3	0.2	.	9.8	11.3	8.2	10.8	12.2	9.1
2024 May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.1	13.5	12.6	11.8	11.4	12.2
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.2	15.6	10.7	12.0	12.7	11.2
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.0	14.0	10.0	12.2	13.4	10.8
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	10.4	11.5	9.2	11.6	12.8	10.1
Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	7.0	8.4	5.6	8.7	10.5	6.5
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.8	13.3	12.3	12.6	12.3	13.0

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-20	4.7	5.7	4.0	-3.4	28.9	-	-	-	-
2021	31.7	23.9	10.3	19.7	30.4	-	-	-	-
2022	48.6	52.9	27.4	42.4	71.6	-	-	-	-
2023	9.5	28.5	19.2	13.9	74.5	43.7	64.6	50.0	57.4
2023 Q4	3.7	18.6	17.5	9.8	69.5	42.8	62.0	47.5	54.8
2024 Q1	4.6	16.5	17.5	5.1	64.5	44.9	62.3	48.2	56.0
Q2	6.1	13.9	13.7	3.4	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
Q3	6.5	13.0	12.3	2.0	50.1	52.0	57.9	50.1	53.0
2024 June	6.2	13.6	13.9	4.3	54.7	51.4	59.3	49.5	53.5
July	6.8	14.7	12.3	2.0	53.0	53.6	60.0	49.9	52.9
Aug.	6.3	12.8	12.5	1.6	50.6	53.4	57.8	51.1	53.7
Sep.	6.4	11.4	12.2	2.3	46.8	49.1	56.0	49.2	52.4
Oct.	6.7	11.9	13.9	2.0	46.5	48.2	56.5	48.2	52.8
Nov.	7.1	14.0	12.7	4.1	49.1	49.3	57.9	47.9	53.3

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2021	101.1	1.1	1.2	0.8	1.0	1.2	1.4
2022	105.8	4.7	3.9	7.2	5.0	4.0	2.9
2023	110.7	4.6	4.5	4.8	4.9	3.7	4.4
2023 Q4	118.4	3.7	3.6	4.0	4.2	2.7	4.5
2024 Q1	108.5	5.4	5.5	4.9	5.1	6.0	4.8
Q2	119.8	5.0	4.9	5.6	4.9	5.2	3.5
Q3	112.1	4.6	4.5	4.9	4.6	3.7	5.4

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).

3 Prices and costs

3.6 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: 2020 =100)	By economic activity										
		Total	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 labor costs												
2021	99.7	-0.3	1.6	-3.0	4.8	-1.9	-0.2	-1.7	5.2	-1.0	1.1	-0.8
2022	103.0	3.4	4.3	4.4	7.9	1.4	3.0	5.1	5.8	3.3	2.1	-5.8
2023	109.7	6.4	3.1	7.9	5.0	7.9	4.3	7.9	3.5	6.6	5.1	2.3
2023 Q4	111.9	6.4	3.9	8.5	4.5	7.2	3.1	8.5	3.0	4.7	5.5	3.9
2024 Q1	113.2	5.5	3.3	7.0	7.0	4.9	2.7	6.0	2.1	4.2	5.6	5.0
Q2	114.1	5.2	5.8	7.1	7.1	4.8	2.8	6.4	0.2	3.5	5.1	4.7
Q3	114.8	4.3	4.9	4.7	7.2	4.5	2.0	5.5	-0.1	3.5	4.4	4.0
Compensation per employee												
2021	104.3	4.3	3.6	4.8	5.3	5.5	5.8	3.9	6.2	4.7	2.6	3.3
2022	109.0	4.5	4.1	3.9	4.2	6.1	2.5	3.1	5.2	5.7	3.5	8.1
2023	114.9	5.4	5.9	5.4	4.9	5.8	5.0	5.3	4.0	6.4	4.7	5.2
2023 Q4	117.1	5.2	5.2	5.4	4.5	5.3	4.8	5.7	4.2	5.4	5.1	5.1
2024 Q1	118.5	4.8	4.1	4.8	4.0	4.1	3.9	5.1	4.0	5.1	5.3	6.3
Q2	119.5	4.7	4.1	4.7	3.8	4.8	4.0	5.8	3.7	4.7	4.9	5.0
Q3	120.5	4.4	4.2	4.2	4.6	4.4	4.2	5.2	3.7	4.3	4.5	4.1
Labour productivity per person employed												
2021	104.7	4.7	2.0	8.0	0.5	7.6	6.0	5.6	0.9	5.8	1.4	4.2
2022	105.8	1.1	-0.3	-0.5	-3.4	4.7	-0.5	-1.9	-0.6	2.3	1.3	14.8
2023	104.8	-1.0	2.7	-2.3	-0.1	-1.9	0.7	-2.4	0.4	-0.2	-0.3	2.9
2023 Q4	104.6	-1.2	1.3	-2.9	0.0	-1.8	1.7	-2.5	1.1	0.7	-0.4	1.1
2024 Q1	104.6	-0.6	0.7	-2.0	-2.8	-0.8	1.2	-0.9	1.8	0.9	-0.3	1.3
Q2	104.6	-0.4	-1.6	-2.2	-3.1	0.0	1.1	-0.5	3.5	1.2	-0.2	0.3
Q3	104.9	0.0	-0.7	-0.5	-2.5	0.0	2.1	-0.3	3.7	0.8	0.0	0.1
Compensation per hour worked												
2021	100.2	0.2	1.6	0.1	0.5	-0.8	3.0	1.9	2.3	0.0	0.7	-1.5
2022	103.6	3.4	5.5	4.0	4.0	2.0	2.5	3.8	3.8	4.6	4.2	5.0
2023	109.1	5.3	5.7	5.7	5.0	5.8	5.0	5.8	4.6	6.3	4.5	4.5
2023 Q4	110.8	4.9	5.4	5.4	4.0	5.3	4.2	5.6	4.0	4.9	4.7	4.6
2024 Q1	112.2	5.2	5.8	5.3	4.1	4.6	4.2	5.9	4.4	5.0	5.8	6.5
Q2	113.1	4.9	3.5	4.9	4.2	5.1	3.7	6.1	4.2	4.4	5.2	4.2
Q3	114.2	4.7	3.8	4.8	4.3	4.8	4.1	5.3	2.9	4.5	5.2	3.7
Hourly labour productivity												
2021	100.2	0.2	1.0	2.9	-5.0	1.0	2.9	3.4	-3.9	0.3	-0.6	-1.2
2022	100.2	0.0	0.4	-0.4	-4.0	0.7	-0.7	-1.1	-2.5	1.8	2.1	11.0
2023	99.2	-0.9	2.6	-2.1	0.3	-1.7	0.9	-1.9	0.9	-0.2	-0.4	2.3
2023 Q4	98.7	-1.2	1.4	-2.9	0.2	-1.7	1.3	-2.4	1.9	0.4	-0.7	1.0
2024 Q1	98.9	-0.2	2.3	-1.5	-2.5	-0.3	1.6	0.0	2.8	0.7	0.1	1.3
Q2	98.9	-0.3	-1.2	-2.1	-2.8	0.3	1.1	-0.2	4.2	1.0	0.0	-0.3
Q3	99.3	0.5	0.1	0.0	-2.3	0.5	2.2	-0.1	4.7	0.8	0.8	0.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2021	-0.57	-0.56	-0.55	-0.52	-0.49	0.04	-0.02
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024 June	3.75	3.63	3.72	3.71	3.65	5.33	0.08
July	3.66	3.62	3.68	3.64	3.53	5.34	0.08
Aug.	3.66	3.60	3.55	3.42	3.17	5.33	0.23
Sep.	3.56	3.44	3.43	3.26	2.94	5.15	0.23
Oct.	3.34	3.21	3.17	3.00	2.69	4.85	0.23
Nov.	3.16	3.07	3.01	2.79	2.51	4.66	0.23

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾					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
2021	-0.73	-0.72	-0.68	-0.48	-0.19	0.53	1.12	0.45	-0.69	-0.58	-0.12	0.24
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024 June	3.41	3.10	2.80	2.42	2.50	-0.60	-0.73	-0.51	2.74	2.31	2.22	2.91
July	3.29	2.92	2.58	2.19	2.33	-0.59	-0.72	-0.49	2.50	2.04	2.03	2.86
Aug.	3.26	2.74	2.36	2.14	2.39	-0.35	-0.51	-0.46	2.21	1.85	2.27	2.87
Sep.	3.12	2.43	2.03	1.93	2.24	-0.20	-0.23	-0.39	1.81	1.58	2.19	2.78
Oct.	2.88	2.47	2.24	2.25	2.52	0.05	0.00	-0.19	2.10	2.00	2.52	2.96
Nov.	2.73	2.18	1.91	1.92	2.19	0.00	-0.12	-0.26	1.72	1.65	2.20	2.59

Source: ECB calculations.

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

2) ECB calculations based on underlying data provided by Euro MTS Ltd and ratings provided by Fitch Ratings.

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care			Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	448.3	4,023.6	962.9	289.8	183.0	95.4	164.4	819.0	874.3	377.7	279.6	886.3	4,277.6	28,836.5
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024 June	510.0	4,952.0	997.7	309.2	160.7	125.2	231.2	951.1	1,159.0	377.0	288.9	772.9	5,415.1	38,858.9
July	506.3	4,913.9	978.1	296.9	159.0	125.6	235.8	943.7	1,138.0	374.7	295.7	780.5	5,538.0	40,102.9
Aug.	494.1	4,788.5	958.1	283.8	159.7	122.8	229.2	922.6	1,055.6	380.0	303.8	819.4	5,478.2	36,873.3
Sep.	505.0	4,877.0	987.6	281.9	165.0	121.6	241.8	950.5	1,029.0	402.8	320.1	843.4	5,621.3	37,307.4
Oct.	511.2	4,948.4	1,000.1	285.2	164.7	123.6	244.9	977.8	1,036.0	402.4	327.0	840.7	5,792.3	38,843.8
Nov.	497.5	4,795.1	939.9	271.5	155.5	121.6	241.8	975.3	997.8	386.1	328.9	816.8	5,929.9	38,617.4

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		APRC ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2023 Nov.	0.36	1.62	3.32	3.41	7.99	16.76	7.21	7.90	8.53	5.57	4.93	4.32	3.90	3.70	4.36	4.03
Dec.	0.37	1.66	3.28	3.46	8.04	16.89	7.47	7.71	8.42	5.38	4.91	4.24	3.81	3.63	4.34	3.98
2024 Jan.	0.39	1.69	3.20	3.15	8.14	16.91	7.93	8.02	8.72	5.37	4.88	4.08	3.67	3.52	4.16	3.88
Feb.	0.38	1.70	3.18	3.07	8.19	16.86	7.61	7.93	8.62	5.30	4.85	4.02	3.64	3.49	4.13	3.85
Mar.	0.39	1.72	3.18	2.91	8.19	16.96	8.03	7.79	8.54	5.15	4.82	4.00	3.57	3.44	4.05	3.81
Apr.	0.39	1.73	3.13	2.89	8.14	17.00	8.04	7.85	8.57	5.20	4.84	3.98	3.59	3.43	4.05	3.81
May	0.39	1.73	3.10	2.81	8.21	17.04	7.65	7.94	8.68	5.26	4.81	3.97	3.62	3.42	4.05	3.81
June	0.38	1.74	3.03	2.84	8.18	17.01	7.42	7.71	8.45	5.15	4.82	3.96	3.64	3.39	4.03	3.78
July	0.38	1.74	3.01	2.77	8.16	17.00	7.55	7.79	8.49	5.03	4.76	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75
Aug.	0.38	1.75	2.97	2.69	8.16	16.99	7.85	7.82	8.60	5.05	4.70	3.88	3.62	3.37	4.00	3.73
Sep.	0.37	1.75	3.00	2.73	8.23	17.04	7.56	7.76	8.53	4.89	4.59	3.79	3.55	3.28	3.89	3.64
Oct.	0.36	1.74	2.73	2.62	8.05	16.90	7.24	7.71	8.47	4.65	4.37	3.70	3.47	3.22	3.79	3.55

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).

4.5 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	
2023 Nov.	0.83	3.71	3.92	5.33	5.78	5.94	5.79	5.53	5.32	4.54	5.12	5.18	4.39	5.25
Dec.	0.84	3.71	4.08	5.38	5.56	5.75	5.68	5.45	5.12	4.51	5.26	5.10	4.37	5.24
2024 Jan.	0.89	3.70	3.37	5.38	5.38	5.72	5.65	5.47	5.25	4.43	5.15	5.00	4.21	5.20
Feb.	0.89	3.65	3.50	5.37	5.52	5.76	5.60	5.49	5.15	4.38	5.10	4.83	4.00	5.16
Mar.	0.91	3.68	3.60	5.37	5.47	5.73	5.52	5.44	5.18	4.33	5.18	5.17	4.15	5.20
Apr.	0.91	3.67	3.34	5.37	5.31	5.64	5.63	5.38	5.11	4.30	5.19	5.01	4.15	5.20
May	0.91	3.65	3.61	5.33	5.37	5.77	5.68	5.40	5.09	4.29	4.99	4.96	4.18	5.12
June	0.87	3.54	3.54	5.25	5.33	5.69	5.67	5.24	4.99	4.23	5.02	5.05	4.14	5.08
July	0.87	3.48	3.28	5.21	5.13	5.44	5.50	5.27	4.93	4.17	5.08	5.00	4.13	5.06
Aug.	0.89	3.42	3.12	5.18	5.14	5.40	5.48	5.17	4.85	4.11	5.03	4.78	4.06	5.01
Sep.	0.88	3.28	2.97	5.12	5.03	5.29	5.49	5.01	4.64	4.04	4.72	4.47	3.87	4.80
Oct.	0.82	3.06	2.96	4.89	4.82	5.10	5.29	4.80	4.39	3.92	4.65	4.29	3.86	4.68

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.

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government			
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total			of which central government	Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2021	1,414.2	431.4	128.4	52.5	89.6	764.7	674.9	386.6	137.9	79.0	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,383.1	478.8	142.7	52.0	94.6	667.0	621.7	480.5	182.7	115.9	48.3	48.1	133.9	97.1
2023	1,553.4	612.7	152.7	63.9	86.2	701.8	659.1	502.6	212.6	113.6	39.4	48.8	127.5	103.8
2024 May	1,512.6	559.6	166.1	56.8	93.0	693.9	639.8	451.8	172.7	104.8	39.5	41.4	132.9	101.9
June	1,529.2	566.0	162.2	56.5	89.2	711.8	658.2	426.6	162.2	94.0	40.0	39.7	130.7	94.2
July	1,544.1	564.0	174.5	57.5	94.6	711.1	651.1	495.3	183.0	120.5	45.3	48.8	142.9	114.7
Aug.	1,552.2	560.4	174.1	54.0	94.5	723.2	659.5	445.5	190.1	102.0	40.8	30.5	123.0	101.3
Sep.	1,547.3	588.6	168.6	51.3	84.1	706.0	642.4	475.1	202.4	90.6	37.1	38.2	143.9	112.8
Oct.	1,532.3	569.0	167.0	52.4	83.6	712.6	655.4	453.9	156.1	120.7	41.0	38.1	139.0	124.0
Long-term														
2021	19,863.2	4,124.5	3,357.1	1,377.6	1,617.9	10,763.7	9,942.7	316.6	68.5	83.4	34.0	23.2	141.5	128.0
2022	17,813.1	3,911.3	3,218.4	1,372.8	1,412.7	9,270.7	8,558.7	295.3	76.9	71.1	29.7	16.9	130.4	121.0
2023	19,457.7	4,450.3	3,382.2	1,380.5	1,524.2	10,101.0	9,361.3	325.6	94.1	72.2	28.2	21.2	138.2	129.7
2024 May	19,765.2	4,620.3	3,505.8	1,377.4	1,548.0	10,091.2	9,341.0	399.1	76.0	106.6	23.3	35.1	181.5	163.3
June	19,903.9	4,624.5	3,535.6	1,388.8	1,563.3	10,180.5	9,425.9	321.7	70.1	81.6	29.1	30.7	139.2	130.9
July	20,149.7	4,667.9	3,564.4	1,380.1	1,565.5	10,351.9	9,588.3	317.9	83.4	97.4	18.2	15.9	121.2	116.9
Aug.	20,247.3	4,686.0	3,566.5	1,375.0	1,569.5	10,425.2	9,657.6	212.3	43.9	56.2	13.9	10.5	101.7	97.0
Sep.	20,557.9	4,739.6	3,627.6	1,384.5	1,595.5	10,595.1	9,819.3	372.1	85.1	97.8	25.6	38.9	150.4	143.2
Oct.	20,461.2	4,745.5	3,623.8	1,366.9	1,594.2	10,497.7	9,723.4	339.6	78.4	83.8	15.0	23.5	153.9	143.8

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2021	21,277.4	4,556.0	3,485.6	1,430.1	1,707.5	11,528.4	10,617.5	10,357.1	600.3	1,484.6	8,271.2
2022	19,196.2	4,390.0	3,361.1	1,424.8	1,507.3	9,937.7	9,180.4	8,701.5	525.2	1,285.9	6,889.8
2023	21,011.1	5,063.1	3,534.9	1,444.4	1,610.4	10,802.8	10,020.4	9,672.7	619.7	1,411.8	7,640.7
2024 May	21,277.8	5,179.9	3,671.8	1,434.2	1,641.0	10,785.1	9,980.8	10,363.6	740.0	1,565.3	8,057.9
June	21,433.1	5,190.5	3,697.8	1,445.3	1,652.5	10,892.3	10,084.0	10,058.5	687.2	1,515.2	7,855.6
July	21,693.8	5,231.9	3,738.8	1,437.6	1,660.1	11,063.0	10,239.5	10,114.4	724.0	1,533.7	7,856.2
Aug.	21,799.5	5,246.4	3,740.6	1,429.0	1,664.1	11,148.4	10,317.1	10,246.0	723.8	1,557.5	7,964.2
Sep.	22,105.2	5,328.2	3,796.2	1,435.8	1,679.6	11,301.2	10,461.6	10,410.1	746.5	1,560.7	8,102.4
Oct.	21,993.4	5,314.5	3,790.8	1,419.3	1,677.8	11,210.3	10,378.8	10,097.2	751.1	1,548.1	7,797.5
Growth rate¹⁾											
2024 Mar.	5.9	11.5	4.7	2.8	2.4	4.3	4.6	-1.4	-3.1	0.9	-1.6
Apr.	5.7	10.3	4.4	1.1	3.0	4.4	4.6	-1.4	-3.1	0.5	-1.6
May	5.4	8.7	3.6	-2.0	2.9	4.8	4.8	-1.2	-3.2	0.4	-1.3
June	4.7	7.2	3.4	-2.6	3.4	4.2	4.2	-0.6	-3.3	-0.9	-0.3
July	4.3	5.5	4.0	-3.1	2.5	4.2	4.2	-0.3	-3.5	-0.6	0.0
Aug.	4.5	5.1	4.3	-2.9	3.1	4.5	4.4	-0.3	-3.4	-0.5	0.0
Sep.	4.6	5.9	4.5	-2.7	3.0	4.2	4.0	-0.2	-2.1	-0.4	0.0
Oct.	4.6	5.3	3.9	-4.1	3.1	4.6	4.6	0.3	-2.2	-0.3	0.6

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2021	99.6	93.7	93.7	89.3	69.6	87.2	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.6	84.5	64.4	82.3	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	98.1	89.0	66.5	85.9	121.8	94.7
2023 Q4	98.3	94.2	98.3	89.8	66.5	86.8	123.0	95.0
2024 Q1	98.4	94.4	98.4	89.7	67.5	86.8	123.7	95.2
Q2	98.7	94.6	98.5	89.8	67.1	86.9	124.1	95.2
Q3	99.0	95.0	98.7	.	.	.	125.1	95.6
2024 June	98.5	94.5	98.3	-	-	-	124.0	95.0
July	99.0	95.1	98.8	-	-	-	124.8	95.5
Aug.	99.0	95.0	98.7	-	-	-	125.2	95.7
Sep.	98.8	94.8	98.6	-	-	-	125.2	95.5
Oct.	98.2	94.3	98.0	-	-	-	124.4	95.0
Nov.	97.5	93.6	97.4	-	-	-	123.5	94.1
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2024 Nov.	-0.7	-0.8	-0.7	-	-	-	-0.7	-1.0
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2024 Nov.	-1.2	-1.1	-1.3	-	-	-	0.1	-1.3

Source: ECB.

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

4.9 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
2021	7.628	7.528	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	7.535	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	.	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2023 Q4	7.771	.	24.517	7.458	382.125	159.118	4.420	0.867	4.9697	11.478	0.955	1.075
2024 Q1	7.805	.	25.071	7.456	388.182	161.150	4.333	0.856	4.9735	11.279	0.949	1.086
Q2	7.797	.	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
Q3	7.870	.	25.195	7.461	394.101	163.952	4.283	0.845	4.9746	11.451	0.952	1.098
2024 June	7.805	.	24.779	7.459	394.763	169.813	4.321	0.846	4.9767	11.285	0.962	1.076
July	7.875	.	25.299	7.461	392.836	171.171	4.282	0.843	4.9730	11.532	0.968	1.084
Aug.	7.874	.	25.179	7.461	394.695	161.055	4.292	0.852	4.9766	11.456	0.945	1.101
Sep.	7.861	.	25.099	7.460	394.863	159.081	4.276	0.840	4.9744	11.358	0.941	1.111
Oct.	7.728	.	25.298	7.459	401.901	163.197	4.317	0.835	4.9750	11.405	0.939	1.090
Nov.	7.662	.	25.301	7.458	409.251	163.234	4.332	0.834	4.9762	11.583	0.936	1.063
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2024 Nov.	-0.9	0.0	0.0	0.0	1.8	0.0	0.3	-0.1	0.0	1.6	-0.3	-2.5
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2024 Nov.	-1.9	.	3.3	0.0	7.9	0.9	-1.6	-4.2	0.1	0.3	-2.9	-1.6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 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>												
2023 Q3	32,639.4	32,277.1	362.3	12,689.0	10,401.4	12,038.4	13,986.1	-41.8	6,840.2	7,889.6	1,113.6	16,574.5
Q4	32,481.5	32,087.7	393.8	12,196.3	9,946.6	12,472.2	14,559.1	-29.0	6,694.2	7,582.0	1,147.8	16,225.4
2024 Q1	33,769.5	33,180.7	588.8	12,451.0	10,032.5	13,140.5	15,297.8	-26.0	6,989.0	7,850.4	1,215.1	16,671.9
Q2	34,313.4	33,303.1	1,010.3	12,443.6	9,914.5	13,567.6	15,592.8	-23.1	7,057.7	7,795.8	1,267.6	16,595.7
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2024 Q2	230.9	224.1	6.8	83.7	66.7	91.3	104.9	-0.2	47.5	52.5	8.5	111.7
<i>Transactions</i>												
2023 Q4	-324.7	-441.1	116.4	-323.5	-300.6	46.2	90.7	21.9	-75.7	-231.2	6.4	-
2024 Q1	571.6	461.0	110.6	140.1	49.4	167.1	189.3	13.0	250.1	222.3	1.2	-
Q2	163.7	32.5	131.2	-51.3	-117.5	180.1	261.3	12.2	18.9	-111.2	3.7	-
Q3	444.4	281.3	163.2	45.4	22.4	157.3	144.9	-7.4	253.0	114.0	-3.9	-
2024 Apr.	71.7	48.5	23.2	-3.2	-29.1	28.6	42.6	12.7	32.8	34.9	0.8	-
May	100.0	82.1	17.8	-31.6	-39.4	77.1	75.2	-1.5	54.3	46.4	1.6	-
June	-8.0	-98.1	90.2	-16.5	-49.0	74.4	143.5	1.0	-68.2	-192.6	1.3	-
July	122.2	61.2	61.0	20.8	-0.1	55.5	33.1	-3.2	52.2	28.1	-3.2	-
Aug.	115.9	88.3	27.6	3.7	11.2	37.7	37.0	1.2	76.3	40.1	-3.0	-
Sep.	206.4	131.8	74.6	20.9	11.3	64.1	74.7	-5.4	124.5	45.8	2.4	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2024 Sep.	855.0	333.6	521.4	-189.2	-346.3	550.7	686.0	39.8	446.3	-6.1	7.4	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2024 Sep.	5.7	2.2	3.5	-1.3	-2.3	3.7	4.6	0.3	3.0	0.0	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

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				Total	
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years		Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total					8		9	10	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Outstanding amounts												
2021	1,469.1	9,820.7	11,289.7	913.0	2,505.7	3,418.7	14,708.4	117.8	644.2	25.5	787.5	15,495.9
2022	1,538.9	9,758.1	11,297.0	1,366.9	2,565.3	3,932.2	15,229.2	123.0	646.3	49.8	819.1	16,048.2
2023	1,535.6	8,809.5	10,345.1	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,099.6	184.9	739.7	71.0	995.5	16,095.2
2023 Q4	1,535.6	8,809.5	10,345.1	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,099.6	184.9	739.7	71.0	995.5	16,095.2
2024 Q1	1,526.2	8,740.0	10,266.3	2,440.1	2,431.0	4,871.1	15,137.4	192.4	786.5	72.9	1,051.8	16,189.3
Q2	1,533.9	8,792.8	10,326.7	2,535.8	2,425.4	4,961.3	15,288.0	210.4	814.8	59.3	1,084.4	16,372.4
Q3 ^(p)	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.7	237.3	857.4	47.3	1,142.1	16,541.8
2024 May	1,530.0	8,733.1	10,263.1	2,509.5	2,427.2	4,936.7	15,199.8	206.7	792.6	66.2	1,065.5	16,265.4
June	1,533.9	8,792.8	10,326.7	2,535.8	2,425.4	4,961.3	15,288.0	210.4	814.8	59.3	1,084.4	16,372.4
July	1,536.5	8,746.8	10,283.3	2,540.8	2,424.8	4,965.6	15,248.9	226.0	825.9	57.9	1,109.8	16,358.7
Aug.	1,538.8	8,791.8	10,330.5	2,558.5	2,426.5	4,985.0	15,315.5	242.4	838.6	52.0	1,133.0	16,448.5
Sep.	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.7	237.3	857.4	47.3	1,142.1	16,541.8
Oct. ^(p)	1,545.6	8,894.8	10,440.3	2,557.3	2,427.6	4,984.9	15,425.2	248.9	853.1	50.2	1,152.2	16,577.4
Transactions												
2021	106.5	905.3	1,011.9	-123.6	66.0	-57.5	954.3	11.9	20.2	13.6	45.7	1,000.0
2022	69.9	-57.3	12.6	425.5	55.6	481.1	493.7	3.6	2.4	76.8	82.8	576.5
2023	-4.7	-969.2	-973.9	920.7	-99.5	821.2	-152.7	40.3	93.8	23.6	157.7	5.1
2023 Q4	0.7	-144.5	-143.8	204.9	-6.5	198.5	54.7	31.5	26.5	-5.1	52.9	107.6
2024 Q1	-8.8	-75.0	-83.8	144.1	-28.9	115.2	31.4	9.9	46.7	7.1	63.7	95.1
Q2	7.7	52.0	59.7	71.4	-5.6	65.9	125.5	17.6	25.2	-13.3	29.5	155.0
Q3 ^(p)	7.8	28.0	35.8	59.5	-0.5	58.9	94.7	28.2	38.7	-11.1	55.8	150.6
2024 May	-1.2	5.1	3.9	36.4	-1.5	34.9	38.8	2.5	-3.1	-4.6	-5.2	33.5
June	3.9	57.4	61.3	13.7	-1.8	12.0	73.2	3.3	20.8	-8.6	15.4	88.6
July	2.6	-44.0	-41.5	5.7	-0.7	4.9	-36.5	15.8	9.9	-1.9	23.8	-12.7
Aug.	2.3	18.7	20.9	20.5	1.9	22.4	43.3	17.1	11.4	-5.8	22.7	66.0
Sep.	3.0	53.4	56.3	33.3	-1.7	31.6	87.9	-4.7	17.4	-3.3	9.4	97.3
Oct. ^(p)	3.9	45.4	49.3	-36.9	2.7	-34.2	15.1	10.6	-5.3	3.5	8.8	23.9
Growth rates												
2021	7.8	10.2	9.8	-12.0	2.7	-1.7	6.9	11.8	3.2	165.7	6.2	6.9
2022	4.8	-0.6	0.1	45.9	2.2	14.0	3.4	2.9	0.4	457.9	11.1	3.7
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.6	19.3	0.0
2023 Q4	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.6	19.3	0.0
2024 Q1	-1.1	-7.6	-6.7	49.9	-4.5	16.7	-0.3	68.7	18.1	-16.8	20.7	0.9
Q2	-0.1	-4.1	-3.5	34.8	-3.5	12.8	1.2	62.6	16.9	-29.4	18.8	2.2
Q3 ^(p)	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.5	19.2	-34.4	21.6	3.2
2024 May	-0.5	-5.8	-5.0	41.3	-3.9	14.7	0.6	64.7	14.6	-21.7	17.6	1.6
June	-0.1	-4.1	-3.5	34.8	-3.5	12.8	1.2	62.6	16.9	-29.4	18.8	2.2
July	0.2	-3.6	-3.0	30.7	-3.3	11.5	1.2	65.4	18.3	-26.1	21.4	2.4
Aug.	0.3	-2.5	-2.0	26.2	-2.2	10.5	1.7	79.0	19.0	-37.6	22.6	2.9
Sep.	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.5	19.2	-34.4	21.6	3.2
Oct. ^(p)	0.7	0.1	0.2	16.9	-1.1	7.3	2.4	55.6	18.5	-37.2	20.0	3.4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

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 ³⁾	Insurance corporations and pension funds ⁴⁾	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													
2021	3,228.3	2,802.0	290.9	128.2	7.3	8,087.9	5,381.4	372.4	2,333.3	0.7	1,264.5	225.6	550.9
2022	3,361.5	2,721.2	499.5	134.7	6.2	8,374.2	5,542.6	437.9	2,392.9	0.9	1,282.8	231.5	563.3
2023	3,334.2	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2023 Q4	3,334.2	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2024 Q1	3,337.8	2,381.4	817.8	127.8	10.9	8,457.8	5,056.9	1,133.0	2,266.9	1.0	1,243.9	223.6	540.4
Q2	3,380.3	2,409.1	833.1	127.3	10.8	8,529.0	5,060.9	1,203.4	2,263.4	1.3	1,299.6	221.8	533.8
Q3 ⁴⁾	3,364.8	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.9	5,091.3	1,260.4	2,266.2	1.0	1,330.8	230.1	550.8
2024 May	3,358.1	2,390.6	831.4	127.1	9.0	8,499.7	5,051.9	1,182.5	2,264.3	1.0	1,275.4	216.0	527.3
June	3,380.3	2,409.1	833.1	127.3	10.8	8,529.0	5,060.9	1,203.4	2,263.4	1.3	1,299.6	221.8	533.8
July	3,364.7	2,398.2	830.0	126.9	9.6	8,550.5	5,057.8	1,227.8	2,264.0	0.9	1,268.2	215.3	539.7
Aug.	3,363.8	2,395.9	831.9	126.3	9.7	8,589.4	5,089.2	1,232.9	2,266.3	1.0	1,304.4	218.0	543.5
Sep.	3,364.8	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.9	5,091.3	1,260.4	2,266.2	1.0	1,330.8	230.1	550.8
Oct. ⁴⁾	3,378.1	2,422.2	815.8	127.5	12.7	8,658.6	5,122.7	1,267.6	2,267.3	0.9	1,320.6	220.5	550.7
Transactions													
2021	246.2	270.9	-21.2	-6.9	3.4	423.0	411.7	-65.1	76.5	-0.2	151.2	-10.0	49.3
2022	122.9	-89.2	207.7	5.9	-1.5	295.8	166.8	74.9	54.0	0.1	-10.2	6.2	12.5
2023	-31.5	-306.8	271.1	-1.4	5.6	18.9	-459.8	572.6	-94.5	0.6	-64.2	-3.0	-27.8
2023 Q4	20.4	-10.4	34.0	-0.3	-2.9	72.3	-88.3	165.2	-5.3	0.6	-9.6	17.7	-15.3
2024 Q1	2.4	-40.1	45.1	-3.0	0.3	33.4	-54.8	115.1	-26.5	-0.4	20.1	-3.9	-1.9
Q2	40.1	27.7	12.9	-0.4	-0.2	70.5	3.7	70.0	-3.4	0.2	34.9	-2.1	-7.9
Q3 ⁴⁾	-9.4	-0.6	-7.3	-1.9	0.4	60.8	0.1	58.1	2.9	-0.3	37.9	9.3	16.5
2024 May	10.5	6.6	5.9	0.0	-2.0	14.8	-8.6	23.9	-0.5	0.0	15.5	4.9	-3.2
June	17.7	17.5	-1.7	0.2	1.7	28.3	8.5	20.5	-0.9	0.3	14.6	5.6	6.3
July	-14.2	-9.9	-2.6	-0.6	-1.1	21.9	-2.9	24.6	0.6	-0.3	-30.5	-6.4	5.9
Aug.	3.1	0.0	3.3	-0.6	0.3	8.1	0.0	5.7	2.4	0.0	40.2	3.1	3.8
Sep.	1.8	9.2	-8.0	-0.7	1.3	30.8	3.0	27.9	-0.1	0.0	28.2	12.6	6.8
Oct. ⁴⁾	9.3	14.9	-9.1	1.9	1.6	36.4	28.8	6.6	1.0	0.0	-13.2	-10.1	-0.6
Growth rates													
2021	8.3	10.7	-6.8	-5.0	99.3	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.2	13.5	-4.3	9.9
2022	3.8	-3.2	70.3	4.6	-17.5	3.7	3.1	20.6	2.3	19.9	-0.5	2.8	2.3
2023	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2023 Q4	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2024 Q1	0.1	-8.3	36.4	-3.2	38.9	0.9	-7.1	101.7	-4.6	11.9	1.3	-2.0	-6.0
Q2	1.7	-3.4	21.3	-2.8	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
Q3 ⁴⁾	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	48.0	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
2024 May	1.8	-5.3	31.6	-3.1	-11.2	1.6	-5.7	81.4	-3.9	10.9	2.9	-5.4	-6.8
June	1.7	-3.4	21.3	-2.8	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
July	1.7	-2.7	18.0	-3.0	2.4	2.2	-4.1	62.4	-3.2	10.5	5.6	-3.0	-4.8
Aug.	1.8	-2.0	15.5	-3.8	10.4	2.3	-3.4	51.9	-2.1	16.3	10.3	-1.3	-3.0
Sep.	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	48.0	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
Oct. ⁴⁾	1.7	0.5	5.9	-2.5	17.5	3.2	-1.2	39.1	-0.9	25.2	8.0	3.6	0.6

Sources: 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 Financing conditions and credit developments

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								Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities			
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds				
	Total	Adjusted loans ²⁾											
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Outstanding amounts													
2021	6,523.3	991.9	5,529.7	14,804.4	12,338.2	12,720.1	4,862.0	6,372.3	943.6	160.2	1,578.1	888.1	
2022	6,352.0	1,001.3	5,325.7	15,389.8	12,987.5	13,174.9	5,126.5	6,631.8	1,082.5	146.7	1,565.9	836.4	
2023	6,305.3	990.6	5,289.3	15,493.3	13,034.1	13,253.2	5,123.2	6,648.1	1,124.8	138.0	1,560.8	898.4	
2023 Q4	6,305.3	990.6	5,289.3	15,493.3	13,034.1	13,253.2	5,123.2	6,648.1	1,124.8	138.0	1,560.8	898.4	
2024 Q1	6,220.9	977.6	5,217.8	15,545.4	13,045.5	13,276.9	5,115.5	6,642.2	1,150.6	137.2	1,569.9	930.1	
Q2	6,195.5	978.6	5,191.1	15,572.5	13,101.2	13,339.7	5,127.6	6,644.8	1,197.9	130.9	1,554.2	917.1	
Q3	6,255.1	975.4	5,253.9	15,633.8	13,143.5	13,377.8	5,138.7	6,661.4	1,210.6	132.8	1,561.7	928.6	
2024 May	6,181.8	974.2	5,181.9	15,538.0	13,070.7	13,305.8	5,117.2	6,641.9	1,180.9	130.6	1,546.3	921.0	
June	6,195.5	978.6	5,191.1	15,572.5	13,101.2	13,339.7	5,127.6	6,644.8	1,197.9	130.9	1,554.2	917.1	
July	6,222.2	973.9	5,222.6	15,597.0	13,125.3	13,357.4	5,124.8	6,645.6	1,222.7	132.2	1,547.0	924.7	
Aug.	6,234.1	976.8	5,231.7	15,614.8	13,133.2	13,366.9	5,128.0	6,655.4	1,216.5	133.3	1,556.4	925.2	
Sep.	6,255.1	975.4	5,253.9	15,633.8	13,143.5	13,377.8	5,138.7	6,661.4	1,210.6	132.8	1,561.7	928.6	
Oct.	6,245.7	986.6	5,233.4	15,660.4	13,165.4	13,415.3	5,143.5	6,661.0	1,225.2	135.7	1,565.7	929.2	
Transactions													
2021	660.6	-1.9	672.1	562.9	475.4	508.5	176.4	261.6	47.4	-9.9	77.8	9.6	
2022	173.8	8.5	163.8	636.4	623.8	680.5	269.0	241.8	126.3	-13.3	18.6	-5.9	
2023	-160.8	-17.4	-143.7	55.6	24.6	72.4	-5.7	7.7	30.8	-8.2	-15.1	46.1	
2023 Q4	-3.8	3.7	-7.9	32.8	38.0	62.4	6.0	15.9	16.0	0.2	-20.5	15.3	
2024 Q1	-61.1	-11.6	-49.6	59.2	28.6	42.1	-2.1	-2.4	33.9	-0.8	9.0	21.6	
Q2	-4.7	1.5	-6.4	19.8	38.9	49.1	14.2	4.9	26.3	-6.5	-14.7	-4.4	
Q3	-4.2	-3.2	-1.0	68.6	59.6	53.5	10.2	20.0	27.3	2.1	4.1	4.9	
2024 May	-23.3	0.0	-23.4	-2.8	5.8	7.2	7.1	0.1	4.3	-5.6	-10.2	1.6	
June	8.4	4.2	4.1	26.8	19.8	25.1	10.3	4.1	5.3	0.1	7.6	-0.6	
July	-8.6	-4.5	-4.0	23.5	29.1	23.0	-0.1	1.5	26.2	1.4	-9.8	4.2	
Aug.	9.3	2.8	6.5	23.5	15.1	15.8	7.2	10.7	-3.9	1.2	9.6	-1.3	
Sep.	-5.0	-1.6	-3.5	21.6	15.4	14.7	3.0	7.8	5.0	-0.4	4.3	1.9	
Oct.	7.9	9.6	-1.7	26.8	20.7	38.9	5.5	0.1	12.2	2.8	3.5	2.6	
Growth rates													
2021	11.2	-0.2	13.8	3.9	4.0	4.1	3.8	4.3	5.2	-4.6	5.2	1.0	
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6	
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.4	
2023 Q4	-2.5	-1.7	-2.7	0.4	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.4	
2024 Q1	-2.5	-1.6	-2.8	0.8	0.4	0.8	-0.2	-0.2	6.4	-1.3	0.5	7.1	
Q2	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.5	-8.5	-1.7	4.6	
Q3	-1.2	-1.0	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.6	0.6	9.3	-3.7	-1.4	4.3	
2024 May	-1.4	-1.4	-1.4	0.6	0.6	0.8	-0.1	0.3	7.0	-7.7	-2.4	5.2	
June	-1.4	-0.5	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.2	0.3	8.5	-8.5	-1.7	4.6	
July	-1.1	-0.9	-1.1	0.9	1.0	1.3	0.2	0.4	9.4	-2.5	-2.2	4.3	
Aug.	-1.1	-0.6	-1.2	1.2	1.3	1.5	0.4	0.5	10.2	1.5	-1.5	4.0	
Sep.	-1.2	-1.0	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.6	0.6	9.3	-3.7	-1.4	4.3	
Oct.	-0.8	-0.1	-1.0	1.2	1.2	1.6	0.6	0.5	8.6	0.3	-0.5	3.8	

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 Financing conditions and credit developments

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		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2021	4,862.0	4,992.8	882.4	1,004.6	2,975.1	6,372.3	6,637.6	696.1	4,970.4	705.9
2022	5,126.5	5,127.5	960.0	1,076.9	3,089.6	6,631.8	6,832.5	715.1	5,214.2	702.6
2023	5,123.2	5,139.6	907.3	1,090.3	3,125.6	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2023 Q4	5,123.2	5,139.6	907.3	1,090.3	3,125.6	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2024 Q1	5,115.5	5,132.8	890.3	1,088.1	3,137.1	6,642.2	6,873.7	738.9	5,221.4	682.0
Q2	5,127.6	5,145.7	899.9	1,087.7	3,140.1	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
Q3	5,138.7	5,159.3	912.4	1,088.8	3,137.4	6,661.4	6,899.2	742.4	5,245.1	674.0
2024 May	5,117.2	5,131.8	889.0	1,086.7	3,141.6	6,641.9	6,878.6	739.5	5,223.1	679.3
June	5,127.6	5,145.7	899.9	1,087.7	3,140.1	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
July	5,124.8	5,141.0	898.6	1,086.8	3,139.5	6,645.6	6,883.9	739.4	5,230.7	675.5
Aug.	5,128.0	5,135.5	898.0	1,086.3	3,143.6	6,655.4	6,890.7	741.5	5,239.5	674.3
Sep.	5,138.7	5,159.3	912.4	1,088.8	3,137.4	6,661.4	6,899.2	742.4	5,245.1	674.0
Oct.	5,143.5	5,159.0	919.5	1,089.2	3,134.8	6,661.0	6,907.5	743.0	5,240.6	677.4
Transactions										
2021	176.4	207.7	-0.3	2.2	174.5	261.6	267.5	10.5	254.8	-3.8
2022	269.0	308.7	78.0	77.3	113.7	241.8	250.0	23.2	217.7	0.9
2023	-5.7	24.3	-43.9	10.3	27.9	7.7	26.8	18.9	10.1	-21.3
2023 Q4	6.0	27.5	3.3	4.0	-1.3	15.9	4.8	4.0	15.7	-3.8
2024 Q1	-2.1	0.5	-14.9	-1.1	13.9	-2.4	9.7	8.4	-6.1	-4.7
Q2	14.2	16.6	13.5	-1.2	2.0	4.9	10.5	0.4	5.9	-1.4
Q3	10.2	12.0	6.2	3.5	0.5	20.0	20.9	7.2	17.9	-5.1
2024 May	7.1	3.9	8.8	-0.2	-1.6	0.1	3.8	1.0	-0.1	-0.8
June	10.3	15.2	10.1	1.0	-0.9	4.1	3.7	-1.0	3.9	1.3
July	-0.1	-2.0	-0.3	-0.5	0.8	1.5	4.1	2.8	3.0	-4.3
Aug.	7.2	-1.7	1.3	0.5	5.4	10.7	7.5	2.5	9.0	-0.8
Sep.	3.0	15.7	5.2	3.5	-5.7	7.8	9.3	1.9	5.9	0.0
Oct.	5.5	3.1	5.9	0.4	-0.8	0.1	8.9	2.8	-3.2	0.5
Growth rates										
2021	3.8	4.3	0.0	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2023 Q4	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024 Q1	-0.2	0.3	-3.9	-0.2	1.0	-0.2	0.2	3.3	-0.2	-3.0
Q2	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
Q3	0.6	1.1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	2.8	0.6	-2.2
2024 May	-0.1	0.3	-2.5	-0.8	0.9	0.3	0.3	2.9	0.4	-2.8
June	0.2	0.7	-1.0	-0.1	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
July	0.2	0.6	-0.8	-0.3	0.6	0.4	0.5	2.8	0.5	-2.7
Aug.	0.4	0.8	0.0	0.1	0.7	0.5	0.6	2.9	0.6	-2.5
Sep.	0.6	1.1	0.9	0.5	0.5	0.6	0.7	2.8	0.6	-2.2
Oct.	0.6	1.2	1.6	0.3	0.4	0.5	0.8	3.1	0.4	-1.8

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 Financing conditions and credit developments

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										
2021	736.6	6,888.2	1,839.9	37.0	1,999.1	3,012.3	1,376.0	416.9	128.5	136.8
2022	639.4	6,732.9	1,783.0	45.7	2,110.7	2,793.4	1,332.5	346.2	137.2	147.2
2023	447.4	7,326.8	1,827.5	90.2	2,416.7	2,992.4	1,858.3	212.6	155.0	152.6
2023 Q4	447.4	7,326.8	1,827.5	90.2	2,416.7	2,992.4	1,858.3	212.6	155.0	152.6
2024 Q1	395.4	7,457.1	1,828.2	103.9	2,492.2	3,032.8	2,049.8	225.6	178.0	174.2
Q2	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,530.1	3,057.9	2,242.6	298.4	182.6	176.5
Q3 ³⁾	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,488.9	246.2	184.9	188.5
2024 May	441.5	7,490.2	1,823.9	108.5	2,518.8	3,039.0	2,219.9	257.3	159.1	165.0
June	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,530.1	3,057.9	2,242.6	298.4	182.6	176.5
July	404.8	7,578.3	1,821.5	111.6	2,528.5	3,116.8	2,341.3	181.3	166.9	154.9
Aug.	419.2	7,608.9	1,822.6	112.7	2,537.4	3,136.3	2,396.4	231.3	193.2	170.7
Sep.	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,488.9	246.2	184.9	188.5
Oct. ³⁾	445.3	7,750.8	1,831.7	115.7	2,561.0	3,242.3	2,598.8	268.6	169.6	172.2
Transactions										
2021	21.2	-37.9	-74.8	-5.0	-39.8	81.7	-112.6	-127.5	-8.3	-4.3
2022	-93.4	39.5	-88.8	-4.6	0.4	132.5	-69.0	-218.7	10.4	18.0
2023	-198.2	338.4	25.2	40.0	231.0	42.2	459.3	-208.8	19.7	9.0
2023 Q4	-7.3	62.2	-11.1	16.4	63.4	-6.5	166.5	-32.9	1.2	-10.7
2024 Q1	-51.7	112.3	3.4	13.6	89.3	5.9	138.7	18.8	25.6	21.5
Q2	15.7	43.3	-0.1	6.0	32.7	4.7	149.6	49.3	4.6	2.3
Q3 ³⁾	-7.7	68.4	7.5	4.4	40.7	15.9	173.6	-26.7	2.4	12.0
2024 May	2.3	11.8	-2.0	1.8	6.6	5.4	58.0	15.7	-4.5	-12.4
June	-31.1	18.5	3.5	1.4	4.9	8.8	4.7	36.2	23.5	11.4
July	-5.7	8.8	-6.0	1.6	6.1	7.1	66.0	-90.5	-15.7	-21.6
Aug.	14.4	26.7	2.4	1.1	20.7	2.5	46.3	28.0	26.4	15.8
Sep.	-16.4	32.9	11.1	1.6	13.9	6.3	61.3	35.9	-8.3	17.8
Oct. ³⁾	42.9	8.7	-3.1	1.4	5.1	5.3	43.9	-3.1	-15.3	-16.3
Growth rates										
2021	3.0	-0.5	-3.9	-12.0	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-12.7	0.6	-4.8	-13.0	-0.1	4.6	-	-	7.8	12.7
2023	-30.8	5.0	1.4	80.3	10.8	1.5	-	-	14.3	6.0
2023 Q4	-30.8	5.0	1.4	80.3	10.8	1.5	-	-	14.3	6.0
2024 Q1	-31.8	5.1	1.4	89.7	12.0	0.7	-	-	20.3	7.1
Q2	-16.1	4.5	0.7	78.5	10.1	0.9	-	-	11.1	4.3
Q3 ³⁾	-11.2	3.9	0.0	54.7	9.6	0.6	-	-	22.1	15.4
2024 May	-10.7	4.5	0.6	84.9	11.2	0.2	-	-	-6.1	-8.6
June	-16.1	4.5	0.7	78.5	10.1	0.9	-	-	11.1	4.3
July	-12.7	4.1	0.2	72.2	9.3	0.9	-	-	11.3	1.0
Aug.	-4.6	4.0	0.2	63.4	9.5	0.7	-	-	19.5	7.6
Sep.	-11.2	3.9	0.0	54.7	9.6	0.6	-	-	22.1	15.4
Oct. ³⁾	0.7	3.7	0.1	47.0	8.7	0.8	-	-	5.6	13.7

Sources: 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:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2020	-7.0	-5.7	-0.4	0.0	-0.9	-5.5
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.5	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.8
2023	-3.6	-3.6	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2023 Q3	-3.8	.	.	.	.	-2.0
Q4	-3.6	.	.	.	.	-1.8
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7
Q2	-3.4	.	.	.	.	-1.6

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
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46.6	46.1	12.7	12.9	15.4	0.5	53.6	48.9	10.7	6.0	1.5	25.1	4.7
2021	46.9	46.2	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.8	13.3	12.9	14.6	0.8	50.0	44.8	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	46.0	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2023 Q3	45.9	45.1	13.2	12.4	14.5	0.8	49.6	44.3	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
Q4	45.9	45.1	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2024 Q1	45.9	45.2	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.8	22.4	5.3
Q2	46.1	45.3	13.3	12.3	14.6	0.8	49.5	44.3	9.9	5.9	1.8	22.6	5.2

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
	Total				MFIs									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96.5	3.1	14.5	78.8	53.9	38.8	42.6	11.1	85.4	18.7	30.7	47.1	94.8	1.6
2021	93.8	2.9	13.8	77.1	54.4	40.9	39.4	9.8	84.1	17.3	29.8	46.8	92.4	1.4
2022	89.5	2.6	13.1	73.7	52.5	39.6	37.0	8.7	80.8	16.0	28.4	45.2	88.5	1.0
2023	87.4	2.4	12.2	72.8	49.3	35.9	38.1	7.9	79.5	15.0	28.1	44.3	86.6	0.8
2023 Q3	88.4	2.5	12.1	73.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.4	2.4	12.2	72.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 Q1	87.8	2.3	12.0	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.1	2.2	11.8	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors 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
2020	12.9	5.5	2.2	2.5	2.0	0.5	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.2	9.5
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.7	-6.2	5.0
2022	-4.3	1.8	-0.2	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.6	-5.9	2.7
2023	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2023 Q3	-2.5	2.0	-0.3	-0.6	-0.8	-0.2	0.2	0.1	0.6	-0.4	-4.2	2.8
Q4	-2.1	1.8	-0.4	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.6	2.6
2024 Q1	-1.5	1.7	-0.5	-0.7	-0.8	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.2	-2.7	2.6
Q2	-0.7	1.6	-0.2	-0.6	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.4	0.0	-2.1	2.8

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	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	13.8	12.6	4.1	1.2	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5
2022	12.9	11.7	4.1	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2023 Q4	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024 Q1	12.8	11.4	3.8	1.4	0.3	8.3	2.1	1.3	2.3	2.0	1.6	3.7	2.5
Q2	13.0	11.6	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
Q3	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.7	3.7	2.9
2024 May	12.7	11.3	3.2	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.4	3.7	2.6
June	13.0	11.6	3.6	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.7
July	12.9	11.5	3.7	1.4	0.4	8.3	2.1	1.4	2.1	2.1	1.6	3.7	2.8
Aug.	13.1	11.6	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.7	2.8
Sep.	13.0	11.5	3.9	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.1	1.7	3.7	2.9
Oct.	13.1	11.7	3.8	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.2	2.1	1.7	3.6	2.9

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-9.0	-4.4	-5.4	-4.9	-9.6	-9.9	-8.9	-7.2	-9.4	-5.6
2021	-5.4	-3.2	-2.6	-1.4	-6.9	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-2.1	-1.1	1.7	-2.5	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.6
2023	-4.2	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2023 Q3	-4.1	-3.1	-2.1	1.4	-1.4	-4.3	-5.4	-0.4	-7.1	2.3
Q4	-4.3	-2.6	-2.8	1.5	-1.3	-3.5	-5.5	-0.9	-7.2	2.0
2024 Q1	-4.1	-2.6	-3.0	1.5	-0.6	-3.7	-5.6	-0.8	-6.6	3.7
Q2	-4.4	-2.5	-3.6	1.9	0.3	-3.3	-5.7	-1.7	-6.1	4.3
Government debt										
2020	111.2	68.0	19.1	57.0	209.4	119.3	114.8	86.5	154.3	113.6
2021	108.4	68.1	18.4	52.6	197.3	115.7	112.7	78.2	145.7	96.5
2022	102.6	65.0	19.1	43.1	177.0	109.5	111.2	68.5	138.3	81.0
2023	103.1	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	109.9	61.8	134.8	73.6
2023 Q3	107.7	63.8	18.7	43.0	170.7	107.4	111.4	63.3	135.5	75.1
Q4	105.2	62.9	20.2	43.3	167.5	105.1	109.9	61.8	134.8	73.6
2024 Q1	108.4	62.6	24.1	42.5	165.4	106.3	110.6	62.0	135.2	72.6
Q2	108.0	61.9	23.8	42.8	163.6	105.3	112.2	60.1	137.0	70.5
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2020	-4.1	-6.3	-3.1	-8.7	-3.6	-8.2	-5.8	-7.7	-5.3	-5.5
2021	-7.2	-1.1	1.0	-7.0	-2.2	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.2	0.0	-3.3	-0.3	-3.0	-1.7	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2023 Q3	-3.5	-1.0	-0.6	-3.4	-0.5	-3.2	0.4	-2.9	-3.6	-2.2
Q4	-2.4	-0.7	-0.7	-4.5	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2024 Q1	-1.9	-0.6	0.0	-3.8	-0.3	-2.9	0.9	-2.1	-5.1	-3.4
Q2	-1.8	-0.9	0.1	-3.4	0.1	-3.4	1.3	-2.0	-5.5	-4.0
Government debt										
2020	44.0	45.9	24.5	48.7	53.3	83.2	134.1	80.2	58.4	75.4
2021	45.9	43.3	24.4	49.6	50.4	82.4	123.9	74.8	60.2	73.2
2022	44.4	38.1	24.6	49.4	48.3	78.4	111.2	72.7	57.7	74.0
2023	45.0	37.3	25.5	47.4	45.1	78.6	97.9	68.4	56.1	77.1
2023 Q3	44.2	36.7	25.7	46.9	44.4	78.2	106.3	71.0	58.3	74.7
Q4	45.0	37.3	25.5	47.4	45.1	77.7	97.9	68.4	56.1	77.1
2024 Q1	46.3	39.1	27.1	47.2	43.9	79.8	99.4	70.1	60.6	78.1
Q2	46.4	37.4	26.8	46.7	43.2	81.6	100.6	69.6	60.4	80.0

Source: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2024**

Naslov 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija
Telefon +49 69 1344 0
Spletna stran www.ecb.europa.eu

Vse pravice so pridržane. Razmnoževanje v izobraževalne in nekomercialne namene je dovoljeno ob navedbi vira.

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevode pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 11. decembra 2024.

Za specifično terminologijo in kratice glej [glosar ECB](#).

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-24-008-SL-N (pdf)