

Ekonomski bilten

številka 6 / 2023

Vsebina

Ekonomski, finančni in denarni gibanji	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	23
4 Gibanja na finančnih trgih	30
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	36
6 Javnofinančna gibanja	44
Okvirji	48
1 Tveganja za svetovne cene prehrambnih surovin zaradi pojava El Niño	48
2 Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?	53
3 Delovna sila v euroobmočju: novejša gibanja in dejavniki	59
4 Kaj je po mnenju potrošnikov glavno gonilo nedavne inflacije?	64
5 Podnebne spremembe ter podjetniške zelene naložbe in financiranje v euroobmočju – rezultati iz ankete SAFE	70
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 10. maja do 1. avgusta 2023	79
7 Razdelitev kapitala bank in posledice za denarno politiko	85
8 Javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju petnajst let po veliki finančni krizi	92
Članki	96
1 The euro area current account after the pandemic and energy shock	96
Box 1 Introducing product group breakdowns and price-quantity decompositions for goods trade in the euro area balance of payments	103
Box 2 A medium-term current account benchmark for the euro area	109

2	How climate change affects potential output	113
	Box 1 Empirical evidence on the impact of carbon taxes on potential output growth in Europe	120
	Box 2 Testing the Porter hypothesis: environmental regulation and productivity growth in the euro area	123
	Box 3 Economic activity's reliance on nature	126
3	SESFOD@10 – credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets since 2013	129
	Box 1 Market structure and sample representativeness	140
	Box 2 Comparison between SESFOD and SCOOS responses on hedge funds	145
	Statistični podatki	S1

Ekonomski, finančni in denarni gibanji

Povzetek

Inflacija še naprej upada, vendar se še vedno pričakuje, da bo predolgo ostala previsoka. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%. Svet ECB je na seji 14. septembra 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk, s čimer bo okrepil napredok v smeri ciljne ravni.

Dvig obrestnih mer odraža oceno Sveta ECB glede inflacijskih obetov, v kateri se upoštevajo novi ekonomski in finančni podatki, dinamika osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. V septembrskih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje strokovnjaki ECB predvidevajo, da bo povprečna inflacija znašala 5,6% v letu 2023, 3,2% v letu 2024 in 2,1% v letu 2025. To pomeni popravek navzgor za leti 2023 in 2024 ter popravek navzdol za leto 2025. Popravek navzgor za leti 2023 in 2024 je predvsem posledica višjih cen energentov. Osnovni cenovni pritiski sicer ostajajo visoki, vendar se je večina kazalnikov začela umirjati. Strokovnjaki ECB so napovedano gibanje inflacije brez energentov in hrane popravili rahlo navzdol, in sicer na povprečno 5,1% v letu 2023, 2,9% v letu 2024 in 2,2% v letu 2025. Pretekli dvigi obrestnih mer, ki jih je izvedel Svet ECB, se še naprej intenzivno prenašajo v gospodarstvo. Pogoji financiranja so se dodatno zaostriли in vse bolj zavirajo povpraševanje, kar je pomemben dejavnik pri zniževanju inflacije na ciljno raven. Ob vse večjem vplivu zaostrovanja denarne politike na domače povpraševanje ter vse šibkejši mednarodni trgovinski menjavi so strokovnjaki ECB precej znižali projekcije gospodarske rasti. Sedaj pričakujejo, da bo gospodarska rast v euroobmočju znašala 0,7% v letu 2023, 1,0% v letu 2024 in 1,5% v letu 2025.

Na podlagi sedanje ocene Svet ECB meni, da so ključne obrestne mere ECB dosegle ravni, ki bodo – če se ohranijo dovolj dolgo – znatno prispevale k čimprejšnji vrnitvi inflacije na ciljno raven. Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB določene na dovolj restriktivnih ravneh tako dolgo, kot bo potrebno. O ustrezni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov. 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.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo bo v prihodnjih mesecih najverjetneje ostalo oslabljeno. V prvi polovici leta je pretežno stagniralo, novejši kazalniki pa nakazujejo, da je bilo šibko tudi v tretjem četrletju. Manjše povpraševanje po izvozu euroobmočja ter zaostreni pogoji

financiranja zavirajo rast, med drugim prek nižjih stanovanjskih in podjetniških naložb. Storitveni sektor, ki je bil doslej odporen, sedaj ravno tako postaja šibkejši. Gospodarski zagon naj bi se sčasoma okreplil, ko se bodo realni dohodki po pričakovanjih povečali ob podpori vse nižje inflacije, vse višjih plač in močnega trga dela, kar bo spodbudilo potrošnjo gospodinjstev.

Trg dela je doslej ostal odporen kljub upočasnjevanju gospodarstva. Stopnja brezposelnosti je julija ostala na zgodovinsko nizki 6,4-odstotni ravni. Zaposlenost se je v drugem četrletju povečala za 0,2%, vendar se zagon upočasnjuje. Storitveni sektor, ki je bil od sredine leta 2022 pomembno gonilo rasti zaposlenosti, sedaj ravno tako ustvarja manj delovnih mest.

Kratkoročni obeti za rast v euroobmočju so se poslabšali, srednjeročno pa naj bi se gospodarstvo postopoma vrnilo k zmerni rasti, ko bosta domače in tuje povpraševanje okrevala. Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je v prvi polovici leta 2023 povečevala umirjeno kljub povišani ravni zaostankov pri naročilih v predelovalnih dejavnostih in znižanju visokih cen energentov. Poleg tega so ti učinki večinoma izzveneli in kratkoročni kazalniki nakazujejo stagnacijo v bližnji prihodnosti zaradi strožjih pogojev financiranja, šibkega zaupanja podjetij in potrošnikov ter majhnega zunanjega povpraševanja ob krepitevi eura. Rast se bo predvidoma krepila od leta 2024 dalje, ko se bo zunanje povpraševanje približalo trendu pred pandemijo in se bo realni dohodek izboljšal, k čemur bodo prispevali znižanje inflacije, močna nominalna rast plač in še vedno nizka brezposelnost, ki se bo sicer nekoliko zviševala. Vseeno pa bo rast še naprej oslabljena, saj se zaostrovanje denarne politike ECB in neugodni pogoji kreditiranja prenašajo v realno gospodarstvo ter se javnofinančna podpora postopno umika. Gledano v celoti se bo povprečna letna realna rast BDP po pričakovanjih upočasnila s 3,4% v letu 2022 na 0,7% v letu 2023, nato pa bo okrevala na 1,0% v letu 2024 in na 1,5% v letu 2025. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila napoved rasti BDP popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke za leto 2023, 0,5 odstotne točke za leto 2024 in 0,1 odstotne točke za leto 2025, kar odraža precejšnje poslabšanje kratkoročnih obetov zaradi vse slabših anketnih kazalnikov, strožjih pogojev financiranja – vključno z bolj neugodnimi učinki ponudbe kreditov – in močnejšega tečaja eura.

Ker energetska kriza popušča, bi morale vlade še naprej odpravljati s tem povezane ukrepe pomoči. To je bistveno, da ti ukrepi ne bodo krepili srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi katerih bi bil potreben še odločnejši odziv denarne politike. Javnofinančne politike bi morale biti oblikovane tako, da povečajo produktivnost gospodarstva v euroobmočju in postopno zmanjšajo visok javni dolg. Politike, ki povečujejo ponudbene zmogljivosti v euroobmočju – ob podpori celovitega izvajanja programa »EU naslednje generacije« – lahko srednjeročno zmanjšajo cenovne pritiske in hkrati spodbujajo zeleni prehod. Reformo okvira ekonomskega upravljanja v EU bi bilo treba zaključiti do konca leta 2023, napredek v smeri unije kapitalskih trgov pa bi bilo treba pospešiti.

Inflacija

Inflacija se je julija znižala na 5,3%, vendar je avgusta po Eurostatovi prvi oceni ostala nespremenjena na tej ravni.¹ Zniževanje je bilo prekinjeno zaradi cen energentov, ki so se v primerjavi z julijem zvišale. Inflacija v skupini hrane je z rekordne marčne ravni upadla, vendar je avgusta še vedno znašala skoraj 10%. V prihodnjih mesecih bo strmo zvišanje cen, zabeleženo jeseni 2022, izpadlo iz medletnih stopenj, kar bo inflacijo potisnilo navzdol.

Inflacija brez energentov in hrane je avgusta upadla na 5,3%, potem ko je julija znašala 5,5%. Inflacija v skupini blaga je upadla s 5,5% v juniju na 5,0% v juliju in nato na 4,8% v avgustu, in sicer zaradi boljših pogojev na strani ponudbe, predhodnega zmanjšanja cen energentov, umirjanja cenovnih pritiskov v zgodnejših fazah proizvodne verige in šibkejšega povpraševanja. Inflacija v skupini storitev se je rahlo spustila na 5,5%, vendar je bila še vedno visoka zaradi velikega trošenja za počitnice in potovanja ter zaradi visoke rasti plač. Medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega je v drugem četrletju leta ostala nespremenjena na 5,5-odstotni ravni. Prispevek stroškov dela k medletni domači inflaciji se je v drugem četrletju povečal, deloma zaradi šibkejše produktivnosti, medtem ko se je prispevek dobičkov prvič od začetka leta 2022 zmanjšal.

Večina merit osnovne inflacije se začenja zniževati, saj sta povpraševanje in ponudba postali bolj usklajeni, prispevek pretekle rasti cen energentov pa je vse manjši. Hkrati domači inflacijski pritiski ostajajo močni.

Večina merit dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je trenutno na ravni okrog 2%. Vseeno so se nekateri kazalniki zvišali in jih je treba skrbno spremljati.

Skupna inflacija v euroobmočju se bo v obdobju projekcij predvidoma še naprej zniževala zaradi umirjanja stroškovnih pritiskov in ozkih gril v dobavnih verigah ter zaradi zaostrovanja denarne politike. Postopno naj bi se znižala tudi inflacija brez energentov in hrane. Vseeno naj bi bila do začetka leta 2024 višja od skupne inflacije. Predvidena dezinflacija je posledica popuščanja preteklih energetskih cenovnih šokov in drugih cenovnih pritiskov iz proizvodne verige, pri čemer bo močna rast stroškov dela postopoma postajala glavno gonilo inflacije brez energentov in hrane. Rast plač se bo od sredine leta 2023 po pričakovanjih postopno zniževala, a bo v obdobju projekcij ostala visoka, k čemur bo prispevalo zvišanje minimalne plače in nadomestila za inflacijo ob pomanjkanju ustreznih delovnih sile na trgu dela, ki se bo sicer ohlajal. Profitne marže, ki so se lani izrazito povečale, bodo srednjeročno predvidoma blažile prenos stroškov dela v končne cene. Hkrati naj bi bolj zaostrena denarna politika vse bolj zavirala osnovno inflacijo. Gledano v celoti se bo skupna inflacija ob predpostavki, da bodo srednjeročna inflacijska pričakovanja ostala zasidrana na ravni inflacijskega cilja ECB, predvidoma znižala s povprečne 8,4-odstotne stopnje v letu 2022 na 5,6% v letu 2023, 3,2% v letu 2024 in 2,1% v letu 2025 ter bo ciljno raven doseglj v tretjem četrletju 2025. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila inflacija za leti 2023 in 2024 popravljena navzgor zaradi

¹ Presečni datum za statistiko v tej izdaji je 13. september 2023. Glede na končno objavo 19. septembra 2023 se je inflacija znižala s 5,3% v juliju na 5,2% v avgustu 2023, tako da je bila inflacija za 0,1 odstotne točke nižja od objavljene prve ocene.

višjih terminskih cen energentov, za leto 2025 pa je bila popravljena navzdol, ker naj bi apreciacija eura, strožji pogoji financiranja in slabše ciklične razmere zavirali inflacijo brez energentov in hrane.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so usmerjena navzdol. Rast bi bila lahko počasnejša v primeru, da bo denarna politika učinkovala močneje, kot je pričakovano, ali če bo svetovna gospodarska rast oslabila, na primer zaradi nadaljnje upočasnitve na Kitajskem. Po drugi strani bi bila rast lahko višja od pričakovane, če bi zaradi močnega trga dela, zviševanja realnih dohodkov in zmanjševanja negotovosti ljudje in podjetja pridobili zaupanje in zato trošili več.

Med tveganji, da bo inflacija višja, so morebitni ponovni pritiski na rast energetskih in prehrambnih stroškov. Neugodne vremenske razmere in splošne napredovanje podnebne krize bi lahko cene hrane potisnili navzgor bolj, kot je pričakovano. Inflacija bi se lahko zvišala tudi, če bi se inflacijska pričakovanja trajno zvišala nad ciljno raven Sveta ECB ali če bi se plače ali profitne marže zvišale bolj, kot je pričakovano. Ti trije dejavniki bi inflacijo lahko zviševali tudi na srednji rok. Nasprotno bi cenovni pritiski oslabili, zlasti v srednjeročnem obdobju, če bi se povpraševanje zmanjšalo, na primer zaradi intenzivnejše transmisije denarne politike ali poslabševanja gospodarskega okolja zunaj euroobmočja.

Finančne in denarne razmere

Zaostrovanje denarne politike se še naprej močno prenaša v splošne pogoje financiranja. Financiranje je za banke zopet postalo dražje, saj varčevalci vloge čez noč zamenjujejo z vezanimi vlogami, ki prinašajo višje obresti, medtem ko se ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja postopoma iztekajo. Povprečne obrestne mere za posojila podjetjem in za hipotekarna posojila so se julija še naprej zviševale, in sicer na 4,9% oziroma 3,8%.

Kreditna dinamika je nadalje oslabila. Medletna rast posojil podjetjem je julija znašala 2,2%, potem ko je junija dosegla 3,0%. Rast posojil gospodinjstvom se je ravno tako zmanjšala, in sicer z junijskih 1,7% na 1,3%. Preračunano na letno raven na podlagi podatkov za zadnje tri mesece, so se posojila gospodinjstvom zmanjšala za 0,8%, kar je največje krčenje od uvedbe eura. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je zaradi šibke posojilne aktivnosti in zmanjševanja Eurosistemuove bilance stanja zmanjšala z 0,6% v juniju na -0,4% v juliju, kar je rekordno nizka vrednost. Preračunano na letno raven, se je agregat M3 v zadnjih treh mesecih zmanjšal za 1,5%.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na seji 14. septembra 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Tako se je obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja zvišala na 4,50%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 4,75%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita pa na 4,00%. Nove obrestne mere so začele veljati 20. septembra 2023.

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

Kar zadeva izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), Svet ECB namerava glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa, ponovno investirati vsaj do konca leta 2024. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.

Svet ECB bo še naprej fleksibilno ponovno investiral unovčenja, ki izhajajo iz portfelja v okviru programa PEPP, da bi preprečil tveganja, povezana s pandemijo, ki bi lahko ogrozila transmisijski mehanizem denarne politike.

Ob tem ko banke odplačujejo zneske, izposojene v okviru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, bo Svet ECB redno ocenjeval, kako ciljno usmerjene posojilne operacije in tekoče odplačevanje izposojenih sredstev prispevajo k naravnosti denarne politike.

Zaključek

Inflacija še naprej upada, vendar se še vedno pričakuje, da bo predolgo ostala previsoka. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo čimprej vrnila na srednjeročno ciljno raven 2%. Svet ECB je na seji 14. septembra 2023 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk, s čimer bo okreplil napredok v smeri ciljne ravni. Na podlagi sedanje ocene Svet ECB meni, da so ključne obrestne mere ECB dosegle ravni, ki bodo – če se ohranijo dovolj dolgo – znatno prispevale k čimprejšnji vrnitvi inflacije na ciljno raven. Svet ECB bo s prihodnjimi odločitvami zagotovil, da bodo ključne obrestne mere ECB določene na dovolj restriktivnih ravneh tako dolgo, kot bo potrebno. O ustrezni ravni in trajanju restriktivne denarne politike se bo Svet ECB še naprej odločal na podlagi podatkov.

V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vrnitev inflacije na ciljno raven v srednjeročnem obdobju ter ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

1

Zunanje okolje

Rast svetovnega gospodarstva, ki je bila na začetku leta 2023 močna, naj bi bila v nadaljevanju leta predvsem zaradi upočasnitve okrevanja kitajskega gospodarstva bolj umirjena. Vseeno so obeti za svetovno gospodarsko rast v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB približno podobni kot v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. V bistvu ostaja svetovna rast v obdobju projekcij na splošno stabilna, vendar se je sestava po državah spremenila, saj so bili gospodarski obeti za Kitajsko precej popravljeni navzdol, medtem ko je bila realna rast BDP v ZDA popravljena navzgor zaradi dosedanje odpornosti tamkajšnjega gospodarstva. Šibka rast svetovne trgovinske menjave v letu 2023 je odraz sestave svetovne gospodarske aktivnosti, ki jo poganjajo manj trgovinsko intenzivne države (nastajajoča tržna gospodarstva), komponente povpraševanja (potrošnja) in produkti (storitve). Rast svetovne trgovinske menjave naj bi se v preostanku obdobja projekcij po pričakovanjih znova okreplila in se povečevala bolj ali manj skladno s svetovno gospodarsko aktivnostjo. V primerjavi z junijskimi projekcijami sta bili rast svetovnega uvoza in rast zunanjega povpraševanja za leto 2023 popravljeni navzdol predvsem zaradi nadaljnjih popravkov preteklih podatkov navzdol in zaradi slabših rezultatov od ocenjenih v drugem četrletju do presečnega datum projekcij. Vseeno je rast tujega povpraševanja v preostanku obdobja projekcij še vedno primerljiva z napovedano rastjo v junijskih projekcijah. Skupna globalna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se postopno umirja, vendar osnovni inflacijski pritiski ostajajo močni, zlasti v visoko razvitih gospodarstvih. Vendar naj bi se izvozne cene konkurentov euroobmočja močno znižale zaradi gibanja cen primarnih surovin.

Po močni rasti na začetku leta 2023 se svetovna gospodarska aktivnost zdaj umirja, k čemur prispeva predvsem počasnejše okrevanje kitajskega gospodarstva. Po septembrskih projekcijah naj bi se svetovna rast v drugi polovici leta umirila. Sestava po državah se je spremenila, čeprav je še vedno približno skladna z junijskimi projekcijami.² V glavnih visoko razvitih gospodarstvih, med drugim v ZDA in Združenem kraljestvu, je gospodarska aktivnost ostala odpornejša, kot je bilo pričakovano, medtem ko se je na Kitajskem upočasnila izraziteje od predhodnih ocen, saj so okrevanje, ki ga poganja potrošnja, zavirale težave, ki so se ponovno pojavile v sektorju stanovanjskih nepremičnin. Pričakovano umiritev svetovne gospodarske aktivnosti potrjujejo tudi najnovejši visokofrekvenčni podatki. Svetovni sestavljeni indeks vodil nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se še vedno znižuje, čeprav v visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih ostaja v območju pozitivne rasti. Enako velja za indeks PMI o gospodarski aktivnosti v storitvenih dejavnostih, medtem ko se je indeks PMI o gospodarski aktivnosti v predelovalnih dejavnostih v visoko razvitih gospodarstvih pomaknil še bolj v območje krčenja, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa se je zvišal, tako da se je razlika glede na storitvene dejavnosti zmanjšala (graf 1).

² Ker v tem delu obravnavamo gibanja v svetovnem okolju, je euroobmočje izključeno iz vseh svetovnih oziroma globalnih agregatnih gospodarskih kazalnikov.

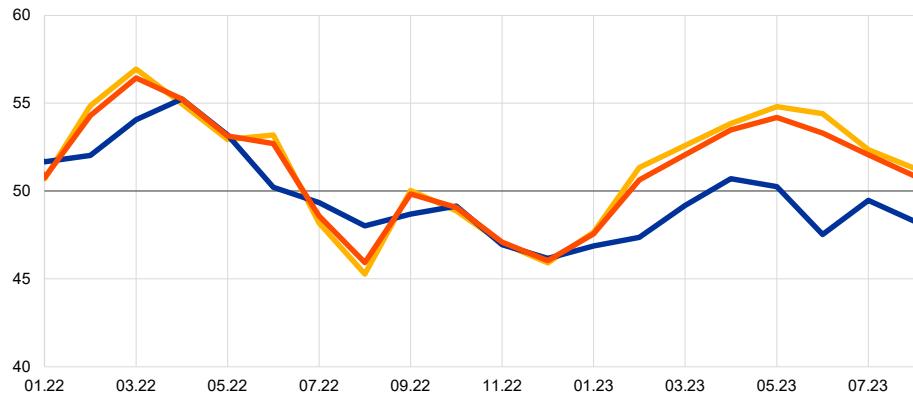
Graf 1

Indeks PMI o gospodarski aktivnosti po sektorjih v visoko razvitetih in nastajajočih tržnih gospodarstvih

(a) Visoko razvita gospodarstva (brez euroobmočja)

(difuzijski indeksi)

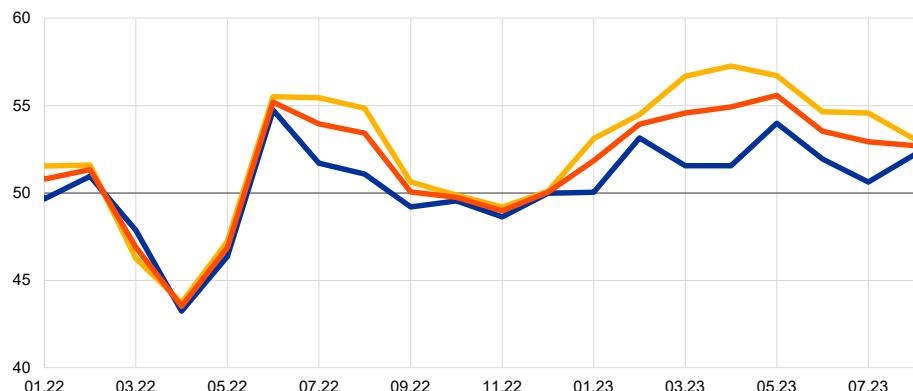
- storitvene dejavnosti
- predelovalne dejavnosti
- skupaj



(b) Nastajajoča tržna gospodarstva

(difuzijski indeksi)

- storitvene dejavnosti
- predelovalne dejavnosti
- skupaj



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2023.

Splošni obeti za svetovno rast v septembrskih projekcijah so približno enaki kot v junijskih projekcijah, vendar so bili za večja gospodarstva popravljeni. Svetovni realni BDP naj bi se zaradi le manjših popravkov od junijskih projekcij (v letu 2023 za 0,1 odstotne točke navzgor ter v letih 2024 in 2025 za 0,1 odstotne točke navzdol) po zdajšnjih napovedih v letu 2023 povečal za 3,2%, v letu 2024 za 3,0% in v letu 2025 za 3,2%. Obeti za rast na Kitajskem so bili zaradi omenjene dinamike v sektorju stanovanjskih nepremičnin popravljeni močno navzdol.³ Nasprotno je bila zaradi večje odpornosti trga dela gospodarska aktivnost v

³ Na začetku septembra so kitajske oblasti napovedale dodatno podporo nepremičinskemu trgu, vključno z znižanjem obrestnih mer za obstoječe hipoteke in z znižanjem predplačil. Čeprav so bili ti ukrepi napovedani po presečnem datumu za projekcije, je še vedno prezgodaj za oceno, ali bodo zadostovali za ustavitev predvidenega upada v nepremičinskem sektorju v nadaljevanju leta 2023.

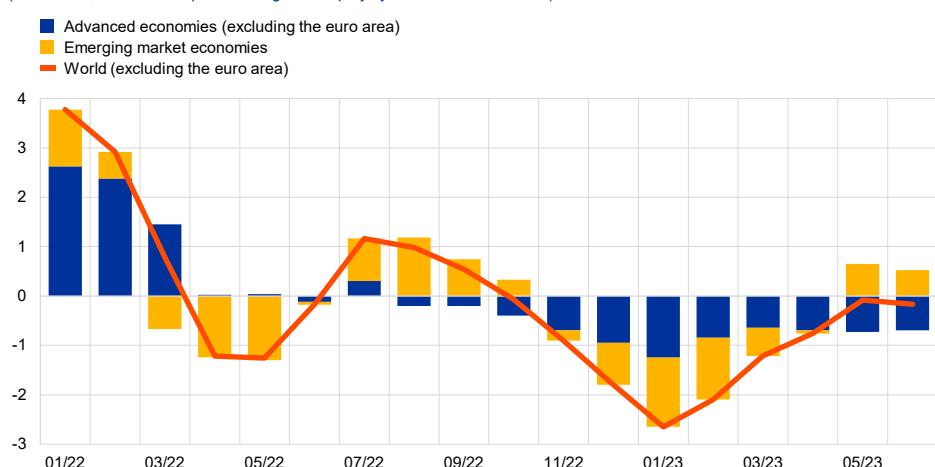
pomembnejših visoko razvitetih gospodarstvih za leto 2023 popravljena navzgor, čeprav naj bi se obeti za rast v nadaljevanju obdobja projekcij še naprej poslabševali. Nastajajoča tržna gospodarstva še vedno pomembno prispevajo k svetovni gospodarski rasti, čeprav je predvidena rast nekoliko počasnejša kot v junijskih projekcijah.

Rast svetovne trgovinske menjave bo letos po pričakovanjih ostala šibka, nato pa naj bi postopno okrevala. Letošnja šibka rast svetovne trgovinske menjave je v nasprotju z relativno vztrajno svetovno gospodarsko aktivnostjo. Svetovni uvoz naj bi se letos le malenkostno povečal (za 0,2%), saj se bo uvoz v visoko razvitih gospodarstvih zmanjšal zaradi šibkega povpraševanja, ki je posledica bolj zaostrenih pogojev financiranja in učinkov sestave, delno povezanih z okrejanjem po pandemiji. Na šibko trgovinsko menjavo v letu 2023 še naprej vplivajo tri med seboj povezane komponente, saj gospodarsko aktivnost poganjajo manj trgovinsko intenzivna geografska območja (nastajajoča tržna gospodarstva), komponente povpraševanja (potrošnja) in produkti (storitve). Šibka dinamika svetovne trgovinske menjave je predvidoma doseglila najnižjo raven, zagon trgovinske menjave pa naj bi se v nadaljevanju leta 2023 postopno okreplil. To je skladno z najnovejšimi podatki o svetovni blagovni menjavi (graf 2) in tudi odraz močnega okrejanja storitvene menjave po pandemiji, na primer v turizmu. V obdobju 2024–2025 naj bi svetovna trgovinska menjava ponovno pridobila nekaj zagona in rasla bolj v skladu z realnim BDP, tako da se bo v letu 2024 povečala za 3,2% in v letu 2025 za 3,3%. Rast zunanjega povpraševanja bo po napovedih letos ostala nespremenjena, v obdobju 2024–2025 pa bo znašala 3% letno. V primerjavi z junijskimi projekcijami sta bili rast svetovnega uvoza in rast zunanjega povpraševanja za leto 2023 popravljeni navzdol (za 1,1 oziroma 0,4 odstotne točke) predvsem zato, ker so bili pretekli podatki ob prelому leta dodatno popravljeni navzdol, uvoz v drugem četrletju pa je bil na presečni datum za projekcije šibkejši od prvotno ocenjenega. Za leti 2024 in 2025 je popravek navzdol manjši ter znaša okrog 0,1 odstotne točke na leto.

Graf 2

Zagon blagovne menjave

(realni uvoz, 3-mesečne spremembe glede na prejšnje 3 mesece v odstotkih)



Viri: CPB in izračuni strokovnjakov ECB.

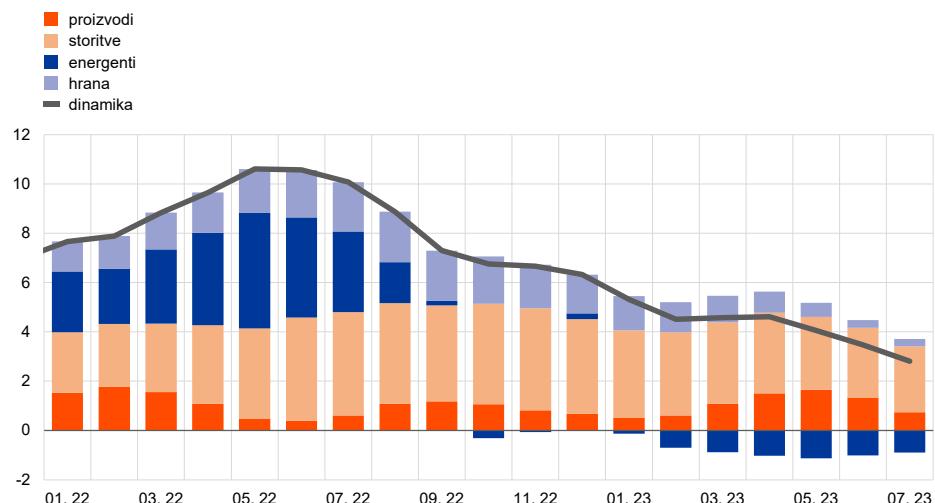
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na junij 2023.

Skupna inflacija (CPI) se globalno znižuje zaradi nižjih cen energentov in hrane, toda osnovna inflacija ostaja visoka. Skupna in osnovna inflacija (brez hrane in energentov) sta se v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) julija zvišali na 5,9% (s 5,7% v juniju) oziroma na 6,7% (s 6,6%). Zvišanje je bilo predvsem posledica medletne inflacije v Turčiji, ki je julija poskočila za 10 odstotnih točk na 48%. Brez upoštevanja Turčije je skupna inflacija julija ostala približno stabilna (na ravnici 4,4% rahlo nižja kot 4,5% v juniju), osnovna inflacija pa se je rahlo znižala (na 5,0% s 5,2% v juniju). Vztrajno visoko osnovno inflacijo je mogoče večinoma pripisati gibanju cen storitev. Rast cen proizvodov se je strmo zmanjšala, ko je bilo odpravljeno svetovno neravnovesje med povpraševanjem in ponudbo na trgu proizvodov. Zagon inflacije, merjen s trimesečno odstotno spremembou glede na prejšnje tri meseca na letni ravni, se je v juliju umiril, pri čemer se je skupna inflacija znižala na 2,8% s 3,5% v prejšnjem mesecu (graf 3), osnovna inflacija pa na 4,3% s 5,3%. Izvozne cene konkurentov euroobmočja se znižujejo od sredine leta 2022 zaradi zniževanja cen primarnih surovin ter postopnega zmanjševanja domačih in tujih pritiskov iz proizvodne verige. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile v primerjavi z junijskimi projekcijami za letos popravljene navzdol, ker se je v ključnih trgovinskih partnericah znižala inflacija, merjena z izvoznimi cenami, medtem ko so bile za leto 2024 zaradi višjih cen primarnih surovin popravljene rahlo navzgor.

Graf 3

Zagon skupne inflacije v državah OECD

(3-mesečne spremembe glede na prejšnje 3 meseca na letni ravni v odstotkih)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opombe: V grafu ni vključena Turčija. Prispevki skupin k zagonu skupne inflacije v državah OECD so izračunani od spodaj navzgor iz razpoložljivih podatkov za posamezne države, ki skupaj predstavljajo 84% agregata OECD. Inflacija v skupini proizvodov je izračunana kot prispevek vseh proizvodov minus prispevek energentov in hrane. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

Cene surove nafte so po sklenitvi sporazuma med Saudovo Arabijo in Rusijo o podaljšanju zmanjšanja proizvodnje višje kot v junijskih projekcijah. Na začetku septembra sta Saudova Arabija in Rusija enomesečno zmanjšanje proizvodnje podaljšali do konca leta 2023. Zmanjšanje proizvodnje predstavlja okrog 1,3% svetovne dobave ter dodatno prispeva k predhodno dogovorjenemu zmanjšanju proizvodnje med članicami skupine OPEC+ in še bolj zaostruje razmere

na trgu nafte, na katerem je zdaj po podatkih Mednarodne agencije za energijo (IEA) primanjkljaj ponudbe. Zmanjšanje ponudbe je delovalo kot protiutež šibkejšemu povpraševanju na Kitajskem. Evropske cene plina so bile ob pomanjkanju na strani ponudbe, povezanem z izpadom proizvodnje na Norveškem in v zadnjem obdobju s stawkami na terminalih za utekočinjeni zemeljski plin v Avstraliji, nekoliko volatilne, vendar so se od junijskih projekcij znižale, saj je EU svoj cilj 90-odstotne napolnjenosti skladišč dosegla tri mesece pred rokom. Čeprav to pomeni, da tveganja na strani ponudbe v kratkoročnem obdobju ostajajo omejena, jih ni mogoče v celoti izključiti, saj bi lahko izpad v ponudbi trajal dlje. Na splošno je evropski trg plina še vedno zelo občutljiv na motnje v ponudbi, kot se v zadnjem času kaže v volatilnosti cen, ki je posledica izpadov in stavk.

Svetovni pogoji financiranja so se rahlo zaostrili v visoko razvitih in tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V ZDA je bila rahla zaostritev pogojev financiranja predvsem posledica povečanja donosnosti dolgoročnih državnih obveznic in apreciacije nominalnega efektivnega tečaja ameriškega dolarja, kar je bilo delno izravnano z ugodnim dojemanjem tveganj na domačem trgu podjetniških obveznic. Ta gibanja so bila zabeležena ob presenetljivo pozitivnih makroekonomskih dogajanjih in ob nadalnjem popuščanju inflacijskih pritiskov. Pogoji financiranja so se rahlo zaostrili tudi v drugih visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, in sicer predvsem zaradi višjih dolgoročnih obrestnih mer. Na nastajajočih trgih so k strožjim pogojem financiranja nekoliko prispevale tudi domače valute, ki so šibkejše v razmerju do ameriškega dolarja, saj so lahko zaradi zgodnjih in agresivnih dvigov obrestnih mer v nekaterih državah zadevne centralne banke ustavile zviševanje ključnih obrestnih mer in jih v nekaterih primerih znižale, medtem ko so razmiki v donosnosti državnih obveznic in vrednost delnic ostali stabilni.

V ZDA je bila gospodarska aktivnost še vedno vztrajna, vendar naj bi se proti koncu leta zaradi omejevalnega učinka bolj zaostrene denarne politike umirila. Iz najnovejših podatkov o potrošnji gospodinjstev in aktivnosti v storitvenih dejavnostih je mogoče sklepati, da bo rast BDP tudi v tretjem četrtletju močna. Kljub temu naj bi se rast potrošnje gospodinjstev ob določenem izboljšanju razmer na trgu dela nekoliko umirila. Strožji posojilni standardi naj bi po pričakovanjih zaviralno vplivali na naložbe, zaradi česar bo rast BDP v obdobju 2024–2025 pozitivna, toda nižja od potencialne. V letu 2025 bo okrevanje rasti realnega BDP po napovedih šibko. Skupna inflacija (CPI) se je v juliju zaradi manjšega prispevka skupine emergentov k dezinflaciji rahlo zvišala na 3,2% (s 3,0% v juniju). Osnovna inflacija se je v juliju ob nadalnjem zniževanju inflacije v skupini proizvodov le rahlo znižala na 4,7% (s 4,8% v juniju), medtem ko je v storitvenih dejavnostih sedanje počasno zniževanje inflacije v skupini stanovanjskih storitev delno odtehtano z dvigom inflacije v skupini prevoznih in prostičasnih storitev. Skupna inflacija naj bi se po pričakovanjih znižala, čeprav vse manjša, toda še vedno močna rast plač vztrajno pritiska na zviševanje inflacije v skupini nestanovanjskih storitev.

Zagon rasti kitajskega gospodarstva je v drugem četrtletju zelo upadel. Po močnem povečanju v prvem četrtletju 2023, ki je sledilo odpravljanju ukrepov za zajezitev pandemije COVID-19, se je dinamika rasti v drugem četrtletju izrazito upočasnila zaradi ponovnega upada na stanovanjskem trgu, kar je zaviralno vplivalo

tudi na zaupanje potrošnikov. Medtem ko se je potrošniška aktivnost, zlasti v storitvenih dejavnostih, še naprej normalizirala, so bili neto izvoz in zasebne naložbe šibkejši kot v junijskih projekcijah. Iz razpoložljivih visokofrekvenčnih kazalnikov do avgusta je razvidno, da je stanovanjski trg še naprej šibek, rast storitvenih dejavnosti se umirja, aktivnost v predelovalnih dejavnostih pa se je nekoliko stabilizirala. Medletna skupna inflacija (CPI) se je julija spustila v negativno območje (medletno je upadla za 0,3%), medtem ko se je osnovna inflacija (CPI) še naprej povečevala (medletno za 0,8%), k čemur so prispevale predvsem cene storitev. Medmesečno sta se skupna in osnovna inflacija rahlo povečali, potem ko sta se v prejšnjih mesecih zmanjševali. Iz tega je mogoče sklepati, da bi se lahko medletna inflacija začela povečevati, vendar pa bodo inflacijski pritiski verjetno omejeni zaradi šibkega domačega in zunanjega povpraševanja.

Na Japonskem je gospodarstvo v prvi polovici leta 2023 močno raslo, čeprav je bila dinamika rasti neenakomerna. Medtem ko je bilo na začetku leta ključni dejavnik rasti domače povpraševanje, je k presenetljivo močni dejanski rasti v drugem četrletju skoraj v celoti prispeval neto izvoz, domače povpraševanje pa je stagniralo. V prihodnjem obdobju naj bi se gospodarska aktivnost po napovedih še naprej zmerno povečevala. Medtem ko naj bi domače povpraševanje v tretem četrletju nekoliko okrevalo, bo zaradi okrevanja uvoza rast verjetno počasnejša kot v prvi polovici leta. Medletna skupna inflacija je v juliju ostala nespremenjena na ravni 3,3%, saj so zniževanje inflacije v skupini energentov odtehtali zviševanje inflacije v skupini hrane ter višji stanovanjski stroški in stroški mobilne telefonije. V istem mesecu se je osnovna inflacija zaradi osnovne dinamike rasti cen v podjetjih rahlo zvišala z 2,6% na 2,7%. Skupna inflacija naj bi se v drugi polovici leta zmanjšalu stroškovnih pritiskov umirila skladno z najnovejšim upočasnjevanjem rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih in zniževanjem uvoznih cen.

V Združenem kraljestvu je rast v zadnjem letu ob visoki inflaciji in zaostovanju pogojev financiranja umirjena, čeprav je dokaj vztrajna. V prihodnjih četrletjih naj bi zaradi vztrajnejših inflacijskih pritiskov, kot so bili predvideni v junijskih projekcijah, ostala umirjena tudi rast gospodarske aktivnosti, zaradi nadaljnjega zaostovanja denarne politike pa bodo višje tudi obrestne mere za gospodinjstva in podjetja. Iz najnovejših anketnih podatkov so razvidna tveganja poslabšanja kratkoročnih obetov, pri čemer naj bi se sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti v zadnjih štirih mesecih znižal za 6 točk. Aktivnost naj bi se naslednje leto okrepila, k čemur bo prispevalo okrevanje realnih plač ob nadalnjem zniževanju inflacije. Skupna medletna inflacija (CPI) se je v juliju predvsem zaradi močnega znižanja cen energije in manjše rasti cen hrane močno znižala na 6,8% (s 7,9% v juniju). Hkrati je osnovna inflacija zaradi vztrajno visoke rasti cen storitev ostala nespremenjena na ravni 6,9%. Skupna inflacija se bo po pričakovanih sčasoma zmanjšala, pri čemer naj bi na začetku leta 2025 dosegla ciljno 2-odstotno stopnjo britanske centralne banke.

2

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v prvi polovici leta na splošno stagniralo. V drugem četrtletju 2023 je realna rast BDP znašala 0,1% tako kot v prvem četrtletju. Zadnji kazalniki kažejo, da je bila šibka tudi v tretjem četrtletju. Manjše povpraševanje po izvozu euroobmočja in vpliv zaostrenih pogojev financiranja zavirata rast tudi zaradi manjših stanovanjskih in podjetniških investicij. Upočasnitev aktivnosti se širi na vse gospodarske sektorje. Aktivnost v predelovalnih dejavnostih se krči že od zadnjega četrtletja 2022 in bo po pričakovanjih ostala šibka, saj se zmanjšuje pretekli impulz iz zaostankov pri naročilih, nova naročila pa ostajajo omejena. Aktivnost v storitvenih dejavnostih, ki je bila prej odpornejša, je v začetku tretjega četrtletja pokazala jasne znake upočasnjevanja, kar kaže, da se po pandemiji povečano povpraševanje po storitvah verjetno zmanjšuje. Sčasoma naj bi se gospodarski zagon okreplil, saj naj bi se realni dohodki povečali zaradi zniževanja inflacije, vse višjih plač in močnega trga dela, kar naj bi okreplilo potrošnjo.

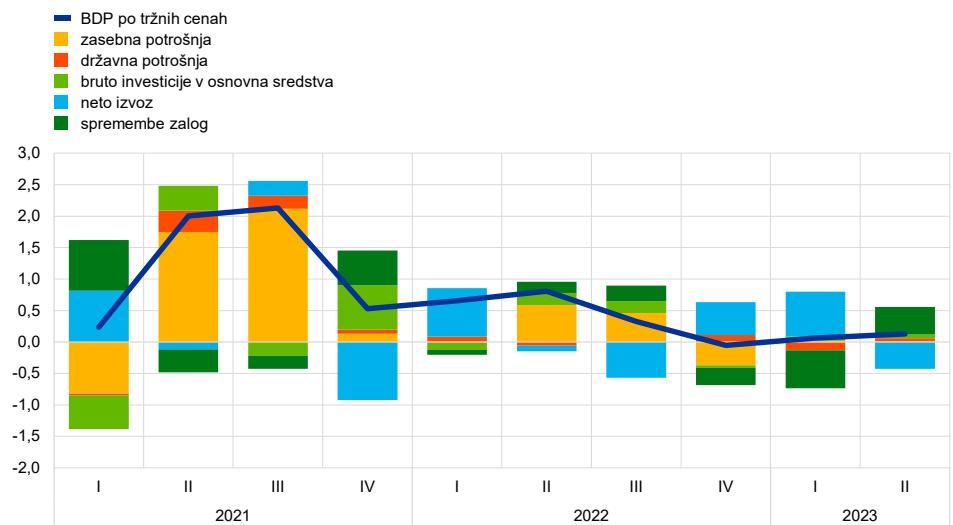
Takšne obete na splošno kažejo makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2023 pripravili strokovnjaki ECB. Medletna realna rast BDP naj bi leta 2023 upadla na 0,7%, nato pa naj bi se v letu 2024 povečala na 1,0% in v letu 2025 na 1,5%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP popravljeni navzdol v celotnem obdobju napovedi, in sicer za 0,2 odstotne točke v letu 2023, 0,5 odstotne točke v letu 2024 in 0,1 odstotne točke v letu 2025. Tveganja za gospodarsko rast so nagnjena navzdol.

Gospodarstvo v euroobmočju je v drugem četrtletju 2023 zraslo za 0,1% z velikimi razlikami med državami. Pozitivne prispevke kopičenja zalog in v manjši meri domačega povpraševanja je delno izravnal negativni prispevek neto trgovinske menjave (graf 4). Skromna rast aktivnosti je odraz razlik v dinamiki med sektorji: aktivnost v storitvah se je povečala, medtem ko se je aktivnost v predelovalnih dejavnostih in gradbeništvu zmanjšala. Prikrivala je tudi precejšnje razlike med največjimi državami v euroobmočju, ki so posledica različnega obsega upočasnitve svetovne blagovne menjave in okrevanja storitvenih dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov. Medčetrtletno se je BDP povečal za 0,5% v Franciji in za 0,4% v Španiji, v Nemčiji je ostal nespremenjen, v Italiji pa se je zmanjšal za 0,4% in na Nizozemskem za 0,3%.

Graf 4

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

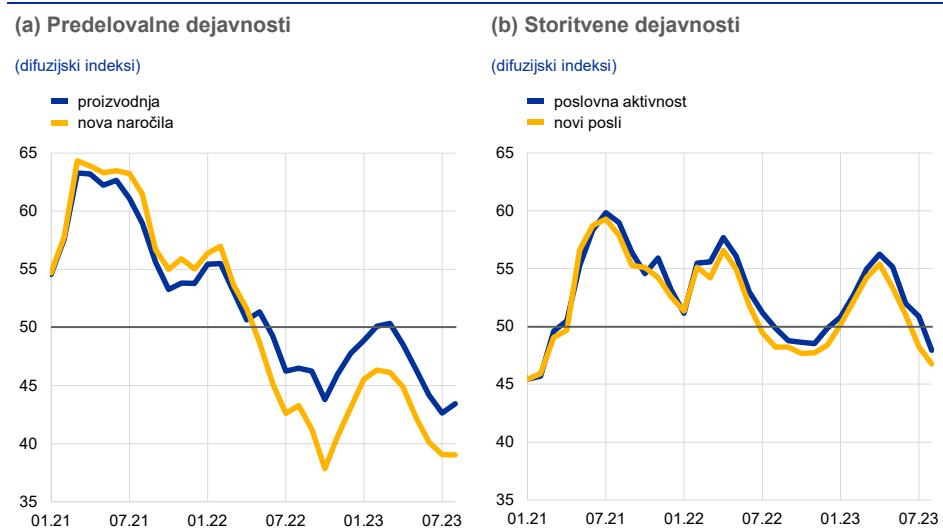
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Aktivnost v tretjem četrtletju 2023 bo predvidoma ostala šibka. Najnovejši anketni podatki kažejo umirjeno gospodarsko rast v tretjem četrtletju 2023, ki ni samo posledica nadaljnje šibke aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, temveč tudi upočasnitve v storitvenih dejavnostih, ki so bile pred tem odporne. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za euroobmočje se je julija in avgusta še naprej zniževal in oddaljeval od praga rasti (50). Indeks PMI za predelovalne dejavnosti je ostal v območju krčenja, saj se je podpora zaradi izboljšanja dobavnih verig izčrpala, zaostanki pri izpolnjevanju naročil se zmanjšujejo, nova naročila pa upadajo (graf 5, slika a). V zadnjih mesecih so se šibka gibanja razširila na storitvene dejavnosti, indeks PMI za storitve pa je avgusta padel pod prag ničelne rasti (graf 5, slika b). Takšen rezultat odslikava vse manjše učinke ponovnega odpiranja gospodarstva po pandemiji na povpraševanje po storitvah, ki je bilo do pred kratkim pomemben dejavnik razlike v rasti med predelovalnimi dejavnostmi in storitvami z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov.⁴ Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je avgusta v vseh sektorjih še dodatno znižal, kar kaže očitno oslabitev dinamike rasti v tretjem četrtletju. Zaupanje potrošnikov se je avgusta nekoliko zmanjšalo in s tem prekinilo okrevanje, ki se je začelo konec leta 2022, ter je precej pod dolgoročnim povprečjem. To nakazuje šibke obete za domače povpraševanje. Na splošno najnovejši kazalniki kažejo, da naj bi rast BDP v tretjem četrtletju ostala šibka, saj bodo umirjeno tuje povpraševanje in zaostreni pogoji financiranja po pričakovanjih vplivali na gospodarsko rast v euroobmočju.

⁴ Analiza učinkov ponovnega odpiranja gospodarstva ter razpršenosti gospodarske aktivnosti po državah in sektorjih je v okviru z naslovom »Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Graf 5

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2023.

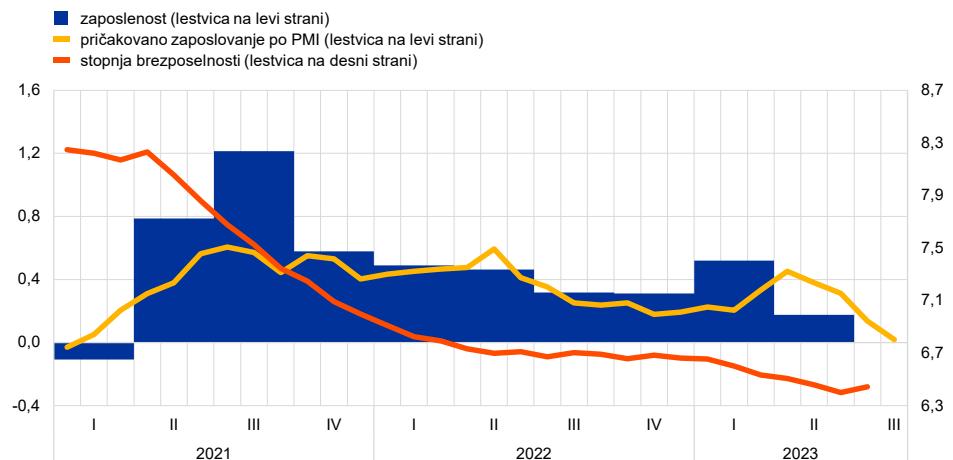
Trg dela je v drugem četrtletju ostal odporen, vendar se je rast zaposlenosti zaradi oslabljene gospodarske aktivnosti upočasnila. Zaposlenost in skupno število opravljenih delovnih ur sta se v drugem četrtletju 2023 povečala za 0,2%. Od zadnjega četrtletja 2019 se je zaposlenost povečala za 3,3%, skupno število opravljenih delovnih ur pa za 1,9% (graf 6), kar pomeni 1,4-odstotno zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur. Zmanjšanje je povezano s kopičenjem delovne sile (del delovne sile kot proizvodnega dejavnika, ki ga podjetje med proizvodnim procesom v določenem trenutku ne izkorišča v celoti) in drugimi dejavniki. Ocenjuje se, da se je implicitna delovna sila med januarjem in julijem povečala za približno 600.000 oseb, vendar se je rast od aprila upočasnila.⁵ Stopnja brezposelnosti je julija znašala 6,4%, kar je približno enako kot junija, in ostaja na najnižji ravni od uvedbe eura. Povpraševanje po delavcih je še vedno veliko, pri čemer je stopnja prostih delovnih mest večinoma stabilna na 3,0-odstotni ravni, kar je 0,2 odstotne točke nižje od najvišje ravni od začetka te časovne vrste.

⁵ Analiza nedavnih gibanj in dejavnikov na področju delovne sile je v okviru z naslovom »Delovna sila v euroobmočju: novejša gibanja in dejavniki« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Graf 6

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

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



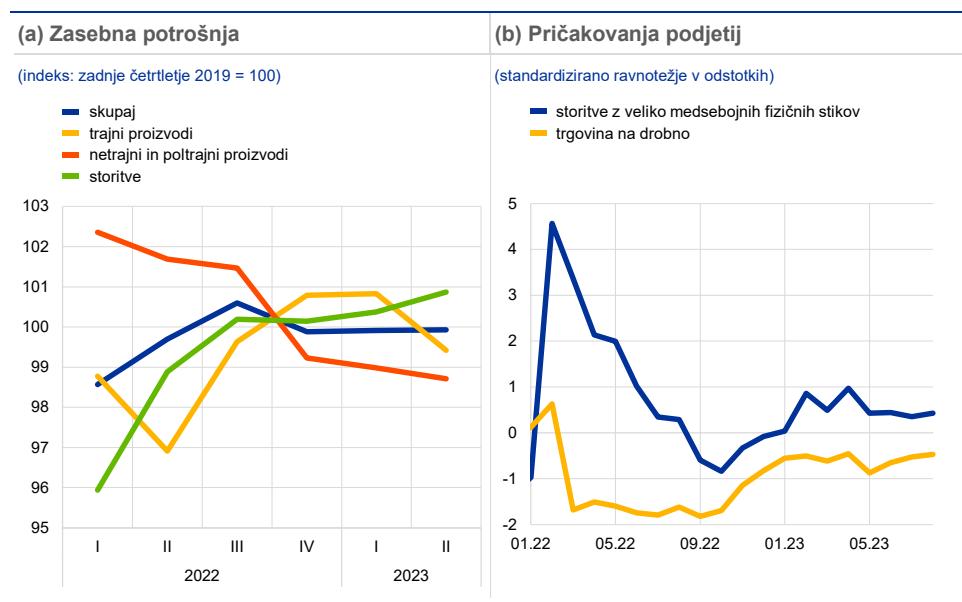
Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujejo mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023 pri zaposlenosti, na avgust 2023 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na julij 2023 pri stopnji brezposelnosti.

Kratkoročni kazalniki trga dela kažejo nadaljnjo upočasnitev rasti zaposlenosti v tretjem četrtletju 2023. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je zmanjšal z 51,4 julija na 50,2 avgusta, pri čemer vrednost pod pragom 50 pomeni zmanjšanje zaposlovanja. Ta kazalnik se je precej zmanjšal od aprila, ko je znašal 54,5. Nedavno zmanjšanje je bilo bolj strmo v storitvenih dejavnostih, čeprav kazalnik PMI ostaja v območju rasti, medtem ko so predelovalne dejavnosti in gradbeništvo pod pragom 50. Med storitvenimi dejavnostmi je bil upad večji v tistih, ki so tesneje povezane s predelovalnimi dejavnostmi, kot so prometne in strokovne storitve.

Zasebna potrošnja je v drugem četrtletju 2023 stagnirala, saj je nadaljnji upad izdatkov za proizvode izničil še vedno pozitivno povpraševanje po storitvah (graf 7, slika a). V drugem četrtletju 2023 se je prodaja v trgovini na drobno v primerjavi s prejšnjim četrtletjem povečala le za 0,1%, julija 2023 pa se je zmanjšala za 0,2%, medtem ko se je število registracij novih osebnih vozil v drugem četrtletju 2023 zmanjšalo za 0,5%, julija pa se je ponovno povečalo za 3,7%. V nasprotju z zmanjšanjem porabe v kategoriji proizvodov, zlasti za trajne proizvode in hrano, se je potrošnja gospodinjstev v kategoriji storitev v drugem četrtletju povečala za 0,5%, kar je še vedno posledica vztrajnih učinkov ponovnega odpiranja gospodarstva.⁶

⁶ Glej tudi okvir z naslovom »Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Graf 7**Kazalniki realne zasebne potrošnje**

Vir: Eurostat, Evropska komisija (Generalni direktorat za gospodarske in finančne zadeve) in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki (a) so ravni komponenti potrošnje (domači koncept) prilagojene ravnim celotnim zasebnim potrošnjem (nacionalni koncept). Na sliki (b) je pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov v naslednjih treh mesecih standardizirano za obdobje 2005–2019, medtem ko je pričakovano stanje poslovanja v trgovini na drobno v naslednjih treh mesecih standardizirano za obdobje 1985–2019. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023 pri sliki (a) in na avgust 2023 pri sliki (b).

Medtem ko ankete kažejo nadaljnjo šibko potrošnjo proizvodov, se pričakovanja glede povpraševanja po storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov še niso zmanjšala. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je avgusta zmanjšal in tako prekinil okrevanje od konca leta 2022 ter ostal pod dolgoročnim povprečjem. To odraža slabša pričakovanja glede splošnih gospodarskih obetov in finančnega položaja gospodinjstev. Hkrati so kazalniki Komisije o pričakovanih večjih nakupih in pričakovanih poslovnih razmerah v trgovini na drobno ostali umirjeni. Nasprotno pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov od maja 2023 še ni bilo močno popravljeno navzdol in je bilo avgusta še naprej nad zgodovinskim povprečjem (graf 7, slika b). Podobno je julijnska anketa ECB o pričakovanih potrošnikov pokazala upad pričakovanih nakupov gospodinjskih aparatov in drugih večjih izdelkov, kar kaže še vedno šibko porabo trajnih proizvodov, vendar še vedno vztrajno pričakovano povpraševanje po počitniških rezervacijah. Prenos strožjih pogojev financiranja v realno gospodarstvo bi verjetno omejil zadolževanje gospodinjstev, ohranil visoke spodbude k varčevanju in v bližnji prihodnosti zavrl rast potrošnje.

Rast podjetniških investicij se je v drugem četrtletju 2023 močno upočasnila, v tretjem četrtletju pa se je predvidoma zmanjšala. Brez volatilnih irskih podatkov o proizvodih intelektualne lastnine so se v drugem četrtletju negradbene investicije v euroobmočju močno upočasnile (medčetrtletno na 0,4% v primerjavi z 1,2% v prvem

četrtletju).⁷ Upočasnitev je bila precej razširjena in prisotna v vseh državah, vendar je bila bolj raznolika po naložbenih razredih, saj so se naložbe v transportno opremo okrepile, rast proizvodov intelektualne lastnine je dosegla dolgoročno povprečje, naložbe v stroje in opremo pa so se nekoliko zmanjšale (graf 8).⁸ Kazalnik PMI o proizvodnji investicijskih proizvodov je avgusta padel globoko v območje krčenja zaradi upadanja novih naročil in tekočih poslov. Zaupanje še naprej upada, zadnja anketa Evropske komisije pa kaže, da četrtina podjetij v sektorju investicijskih proizvodov kot razlog za manjšo proizvodnjo navaja slabo povpraševanje. Obeti so zelo negotovi. Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov avgusta kažejo, da se od jeseni razpoloženje glede dobička izboljšuje (to običajno dobro sledi bruto poslovnemu presežku, čeprav oba kazalnika zaostajata za zadnjo dinamiko), medtem ko potrebe po zelenih in digitalnih naložbah (s sredstvi skладa »EU naslednje generacije«) ter povečano pomanjkanje delovne sile v nekaterih sektorjih dodatno spodbujajo naložbe.⁹ Naložbe precej zavirata upočasnitve svetovne gospodarske rasti in poslabšanje kreditnih pogojev.¹⁰ Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov kažejo, da je razpoloženje glede finančnih tveganj še vedno na doslej najvišji ravni, medtem ko anketa S&P Global o poslovnih obetih, ki se izvaja trikrat letno, kaže manjše investicije v naslednjih 12 mesecih, kar je posledica slabših pričakovanj glede prihodnje aktivnosti in dobičkonosnosti.

⁷ Skupni podatek se je v drugem četrtletju medčetrtletno povečal za 0,7%, potem ko se je v prvem četrtletju zmanjšal za 0,2%, kar kaže veliko medčetrtletno volatilnost irskih podatkov. Več o dolgoročnejšem vplivu ter volatilnosti je v okvirju z naslovom »[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2023.

⁸ Od šest držav v euroobmočju, ki so poročale o pospešitvi v drugem četrtletju, je samo Francija to dosegla tako, da ni zabeležila zgolj izboljšanja v primerjavi s krčenjem v prvem četrtletju.

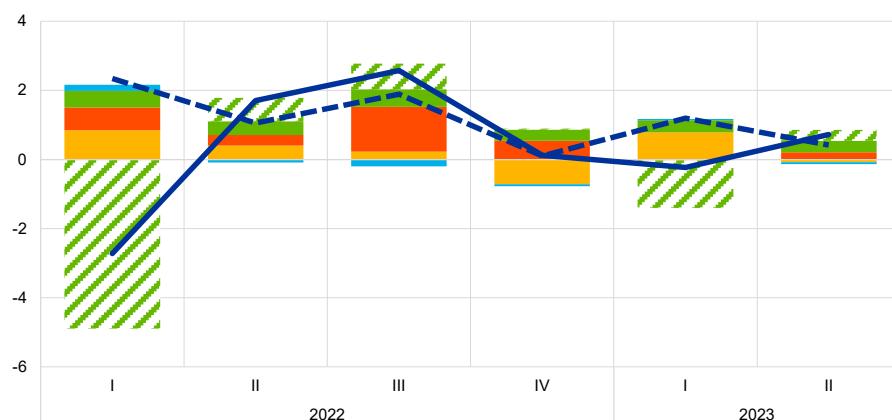
⁹ Več podrobnosti o metodologiji telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov je v okvirju z naslovom »[Telekonference ob objavi poslovnih rezultatov: novi dokazi o dobičku podjetij, naložbah in pogojih financiranja](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2023. Vpliv podnebnih sprememb na investicije je opisan tudi v okvirju z naslovom »[Podnebne spremembe ter podjetniške zelene naložbe in financiranje v euroobmočju – rezultati iz ankete SAFE](#)« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

¹⁰ Julijnska anketa o bančnih posojilih je predvidevala nadaljnje zmanjšanje povpraševanja podjetij po dolgoročnih posojilih za investicije v osnovna sredstva v tretjem in zadnjem četrtletju 2023, medtem ko najnovejše projekcije predvidevajo močnejše zavore poslovnim investicijam zaradi višjih obrestnih mer in s tem povezanih omejitve v ponudbi posojil (glej »[Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene na spletnem mestu ECB 14. septembra 2023).

Graf 8**Negradbene investicije in prispevki naložbenih razredov**

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- negradbene investicije
- euroobmočje brez proizvodov intelektualne lastnine (IPP) na Irskem
- stroji in oprema brez transportne opreme
- transportna oprema
- proizvodi intelektualne lastnine (IPP) v euroobmočju razen Iriske
- proizvodi intelektualne lastnine (IPP) na Irskem
- drugo



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: IPP se nanaša na (predvsem neopredmetene) proizvode intelektualne lastnine. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023.

Po upadu v drugem četrtletju 2023 se bodo stanovanjske naložbe v bližnji prihodnosti verjetno še naprej zmanjševale. Stanovanjske naložbe so se v drugem četrtletju 2023 medčetrtletno zmanjšale za 1,0%, potem ko so se v prvem četrtletju povečale za 0,8%. Kratkoročni kazalniki kažejo, da se bodo v prihodnjih četrtletjih še naprej zmanjševale. Obseg gradbenih del se je junija precej zmanjšal, kar pomeni negativen prenos na rast v tretjem četrtletju. Poleg tega je kazalnik Evropske komisije o gibanju obsega gradbenih del v zadnjih treh mesecih v juliju in avgustu padel precej pod povprečje za drugo četrtletje, medtem ko je indeks PMI o stanovanjski gradnji avgusta padel še bolj pod prag rasti na 35,7, kar je najnižja raven do zdaj v tem letu. Slabi obeti za stanovanjske naložbe so skladni z izrazitim trendom upadanja števila gradbenih dovoljenj za stanovanjsko gradnjo, kar se čedalje bolj kaže tudi v slabši oceni naročil v anketi Evropske komisije. Razpoloženje na stanovanjskem trgu, merjeno s četrtletno anketo Komisije o kratkoročnih namerah gospodinjstev za prenovo, nakup ali gradnjo stanovanja, se je v tretjem četrtletju 2023 nekoliko zmanjšalo. Negativno razpoloženje je predvsem posledica znatnega dviga obrestnih mer in negativnega vpliva na cenovno dostopnost stanovanj, čeprav ga do neke mere izravnava padanje cen stanovanj. Zmanjšanje cenovne dostopnosti stanovanj skupaj s strožjimi kriteriji bank pri odobravanju stanovanjskih posojil negativno vpliva na zagon stanovanjskih naložb.

Rast izvoza je v drugem četrtletju ostala nizka zaradi šibkega svetovnega povpraševanja, predhodne apreciacije eura in visokih cen energije. Četrtletna rast obsega izvoza je bila v drugem četrtletju negativna, saj se je s šibko svetovno trgovinsko menjavo zmanjšalo tuje povpraševanje po blagu iz euroobmočja. Poleg tega je apreciacija eura, ki se je začela septembra 2022, oslabila konkurenčnost

euroobmočja, povišanje cen energije leta 2022 pa je prispevalo k oslabitvi izvoza, zlasti v energetsko intenzivnih sektorjih. Hkrati se zdi, da zmanjševanje števila naročil, opaženo v prejšnjih četrtletjih, ni več ključni dejavnik, ki bi podpiral izvoz, saj se je število izvoznih naročil vrnilo na raven pred pandemijo. Rast uvoza je bila v drugem četrtletju rahlo pozitivna, kar je večinoma odraz okrevanja po močnem padcu v prvem četrtletju. Na letni ravni se je uvoz zaradi šibkega domačega povpraševanja zmanjšal. Na splošno je neto trgovinska menjava v drugem četrtletju negativno prispevala k rasti BDP. Na podlagi v prihodnost usmerjenih kazalnikov je mogoče sklepati, da bo rast obsega izvoza euroobmočja v bližnji prihodnosti še naprej šibka. Videti je, da se do zdaj relativno močan izvoz storitev zmanjšuje, saj so izvozniki v tem sektorju poročali o poslabšanju naročil. To naj bi bilo posledica upočasnitve povpraševanja po storitvah, ki je bilo visoko po ponovnem odpiranju storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov po pandemiji, in prelivanja šibkih gibanj v predelovalnih dejavnostih, kjer so izvozniki poročali o dodatnem upadu novih naročil.

Gledano dolgoročneje naj bi aktivnost v euroobmočju okrevala, k čemur bo prispevalo povečanje realnih dohodkov. Po pričakovanjih se bo rast BDP okreplila zaradi zmanjšanja inflacijskih pritiskov in vztrajne rasti dohodkov od dela, kar bo omogočilo okrevanje realnega razpoložljivega dohodka in zasebne potrošnje. Vendar naj bi te pozitivne dejavnike izravnal vpliv višjih obrestnih mer in zaostrenih pogojev kreditiranja, ki se čedalje bolj prenašajo v realno gospodarstvo.

V skladu z makroekonomskimi projekcijami za euroobmočje, ki so jih septembra 2023 pripravili strokovnjaki ECB, naj bi medletna realna rast BDP leta 2023 upadla na 0,7%, nato pa naj bi se v letu 2024 povečala na 1,0% in v letu 2025 na 1,5% (graf 9). V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP popravljeni navzdol, in sicer za 0,2 odstotne točke v letu 2023, 0,5 odstotne točke v letu 2024 in 0,1 odstotne točke v letu 2025, kar odraža znatno znižanje kratkoročnih obetov zaradi poslabšanja anketnih kazalnikov, zaostrenih pogojev financiranja (vključno z bolj negativnimi učinki ponudbe kreditov) in močnejšega eura.

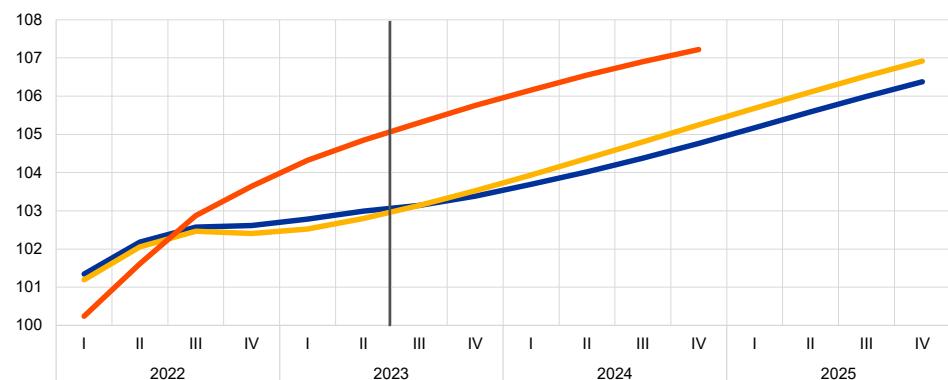
Tveganja za gospodarsko rast so nagnjena navzdol. Rast bi bila lahko počasnejša v primeru, da bo denarna politika učinkovala močneje, kot je pričakovano, ali če bo svetovna gospodarska rast oslabila, na primer zaradi nadaljnje upočasnitve na Kitajskem. Po drugi strani bi bila rast lahko višja od pričakovane, če bi zaradi močnega trga dela, zviševanja realnih dohodkov in zmanjševanja negotovosti ljudje in podjetja pridobili zaupanje in zato trošili več.

Graf 9

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(indeks: zadnje četrletje 2019 = 100; desezonirani in za število delovnih dni prilagojeni četrletni podatki)

- projekcije strokovnjakov ECB, september 2023
- projekcije strokovnjakov Eurosistema, junij 2023
- projekcije strokovnjakov Eurosistema, decembrij 2021



Viri: Eurostat in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.
Opomba: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij.

3

Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija avgusta 2023 znašala 5,3%, kar je enako kot julija.¹¹ Nespremenjena stopnja skupne inflacije v avgustu je prikrlila nižje stopnje inflacije v vseh glavnih podskupinah razen pri inflaciji v skupini emergentov, ki je bila manj negativna kot v predhodnem mesecu. Med tveganji, da bo inflacija višja, so morebitni ponovni pritiski na rast energetskih in prehrambnih stroškov. Neugodne vremenske razmere in splošne napredovanje podnebne krize bi lahko cene hrane potisnili navzgor bolj, kot je pričakovano. Kazalniki osnovne inflacije so se še naprej zniževali, vendar so ostali na povišanih ravneh, ki med drugim odražajo velike plačne pritiske. Nadalje bi se inflacija lahko zvišala, in sicer tudi srednjeročno, če bi se inflacijska pričakovanja trajno povzpela nad našo ciljno raven ali če bi se plače ali profitne marže zvišale bolj, kot je pričakovano. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo skupna inflacija še naprej zniževala ter v povprečju znašala 5,6% v letu 2023, 3,2% v letu 2024 in 2,1% v letu 2025.

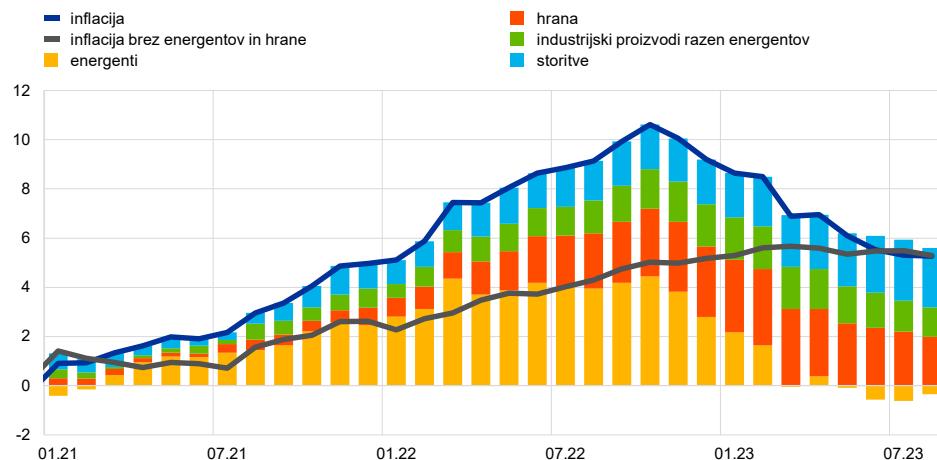
Potem ko se je devet zaporednih mesecev zniževala z najvišje vrednosti, dosežene v oktobru 2022, je bila inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), avgusta 2023 nespremenjena (graf 10). Nespremenjena 5,3-odstotna stopnja skupne inflacije je bila posledica tega, da je manj negativna stopnja inflacije v skupini emergentov izravnavala nižje stopnje inflacije v skupinah hrane, industrijskih proizvodov razen emergentov in storitev. Zvišanje inflacije v skupini emergentov z -6,1% v juliju na -3,3% v avgustu odraža močno medmesečno zvišanje zaradi višjih cen nafte in posledično goriva. Inflacija v skupini hrane se je zaradi nižje stopnje inflacije v skupinah predelane in nepredelane hrane nadalje znižala z 10,8% v juliju na 9,8% v avgustu. Vseeno pa je stopnja inflacije v skupini predelane hrane avgusta ostala dvomestna (10,4%), ker se nedavno umirjanje pritiskov iz proizvodne verige še ne kaže v maloprodajnih cenah. Inflacija brez emergentov in hrane se je znižala s 5,5% julija na 5,3% avgusta zaradi rahlega znižanja obeh glavnih komponent, in sicer inflacije v skupinah industrijskih proizvodov razen emergentov in storitev. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov se je še dodatno znižala s 5,0% v juliju na 4,8% v avgustu zaradi popuščanja preteklih cenovnih pritiskov iz proizvodne verige, ki izhajajo iz ozkih gril v dobavnih verigah in cen emergentov, ter šibkega povpraševanja. Inflacija v skupini storitev je večinoma ostala vztrajnejša in je junija znašala 5,4%, julija 5,6% in avgusta 5,5%. K temu so najverjetneje prispevale postavke, povezane s potovanji in gostinstvom, ter visoka rast plač.

¹¹ V Eurostatovi končni objavi je bila stopnja skupne inflacije za avgust popravljena navzdol na 5,2% po presečnem datumu.

Graf 10

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2023 (prva ocena).

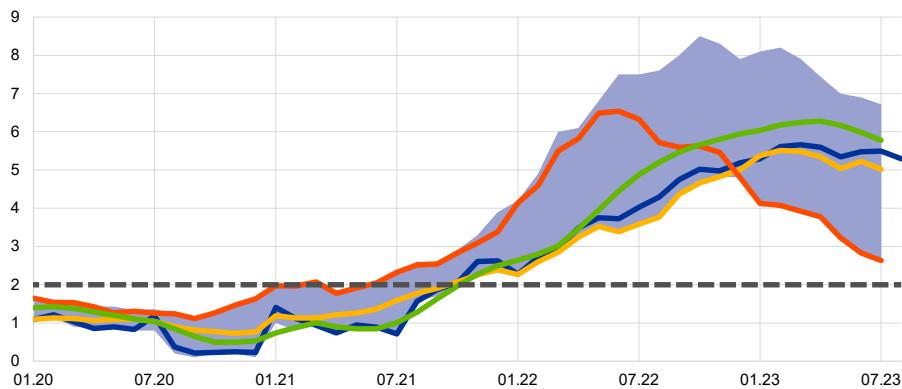
Čeprav so na splošno ostali visoki, se je večina kazalnikov osnovne inflacije še naprej zniževala zaradi popuščanja preteklih šokov, ki so prizadeli energetske stroške in dobavne verige, ter zaradi neskladja med povpraševanjem in ponudbo (graf 11). Medtem ko so podatki o inflaciji brez energentov in hrane na voljo za avgust, se najnovejši razpoložljivi podatki o drugih kazalnikih osnovne inflacije nanašajo na julij. Večina kazalnikov je julija zabeležila znižanje medletne stopnje rasti. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je znižal s 6,0% junija na 5,8% julija, medtem ko se je modelsko merilo vztrajne in skupne komponente inflacije znižalo z 2,8% na 2,6%. Čeprav se kazalniki večinoma znižujejo, pa je negotovost, ki spremlja gibanje osnovne inflacije, še vedno velika, kar je razvidno iz širokoga razpona merit in njihove povišane ravni.

Graf 11

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

- razpon kazalnikov
- inflacija brez emergentov in hrane
- inflacija brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve
- kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije
- najožja osnovna inflacija



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kazalniki osnovne inflacije vključujejo HICP brez emergentov, HICP brez emergentov in nepredelane hrane, HICP brez emergentov in hrane (HICPX), HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve (HICPXX), 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, vztrajno in skupno komponento inflacije ter tehtano mediano. Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2023 pri inflaciji brez emergentov in hrane (prva ocena) in na juliju 2023 pri ostalih postavkah.

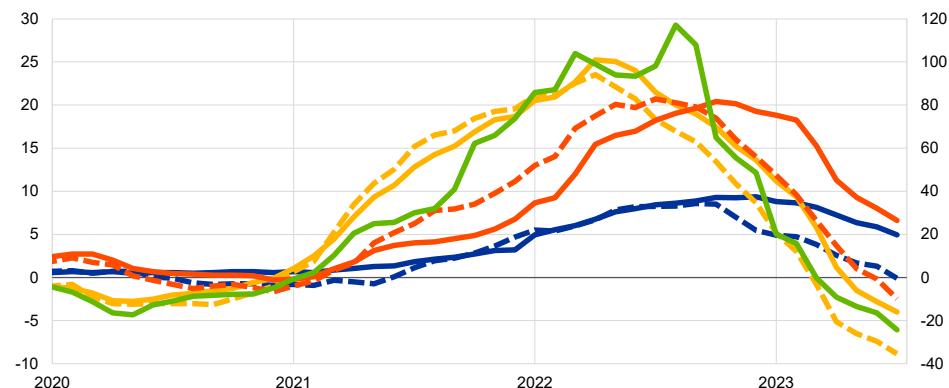
Pritiski iz proizvodne verige so še naprej popuščali, ker so kumulativni učinki preteklih cenovnih šokov še naprej slabeli (graf 12). V zgodnjih fazah cenovne verige so se cenovni pritiski julija še naprej znatno zmanjševali. Rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini proizvodov za vmesno porabo je bila od maja negativna in se je znižala z -2,8% v juniju na --4,0% v juliju, medtem ko so uvozne cene iste skupine proizvodov upadle na --8,9%. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini emergentov, ki je bila negativna od aprila, je znatno upadla z -16,5% v juniju na -24,3% v juliju, kar odraža popuščanje preteklih energetskih cenovnih šokov. V poznejših fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo julija znižala na 5,0%, kar potrjuje postopno popuščanje nakopičenih pritiskov iz proizvodne verige v skupini proizvodov za široko porabo. Enako velja za pritiske iz proizvodne verige v segmentu živilskih proizvodov za široko porabo, pri čemer se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil julija še dodatno znižala, čeprav je ostala na visoki ravni (6,6%). Medletna stopnja rasti uvoznih cen teh kategorij se je julija še naprej zniževala do negativnih vrednosti. Gibanje tečaja eura v zadnjih mesecih še naprej vpliva na višino in gibanje dinamike uvoznih cen, pri čemer je njena nedavna krepitev prispevala k popuščanju cenovnih pritiskov.

Graf 12

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)

- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – neživilski proizvodi za široko porabo
- uvozne cene – neživilski proizvodi za široko porabo
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – proizvodi za vmesno porabo
- uvozne cene – proizvodi za vmesno porabo
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – proizvodnja živilskih proizvodov
- uvozne cene – proizvodnja živilskih proizvodov
- cene proizvodov pri domačih proizvajalcih – emergenti (lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

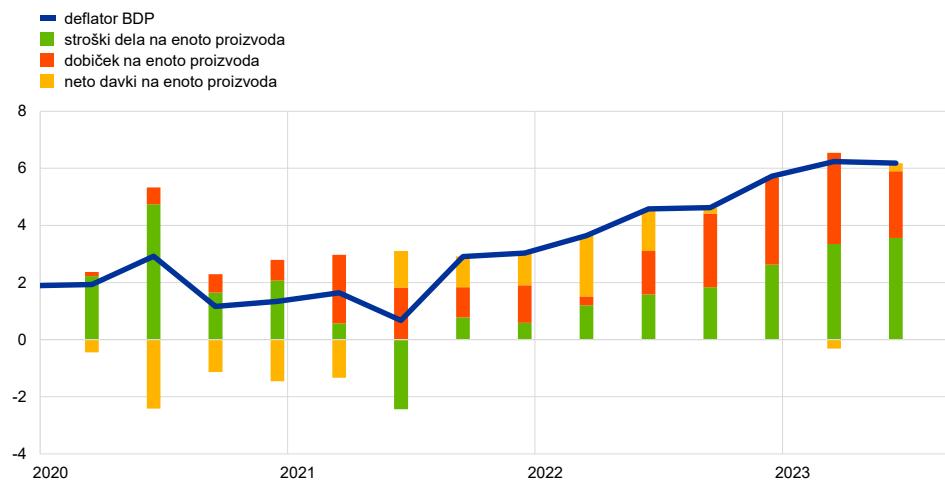
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so bili v drugem četrletju 2023 nespremenjeni, ker so vse večje prispevke stroškov dela izravnali nižji prispevki dobičkov (graf 13). Medletna stopnja rast deflatorja BDP je v drugem četrletju 2023 znašala 6,2%, kar je enako kot v prejšnjem četrletju. Prispevek dobička na enoto proizvoda k deflatorju BDP se je s 3,2 odstotne točke v predhodnem četrletju znižal na 2,3 odstotne točke, kar je odtehtalo večji prispevek stroškov dela na enoto proizvoda, ki se je povečal s 3,3 odstotne točke v predhodnem četrletju na 3,6 odstotne točke, in davkov na enoto proizvoda (brez subvencij). Zvišanje stroškov dela na enoto proizvoda izhaja iz bolj negativne medletne rasti produktivnosti dela, medtem ko je medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega ostala nespremenjena na 5,5-odstotni ravni. Tudi rast dogovorjenih plač je bila v drugem četrletju 2023 večinoma nespremenjena in je znašala 4,3%, potem ko je v predhodnem četrletju znašala 4,4%. V prihodnost usmerjene informacije iz nedavno zaključenih pogajanj o plačah še ne kažejo jasnih znakov točke obrata v rasti plač.

Graf 13

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2023. Tako sredstva za zaposlene na zaposlenega kot tudi produktivnost dela so prispevali k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda.

Anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj in tržna merila nadomestila za inflacijo, prilagojena za premije za tveganje, so ostala na ravni okrog 2%. Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2023 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov iz septembra 2023 je mediana dolgoročnejših pričakovanj znašala 2,0%. Tržna merila nadomestila za inflacijo (ki temeljijo na indeksu HICP brez tobačnih izdelkov) so se v obravnavanem obdobju zvišala pri vseh ročnostih, ker so tržni udeleženci zaradi višjih cen energentov in vztrajne osnovne inflacije popravili svoje inflacijske obete navzgor (graf 14). Vendar so te dejavnike deloma izravnali obeti za gospodarsko rast v euroobmočju v zadnjem delu obravnavanega obdobja, ki so bili slabši od pričakovanih. Gledano v celoti se je terminska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto zvišala za okrog 20 bazičnih točk na 2,6%. Kar zadeva daljše ročnosti, se je terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let zvišala za 15 bazičnih točk na okrog 2,6%, kar je rahlo nižje od večletne najvišje vrednosti, ki je bila dosežena na začetku avgusta. Čeprav se gibljejo podobno kot ameriška »break-even« inflacija, ki je merilo inflacijskih pričakovanj, dolgoročnejše obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju ostajajo zgodovinsko gledano visoke. Vendar je treba upoštevati, da ta tržna merila nadomestila za inflacijo niso neposredno merilo dejanskih inflacijskih pričakovanj tržnih udeležencev, saj vključujejo tudi premije za inflacijsko tveganje, ki so nadomestilo za inflacijsko tveganje. Modelske ocene kažejo, da je s premijami za inflacijsko tveganje mogoče pojasniti precejšen del zvišanja tržnega vrednotenja nadomestila za inflacijo pri krajših ročnostih in večino zvišanja pri daljših ročnostih. Na strani potrošnikov je bilo iz ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov iz julija 2023 razvidno, da je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednje leto ostala nespremenjena na 3,4-odstotni ravni, medtem ko so se pričakovanja čez tri leta zvišala z 2,3% na 2,4%. Čeprav so se

merila negotovosti v zvezi z inflacijo iz ankete o pričakovanjih potrošnikov rahlo znižala z najvišjih ravni, so ostala razmeroma visoka.

Graf 14

Tržna merila nadomestila za inflacijo

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv, Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje in 5-letno terminsko stopnjo »break-even« inflacije čez pet let za ZDA. Zadnji podatki se nanašajo na 13. september 2023.

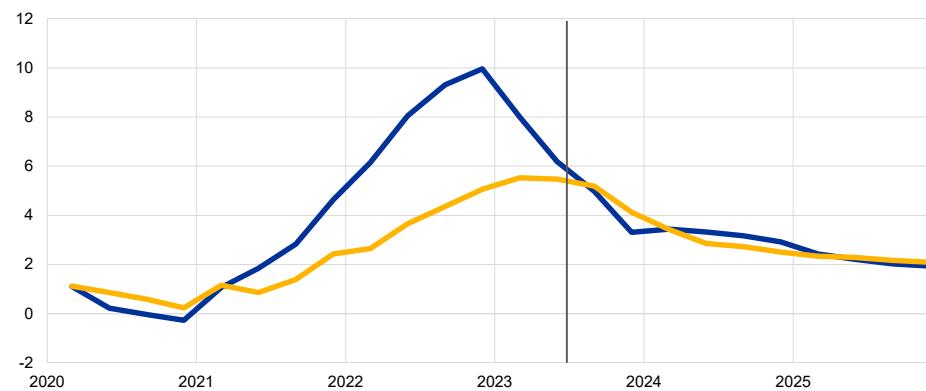
Po septembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov ECB se bo skupna inflacija še naprej zniževala ter v povprečju znašala 5,6% v letu 2023, 3,2% v letu 2024 in 2,1% v letu 2025 (graf 15). Gibanje dezinflacije proti ciljni 2-odstotni ravni odraža popuščanje preteklih energetskih šokov in drugih pritiskov iz proizvodne verige ter dejstvo, da bodo dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala zasidrana. Na profil na začetku vplivajo tudi močni navzdol delujući bazni učinki, povezani z inflacijo v skupinah emergentov in hrane. Rast plač se bo po pričakovanjih postopoma zniževala od sredine leta 2023 dalje, vendar bo v obdobju projekcij ostala visoka in bo postala glavno gonilo inflacije brez emergentov in hrane. K rasti plač prispevata zvišanje minimalne plače in kompenzacija za inflacijo ob pomanjkanju ustrezne delovne sile na trgu dela, ki se sicer ohlaja. Profitne marže, ki so se lani precej povečale, bodo srednjeročno predvidoma blažile prenos stroškov dela v končne cene. Hkrati naj bi bolj zaostrena denarna politika vse bolj zavirala osnovno inflacijo. V primerjavi z junijskimi projekcijami so bile projekcije za skupno inflacijo popravljene za 0,2 odstotne točke navzgor za leti 2023 in 2024 zaradi višjih cen emergentov, za leto 2025 pa so bile popravljene za 0,1 odstotne točke navzdol, kar odraža zaviralne učinke apreciacije eura, strožjih pogojev financiranja in slabših cikličnih razmer.

Graf 15

Inflacija in inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)

- inflacija
- inflacija brez energentov in hrane



Vir: Eurostat in Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2023 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2025 (projekcije). Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB so bile dokončane konec avgusta, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 22. avgust 2023. Pretekli in dejanski podatki za inflacijo in inflacio brez energentov in hrane so četrletni.

4

Gibanja na finančnih trgih

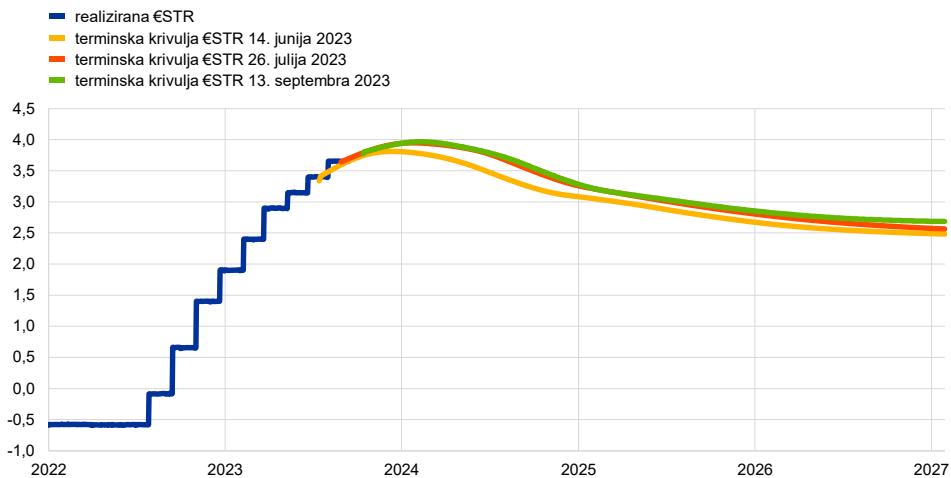
Finančni trgi v euroobmočju so obravnavano obdobje (od 15. junija do 13. septembra 2023) na splošno zaključili z majhnimi spremembami, z določenim nihanjem znotraj obdobja. Kratkoročne obrestne mere v euroobmočju so se zvišale, saj so se pričakovanja o zaostrovanju denarne politike utrdila v okolju določenih pritiskov na zvišanje inflacije v prihodnosti. Pričakovanja glede ključnih obrestnih mer so blažili slabši domači podatki o realnem gospodarstvu in določena umiritev zagona svetovne gospodarske rasti. Zato je ob koncu opazovanega obdobja terminska krivulja eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) v prvem četrletju 2024 dosegla najvišjo vrednost okrog 4,0% in tako napovedala zmerno nadaljnje zaostrovanje denarne politike. Dolgoročne obrestne mere v euroobmočju so se zvišale skupaj s tržnimi kazalniki nadomestila za inflacijo, vendar manj, saj je zaskrbljenost zaradi rasti vplivala na donosnost državnih obveznic. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so bili odporni na negativna makroekonomska presenečenja. Poleg tega se je napovedani konec ponovnega investiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) z julijem 2023 nemoteno absorbiral. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic, ki so jih izdale nefinančne družbe z visoko donosnostjo, so se nekoliko povečali, kar je v skladu z veliko izpostavljenostjo teh izdajateljev gospodarskemu ciklu. Širši delniški indeksi v euroobmočju so se znižali, saj se je s slabšimi obeti glede dobičkov kljub okrevanju tečajev delnic bank znižalo borzno vrednotenje nefinančnih družb. Na deviznih trgih se je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, okreplil.

Ob koncu obravnavanega obdobja je bila najvišja vrednost terminske krivulje eurske kratkoročne obrestne mere (€STR), tj. okrog 4,0% v prvem četrletju 2024, nekoliko višja kot na začetku obravnavanega obdobja sredi junija (graf 16). Referenčna obrestna mera €STR je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 3,5% ter tesno sledila spremembam obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki jo je Svet ECB na seji o denarni politiki 15. junija 2023 zvišal za 25 bazičnih točk (s 3,25% na 3,5%) in na seji 27. julija za dodatnih 25 bazičnih točk (s 3,5% na 3,75%). Presežna likvidnost se je zmanjšala za 463 milijard EUR in je znašala 3.681 milijard EUR, kar je predvsem posledica odplačil tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III). Kratkoročne in srednjeročne terminske obrestne mere v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR so se po junijski seji zvišale, saj so udeleženci na trgu svoja pričakovanja glede obrestnih mer popravili navzgor. Pozneje so se terminske obrestne mere nekoliko znižale zaradi poslabšanja domačih in svetovnih makroekonomskeih obetov, vendar so se proti koncu obravnavanega obdobja ponovno povečale, saj so se pričakovanja o nadaljnjem zaostrovanju denarne politike še okreplila. Julijnska odločitev Svetega ECB, da zviša obrestne mere in določi obrestovanje obveznih rezerv v višini 0%, ni bistveno vplivala na terminske obrestne mere. Ob koncu obravnavanega obdobja je bila najvišja vrednost terminske krivulje, tj. okrog 4,0% v prvem četrletju 2024, nekoliko pozneje, kot so kazale terminske obrestne mere sredi junija. Pričakovanja glede obrestne mere, izpeljana iz terminske krivulje, so na splošno skladna s pričakovanji v anketah.

Graf 16

Termske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

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

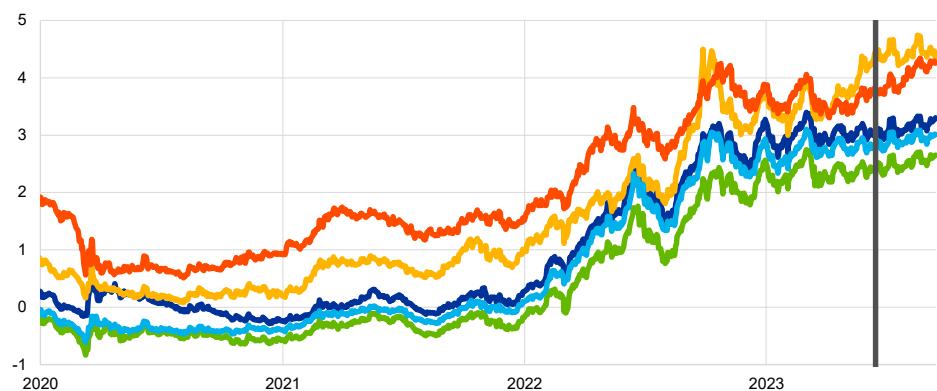
Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se rahlo zvišale in ledelno odslikavajo zvišanje ameriških obrestnih mer (graf 17). Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se zmerno zvišale, pri čemer se je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v eurih v obravnavanem obdobju povečala za 14 bazičnih točk na približno 3,0%. Podobno se je povečala tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, in sicer na 3,3%. Dolgoročne obrestne mere v euroobmočju so sledile gibanju tržnih kazalnikov nadomestila za inflacijo, ki so se povečali predvsem zaradi višjih premij za inflacijsko tveganje (glej 3. poglavje). Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je zaradi ugodnejših makroekonomskih obetov v ZDA povečala bolj kot v euroobmočju. Razlike v makroekonomskih obetih so vplivale na dolgoročne obrestne mere v euroobmočju, zlasti v drugem delu obravnavanega obdobja, saj so negativna makroekomska presenečenja delno izničila prejšnje povečanje. Inverzija krivulje netvegane donosnosti se je v obravnavanem obdobju nekoliko umirila, vendar ostaja na rekordno visokih ravneh.

Graf 17

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)

- povprečje euroobmočja, tehtano z BDP
- Združeno kraljestvo
- ZDA
- Nemčija
- obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju



Vir: Refinitiv in izračuni ECB.

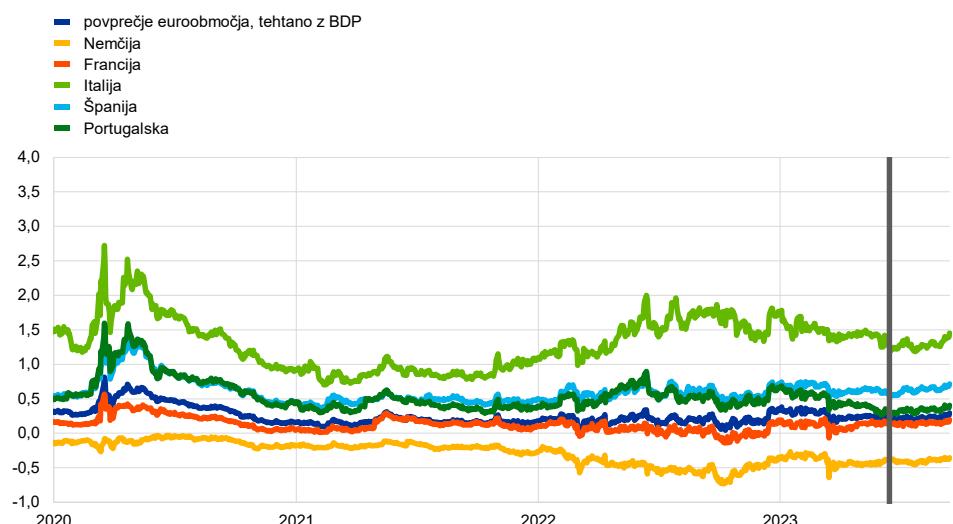
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (15. junij 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. september 2023.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja so se kljub slabšim gospodarskim obetom in prenehanju reinvestiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev le skromno povečali (graf 18). Povprečni razmik v donosnosti državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR se je v obravnavanem obdobju povečal za 6 bazičnih točk in je le zmerno presegel raven, ki je prevladovala pred začetkom normalizacije denarne politike ECB. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so se v različnih jurisdikcijah povečali neenakomerno, najbolj pa so se povečali razmiki italijanskih in španskih, in sicer za 20 oziroma 15 bazičnih točk. Trgi državnih obveznic niso bili odporni le na poslabšanje makroekonomskih obetov, ampak tudi na zmanjšano prisotnost Eurosistema na trgu. Odsotnost znatnih pritiskov na zviševanje razmikov kljub prenehanju ponovnega investiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev z julijem in kljub običajni najnižji točki, ki je glede likvidnostnih razmer dosežena poleti, kaže, da zasebni vlagatelji še naprej brez večjih težav absorbirajo obveznice, ki jih Eurosistem ne kupuje več.

Graf 18

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: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (15. junij 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. september 2023.

Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb so se ob poslabšanju domačega gospodarstva nekoliko povečali. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic, ki so jih izdale nefinančne družbe, so se v segmentu visoko donosnih obveznic povečali za 5 bazičnih točk. Nasprotno so se pri finančnih družbah razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zmanjšali. Razlike so posledica močnejšega vpliva poslabšanja gospodarskih obetov na bolj tvegane nefinančne družbe kot na finančne družbe, saj te še naprej izkoriščajo višje obrestne mere. Bruto izdajanje obveznic s strani nefinančnih družb z visoko donosnostjo je ostalo omejeno, medtem ko so nefinančne družbe naložbenega razreda izdajale obveznice v podobnem obsegu kot v prejšnjih letih, kar odslikava gibanje razmikov v donosnosti obveznic v celotnem bonitetnem spektru.

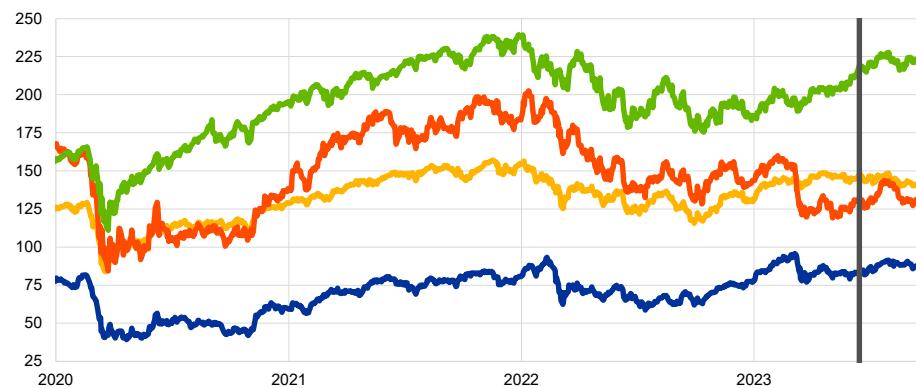
Tečaji delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju znižali, saj se je s slabšimi obeti glede dobičkov znižalo borzno vrednotenje nefinančnih družb (graf 19). Širši delniški indeksi v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju znižali za 2,9%, medtem ko so se v ZDA povečali za 1,1%. Slabši rezultati v euroobmočju so posledica znižanja tečajev delnic nefinančnih družb, ki je posledica negativnih presenečenj glede dobičkov in popravkov pričakovanih dobičkov navzdol. V nefinančnem sektorju so se tečaji delnic najbolj znižali v potrošniških, industrijskih in tehnoloških sektorjih, na kar je močno vplivalo poslabšanje domačih in svetovnih makroekonomskih obetov. Nasprotno so se tečaji delnic bank v euroobmočju povečali za 3,9% in presegli tečaje delnic bank v ZDA.

Graf 19

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2016 = 100)

- banke v euroobmočju
- nefinančne družbe v euroobmočju
- banke v ZDA
- nefinančne družbe v ZDA



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

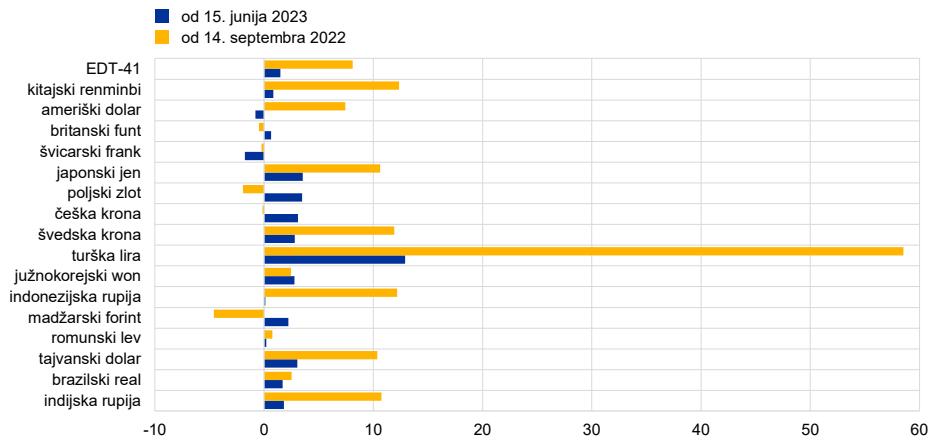
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (15. junij 2023). Zadnji podatki se nanašajo na 13. september 2023.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, apreciral kljub rahli depreciaciji v primerjavi z ameriškim dolarjem (graf 20). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju nekoliko zvišal (za 1,5%). Kar zadeva dvostranska gibanja deviznih tečajev v primerjavi z glavnimi valutami, je euro nekoliko oslabel v primerjavi z ameriškim dolarjem (-0,8%), saj so bile zadnje gospodarske novice v ZDA bolj pozitivne kot v euroobmočju. Tako je k apreciaciji nominalnega efektivnega tečaja eura prispeval krepitev v razmerju do večine drugih valut. Euro se je okrepil v razmerju do japonskega jena (za 3,5%) in kitajskega renminbjia (za 0,8%) zaradi političnih posegov kitajskih oblasti, s katerimi so poskušale preprečiti pritiske na padanje valute, povezane s slabšimi gospodarskimi obeti. Euro se je v obravnavanem obdobju okrepil tudi v razmerju do turške lire (12,9%), vendar se je v zadnjih tednih zaradi zvišanja obrestnih mer s strani turške centralne banke stabiliziral.

Graf 20

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: 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 13. septembra 2023.

5

Pogoji financiranja in kreditna gibanja

Transmisija zaostrovanja denarne politike ECB v splošne pogoje financiranja je še naprej intenzivna. Stroški financiranja za banke so se še naprej povečevali zaradi nadaljnjega zviševanja depozitnih obrestnih mer in nadaljnjega zmanjševanja presežne likvidnosti. Posojilne obrestne mere bank so se v juliju 2023 dodatno zvišale, pri čemer so dosegle najvišjo raven od leta 2008 za posojila podjetjem in od leta 2012 za posojila gospodinjstvom. Med 15. junijem in 13. septembrom 2023 so se za nefinančne družbe zvišali stroški tržnega dolžniškega financiranja in, izraziteje, stroški lastniškega financiranja. Ob višjih posojilnih obrestnih merah, manjšem povpraševanju po posojilih zaradi zmanjšanja načrtovanega trošenja in zaostrenih kreditnih standardov ter ob visokem zadržanem dobičku je bilo bančno kreditiranje podjetij in gospodinjstev šibko tudi v juliju. Do julija so se denarni agregati na letni ravni zmanjševali najhitreje do zdaj, k čemur sta prispevala umirjena rast kreditov in zmanjšanje bilance stanja Eurosistema.

Stroški financiranja za banke v euroobmočju so se zaradi nadaljnjega zviševanja depozitnih obrestnih mer še naprej zviševali. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so se julija 2023 še zvišali in dosegli najvišjo raven v več kot desetih letih (graf 21, slika a). Zvišanje je zlasti posledica višjih depozitnih obrestnih mer, medtem ko je bila donosnost bančnih obveznic še vedno približno stabilna, pri čemer se je gibala skladno z netveganimi obrestnimi merami pri daljših ročnostih (graf 21, slika b).¹² Depozitne obrestne mere so še naprej enakomerno naraščale z nekaj razlikami med instrumenti in sektorji (tj. depozitne obrestne mere za podjetja so bile višje kot depozitne obrestne mere za gospodinjstva). Vlagatelji so se na vse večji razpon med obrestnimi merami za vezane vloge in obrestnimi merami za vloge čez noč odzivali s preusmeritvijo imetij z vlog čez noč v vezane vloge in druge instrumente z višjim obrestovanjem. Prenos zvišanja ključnih obrestnih mer ECB na depozitne obrestne mere je bil med bankami precej različen, spremljala pa ga je prerazporeditev vlog med bankami. Varčevalci so vloge z bank, ki so ponujale manj privlačno obrestovanje, prenesli na banke, ki so svoje depozitne obrestne mere zviševale hitreje. Izdajanje bančnih obveznic, obrestovanih po merah, višjih od depozitnih obrestnih mer in ključnih obrestnih mer ECB, se je od septembra 2022 ob iztekanju ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in zmanjševanju vlog čez noč povečalo. Zaradi nadaljnjega postopnega iztekanja ciljno usmerjenih operacij, kar je prispevalo tudi k zmanjšanju presežne likvidnosti v okolju še vedno obsežne likvidnosti, so začele banke vedno več uporabljati dolžniške vrednostne papirje in instrumente denarnega trga ter se aktivneje potegovati za vloge.

¹² Če bi bilo v izračun skupnih stroškov dolžniškega financiranja bank vključeno tudi zvišanje stroškov medbančnega kreditiranja, bi se stroški financiranja kot celota od začetka cikla zviševanja zvišali še močneje, čeprav z nižje ravni.

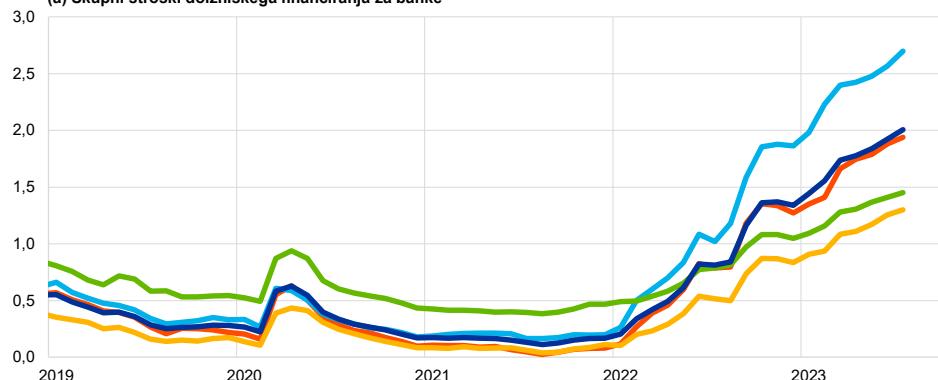
Graf 21

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

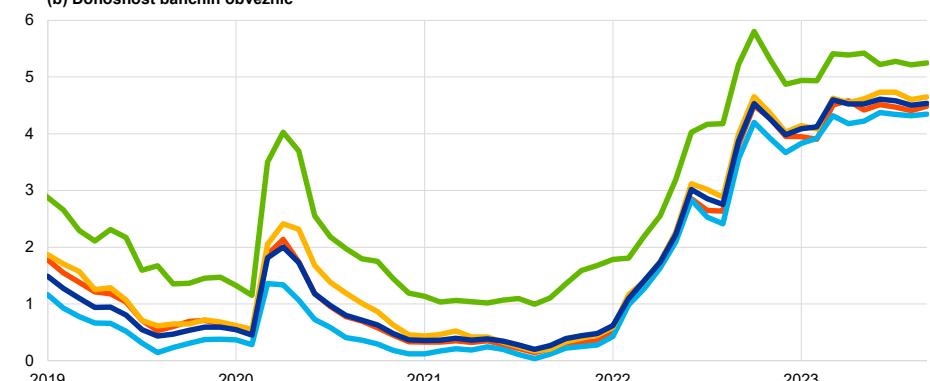
(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija

(a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke



(b) Donosnost bančnih obveznic



Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe ter 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 posilh, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno transfo. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke in na 13. september 2023 pri donosnosti bančnih obveznic.

Bilance bank so bile kljub vse slabšemu gospodarskemu okolju na splošno

robustne. Banke so svojo kapitalizacijo kljub večjim obveznostim izplačila povečevale tudi v prvih nekaj mesecih leta 2023 (glej okvir 7), zadnji stresni test pa je potrdil, da so banke v euroobmočju sposobne prenesti finančne in gospodarske šoke po neugodnem scenariju. Dobro kapitaliziran bančni sistem je ključen za zagotavljanje vzdržnega kreditiranja realnega gospodarstva pod ustrezнимi pogoji. Kljub vse višjim stroškom financiranja bank in manjšemu obsegu odobrenih posojil so na dobičkonosnost bank na začetku leta 2023 spodbudno vplivale višje obrestne marže. Hkrati se je delež nedonosnih posojil v bankah ob slabih ekonomskih obetih malenkostno povečal, stroški oblikovanja rezervacij pa so bili še naprej zmerni.

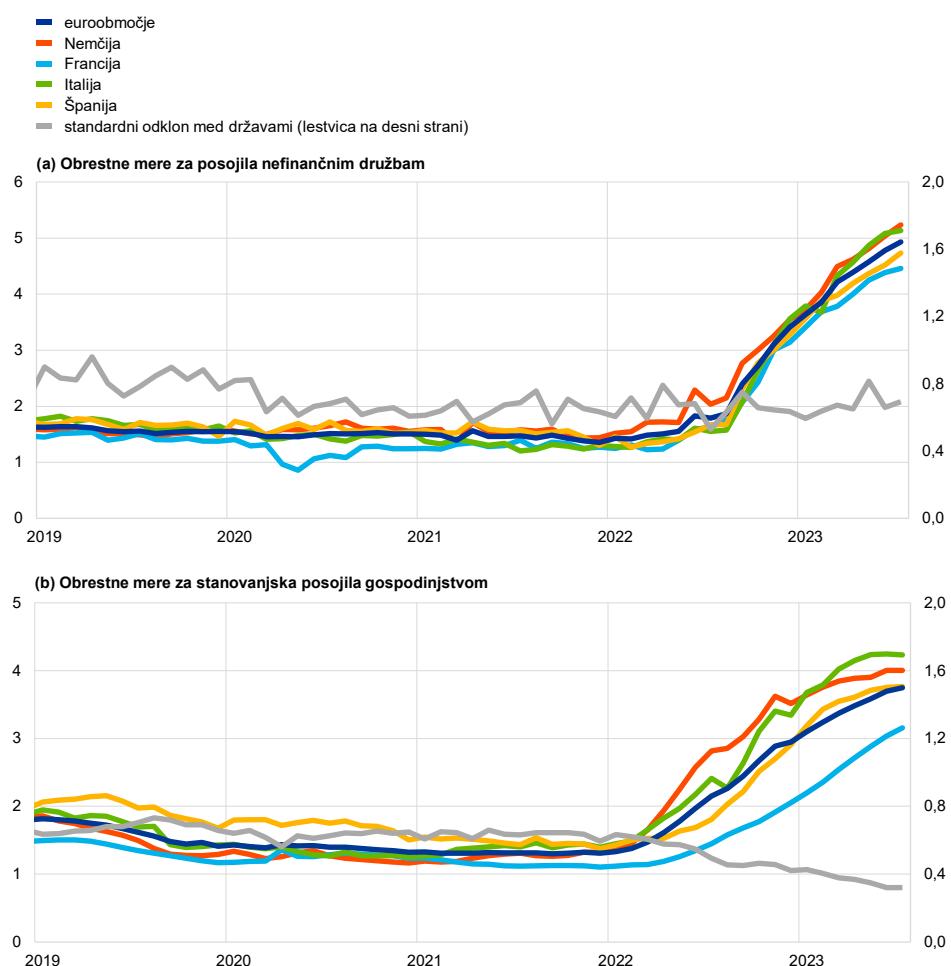
Posojilne obrestne mere so se povečevale hitreje kot v prejšnjih ciklih zviševanja obrestnih mer ECB, kar je predvsem posledica hitrejšega zviševanja. Ključne obrestne mere ECB so se v kratkem času precej zvišale, in

sicer med julijem 2022 in 13. septembrom 2023 za skupno 425 bazičnih točk. Višje ključne obrestne mere ECB se prenašajo na posojilne pogoje bank, pri čemer se posojilne obrestne mere zvišujejo in kreditni standardi močno zaostrujejo. Obrestne mere za posojila podjetjem se zvišujejo bolj kot obrestne mere za posojila gospodinjstvom, in sicer v vseh državah (graf 22) in v vseh obdobjih fiksiranja obrestne mere. Bančne obrestne mere za nova posojila nefinančnim družbam so se julija zvišale na 4,93%, kar je najvišja raven od konca leta 2008. Obrestne mere so se povečale s 4,78% v juniju 2023 in 1,83% v juniju 2022, preden je ECB začela dvigovati ključne obrestne mere. Zvišanje posojilnih obrestnih mer je bilo splošno, pri čemer so se najbolj zvišale obrestne mere za posojila z obdobjem fiksne obrestne mere nad enim letom, med posameznimi državami pa so bile določene razlike. Razmik med obrestnimi merami bank za mala in velika posojila podjetjem v euroobmočju se je julija nekoliko povečal (na 48 bazičnih točk), čeprav je glede na pretekla gibanja ostal stabilen na nizki ravni, med državami euroobmočja pa se je nekoliko razlikoval. Julija so se zvišale tudi obrestne mere bank za nova stanovanjska posojila gospodinjstvom, in sicer na 3,75%, kar je najvišja raven od januarja 2012, v primerjavi z 1,97% v juniju 2022 in 3,70% v juniju 2023. Julijsko zvišanje je bilo posledica višjih obrestnih mer za hipotekarna posojila s fiksno obrestno mero in zlasti za hipotekarna posojila s spremenljivo obrestno mero, pri čemer so bile med državami razlike. Iz rezultatov [ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev](#) iz julija 2023 je razvidno, da ta pričakujejo, da se bodo hipotekarne obrestne mere v naslednjih 12 mesecih stabilizirale nekoliko nad trenutno ravnijo, najbrž kot posledica napredovanja faze cikla zaostrovanja. Velik neto odstotek sodelujočih v anketi ocenjuje, da so kreditni standardi zaostreni, in pričakuje, da bo v omenjenem obdobju stanovanjska posojila vse težje dobiti.

Graf 22

Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom v izbranih državah

(v odstotkih na leto; standardni odklon)



Vir: ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

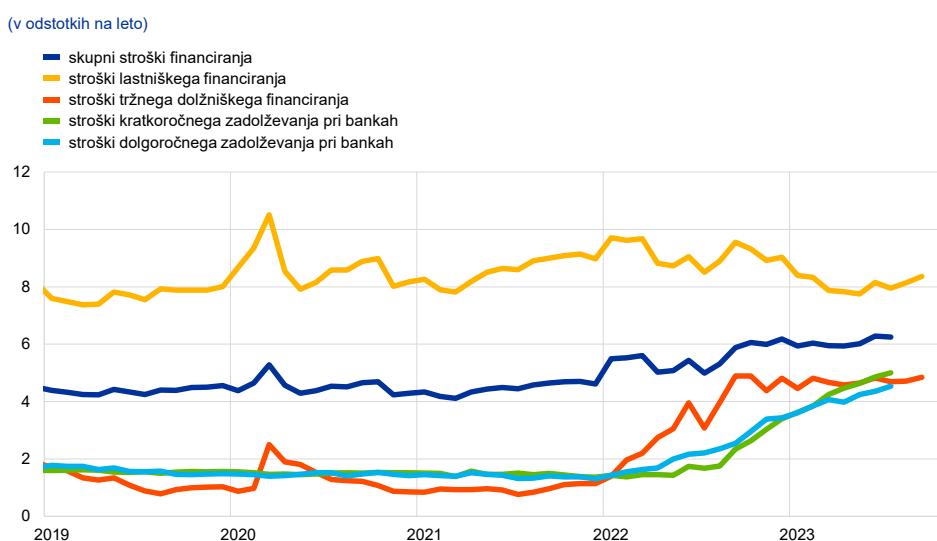
Od 15. junija do 13. septembra 2023 so se za nefinančne družbe zvišali stroški tržnega dolžniškega financiranja in, izraziteje, stroški lastniškega financiranja. Julija 2023 so skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški bančnih posojil, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, znašali 6,2%, kar pomeni, da se od prejšnjega meseca skoraj niso spremenili (graf 23).¹³ To je bilo posledica tega, da so zvišanje stroškov kratkoročnega in dolgoročnega zadolževanja pri bankah izravnali nižji stroški lastniškega in tržnega dolžniškega financiranja v obdobju od konca junija do konca julija. Zato so skupni stroški financiranja v juliju ostali blizu visokih ravni, doseženih septembra 2022 in pred tem

¹³ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do julija 2023.

konec leta 2011.¹⁴ V obravnavanem obdobju (tj. do 13. septembra 2023) so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja povečali. Zvišanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja je bilo posledica višjih netveganih obrestnih mer in rahlega povečanja razmikov v donosnosti visoko donosnih obveznic, ki so jih izdale nefinančne družbe (glej razdelek 4). Zaradi zvišanja netvegane obrestne mere (približno opredeljene kot obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč) v povezavi z zviševanjem premije za tveganje lastniškega kapitala so se stroški lastniškega financiranja v obravnavanem obdobju precej povečali.

Graf 23

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah



Viri: ECB in ocene ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg in Thomson Reuters.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih in so izračunani kot tehtano povprečje stroškov 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 13. september 2023 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na julij 2023 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

V okolju višjih obrestnih mer za posojila, manjšega povpraševanja po posojilih in zaostrenih kreditnih standardov je bilo bančno kreditiranje podjetij in gospodinjstev julija še naprej šibko. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je v juliju znižala na 2,2% s 3,0% v juniju, še vedno pa so jo podpirali bazni učinki (graf 24, slika a). Upočasnitve je bila zabeležena v največjih gospodarstvih euroobmočja z nekaterimi razlikami med državami, k čemur je prispevalo močno zmanjšanje povpraševanja po posojilih, ki je bilo deloma posledica višjih posojilnih obrestnih mer in s tem povezanega zmanjšanja načrtovanega trošenja ter nadaljnjega zaostrovanja kreditnih standardov. Mesečni tokovi posojil nefinančnim družbam so bili od novembra 2022 blizu vrednosti nič, mesečni tokovi posojil gospodinjstvom pa so bili od maja 2023 negativni. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je znižala z 1,7% junija na 1,3% julija (graf 24, slika b)

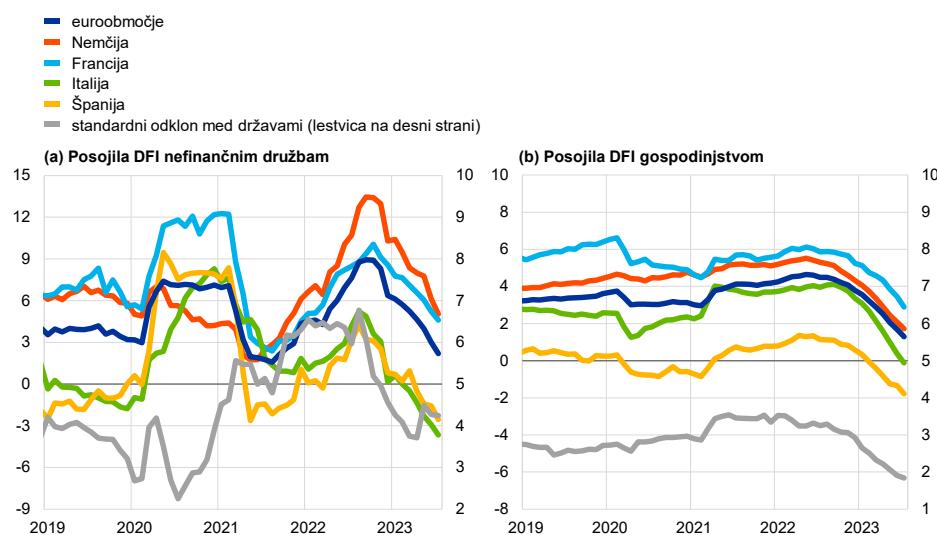
¹⁴ Posledice stroškov financiranja za naložbe podjetij v euroobmočju, namenjene zmanjšanju nevarnosti naravnih nesreč ali izpolnjevanju strožjih podnebnih standardov, so predstavljene v okvirju 5 v tej številki *Ekonomskega biltena*.

zaradi negativnih obetov na stanovanjskem trgu, nadaljnega zaostrovanja kreditnih standardov bank in višjih obrestnih mer za posojila. K znižanju so prispevale vse komponente, in sicer stanovanjska posojila, potrošniški krediti in posojila samostojnim podjetnikom (tj. nekorporativnim malim podjetjem). Neto mesečni tokovi posojil gospodinjstvom so bili že tretji mesec zapored negativni, zato se je znižala tudi kratkoročna 3-mesečna stopnja rasti na letni ravni, ki zdaj znaša $-0,8\%$, kar je najnižja raven od vzpostavitev euroobmočja.

Graf 24

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

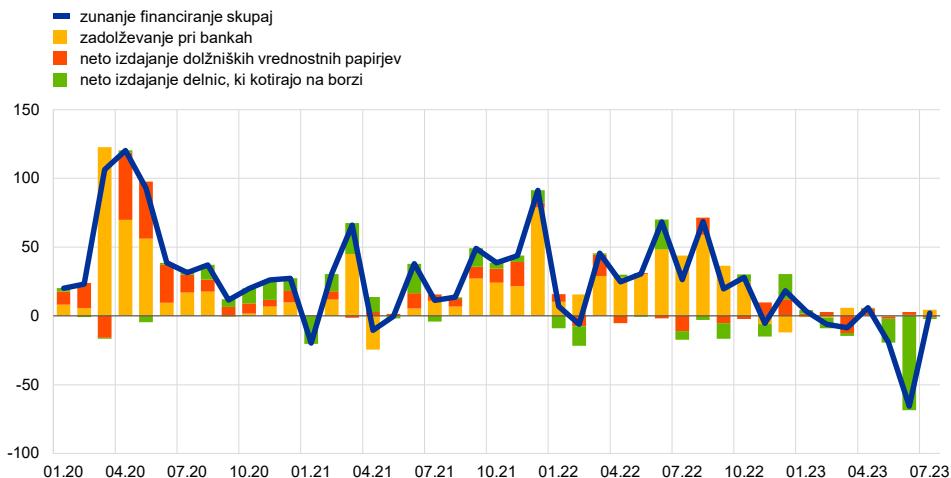
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

Rast neto zunanjega financiranja podjetij v euroobmočju se je v drugem četrletju 2023 še naprej umirjala in se julija skoraj ustavila, k čemur so med drugim prispevale manjše potrebe podjetij po financiranju. Medletna stopnja rasti neto zunanjega financiranja se je znižala z $1,8\%$ v aprilu 2023 na $0,3\%$ v juliju (graf 25). V tem obdobju so bili tokovi posojil blizu vrednosti nič, k čemur so prispevale manjše potrebe podjetij po financiranju zaradi vse šibkejše gospodarske aktivnosti, visokega zadržanega dobička, nadaljnega zviševanja posojilnih obrestnih mer in zaostrovanja bančnih kreditnih standardov. Ker se je bruto izdajanje nadaljevalo, obseg unovčenj pa je bil podoben, je stagniralo tudi neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je bilo umirjeno, v maju in juniju pa je postal negativno zaradi enkratnih dejavnikov (npr. ena multinacionalna družba je odkupila delnice, druga velika družba pa je bila nacionalizirana). Splošneje gledano je aktivnost na področju prvih javnih prodaj ter prevzemov in združitev od leta 2022 nizka.

Graf 25

Neto tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe v euroobmočju

(mesečni tokovi; v milijardah EUR)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic in izračuni ECB.

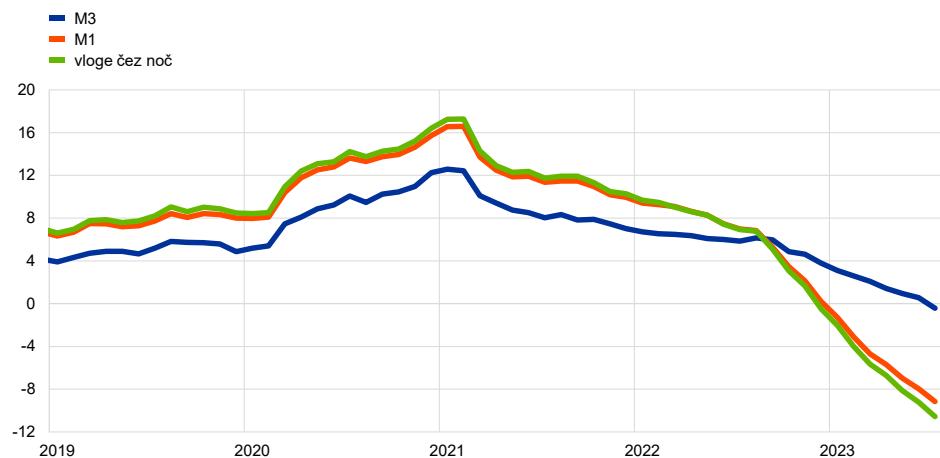
Opombe: Neto zunanje financiranje nefinančnih družb je vsota zadolževanja pri bankah (posojil denarnih finančnih institucij, DFI), neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

Vloge čez noč so se julija dodatno zmanjšale zaradi prerazporeditve sredstev v instrumente z višjim obrestovanjem. Po medletnem upadu v juniju za 9,2% se je medletna stopnja rasti vlog čez noč v juliju znižala še na -10,5%, kar je največje zmanjšanje od začetka ekonomske in monetarne unije (EMU) leta 1999 (graf 26). Ob zviševanju obrestnih mer se je razmik med vezanimi vlogami in vlogami čez noč še naprej povečeval, kar je prispevalo k zviševanju oportunitetnih stroškov imetja likvidnih sredstev in spodbujalo nadaljnje prerazporejanje sredstev iz vlog čez noč v vezane vloge. To je mogoče pripisati dejству, da so se obrestne mere za vloge čez noč počasneje prilagajale spremembam obrestnih mer ECB kot obrestne mere za vezane vloge. Navedeni veliki razmik je močna spodbuda gospodinjstvom in podjetjem, da svoje vloge čez noč in vloge na odpoklic preusmerjajo v vezane vloge. Dejstvo, da je bilo zaostrovanje denarne politike ECB hitrejše kot v prejšnjih ciklih zaostrovanja, pojasnjuje izjemen obseg sredstev, ki se prerazporejajo.

Graf 26

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletna stopnja rasti, desezonirana in prilagojena za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2023.

Do julija 2023 so se denarni agregati na letni ravni zmanjševali najhitreje do zdaj, k čemur sta prispevala umirjena rast kreditov in zmanjšanje bilance stanja Eurosistema. Rast ožjega denarja (M1) v euroobmočju se je po junijskem zmanjšanju za 8,0% julija zmanjšala še za 9,2%, kar je največje zmanjšanje do zdaj v vsej zgodovini. Medletna rast širokega denarja (M3) v euroobmočju se je prvič po februarju 2010 spustila v negativno območje, pri čemer se je z 0,6% v juniju znižala na -0,4% v juliju (graf 26), kar je najnižja raven od začetka EMU. Izrazit upad medletne stopnje rasti agregata M3 je bil posledica velikega mesečnega odliva in baznih učinkov. Na vztrajne mesečne odlive je vplivalo več dejavnikov. Prvič, prispevek kreditiranja gospodinjstev in podjetij k denarni dinamiki se je v zadnjih mesecih zmanjšal na nič. Drugič, ker se je julija 2023 končalo ponovno investiranje glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, se je zmanjšal portfelj vrednostnih papirjev Eurosistema, to pa je povzročilo odliv likvidnosti iz finančnega sistema. Poleg tega je to, da so bile pri financiranju bank vloge nadomeščene z dolgoročnimi obveznicami, prispevalo k ohranitvi negativne rasti agregata M3. Vendar pa so denarni prilivi iz tujine do zdaj nekoliko ublažili negativni vpliv drugih komponent. Ti prilivi so odraz preference tujih vlagateljev za vrednostne papirje euroobmočja zaradi njihove razmeroma privlačne donosnosti in trenutne visoke stopnje zaupanja. Brez tega spodbujevalnega vpliva tujih vlagateljev bi denarna dinamika v euroobmočju zdrsnila še globlje v negativno območje.

Kot kažejo septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letih 2023 in 2024 zmerno izboljšal, leta 2025 pa se bo rahlo poslabšal. Pričakuje se, da bo naravnost javnofinančne politike v euroobmočju v letu 2023 približno nevtralna, v letu 2024 naj bi se precej zaostrila, nato pa v letu 2025 spet postala približno nevtralna. V celotnem obdobju projekcij se bo javnofinančna politika skupaj nekoliko zaostrila. Delež javnega dolga v BDP v euroobmočju naj bi se z 91% leta 2022 zmanjšal na približno 88% leta 2025, vendar naj bi ostal precej nad ravnijo pred pandemijo. Vlade bi morale ob popuščanju energetskega šoka s tem povezane podporne ukrepe še naprej pravočasno in usklajeno zmanjševati, da bi tako preprečile povečevanje srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi česar bi bil potreben še odločnejši odziv denarne politike. Javnofinančne politike bi morale biti zasnovane tako, da bodo zagotavljale produktivnejše gospodarstvo euroobmočja in postopno zmanjšanje velikega javnega dolga. ECB je v mnenju, objavljenem 5. julija 2023, pozvala zakonodajalce Evropske unije (EU), naj čim prej, najpozneje pa do konca leta 2023, dosežo dogovor o reformi okvira ekonomskega upravljanja v EU.

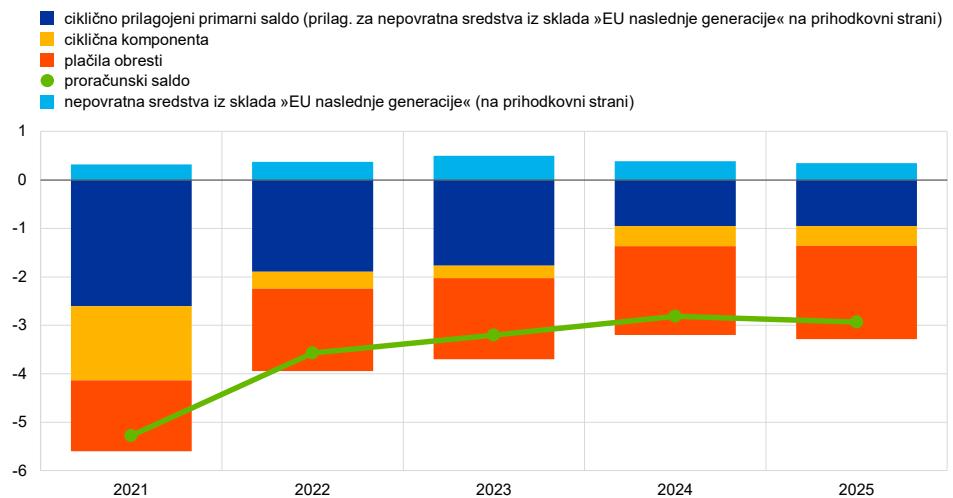
Kot kažejo septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v letih 2023 in 2024 zmerno izboljšal, leta 2025 pa se bo rahlo poslabšal.¹⁵ Tako naj bi se proračunski primanjkljaj v euroobmočju v letu 2023 zmanjšal na 3,2% BDP in v letu 2024 na 2,8% BDP, v letu 2025 pa naj bi se povečal na 2,9% BDP (graf 27). Zmanjšanje v prvem delu obdobja projekcij je posledica pričakovanj o nižjem ciklično prilagojenem primarnem primanjkljaju, medtem ko naj bi ciklična komponenta na splošno ostala stabilna. Plačila obresti se bodo v obdobju projekcij predvidoma nekoliko povečala. Na zmanjšanje ciklično prilagojenega primarnega primanjkljaja je vplivalo zmanjšanje ukrepov javnofinančne podpore, ki so jih vlade izvajale kot odziv na energetski šok in visoko inflacijo. Po zdajšnjih ocenah bodo ti ukrepi v letu 2023 na ravni euroobmočja znašali 1,4% BDP, nato pa se bodo v letu 2024 precej zmanjšali na 0,4% BDP in v letu 2025 na okrog 0,2% BDP.

¹⁵ Glej »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene 14. septembra 2023 na spletnem mestu ECB.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Vira: Izračuni ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja (vključno s Hrvaško).

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi bila v letu 2023 približno nevtralna, v letu 2024 naj bi se precej zaostriла, nato pa v letu 2025 spet postala približno nevtralna.¹⁶ Letna sprememba v javnofinančni podpori, prilagojena za nepovratna sredstva državam v okviru programa »EU naslednje generacije«, kaže skupno zaostrovanje javnofinančnih politik v euroobmočju v obravnavanem obdobju. Do zaostrovanja naj bi predvidoma večinoma prišlo leta 2024, ko naj bi se postopno ukinilo približno 75% javnofinančne podpore za energijo in inflacijo, ki so jo uvedle vlade držav v euroobmočju. Leta 2025 naj bi bila naravnost javnofinančne politike nevtralna, saj naj bi nadaljnjo odpravo energetskih ukrepov delno nadomestile večje naložbe, ki jih podpirata program »EU naslednje generacije« in večja poraba za obrambo. Skupno zaostovanje javnofinančnih politik v obdobju projekcij pa ni posledica povprečnih plač v javnem sektorju in pokojnin, ki naj bi v letih 2024 in 2025 rasle po stopnjah, višjih od inflacije, medtem ko bodo skupni izdatki za te postavke rasli po nominalni potencialni stopnji rasti ali nad njo.

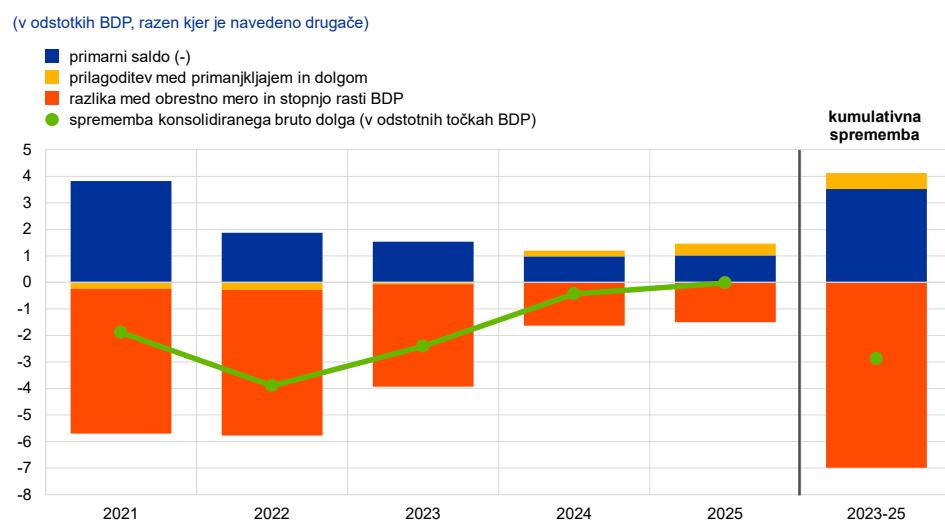
Delež javnega dolga euroobmočja v BDP naj bi ostal nad ravnijo pred pandemijo, leta 2023 naj bi se zmanjšal na 89% BDP, v letih 2024 in 2025 pa naj bi se na splošno stabiliziral. Delež dolga se je leta 2020 povečal za približno 13 odstotnih točk na približno 97%. Leta 2023 naj bi se zmanjšal na približno 89% BDP, v letih 2024 in 2025 pa naj bi mu sledilo malenkostno zmanjšanje. Gibanja v zadnjih dveh letih so tudi posledica pričakovanj, da se bodo negativne razlike med

¹⁶ 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 v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavana v članku z naslovom »*The euro area fiscal stance*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

obrestnimi merami in nominalno rastjo BDP, zabeležene med letoma 2021 in 2023, precej zmanjšale (graf 28). Poleg tega se pričakuje, da bodo primarni primanjkljaj in pozitivne prilagoditve primanjkljaja in dolga pritiske na zviševanje ravni dolga. Zato se bo delež skupnega dolga v euroobmočju kljub zmanjšanju za več kot 3 odstotne točke med letoma 2023 in 2025 ob koncu obdobja po pričakovanih obdržal skoraj 5 odstotnih točk nad ravnijo pred pandemijo.

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga v euroobmočju



Vira: Izračuni ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 20 državah euroobmočja (vključno s Hrvaško).

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2023 proračunski saldo euroobmočja za leto 2023 ostaja nespremenjen, vendar zdaj kaže, da se bo tako v letu 2024 kot tudi v letu 2025 nekoliko manj izboljšal, kot je bilo sprva pričakovano. Popravke navzdol za leti 2024 in 2025 večinoma povzročajo predvidene spremembe primarnega salda, ki so posledica višjih primarnih odhodkov od prvotno napovedanih, vključno z višjimi izdatki za nadomestila za brezposelnost, saj naj bi bila gospodarska aktivnost po pričakovanih šibkejša. Ciklično prilagojeni popravki v celotnem obdobju naj bi bili zanemarljivi.

Ob popuščanju energetskega šoka bi morale vlade s tem povezane podporne ukrepe pravočasno in usklajeno zmanjšati. S tem bi preprečile povečanje srednjeročnih inflacijskih pritiskov, zaradi česar bi bil potreben odločnejši odziv denarne politike. Javnofinančne politike bi morale biti zasnovane tako, da bodo zagotavljale produktivnejše gospodarstvo euroobmočja in postopno zmanjšanje velikega javnega dolga. To je mogoče najlažje doseči znotraj zanesljivega okvira EU za usklajevanje in nadzor ekonomskeih in javnofinančnih politik. Kot je ECB poudarila v svojem [mnenju](#), objavljenem 5. julija 2023, pozdravlja predloge Komisije o reformi okvira gospodarskega upravljanja v EU ter ponuja nekaj konkretnih tehničnih pripomb in predlogov, da bi novi okvir še izboljšala ter mu zagotovila večjo transparentnost in predvidljivost. ECB je zlasti pozvala zakonodajalce EU, naj čim prej, najpozneje pa do konca leta 2023, dosežo dogovor o reformi okvira ekonomskega upravljanja. Ker bo splošna odstopna klavzula iz Pakta EU za

stabilnost in rast do takrat deaktivirana, bi bil tak sporazum ključnega pomena za utrditev pričakovanj glede vzdržnosti dolga ter trajnostne in vključujoče rasti. Brez hitrega dogovora o verodostojnem, transparentnem in predvidljivem fiskalnem okviru ter brez izvedbe bi se lahko pojavila negotovost ter neupravičeno odložile potrebna javnofinančna prilagoditev in spodbude za reforme in naložbe.

Okvirji

1

Tveganja za svetovne cene prehrambnih surovin zaradi pojava El Niño

Pripravila Jakob Feveile Adolfsen in Marie-Sophie Lappe

Skoraj gotovo je, da se bo proti koncu leta 2023 pojavil El Niño in z njim tudi tveganja za svetovne cene prehrambnih surovin. Junija je ameriška Nacionalna uprava za oceane in ozračje (NOAA) napovedala, da se je pojavil El Niño in da se bo verjetno razvil konec leta. El Niño se pojavi, ko je trimesečno drseče povprečje temperature na površini oceana v vzhodnem in osrednjem tropskem Pacifiku vsaj 0,5 stopinje Celzija nad 30-letnim povprečjem v petih zaporednih, prekrivajočih se trimesečnih obdobjih zapored.¹⁷ Po zadnjih vremenskih napovedih obstaja 99-odstotna verjetnost, da se bo El Niño pojavil v zadnjem četrstletju 2023, in 66-odstotna verjetnost, da bo močan – s temperaturnim odstopanjem vsaj 1,0 stopinje Celzija nad 0,5-stopinjskim pragom, ki opredeljuje pojav El Niño (graf A).¹⁸ Letošnji El Niño se razlikuje od prejšnjih treh let, ko je prevladovala hladnejša različica La Niña.¹⁹ El Niño bo verjetno vplival na ekvatorialno in globalno oskrbo s hrano ter na cene, saj vpliva na vremenske razmere po vsem svetu. V tem okvirju so obravnavani verjetni učinki pojava El Niño na svetovne prehrambne surovine in analizirana tveganja za cene prehrambnih surovin, če bi bil pojav močan. Čeprav se okvir osredotoča predvsem na vpliv močnega El Niña, ki bi lahko naslednje leto okreplil vpliv na cene prehrambnih surovin, pa različne študije kažejo, da bo na svetovne prehrambne surovine verjetno vplival v vsakršni obliki, ne glede na intenzivnost.²⁰

¹⁷ Po definiciji NOAA je El Niño topla faza oscilacije v ekvatorialnem Tihem oceanu (El Niño-Southern Oscillation). V neutralni fazi oscilacije pasati – stalni vetrovi, ki pihajo od vzhoda proti zahodu okoli ekvatorja – potiskajo toplo vodo iz Južne Amerike v Azijo, kjer lažje izhlapeva. To povzroča dvigovanje vode, ko se globoka, hladna voda dvigne na površje oceana in nadomesti toplo vodo. V času El Niña se pasati upočasnijo in topla voda se vrne nazaj proti Južni Ameriki, zaradi česar dvigovanje oslabi ali celo preneha.

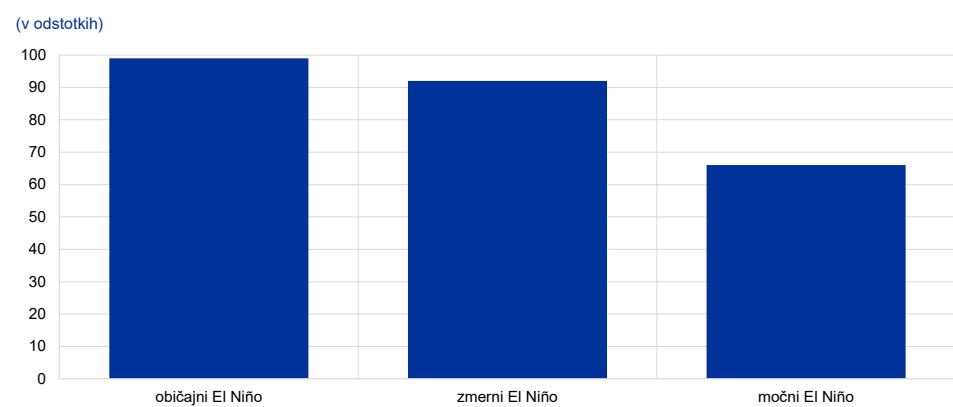
¹⁸ Od leta 1950 je bilo od 23 pojavov El Niño osem močnih.

¹⁹ Opredelitev pojava La Niña je podobna opredelitvi El Niño, s to razliko, da so anomalije površinskih temperatur oceanov negativne. Pojav La Niña povzročajo pasati, ki so močnejši kot običajno, kar okrepi proces dvigovanja vode.

²⁰ Ta okvir je osredotočen na mednarodne cene prehrambnih surovin in ne na potrošniške cene hrane v euroobmočju, kjer naj bi bili učinki manjši. Peersman (2022) je pokazal, da je mogoče s spremembami mednarodnih cen prehrambnih surovin pojasniti skoraj 30% srednjeročne volatilnosti inflacije v euroobmočju. Glej Peersman, G., »International Food Commodity Prices and Missing (Dis)Inflation in the Euro Area«, *The Review of Economics and Statistics*, zvezek 104, št. 1, 2022, str. 85–100. Subvencije domaćim proizvajalcem v okviru skupne kmetijske politike EU delno blažijo posledice sprememb mednarodnih cen prehrambnih surovin za potrošniške cene hrane v euroobmočju. Glej na primer Ferrucci, G., Jiménez-Rodríguez, R., in Onorante, L., »Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-linearities and the Role of the Common Agricultural Policy«, *International Journal of Central Banking*, zvezek 8, št. 1, 2012, str. 179–217.

Graf A

Verjetnost pojava El Niño v zadnjem četrletju 2023



Vir: US NOAA.

Opombe: NOAA običajni dogodek El Niño opredeljuje kot povišanje površinskih temperatur oceanov za vsaj 0,5 stopinje Celzija nad dolgoletnim povprečjem. »Zmerni El Niño« in »močni El Niño« sta opredeljena kot povišanje temperature za vsaj 1,0 oziroma 1,5 stopinje Celzija nad dolgoletnim povprečjem. Zadnji podatki se nanašajo na 10. avgust 2023.

Kompleksni vremenski učinki, ki so posledica pojava El Niño, bodo verjetno vplivali na pridelke hrane po vsem svetu, zlasti okoli ekvatorja. El Niño je povezan s pogostejšimi ekstremnimi vremenskimi pojavi. Takšni pojavi se po regijah močno razlikujejo. El Niño na primer navadno povzroči vročinske valove z obilnimi padavinami v Južni Ameriki in južnih državah ZDA, v severnih državah ZDA pa sušo. Zaradi kompleksnosti nastalih podnebnih vzorcev El Niño različno vpliva na pridelke, odvisno od vrste pridelka in rastne sezone, pa tudi od posamezne regije. Učinki na pridelek se verjetno razlikujejo tudi med različnimi cikli El Niña. Ocene preteklih učinkov pojava El Niño na pridelek kažejo, kako se učinki tudi v isti državi razlikujejo med vrstami pridelkov. Čeprav se zdi, da je v ZDA po pojavu El Niña pridelek soje večji, pa ima običajno negativne učinke na pridelek pšenice in koruze.²¹ El Niño je v preteklosti pozitivno vplival na pridelek soje v ZDA in Južni Ameriki, medtem ko je v Aziji pridelek soje manjši.²² Zaradi kompleksnih učinkov je posledice El Niña za svetovne cene prehrambnih surovin težko napovedati. Učinki na cene so še dodatno komplificirani zaradi nadomeščanja enih prehrambnih surovin z drugimi. Kmetje do neke mere sojo in koruzo dojemajo kot vzajemna substituta ter občasno prehajajo med obema poljščinama glede na trenutne terminske cene. To pomeni, da bi se morebitno zmanjšanje pridelka koruze lahko preneslo na cene soje, medtem ko bi se učinki na cene koruze zaradi substitucije nekoliko ublažili. Poleg tega se je zaradi El Niña v letih 1982 in 1983 zmanjšala populacija rib v Aziji in Avstraliji, zato je bilo pri živalski krmi povpraševanje po ribah nadomeščeno s sojo.²³ Zaradi kompleksnosti in ker so pridelki eden od številnih dejavnikov, ki vplivajo na svetovne cene

²¹ K pridelku soje v ZDA so pripomogle predvsem ugodne poletne rastne razmere na srednjem zahodu, medtem ko so pridelek v Aziji poškodovali vročinski valovi in suše. Na pridelek koruze v ZDA so negativno vplivale predvsem sušne razmere v jugovzhodnih državah, ki so ponavadi posledica pojava El Niño.

²² Na podlagi Iizumi, T., Luo, J. J., Challinor, A. J., Sakurai, G., Yokozawa, M., Sakuma, H., Brown, M. E. in Yamagata, T., »[Impacts of El Niño Southern Oscillation on the global yields of major crops](#)«, *Nature Communications*, 5, št. 3712, 2014.

²³ Glej Brenner, A. D., »[El Niño and World Primary Commodity Prices: Warm Water or Hot Air?](#)«, *The Review of Economics and Statistics*, zvezek 84, št. 1, 2002, str. 176–183.

prehrambnih surovin, bi bilo zavajajoče neposredno ekstrapolirati učinke, ki jih imajo pridelki na cene.

Iz preteklih analiz je razvidno, da običajni El Niño vpliva na rast svetovnih cen prehrambnih surovin. Vpliv pojava El Niño na svetovne cene prehrambnih surovin je bil analiziran v različnih študijah. Brenner (2002) ugotavlja, da oscilacija El Niña od leta 1963 predstavlja skoraj 20% globalnega gibanja inflacije, merjene s cenami primarnih surovin, in da se zaradi običajnega El Niña ponavadi poveča inflacija, merjena z realnimi cenami primarnih surovin, za približno 3% v obdobju od 6 do 12 mesecev po njegovem pojavu, k čemur najbolj prispevajo prehrambne surovine.²⁴ Cashin in drugi (2017) dokumentirajo razlike v vplivu šokov El Niña od leta 1972 na gospodarsko aktivnost v različnih državah, pri čemer so se v večini držav povisale cene drugih surovin razen energentov.²⁵ Na splošno ugotavlja, da El Niño za približno 5% povis svetovne cene surovin razen energentov in da ta vpliv traja od 6 do 16 mesecev.²⁶ Nadaljnje ugotovitve kažejo, da se inflacija močneje odziva na El Niño v državah, ki imajo v indeksu inflacije večji delež hrane. Te študije kažejo, da El Niño vsakršne moči pomembno vpliva na cene prehrambnih surovin in na splošno zvišuje cene.

Svetovne cene prehrambnih surovin bi se lahko zvišale za do 9%, če bi se trenutni El Niño razvil v močnega. Čeprav je El Niño že nastopil in je skoraj gotovo, da bo leto 2023 razglašeno za leto El Niña, pa je še vedno negotovo, kakšna bo njegova moč.²⁷ Iz preteklih ocen, pri katerih je bilo kontrolirano za gibanja svetovnega poslovnega cikla ter cen gnojil in energije, je razvidno, da bi povisanje površinskih temperatur oceanov, ki ustreza prehodu iz običajnega v močan El Niño, dvignilo svetovne cene prehrambnih surovin za dve leti, pri čemer bi se 9-odstotno povisanje cen pojavilo 16 mesecev po začetku obdobja močnega El Niña (graf B, slika a). To je posledica večjih tveganj in morebitne okrepitve ekstremnih vremenskih pojavov zaradi močnega El Niña v primerjavi z običajnim. Tveganja za rast cen prehrambnih surovin zaradi pojava močnega El Niña so zlasti izrazita pri soji, koruzi in rižu, medtem ko je pričakovano povečanje cen pšenice neznatno, povečanje cen kave in kakava pa okoli nič (graf B, slika b).

²⁴ Brenner, A. D., op. cit.

²⁵ Cashin, P., Mohaddes, K., in Raissi, M., »Fair weather or foul? The macroeconomic effects of El Niño«, *Journal of International Economics*, zvezek 106, 2017, str. 37–54.

²⁶ Cashin in drugi, ibid., uporabljajo merilo, ki ne temelji na temperaturi, zato razvrstitev glede na običajne ali močne pojave El Niña ni mogoča. Poleg učinka na cene prehrambnih surovin so k povečanju cen surovina razen energentov prispevale tudi cene kovin, predvsem zato, ker ekstremni vremenski dogodki vplivajo na rudarsko aktivnost, kot se je pokazalo v Čilu. Glej Cashin, P., Mohaddes, K., in Raissi, M., »El Niño: Good Boy or Bad?«, *Finance and Development*, zvezek 53, št. 1, 2016, str. 30–33.

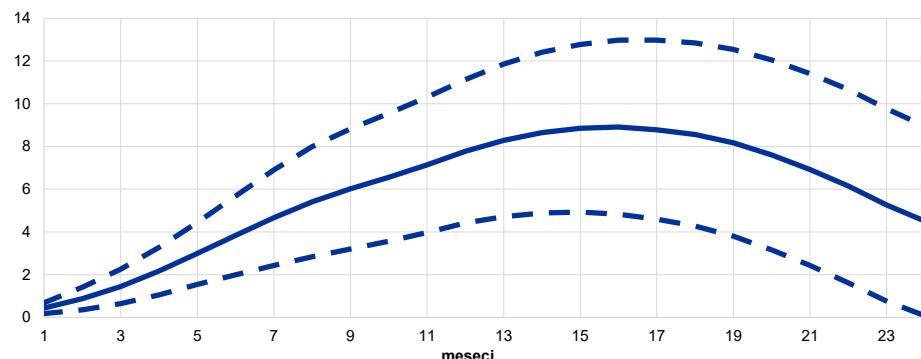
²⁷ 1,0 stopinje Celzija je razlika med običajnim (anomalija 0,5 stopinje Celzija) in močnim (anomalija 1,5 stopinje Celzija) El Niñom. Za trenutno verjetnost El Niña glej graf A.

Graf B

Ocenjeni učinki prehoda iz normalnega v močan El Niño na svetovne cene prehrambnih surovin

(a) Učinki na cene po začetku obdobja močnega El Niña

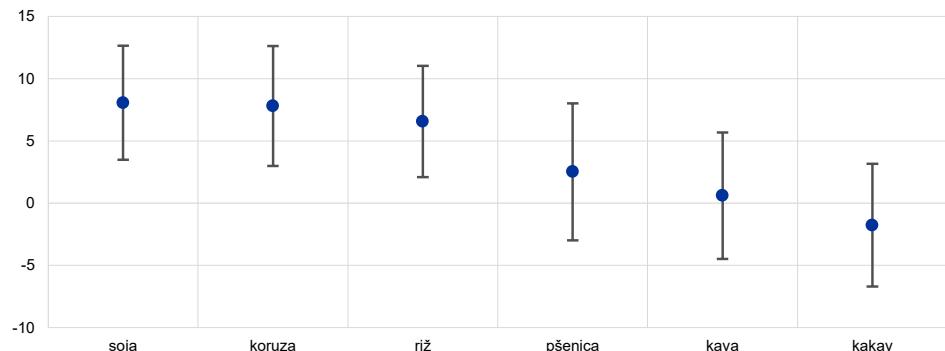
(spremembe v odstotkih)



(b) Učinki na cene izbranih prehrambnih surovin

(spremembe v odstotkih)

● ocenjeni učinki na cene



Viri: Haver, US NOAA in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ocenjeni cenovni učinki prikazujejo vpliv povečanja površinskih temperatur oceanov za 1,0 stopinje Celzija med pojavom El Niño ob upoštevanju cen gnojil in nafta kot vhodnih stroškov pri proizvodnji hrane ter svetovne industrijske aktivnosti kot kazalnika svetovnega poslovnega cikla. Funkcije impulznega odziva so bile ocenjene z lokalnimi projekcijami po Jordá, O., »Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections«, zvezek 95, št. 1, 2005, str. 161–182. Grafa prikazujejo 68-odstotne intervale zaupanja. Slika b prikazuje ocenjeni cenovni učinek po 16 mesecih na podlagi najvišjega odziva agregata cen prehrambnih surovin slike a. Zadnji podatki se nanašajo na april 2023.

Finančni trgi vračunavajo prihodnje dvige cen kakor tudi večjo negotovost glede cen. Z upoštevanjem pojava El Niño se izboljša natančnost napovedi o prihodnji volatilnosti cen prehrambnih surovin.²⁸ To pomeni, da bi lahko trgovalci z izvedenimi finančnimi instrumenti na primarne surovine pri trgovaju na terminskem trgu upoštevali napoved El Niña. Pri treh glavnih žitih (soji, koruzi in pšenici) so se cene terminskih pogodb povečale v tednu po objavi NOAA 8. junija, da se je pojavit El Niño, pri čemer je bila približno 50-odstotna verjetnost, da se bo proti koncu leta okreplil (graf C).²⁹ Poleti 2024 sta se raven cen in cenovna negotovost pri soji in koruzi močno povečali. Cene soje so se povečale za 12%, cene koruze pa za 10%,

²⁸ Su in drugi so pokazali, da se z upoštevanjem pojava El Niño izboljša napovedovanje prihodnje volatilnosti cen na ameriškem trgu žita. Glej Su, Y., Liang, C., Zhang, L., in Zeng, Q., »Uncover the response of the U.S grain commodity market on El Niño–Southern Oscillation«, *International Review of Economics & Finance*, zvezek 81, 2022, str. 98–112.

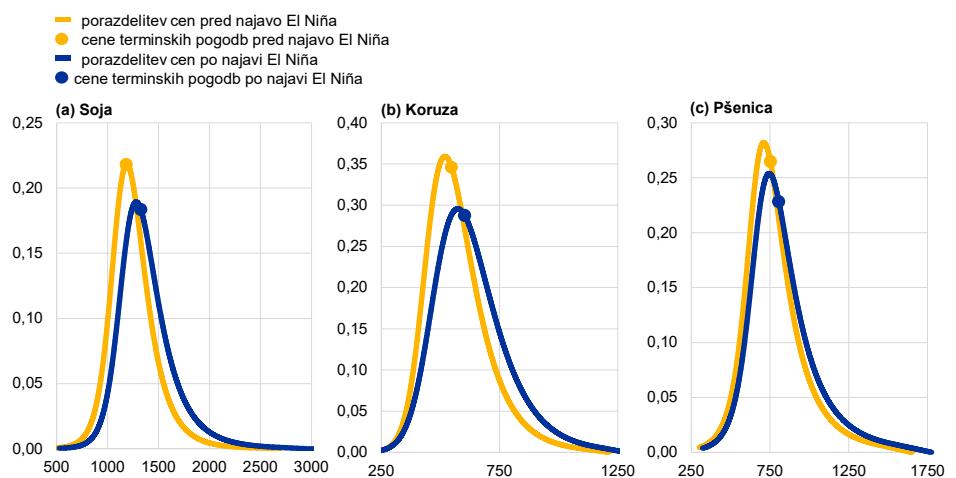
²⁹ Uteži soje, koruze in pšenice v indeksu hrane in pijače, ki ga pripravlja HWWI (na podlagi uvoza držav v EMU), so 14%, 14% in 8%.

medtem ko se je standardni odklon porazdelitve povečal za 24% oziroma 23%. Tržni analitiki menijo, da je to predvsem posledica neugodnih vremenskih razmer na severni polobli v začetku junija, ko je pojav El Niña povzročil dodatno negotovost glede obetov za pridelke. Vpliv na pšenico, ki je bila v preteklosti manj občutljiva na močne pojave El Niña, je bil manjši, saj so se cene povečale za 7%, standardni odklon pa za 13%. Na splošno spremembe v porazdelitvi cen, izpeljane iz opcij, odražajo morebitne pritiske na zvišanje cen prehrambnih surovin in povečanje cenovne negotovosti, ki jih povzročajo trenutna gibanja El Niña.

Graf C

Porazdelitev cen, izpeljana iz opcij, pred napovedjo El Niña in po njej

(os x: USD za mernik; os y: v odstotkih)



Opombe: Do tveganja neutralna porazdelitev, izpeljana iz opcij, se izračuna po Black, F., in Scholes, M., »The Pricing of Options and Corporate Liabilities«, *Journal of Political Economy*, zvezek 81, št. 3, 1973, str. 637–654, na podlagi terminskih pogodb za sojo, koruzo in trdo rdečo zimsko pšenico na borzi Chicago Board of Trade za julij 2024. Kot vhodni podatek za netvegano obrestno mero se uporabljajo obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Cenovna negotovost se meri s širino porazdelitve, izpeljane iz opcij. Presečni datum za obdobje pred napovedjo pojava El Niña je 7. junij 2023 oziroma 16. junij 2023.

2

Kakšno vlogo ima ponovno odpiranje gospodarstva v različnih državah in sektorjih?

Pripravila Niccolò Battistini in Johannes Gareis

V tem okvirju analiziramo nedavno razpršenost gospodarske aktivnosti po državah in sektorjih ter ocenjujemo vlogo ponovnega odpiranja gospodarstva po lanski odpravi omejitve zaradi koronavirusa (COVID-19). Rast gospodarske aktivnosti v euroobmočju se je od začetka leta 2022 precej zmanjšala. Zmanjšanje je spremljala vse manjša, čeprav vztrajna razpršenost rasti po državah in sektorjih. Vztrajna razpršenost rasti odraža gospodarstvo dveh hitrosti z razmeroma umirjeno rastjo v predelovalnih dejavnostih, ki so jo delno povzročili šibkejše svetovno povpraševanje in zaostreni pogoji financiranja v euroobmočju, ter z razmeroma močno rastjo v storitvenih dejavnostih, ki jo je podpiralo ponovno odpiranje gospodarstva. Najnovejši anketni podatki kažejo, da bi se lahko razpršenost v bližnji prihodnosti zmanjšala: medtem ko spodbuda zaradi ponovnega odpiranja gospodarstva slabí, se po sektorjih krepi širjenje drugih sil.

Na začetku leta 2023 je bila razpršenost rasti po državah v euroobmočju še vedno razmeroma velika, razpršenost rasti po sektorjih pa je bila na ravni pred pandemijo. Da bi se upoštevala gospodarska velikost držav in sektorjev, se razpršenost rasti meri na podlagi tehtanega standardnega odklona medletne rasti (realne bruto) dodane vrednosti v vseh državah (brez Irske) in sektorjih euroobmočja.³⁰ Obe merili sta po izbruhu COVID-19 dosegli ravni brez primere, vendar sta se leta 2022 močno zmanjšali, čeprav ne z enako hitrostjo (graf A, slika a). V prvem četrletju 2023 je bila razpršenost rasti po državah še vedno večja kot pred pandemijo, medtem ko se je razpršenost rasti po sektorjih vrnila na raven pred pandemijo. Videti je, da je večja razpršenost rasti po državah povezana z nadaljnjo večjo razpršenostjo rasti pri storitvah z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov, ki se je zmanjšala z najvišje ravni, zabeležene med pandemijo, vendar je ostala na rekordno visoki ravni (graf A, slika b).³¹ Nasprotno se je razpršenost rasti v predelovalnih dejavnostih po državah ponovno vrnila na raven pred pandemijo.

³⁰ Glej tudi okvir z naslovom »Economic growth in the euro area is broadening«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2017.

³¹ »Storitve z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov« so trgovina na debelo in drobno ter promet, nastanitvene in gostinske dejavnosti (v skladu s klasifikacijo NACE Rev. 2).

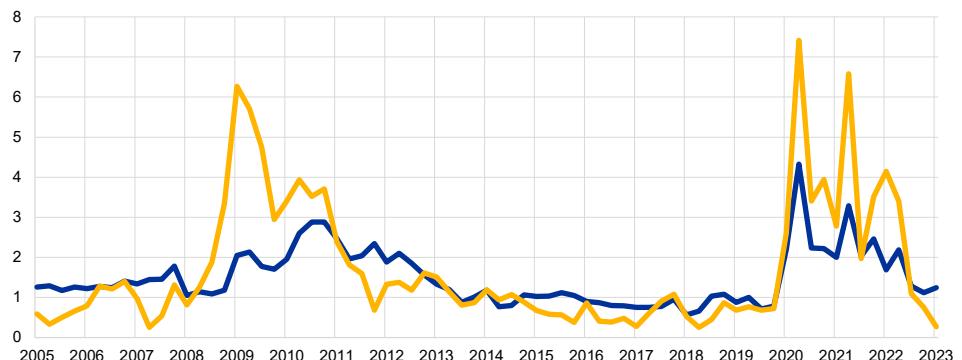
Graf A

Razpršenost rasti dodane vrednosti

(a) Razpršenost rasti dodane vrednosti po državah in sektorjih v euroobmočju

(v odstotnih točkah)

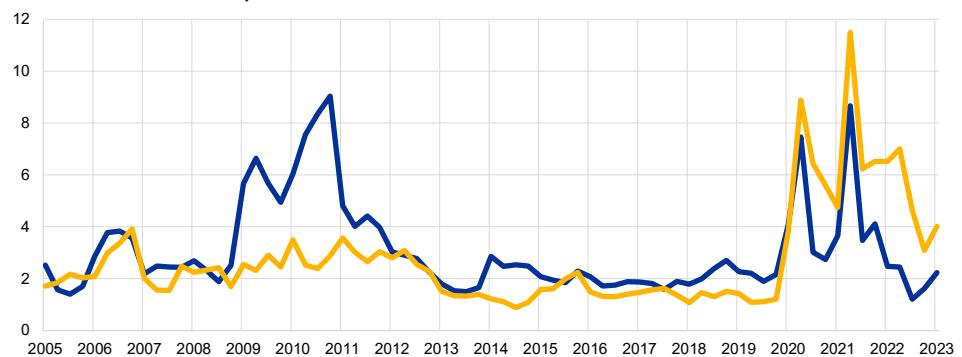
- države
- sektorji



(b) Razpršenost rasti dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov po državah v euroobmočju

(v odstotnih točkah)

- predelovalne dejavnosti
- storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Razpršenost rasti po državah se meri kot tehtani standardni odklon medletne rasti dodane vrednosti v državah euroobmočja brez Irske. Razpršenost rasti po sektorjih se meri kot tehtani standardni odklon medletne rasti dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih, gradbeništvu, storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov in kombinaciji drugih sektorjev. Razpršenost rasti po državah v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov se meri kot tehtani standardni odklon medletne rasti dodane vrednosti po posameznih sektorjih v državah euroobmočja brez Irske. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2023.

V prvem četrtletju 2023 je bila gospodarska rast še vedno višja v državah, kjer so storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov pomembnejše za gospodarstvo v celoti. Leta 2022 je aktivnost v storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov rasla hitreje v državah, kjer te storitve obsegajo večji delež gospodarstva (graf B, slika a). To delno ustrezza dinamiki rasti po izbruhu pandemije, ko so te države doživele razmeroma močan gospodarski upad na področju storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov. Razmeroma močna rast storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov v državah, kjer so te storitve pomembnejše, se je nadaljevala tudi v prvem četrtletju 2023, pri čemer je raven storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov v teh državah relativno bolj presegla raven pred pandemijo kot v državah, kjer so takšne storitve manj pomembne. Iz tega je razvidno, da so države z večjo odvisnostjo od storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov še naprej bolj izkoriščale prednosti zagona v tem sektorju, kar je povzročilo tudi relativno višjo rast dodane vrednosti na splošno

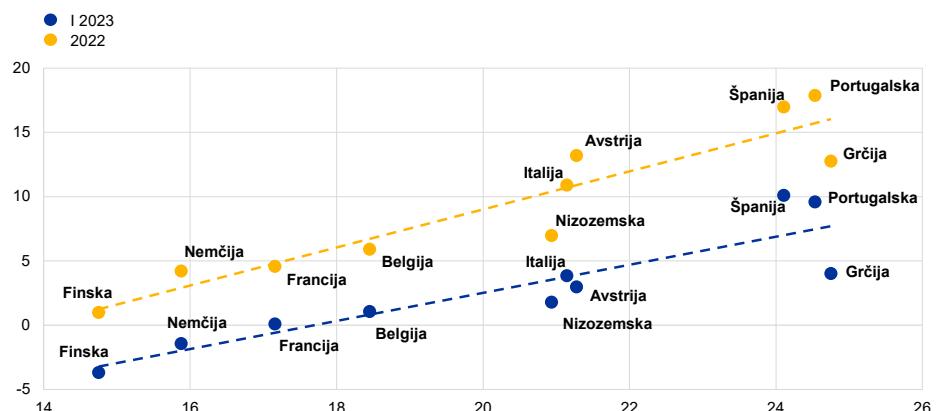
(graf B, slika b). Nasprotno so države, ki so bolj odvisne od predelovalnih dejavnosti, v prvem četrtletju 2023 večinoma beležile nižjo rast skupne dodane vrednosti, kar kaže nekoliko šibkejšo rast predelovalnih dejavnosti v primerjavi s storitvami z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov. Rast predelovalnih dejavnosti pa je bila v državah euroobmočja veliko bolj enakomerno porazdeljena, kar kaže, da so trenutni gonilni dejavniki predelovalnih dejavnosti v državah euroobmočja prisotni bolj enakomerno kot gonilni dejavniki storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov.

Graf B

Razmerje med velikostjo storitvenih dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov ter rastjo storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in skupno dodano vrednostjo v državah euroobmočja

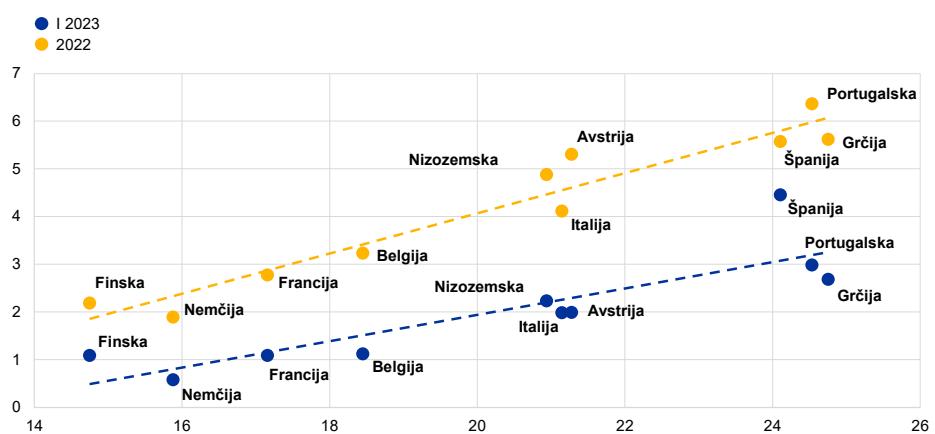
(a) Velikost storitvenih dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in rast dodane vrednosti storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov

(vodoravna os: povprečni delež dodane vrednosti storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov v skupni dodani vrednosti leta 2022, navpična os: medletna rast dodane vrednosti storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov)



(b) Velikost storitvenih dejavnosti z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov in skupna rast dodane vrednosti

(vodoravna os: povprečni delež dodane vrednosti storitev z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov v skupni dodani vrednosti leta 2022, navpična os: medletna rast skupne dodane vrednosti)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Diagrama prikazuje deset največjih držav v euroobmočju (brez Irske), ki jih je treba kontrolirati, ker so njihovi rezultati pomembni za celotno euroobmočje, v skladu z izračunom razpršenosti rasti dodane vrednosti (graf A). Linearni trendi so prikazani s črtnimi črtami. Medletne stopnje rasti za leto 2022 se nanašajo na letno povprečje medčetrletnih stopenj rasti v letu 2022.

Empirični model kaže, da nepričakovane spremembe v omejitvah mobilnosti razmeroma bolj vplivajo na storitve z veliko medsebojnimi fizičnimi stikov kot na

predelovalne dejavnosti. Ocenjeni Bayesov model vektorske avtoregresije kvantificira vpliv ponovnega odpiranja gospodarstva na rast dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov na podlagi podatkov za euroobmočje od prvega četrtletja 1999 do prvega četrtletja 2023. Model uporablja sestavljeni Googllov indeks mobilnosti (GMI), s katerim se meri vpliv zapiranja zaradi pandemije in poznejšega ponovnega odpiranja gospodarstva prek prostovoljnih in neprostovoljnih sprememb v mobilnosti ljudi. Model poleg tega indeksa vključuje tudi indeks pritiskov na globalne dobavne verige ameriške centralne banke (kazalnik zunanjega povpraševanja v euroobmočju), cene energije, dodano vrednost v predelovalnih dejavnostih, storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov ter kombinacijo drugih sektorjev, deflator zasebne potrošnje, obrestno mero in devizni tečaj. Model identificira pandemične omejitve in poznejše šoke ob ponovnem odpiranju gospodarstva (tj. pandemične šoke) s predpostavko, da nepričakovana spremembra v indeksu GMI takoj vpliva na predelovalne dejavnosti in storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov.³² Rezultati kažejo, da nepričakovano znižanje indeksa GMI (tj. omejevalni šok zaradi pandemije) povzroči precejšnje zmanjšanje aktivnosti v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov, pri čemer je zmanjšanje v slednjih večje. Nepričakovano povečanje indeksa GMI (tj. šok ob ponovnem odpiranju gospodarstva) simetrično povzroči večje povečanje v storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov kot v predelovalnih dejavnostih (graf C, slika a).

³² To se doseže z razčlenitvijo po Choleskyju, pri kateri se GMI umesti za globalne spremenljivke in pred specifične spremenljivke za euroobmočje. Model vključuje štiri odloge pri vsaki spremenljivki, vse spremenljivke so v logaritmih (razen indeksa GMI in obrestnih mer), kontrolira pa tudi za izjemno visoko volatilnost podatkov od prvega četrtletja 2020 do tretjega četrtletja 2020. Glej Lenza, M., in Primiceri, G., »[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)«, *Journal of Applied Econometrics*, zvezek 37, številka 4, junij/julij 2022, str. 688–699. Kar zadeva indeks pritiskov na globalne dobavne verige, glej Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J., in Noble, A., »[A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)«, *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, januar 2022. Indeks je na voljo za obdobje od januarja 2020 do oktobra 2022. Za druga obdobja v vzorcu se domneva, da je enak nič, kar zlasti pomeni, da po oktobru 2022 ni omejitev mobilnosti.

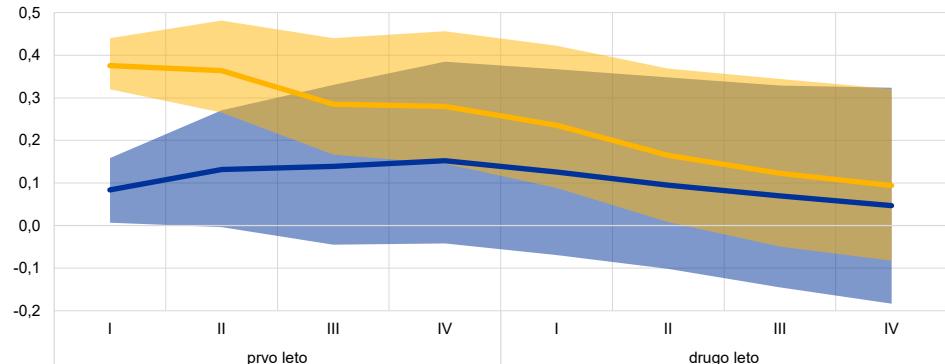
Graf C

Dodana vrednost v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov

(a) Vpliv nepričakovanega povečanja sestavljenega indeksa GMI na predelovalne dejavnosti in storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov

(v odstotkih)

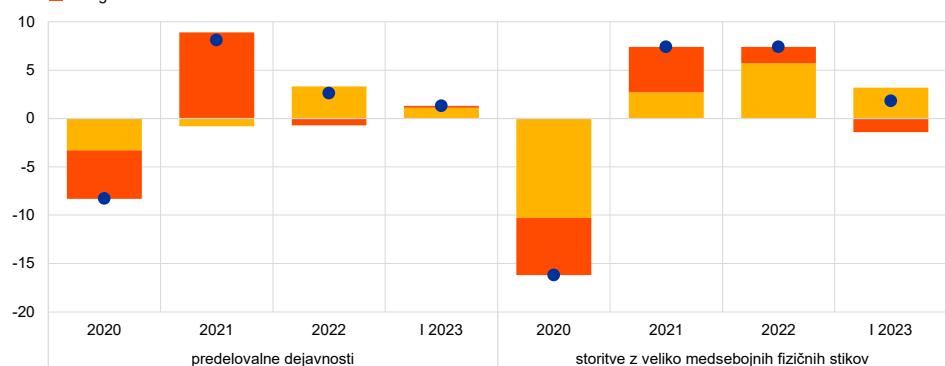
— predelovalne dejavnosti
— storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov



(b) Ocenjeni gonilni dejavniki rasti dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)

● skupaj
■ šok zaradi pandemije
■ drugi šoki



Viri: Eurostat, Google, Federal Reserve Bank of New York in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Rezultati temelijo na Bayesovem modelu vektorske avtoregresije za euroobmočje. Šoki zaradi pandemije so bili določeni z razčlenitvijo po Choleskyju ob predpostavki, da nepričakovana sprememba v sestavljenem indeksu GMI takoj vpliva na predelovalne dejavnosti in storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov. Na sliki (a) so prikazani učinki nepričakovanega povečanja indeksa GMI (tj. šok zaradi ponovnem odpiranju gospodarstva). S tem so simetrični učinki nepričakovanega zmanjšanja indeksa GMI (tj. šok zaradi pandemičnih omejitv). Osenčena območja na sliki (a) se nanašajo na območja 90-odstotnega zaupanja. Na sliki (b) ni prikazan prispevek konstantne (tj. trendne) rasti. Poleg tega se medletne stopnje rasti za leta 2020, 2021 in 2022 nanašajo na letno povprečje medčetrtletnih stopenj rasti. Vse stopnje rasti so izračunane z logaritmi.

Učinki ponovnega odpiranja gospodarstva so bili v prvem četrtletju 2023 še vedno pomemben dejavnik razlike v rasti med predelovalnimi dejavnostmi in storitvami z veliko medsebojnih fizičnih stikov, vendar so v primerjavi z letom 2022 na splošno oslabeli. Razčlenitev rasti dodane vrednosti v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov na podlagi modela kaže, da so imele medsektorske razlike v šoku zaradi pandemije veliko vlogo pri razlikah v uspešnosti sektorjev po letu 2020, pri čemer sta zapiranje in poznejše ponovno odpiranje gospodarstva močneje vplivala na storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov (graf C, slika b). Na začetku leta 2023 so bili učinki ponovnega odpiranja gospodarstva še vedno prisotni, čeprav z manjšimi spodbudami kot leta 2022 tako v

predelovalnih dejavnostih kot tudi v storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov. Hkrati so se v storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov začeli širiti drugi šoki, ki manj vplivajo na rast predelovalnih dejavnosti. Slednje je skladno z manjšimi omejitvami na strani ponudbe, vendar je možno, da so jih izničili manjše svetovno in domače povpraševanje ter zaostreni pogoji financiranja v euroobmočju.³³

V letu 2023 naj bi se učinki ponovnega odpiranja gospodarstva še naprej zmanjševali, v ospredju pa naj bi bili drugi dejavniki. Zaradi postopnega zmanjševanja učinkov ponovnega odpiranja in širjenja drugih dejavnikov v celotnem gospodarstvu, kot so zaostreni pogoji financiranja, se bo v bližnji prihodnosti zagon v predelovalnih dejavnostih in storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov verjetno še naprej zmanjševal, kar bo povzročilo zmanjšanje razpršenosti rasti po sektorjih. Zaradi vse manjše spodbude za rast storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov bi se morala zmanjšati tudi razpršenost rasti dodane vrednosti storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov in celotne gospodarske aktivnosti po državah. Na splošno zmanjšanje razpršenosti rasti po sektorjih in državah kaže slabše kratkoročne obete za gospodarsko aktivnost, ki so razvidni iz septembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB za euroobmočje.

³³ Nasprotno je mogoče z drugimi šoki pojasniti izrazitejšo odpornost in hitrejše okrevanje predelovalnih dejavnosti po izbruhu pandemije, kar je v skladu z zgodnjim in močnim okrevanjem svetovnega povpraševanja po industrijskih proizvodih. To se zaradi motenj v dobavnih verigah in pozneje zaradi vpliva energetske krize ni v celoti odrazilo v predelovalnih dejavnostih. Čeprav je premik svetovnega povpraševanja od storitev k proizvodom povezan s pandemijo, ga šoki zaradi pandemije sami po sebi ne zajemajo, saj ti šoki merijo nepričakovane spremembe v mobilnosti ljudi in ne zajemajo nujno nepričakovanih sprememb v njihovih potrošniških preferencah. Šibkejši odziv predelovalnih dejavnosti v primerjavi s storitvami z veliko medsebojnih fizičnih stikov zaradi nepričakovane spremembe v mobilnosti je lahko do neke mere povezan s prerazporeditvijo potrošnje ljudi s storitev na proizvode, kar delno pojasnjuje šibkejši vpliv šoka zaradi mobilnosti na dodano vrednost predelovalnih dejavnosti v primerjavi z dodano vrednostjo storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov.

3

Delovna sila v euroobmočju: novejša gibanja in dejavniki

Pripravili Agostino Consolo, António Dias da Silva, Catalina Martínez Hernández in Marco Weißler

Eno od opaznejših novejših gibanj na trgu dela v euroobmočju je velika rast obsega delovne sile. V zadnjem letu in pol je tako glavni vir zaposlenosti velik pritok oseb, ki so se pridružile delovni sili, ne pa izrazit upad števila brezposelnih. V tem okvirju na podlagi podatkov Eurostata in ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev obravnavamo novejša gibanja delovne sile v euroobmočju. Analiziramo tudi dejavnike, ki vplivajo na delovno silo v euroobmočju, pri čemer z Bayesovo vektorsko avtoregresijo z mešano pogostostjo (MF-BVAR) razločimo dejavnike, ki pospešujejo in zavirajo dinamiko delovne sile.³⁴

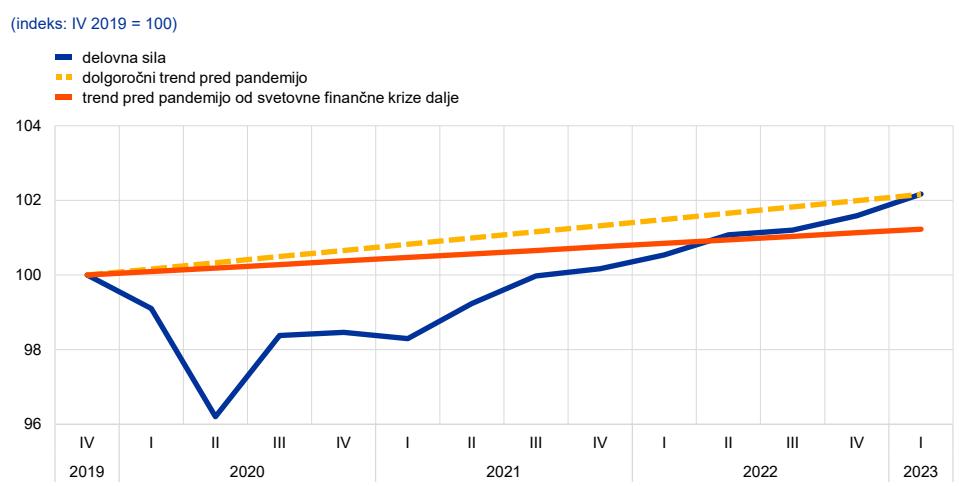
Obseg delovne sile je zdaj večji od ravni pred pandemijo, ta raven pa je bila dosežena ob koncu leta 2022. V zadnjem času je zlasti zaradi prispevka tujih delavcev obseg delovne sile znova dosegel dolgoročni trend pred pandemijo (graf A).³⁵ Razlika med kratkoročnimi in dolgoročnimi trendi pred pandemijo odslikava spremembo rasti prebivalstva, ki se je od leta 2008 izrazito upočasnila. Junija 2023 je bilo število aktivnih prebivalcev, kot je razvidno iz mesečnih podatkov o brezposelnosti, za okrog 3,8 milijona večje kot v januarju 2020. Podrobni četrtnetki podatki iz ankete EU o delovni sili kažejo, da so imeli delavci migranti, zlasti iz držav zunaj EU, pomembno vlogo pri dinamiki delovne sile med pandemijo COVID-19. V prvi fazi pandemije, tj. od zadnjega četrtnetja 2019 do zadnjega četrtnetja 2020, se je obseg tuje delovne sile zmanjšal razmeroma bolj (za 2,0%) kot obseg skupne delovne sile (za 1,2%). Nasprotno so od prvega četrtnetja 2021 do prvega četrtnetja 2023 tuji delavci prispevali 41% skupnega povečanja obsega delovne sile, pri čemer se je njihov delež v omenjenem obdobju povečal z 10,3% na 11,4%.

³⁴ Poleg analize gibanja delovne sile je treba v izčrpni analizi posledic rasti zaposlenosti za presežno povpraševanje po delovni sili in rast plač upoštevati sektorske razsežnosti trga dela ter prispevek povprečnega števila opravljenih delovnih ur (stopnja intenzivnosti). Glej na primer »[More jobs but fewer working hours](#)«, ECB Blog, 7. junij 2023, o razlikah med zaposlenostjo in skupnim številom opravljenih delovnih ur ter o pomembni vlogi povprečnega števila opravljenih delovnih ur med pandemijo in energetsko krizo. Glej tudi »[Vloga zaposlenosti v javnem sektorju med krizo zaradi COVID-19](#)«, Ekonomski bilten, številka 6, ECB, 2022.

³⁵ Obseg delovne sile v euroobmočju se je v različnih socialno-demografskih skupinah povečal različno. Stopnja aktivnosti nizko kvalificiranih delavcev na višku delovnih moči se je denimo od začetka pandemije povečala manj (glej graf 9 v članku z naslovom »[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)«, Ekonomski bilten, številka 8, ECB, 2020).

Graf A

Delovna sila v euroobmočju in linearni trendi pred pandemijo



Vir: Eurostat, podatkovna zbirka modela ECB za celotno euroobmočje in izračuni avtorjev.

Opombe: Dolgoročni trend pred pandemijo zajema obdobje 1995–2019, trend pred pandemijo od svetovne finančne krize dalje pa obdobje 2009–2019. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023.

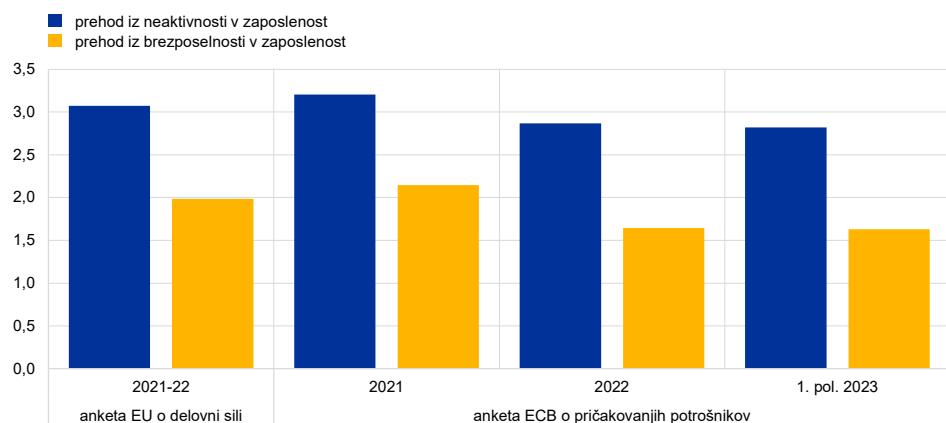
V zadnjih letih se povečuje delež novo zaposlenih v euroobmočju, ki so bili prej neaktivni. Prehod iz neaktivnosti v zaposlenost je bil glavni dejavnik rasti zaposlenosti. Po podatkih iz ankete o pričakovanjih gospodinjstev je prehod iz brezposelnosti v zaposlenost predstavljal 1,6%, prehod iz neaktivnosti v zaposlenost pa 2,8% skupne zaposlenosti (graf B). To pomeni, da je bilo v prvi polovici leta 2023 le okrog 37% novo zaposlenih v prejšnjem četrtletju brezposelnih. To je skladno s podatki Eurostata, iz katerih je razvidno, da je v letu 2022 prehod iz neaktivnosti v zaposlenost predstavljal 60% novo zaposlenih, kar je v nasprotju z obdobjem 2011–2019, ko je iz brezposelnosti v zaposlenost prešlo 51% novo zaposlenih.³⁶

³⁶ Ob upoštevanju sestave prehodov na trgu dela po državah na podlagi ankete o delovni sili se je število prehodov iz neaktivnosti v zaposlenost povečalo z 49% v obdobju 2011–2019 na 55% v obdobju 2021–2022. Povečanje števila prehodov iz neaktivnosti v zaposlenost glede na prehode iz brezposelnosti v zaposlenost bi bilo lahko tudi posledica nižje stopnje brezposelnosti v zadnjem obdobju. V obdobju 2011–2019 je povprečna stopnja brezposelnosti znašala 10,2%, v primerjavi s 7,3% v obdobju 2021–2022.

Graf B

Prehod v zaposlenost

(delež kot odstotek zaposlenosti)



Vira: anketa EU o delovni sili in anketa ECB o pričakovanjih gospodinjstev.

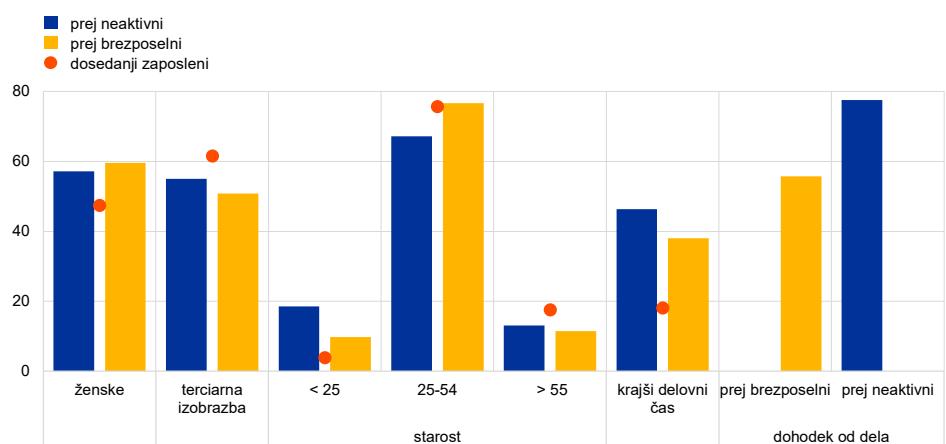
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2023.

Po podatkih iz ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev se značilnosti novo zaposlenih in dosedanjih zaposlenih razlikujejo, tudi glede njihovega dohodka od dela. Novo zaposleni so v povprečju mlajši in imajo nižjo stopnjo izobrazbe kot dosedanji zaposleni (zaposleni delavci pred novimi prehodi). Verjetneje je tudi, da so ženske, da delajo s krajšim delovnim časom in da imajo nižji dohodek od dela. Tisti, ki so v zaposlenost prešli iz brezposelnosti, zaslužijo okrog 55% dohodka od dela dosedanjih zaposlenih, medtem ko je povprečni dohodek od dela tistih, ki so v zaposlenost prešli neposredno iz neaktivnosti, enak približno 80% dohodka od dela dosedanjih zaposlenih. Ugotovljene razlike v dohodku od dela je mogoče le delno pojasniti z značilnostmi posameznikov in delovnih mest. Vendar pa so učinki sestave na skupno rast plač, ki izhajajo iz razlik v dohodku od dela med novo zaposlenimi, ki so bili prej neaktivni, in novo zaposlenimi, ki so bili prej brezposelni, verjetno majhni.

Graf C

Značilnosti novo zaposlenih

(delež kot odstotek zaposlenosti, odstotki)



Vir: anketa ECB o pričakovanjih gospodinjstev.

Opombe: Stolpci na desni strani prikazujejo dohodek od dela novo zaposlenih glede na dohodek od dela dosedanjih zaposlenih.
Zadnji podatki se nanašajo na april 2023.

Višja aktivnost prej neaktivnih delavcev bi lahko ublažila presežno povpraševanje po delovni sili.

Glede na različne dejavnike rasti obsega delovne sile bi lahko prispevala tudi k umirivti rasti plač. Če k spremembam deleža oseb, ki se pridružijo delovni sili, prispeva pozitiven šok na strani povpraševanja (npr. večje povpraševanje po visoko kvalificiranih delavcih), bi se morali pojavit tudi pritiski na zvišanje plač dosedanjih zaposlenih, če pa k omenjenim spremembam prispeva pozitiven šok na strani ponudbe (npr. pritok migrantov), bi lahko osebe, ki se na novo pridružijo delovni sili, prispevale k omejevanju zahtev dosedanjih zaposlenih po plačah.

Ključne dejavnike delovne sile in njihov relativni pomen v ciklu kvantificiramo z ocenjenim modelom.³⁷ S tem modelom skušamo opredeliti učinke temeljnih sil, ki izhajajo iz tehnologije in pogojev agregatnega povpraševanja, ter drugih dejavnikov, kot so demografske razmere, prizadevanja za iskanje zaposlitve ali število opravljenih delovnih ur (ponudba delovne sile), neusklenost med povpraševanjem po delovni sili in ponudbo delovne sile ter pogajalska moč delavcev, ki na primer odraža prilagoditve minimalnih plač.

Model kaže, da so od pandemije ključni dejavniki pogoji agregatnega povpraševanja in ponudbe. Vsak stolpec v grafu D ponazarja posamezni prispevek struktturnih šokov v odklonu od determinističnih komponent, ocenjenih v obdobju od prvega četrletja 1998 do prvega četrletja 2023. Pogoji agregatne ponudbe (modri del stolpcev) in pogoji agregatnega povpraševanja (rumeni del stolpcev) so prispevali glavnino zmanjšanja obsega delovne sile med pandemijo in povečanja med okrevanjem po pandemiji. Ti dejavniki predstavljajo tehnološke spremembe, pandemične omejitve gibanja, spremembe agregatnega povpraševanja in asimetrične sektorske spremembe.

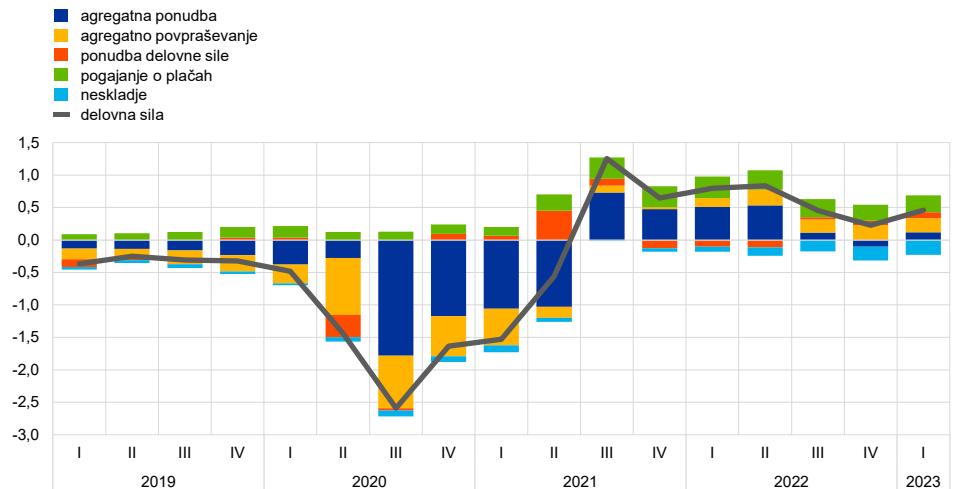
Poleg tega je zaradi šokov na trgu dela rast delovne sile dobila dodaten zagon. Povečanje pogajalske moči delavcev (zeleni del stolpcev) je verjetno povezano s (i) splošnim zvišanjem minimalnih plač, ki je prispevalo k spodbujanju odrinjenih delavcev, da se vrnejo na trg dela, (ii) upadom priseljevanja v letih pandemije COVID-19 in (iii) vse večjim pomanjkanjem delavcev. Boljša ponudba delovne sile (rdeči del stolpcev) je po drugi strani verjetno povezana z novejšim povečanjem tokov priseljevanja. Kljub temu neskladje med povpraševanjem po kvalifikacijah, specifičnih za posamezne sektorje, in ponudbo teh kvalifikacij še naprej zavira dinamiko delovne sile, kar se kaže v vse večjem negativnem prispevku šoka zaradi neskladja (turkizni del stolpcev).

³⁷ Na podlagi Consolo, A., Foroni, C., in Martínez Hernández, C., »A Mixed Frequency BVAR for the Euro Area Labour Market«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 85, št. 5, oktober 2023, str. 1048–1082. Empirični model je avtoregresija MF-BVAR, ocenjena z uporabo podatkov o inflaciji, industrijski proizvodnji, plačah, brezposelnosti, prostih delovnih mestih in delovni sili. Omenjeni model je empirična predstavitev modela splošnega ravnovesja, v katerem dinamiko delovne sile določajo skupni šoki in šoki na trgu dela.

Graf D

Modelske determinante delovne sile

(v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni avtorjev.

Opombe: Več informacij o modelu je v opombi 4. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2023.

Če sklenemo: veliko povečanje obsega delovne sile ima pomembne posledice za razumevanje dinamike trga dela in cikličnega položaja. Prvič, ker je poleg brezposelnih več ljudi, ki so pripravljeni delati, je treba pri cikličnem merilu neizkoriščenega potenciala na trgu dela upoštevati vse večji delež prehodov iz neaktivnosti v zaposlenost. Drugič, ob vseh drugih nespremenjenih dejavnikih bo povečanje ponudbe delovne sile verjetno vplivalo na zmanjšanje plačnih pritiskov.

4

Kaj je po mnenju potrošnikov glavno gonilo nedavne inflacije?

Pripravili Dimitris Georgarakos, Omiros Kouvavas, Aidan Meyler in Pedro Neves

Mnenje potrošnikov o tem, kateri dejavniki prispevajo k inflaciji, lahko pomembno vpliva na njihovo ekonomsko vedenje in inflacijska pričakovanja.

Na splošno mnenja posameznikov, ki temeljijo na prevladujočih zgodbah, vplivajo tako na dejanja kot na pričakovanja.³⁸ Ena od takšnih zgodb, ki lahko vpliva na ekonomsko vedenje, je mnenje o virih inflacije. Vprašanje, kaj so glavni razlogi za zviševanje cen, je v zadnjem času postalo bolj pereče.³⁹ To je pomembno, ker lahko vpliva na pričakovanja potrošnikov o inflaciji v prihodnje in na njihovo dejansko vedenje.⁴⁰ Zato je bilo junija 2023 v anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov vprašanje, kaj je bil po mnenju potrošnikov v zadnjih 12 mesecih glavni dejavnik, ki je prispeval k spremembam splošne ravni cen proizvodov in storitev v njihovi državi.⁴¹ Na voljo so bili trije možni odgovori, ki odražajo tri glavne računovodske dejavnike, ki lahko na strani podjetij vplivajo na določanje cen (dobički, plače in drugi vhodni stroški).⁴²

Večina potrošnikov meni, da so na spremembe cen vplivali predvsem dejavniki vhodnih cen, na drugem mestu so bili dobički podjetij in na tretjem plače. Na grafu A na sliki a) je prikazana porazdelitev odgovorov. Druge (neplačne) vhodne stroške, ki vključujejo energente in proizvode za vmesno porabo, je izbrala očitna večina anketirancev (okrog 65%). Dobički podjetij so bili kot pojasmilo inflacije na drugem mestu, pri čemer je to možnost izbralo okrog 25% anketirancev, plače pa so

³⁸ Za več informacij o tem, kako zgodbе vplivajo na dogodke in vedenje, glej na primer Shiller, R.J., *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019.

³⁹ Glej Lagarde, C., »Breaking the persistence of inflation«, govor na forumu ECB o centralnem bančništvu 2023, katerega tema je bila »Makroekonomska stabilizacija v okolju volatilne inflacije«, v Sintri, Portugalska, 27. junij 2023; Bernanke, B. in Blanchard, C., »What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?«, referat, pripravljen za konferenco »The Fed: Lessons learned from the past three years« v Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy v okviru Hutchins Institution, 23. maj. 2023; Hansen, N.-J., Toscani, F. in Zhou, J., »Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains«, blog MDS, Mednarodni denarni sklad, 26. junij 2023.

⁴⁰ Če potrošniki na primer menijo, da inflacijo povzročajo višji vhodni stroški (npr. cene energentov in surovin), je njihovo mnenje o inflaciji najverjetneje bolj prehodno. Zaradi tega bi se inflacijska pričakovanja lahko hitreje približala ciljni ravni. Če po drugi strani menijo, da k inflaciji največ prispevajo plače ali dobički, to lahko nakazuje bolj vztrajna in odsidrana prihodnja inflacijska pričakovanja. Kadar poleg tega potrošniki ocenjujejo, da so visoke cene posledica vhodnih stroškov podjetij, je možno, da so bolj pripravljeni plačati višje cene, kot če mislijo, da so glavno gonilo dobički podjetij.

⁴¹ Vprašanje je bilo: »Kaj je po vašem mnenju glavni dejavnik, ki je med zadnjimi 12 meseci prispeval k spremembam splošne ravni cen proizvodov in storitev v vaši državi«. Možni odgovori so bili: »1. Glavni dejavnik so dobički podjetij«, »2. Glavni dejavnik so plačni stroški podjetij«, »3. Glavni dejavnik so drugi vhodni stroški podjetij (npr. energente, surovine ali drugi stroški poslovanja)«. Vzorec je bilo vključenih šest največjih gospodarstev euroobmočja (Belgija, Nemčija, Španija, Francija, Italija in Nizozemska), obseg pa 10.308 odgovorov iz vseh šestih držav (Belgija: 845, Nemčija: 1797, Španija: 2268, Francija: 2264, Italija: 2267, Nizozemska: 867).

⁴² Zaradi vrstnega reda, zaradi katerega bi anketiranci lahko pogosteje izbrali prvi ali zadnji možni odgovor, je bil vrstni red možnih odgovorov slučajen pri vseh več kot 10.000 anketirancih. Čeprav je imel vrstni red možnih odgovorov statistično značilen vpliv na odgovore, je bil ekonomsko majhen in ni imel znatnega vpliva na agregatne povprečne vrednosti ali rangiranje treh možnih odgovorov.

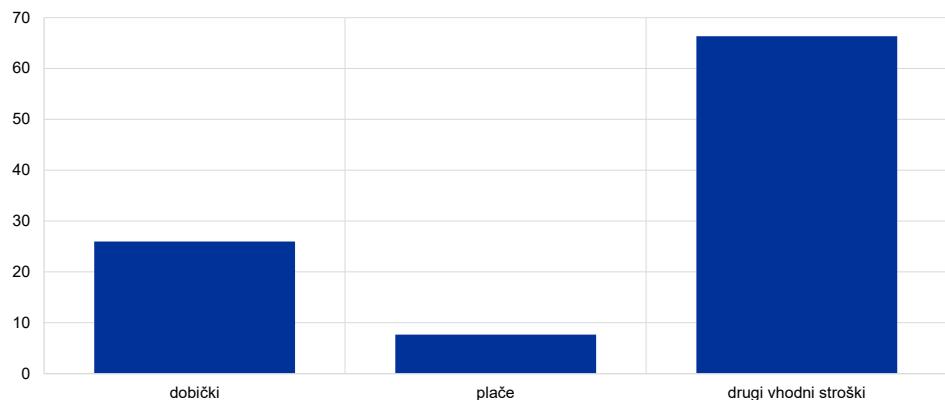
bile z 8% na tretjem mestu. Relativni rang možnih odgovorov je bil dosleden po vseh državah in vseh možnih demografskih razčlenitvah.⁴³

Graf A

Ocenjena glavna gonila inflacije

a) skupaj

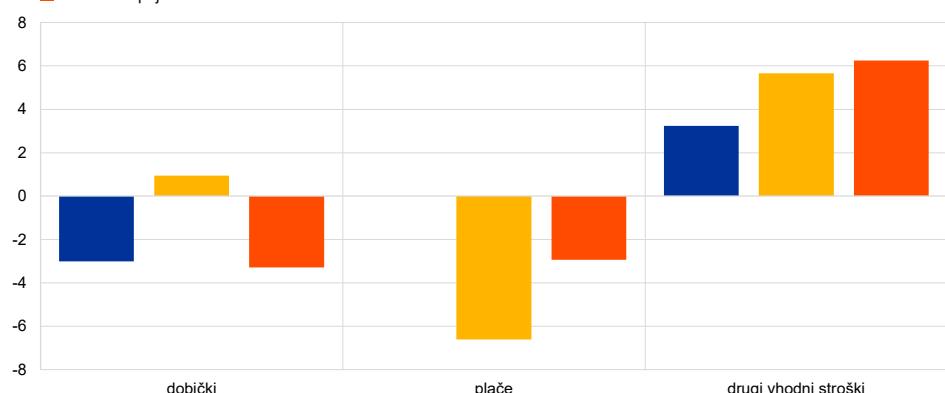
(odstotek potrošnikov)



b) razčlenitev po izbranih skupinah anketirancev

(odstotne točke, razlike v deležu odgovorov)

- določevalci cen
- visoka finančna pismenost
- visoke stopnje izobrazbe



Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov).

Opombe: Slika a: tehtane ocene. Delež anketirancev, ki so izbrali vsakega od možnih odgovorov. Slika b: tehtane ocene. Razlike v deležu vsakega možnega odgovora po skupini. Visoka finančna pismenost v primerjavi z nevisoko finančno pismenostjo (tj. vrednosti pod 4 na lestvici od 1–5). Za visoko izobrazbo se šteje diploma ali višje, odgovori so v primerjavi z vsemi ostalimi. Določevalci cen so podsklop anketirancev, ki so navedli, da imajo posebne vodstvene odgovornosti, predvsem za določanje cen in za zadeve v zvezi s pogodbami.

Poznavanje strategij določanja cen v podjetjih ter višja raven finančne pismenosti in izobrazbe so povezani s tem, da so drugi vhodni stroški pogosteje označeni kot glavno gonilo. Na grafu A na sliki b) je prikazano, kako se rezultati spreminjajo ob določenih značilnostih anketirancev. Anketiranci na vodstvenih položajih, ki so izrecno odgovorni za določanje cen in za zadeve v zvezi s pogodbami (kar pomeni, da poznajo strategije določanja cen), navadno pogosteje

⁴³ Relativni rang možnih odgovorov je nespremenjen pri vsaki možni razčlenitvi. Medtem ko obstajajo razlike v vrednostih po demografskih skupinah, se zaradi njih rang ne spremeni.

kot drugi odgovorijo, da so bili glavni razlog drugi vhodni stroški.⁴⁴ Slika je podobna pri anketirancih z visoko ravnijo finančne pismenosti ali izobrazbe.

Čeprav so bile plače na tretjem mestu (tj. najnižje) v vseh državah, obstaja korelacija med mnenji v posamezni državi in gibanjem plač v tej državi. Plače so bile sicer na najnižjem mestu v vseh državah, vendar obstajajo razlike med državami. Plače je kot glavni dejavnik izbralo manj kot 6% anketirancev iz Španije in Italije, medtem ko se je za plače odločilo več kot 10% anketirancev v Belgiji in na Nizozemskem. Na grafu B na sliki a) so prikazani odgovori po državah skupaj z dejanskimi podatki o rasti dogovorjenih plač. V Belgiji in na Nizozemskem, kjer je odstotek rasti dejanskih plač višji, je tudi više število anketirancev izbralo plače kot glavno gonilo inflacije.

Bolj verjetno je, da anketiranci, ki so odgovorni za določanje plač, izberejo plače kot glavni dejavnik. Na grafu B na sliki b) so plače kot možni odgovor rangirane po skupinah. Dejansko je bolj verjetno, da to možnost izberejo tisti, ki imajo aktivno vlogo pri določanju plač. To bi lahko odražalo večjo ozaveščenost o pomenu plač v stroškovni strukturi podjetij v primerjavi s potrošniki, ki so pozorni le na svoje osebne prihodke. Tako je bolj verjetno, da izberejo plače kot glavno gonilo vodstveni delavci, ki so odgovorni za določanje plač, in anketiranci, ki so razvrščeni kot samozaposleni z zaposlenimi. Nasprotno pa zaposleni in samozaposleni brez zaposlenih navadno manj pogosto navedejo plače kot glavno gonilo.

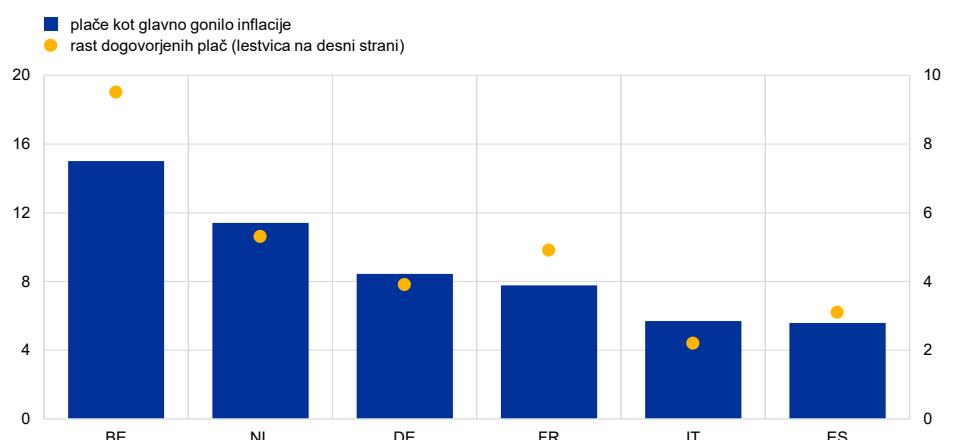
⁴⁴ Anketiranci z vodstvenimi odgovornostmi (za določanje bodisi cen bodisi plač) predstavljajo okrog 14,5% usklajenega vzorca. Podrobnejše gledano anketiranci na vodstvenih položajih, ki so odgovorni za zadeve v zvezi s pogodbami in za določanje cen, predstavljajo 11,7% (N=1065) celotnega usklajenega vzorca, medtem ko anketiranci, ki so odgovorni za določanje plač, predstavljajo 6,4% (N=582) usklajenega vzorca.

Graf B

Plače, ocenjene kot glavno gonilo inflacije

a) razčlenitev po državah

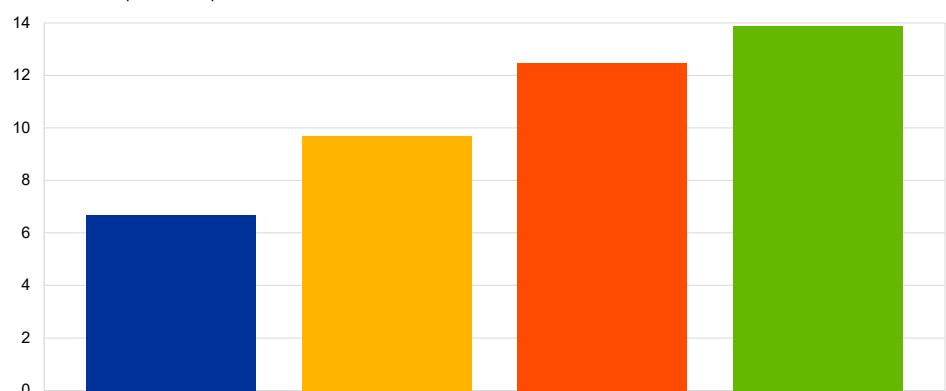
(odstotek anketirancev, medletne spremembe v odstotkih)



b) razčlenitev po izbranih skupinah anketirancev

(odstotek anketirancev)

- samozaposleni brez zaposlenih
- zaposleni
- vodstveni delavci, ki določajo plače
- samozaposleni z zaposlenimi



Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov).

Opombe: Slika a: tehtane ocene. Izraz »rast dogovorjenih plač« se nanaša na medletno stopnjo rasti dogovorjenih plač v prvem četrletju 2023, vključno z enkratnimi plačili. Slika b: tehtane ocene. Delež anketirancev v vsaki skupini, ki so izbrali plače kot glavno gonilo inflacije. Samozaposleni so razdeljeni na samozaposlene z zaposlenimi in brez njih. Vodstveni delavci, ki določajo plače, so podsklop anketirancev, ki izrecno navedejo, da so odgovorni za določanje plač.

Anketiranci, ki navedejo, da so glavno gonilo drugi vhodni stroški, pričakujejo, da bo inflacija manj vztrajna. Zanje so tako značilna nižja srednjeročna inflacijska pričakovanja in nižji prenos iz kratkoročnih pričakovanj v srednjeročna pričakovanja. V tabeli 1 je kvantificirana korelacija med odgovori in srednjeročnimi inflacijskimi pričakovanji (kontrolira se za izobrazbo, finančno pismenost, državo in časovno fiksne učinke).⁴⁵ Rezultati nakazujejo, da je pojasnilo vhodnih stroškov povezano z nižjo ravnijo srednjeročnih pričakovanj, ki v povprečju znašajo 0,46 odstotne točke, v primerjavi z osnovno skupino anketirancev, ki kot glavni dejavnik izberejo dobičke.

⁴⁵ Kontroliramo za nekatere druge spremenljivke, ki bi lahko vplivale na inflacijska pričakovanja, ker skušamo ugotoviti čisti učinek mnenja o tem, kaj poganja inflacijo, in ne možnih zavajajočih dejavnikov, kot je izobrazba ali finančna pismenost.

Kar zadeva prenos iz kratkoročnih pričakovanj v srednjeročna pričakovanja, pogojni učinek tega, da anketiranci odgovorijo »drugi vhodni stroški«, odraža stopnjo prenosa v višini 32% v primerjavi s stopnjo nepogojnega prenosa v višini 60%.⁴⁶ Obenem je pričakovana verjetnost, da bo ECB ohranila cenovno stabilnost, 3,5–3,6 odstotne točke višja pri anketirancih, ki odgovorijo »drugi vhodni stroški« v primerjavi z drugima dvema možnima odgovoroma. Ta pozitivna asociacija je močnejša kot asociacija z izobrazbo, finančno pismenostjo ali dohodkom.

Tabela A

Inflacijska pričakovanja in gonila inflacije

Model	Glavna gonila inflacije		Finančna pismenost		Stopnja izobrazbe		Inflacijska pričakovana čez eno leto	Interakcija s plačami čez eno leto	Interakcija z drugimi vhodnimi stroški čez eno leto	Kontrola za države	Časovno fiksni učinki
	Plače	Drugi vhodni stroški	Srednja	Visoka	Srednja	Visoka					
Odvisna spremenljivka:											
Inflacijska pričakovana čez tri leta	-0,2 -0,156	— 0,46** -0,09	-0,82*** -0,122	— 1,87** -0,112	-0,69** -0,134	— 1,13** -0,125					Da Da
Inflacijska pričakovana čez tri leta	0,45 -0,142	— 0,31** 0,086	-0,43** — -0,096	— 0,91** 0,088	-0,59* -0,106	— 0,89** -0,099	0,60** -0,005	0 -0,01	0,03** -0,006		Da Da
Verjetnost, da bo cilj dosežen čez tri leta		3,60** -0,42	1,51** -0,63	3,60** -0,58	-0,71 -0,69	1,27** -0,66					Da Da
Verjetnost, da bo cilj dosežen čez tri leta		3,48** -0,42	1,52** -0,68	3,33** -0,58	-0,78 -0,68	1,13** -0,65	-0,37** -0,02				Da Da

Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov).

Opombe: Tehtane ocene. V vzorcu je zajeta večina anketirancev, ki so odgovorili na vprašanje o gonilih inflaciji (okrog 9500), razen majhnega števila odgovorov, ki niso bili usklajeni. Kategorije so prikazane glede na osnovno kategorijo, ki je pri odgovorih »dobički ter pri finančni pismenosti in izobrazbi »nizka«. Finančna pismenost je opredeljena kot: nizka = vrednosti 1–2, srednja = 3, visoka = 4–5. Izobrazba je opredeljena kot: nizka = do nižje sekundarne izobrazbe, srednja = srednja šola do univerze, visoka = terciarna izobrazba.

* označuje stopnjo značilnosti 10%. ** označuje stopnjo značilnosti 5%. *** označuje stopnjo značilnosti 1%.

Izbira »drugih vhodnih stroškov« kot glavnega gonila inflacije korelira s tem, da potrošniki menijo, da bo ECB v treh letih lahko ohranila cenovno stabilnost. Mnenje, da so drugi vhodni stroški glavni dejavnik (in torej verjetnosti, da anketiranci gonila inflacije razumejo kot bolj prehodna), močno korelira z mnenjem potrošnikov, da bo ECB v treh letih lahko dosegla cenovno stabilnost.⁴⁷ Na grafu C je prikazano, da je mediana ocenjene verjetnosti tega, da bo ECB v treh letih ohranila cenovno stabilnost, najvišja, kadar se izbere pojasmilo »drugi vhodni stroški«. Nižja je, kadar

⁴⁶ Pogojni učinek izračunamo tako, da prenos pričakovanj čez eno leto prištejemo pričakovanjem čez tri leta (0,60) s slepo spremenljivko za odgovor 3 (-0,31) in rokom interakcije (0,03). Mejni učinek se zviša (0,03), ko se zviša enoletno pričakovanje, vendar se zvišanje začne na precej nižji ravni (-0,31) pri anketirancih, ki kot glavno gonilo izberejo »drugi vhodni stroški«.

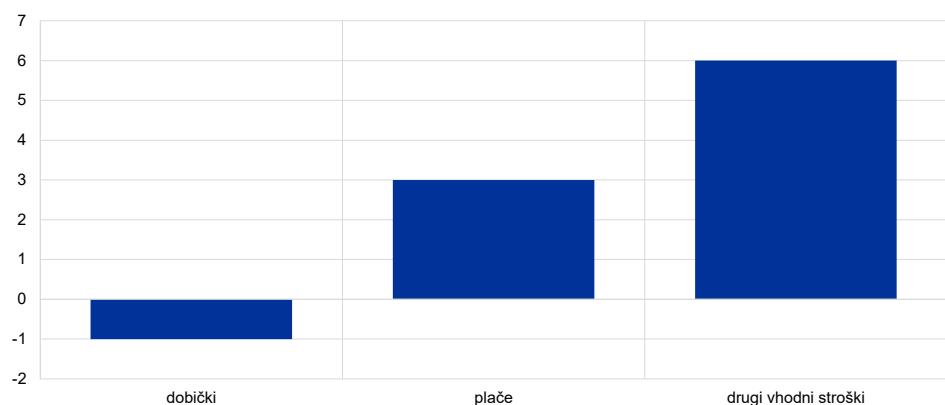
⁴⁷ Mediana nepogojne verjetnosti trenutno znaša 42%. Vendar je ta kazalnik težko razlagati brez daljše časovne vrste. Zato se analiza osredotoča na presečne razlike. Osnovni kazalnik je bil zasnovan v raziskovalnem projektu, ki je bil namenjen proučevanju učinkovitosti komuniciranja ECB v zvezi z njenim pregledom strategije denarne politike v letu 2021; glej Ehrmann, M., Georgarakos, D. in Kenny, G., »Credibility gains from communicating with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy«, Working Paper Series, št. 2785, ECB, 2023.

se kot glavni dejavnik, ki poganja inflacijo, izberejo plače, in najnižja, kadar se izberejo dobički.

Graf C

Ocenjena verjetnost tega, da bo ECB čez tri leta ohranila stabilnost cen, in mnenja o virih inflacije

(v odstotnih točkah)



Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov).

Opombe: Tehtane ocene. Stolpci prikazujejo mediano verjetnosti po dejavnikih minus skupna mediana verjetnosti. Verjetnost, da bo ECB ohranila cenovno stabilnost, je izračunana iz odgovorov na vprašanje: »Kako verjetno je po vašem mnenju, da bo Evropska centralna banka (ECB) v naslednjih 3 letih ohranila cenovno stabilnost v gospodarstvu euroobmočja?« Razpon možnih odgovorov je 1–100.

Gledano v celoti ti novi podatki iz ankete o pričakovanjih potrošnikov nakazujejo, da so mnenja o glavnih gonilih sedanje inflacije povezana s tem, kako potrošniki oblikujejo srednjeročna inflacijska pričakovanja. Medtem ko je večina anketirancev menila, da so bili drugi vhodni stroški glavno gonilo inflacije v 12 mesecih do junija 2023, pa je treba v prihodnje natančno spremljati, ali ocenjujejo kot pomembnejše gonilo dobičke ali plače. Koristno bo tudi spremljati, ali bi bilo to povezano z morebitnim vplivom na zvišanje srednjeročnih inflacijskih pričakovanj in z nižjo ocenjeno verjetnostjo, da bo ECB v srednjeročnem obdobju lahko ohranila cenovno stabilnost.

5

Podnebne spremembe ter podjetniške zelene naložbe in financiranje v euroobmočju – rezultati iz ankete SAFE

Pripravili Annalisa Ferrando, Johannes Groß in Judit Rariga

Ta okvir obravnava, kako podjetja v euroobmočju dojemajo podnebna tveganja, ter ocenjuje njihove naložbene načrte in potrebe po financiranju za ublažitev posledic podnebnih sprememb. Evropska centralna banka (ECB) je med 25. majem in 26. junijem 2023 izvedla pilotni krog [ankete o dostopu podjetij do financiranja \(SAFE\)](#), ki je prvič vključevala posebna vprašanja v zvezi z vplivom podnebnih sprememb na podjetja v euroobmočju.⁴⁸ Podjetjem so bila namreč zastavljena vprašanja o: (i) pomenu, ki ga pripisujejo posledicam fizičnih in tranzicijskih tveganj, (ii) naložbah za zmanjšanje tveganj ali negativnega vpliva gospodarskih aktivnosti na okolje; (iii) različnih virih financiranja za financiranje naložb, povezanih s podnebnimi spremembami; (iv) morebitnih ovirah pri pridobivanju potrebnega financiranja.

V obstoječi literaturi so podnebna tveganja na podlagi tega, kaj jih poganja, običajno združena v kategorijo fizičnih tveganj in kategorijo tranzicijskih tveganj. Fizična tveganja izhajajo iz fizičnega vpliva podnebnih sprememb na gospodarstvo, vključno z ekstremnimi vremenskimi pojavi in spremenjanjem podnebnih vzorcev. Tranzicijska tveganja izhajajo iz izvajanja strožjih podnebnih standardov in predpisov ter določanja cen ogljika s ciljem, da se spodbuja prehod v nizkoogljično gospodarstvo. Fizična tveganja se lahko nadalje razdelijo na akutna fizična tveganja, povezana z naravnimi nesrečami, kot so gozdni požari, neurja in poplave, ali kronična tveganja, povezana z dolgoročnimi spremembami podnebnih vzorcev, ki povzročajo degradacijo naravnega okolja in izčrpavanje naravnih virov.⁴⁹

Zaskrbljenost glede posledic podnebnih sprememb v naslednjih petih letih je med podjetij v euroobmočju dokaj razširjena (graf A). V anketi je 60% podjetij v euroobmočju navedlo, da so tranzicijska tveganja, povezana s strožjimi podnebnimi standardi, zanje »zelo pomembna«.⁵⁰ Velika podjetja so bila bolj zaskrbljena zaradi

⁴⁸ Cilj pilotnega kroga ankete SAFE je bil oceniti več predvidenih sprememb ankete, in sicer (i) pogostejše izvajanje ankete, namreč četrletno, namesto polletno, da bi se zagotovile bolj pravočasne informacije o pogojih financiranja podjetij, (ii) vključitev novih kvantitativnih v prihodnost usmerjenih vprašanj o ključnih ekonomskih spremenljivkah in (iii) možnost novih ad hoc vprašanj. Rezultati pilotnega kroga še niso bili objavljeni na spletnem mestu ECB. Objavljeni bodo predvidoma po oceni kakovosti odgovorov. Vzorec podjetij v euroobmočju, vključen v pilotni krog ankete SAFE, je bil manjši kot pri redni anketi. Izbran je bil z naključnim stratificiranim vzorčenjem po državah, razredih velikosti in gospodarski aktivnosti, da bi ostal reprezentativen za populacijo podjetij v euroobmočju. Celoten vzorec je obsegal 5.733 podjetij, od tega 5.233 (91%) MSP (z manj kot 250 zaposlenimi). Pilotna anketa vključuje podjetja v Avstriji, Belgiji, na Finskem, v Franciji, Nemčiji, Grčiji, na Irskem, v Italiji, na Nizozemskem, Portugalskem, Slovaškem in v Španiji.

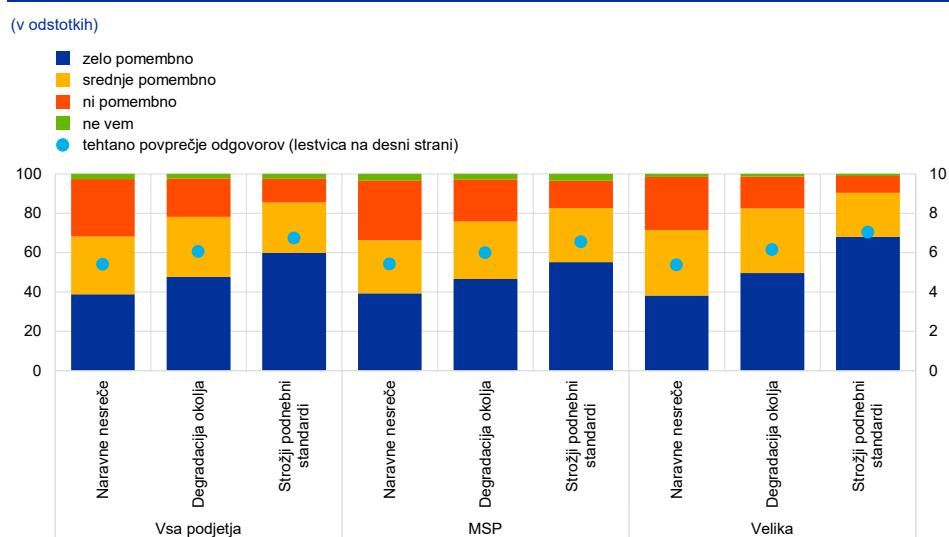
⁴⁹ Glej »[Climate-related risk drivers and their transmission channels](#)«, Banka za mednarodne poravnave, april 2021, in [Network for Greening the Financial System](#) (mreža za ozelenitev finančnega sistema), »[Macroeconomic and financial stability implications of climate change](#)«, julij 2019. Glej tudi objavo Franka Eldersona na blogu ECB, »[The economy and banks need nature to survive](#)«, junij 2023.

⁵⁰ Rezultati ankete ECB med vodilnimi podjetji o vplivu podnebnih sprememb na gospodarsko aktivnost in cene, ki je bila izvedena v začetku leta 2022, so bili podobni. Na vprašanje o glavnih vplivih podnebnih sprememb na podjetje sta okoli dve tretjini anketirancev navedli tveganja v zvezi s prehodom in neto ogljično ničelno gospodarstvo, polovica pa jih je izpostavila tudi fizična tveganja, ki izhajajo iz spremenjanja podnebja. [Vpliv podnebnih sprememb na aktivnost in cene – rezultati ankete med vodilnimi podjetji, Ekonomski bilten](#), številka 4, ECB, 2022.

tranzicijskih tveganj, ki izhajajo iz strožjih podnebnih standardov in predpisov ter cen ogljika, kot mala in srednje velika podjetja (MSP). Poleg tega je bilo 39% anketirancev zelo zaskrbljenih zaradi naravnih nesreč (na lestvici od 1 do 10 so jih ocenili s 7 in več), medtem ko jih je 48% poročalo o enaki stopnji zaskrbljenosti zaradi degradacije okolja. To kaže, da je več podjetij zaskrbljenih zaradi posledic degradacije okolja, čeprav menijo, da njihove aktivnosti niso ranljive za neposredne naravne nesreče.

Graf A

Pomen posledic podnebnih sprememb za podjetja v euroobmočju v naslednjih petih letih



Viri: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Podjetja so bila zaprošena, naj na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (zelo pomembno) navedejo, kako pomembne so posledice podnebnih sprememb za njihov sedanji poslovni model v prihodnjih petih letih. Na grafu je bila lestvica razdeljena v tri kategorije: malo (1–3), srednje (4–6) in zelo pomembno (7–10). Povprečna ocena je tehtana z razredom velikosti, gospodarsko aktivnostjo in državo, da bi tako odražala ekonomsko strukturo zadevne populacije podjetij.

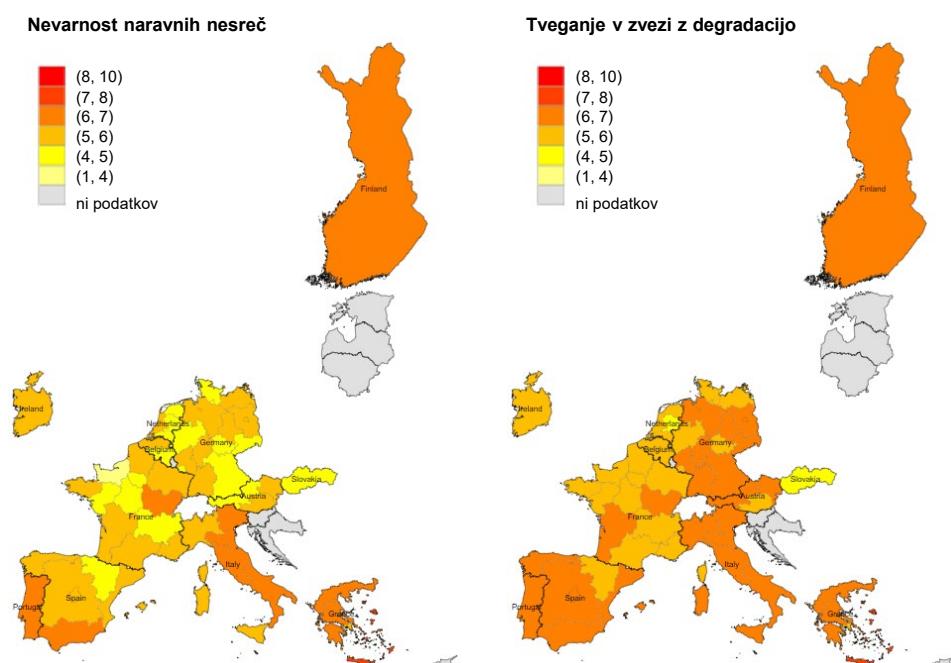
Podjetja so zaskrbljena zaradi fizičnih tveganj, ki izhajajo iz podnebnih sprememb, zlasti na obalnih območjih in v regijah, kjer je bilo gozdnih požarov več, medtem ko je zaskrbljenost zaradi tranzicijskih tveganj enakomernejše porazdeljena po regijah euroobmočja (graf B). Analiza pomena, ki ga podjetja pripisujejo posledicam podnebnih sprememb, po regijah kaže, da je zaskrbljenost zaradi naravnih nesreč izrazitejša v obalnih regijah ali na območjih, ki so bila v preteklosti ranljiva za suše, gozdne požare ali poplave, zlasti v južnoevropskih in nordijskih državah (graf B, slika a, levo). Nasprotno je zaskrbljenost glede degradacije okolja osredotočena predvsem v regijah, na katere vpliva turizem ali težka industrija (graf B, slika a, desno). Po drugi strani tranzicijska tveganja povzročajo zaskrbljenost pri več podjetjih kot fizična tveganja, kot je prikazano na grafu A, hkrati pa je tudi enakomernejše porazdeljeno po regijah euroobmočja (graf B, slika b). Ker so podnebni predpisi večinoma opredeljeni na nacionalni ali evropski ravni, je stopnja pomembnosti, ki jo podjetja v posameznih državah pripisujejo tranzicijskim tveganjem, enakomernejša v primerjavi z zaskrbljenostjo glede fizičnih tveganj, ki je bolj regionalno koncentrirana.

Graf B

Pomen posledic podnebnih sprememb za naslednjih pet let – geografska porazdelitev

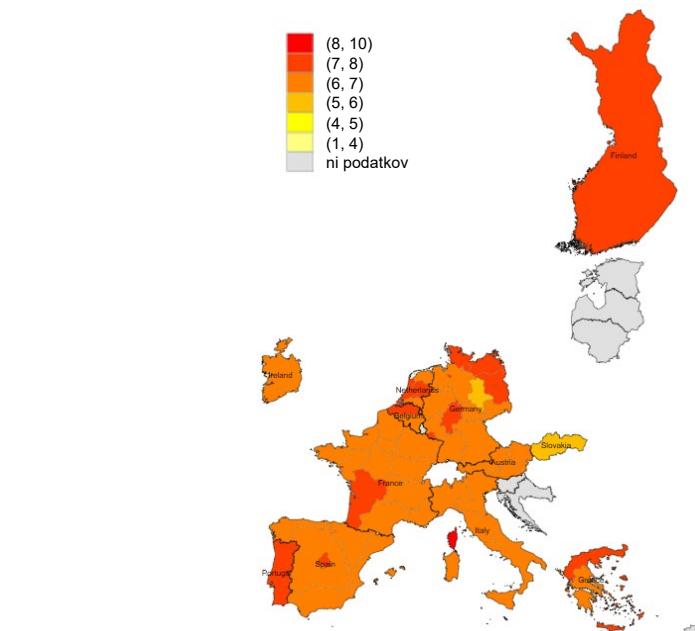
(a) Fizična tveganja

(tehtane povprečne ocene)



(b) Tranzicijska tveganja

(tehtane povprečne ocene)



Viri: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Zemljevidi prikazujejo tehtano povprečno oceno pomena posledic podnebnih sprememb za podjetja v naslednjih petih letih po glavnih socialno-ekonomskih regijah na podlagi NUTS 1 (klasifikacija za leto 2016) v euroobmočju. Podjetja so bila zaprošena, naj na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (zelo pomembno) navedejo, kako pomembne so posledice podnebnih sprememb (naravne nesreče, degradacija okolja in strožji okoljski standardi) za njihov sedanji poslovni model v prihodnjih petih letih. Tehtane povprečne ocene na ravni NUTS 1 so povprečja odgovorov v posameznem razredu, tehtana z razredom velikosti, gospodarsko aktivnostjo in državo, da bi tako odražala ekonomsko strukturo zadevne populacije podjetij.

Zaskrbljenost podjetij glede nevarnosti naravnih nesreč na ravni posameznih držav odslikava pretekle izgube in je povezana s pričakovanimi prihodnjimi tveganji (graf C). Zgornja slika na grafu C kaže jasno pozitivno razmerje med tehtano povprečno oceno pomena nevarnosti naravnih nesreč za poslovno dejavnost podjetij glede na anketo in kumulativnimi preteklimi izgubami, ki so nastale zaradi različnih nesreč v zadnjih 40 letih na ravni posameznih držav.⁵¹ Korelacija pa je manj močna, če ocene držav iz ankete – razvrščene v razrede z nizkim, srednjim in visokim tveganjem – primerjamo z merilom, usmerjenim v prihodnost, ki izhaja iz približka pričakovanih letnih izgub bank iz posojil podjetjem zaradi naravnih nesreč po osnovnem podnebnem scenariju (graf C, spodaj).⁵² Korelacija med višjimi ocenami tveganj s strani podjetij in precej višjimi pričakovanimi prihodnjimi izgubami, ki izhajajo iz podnebnih sprememb, je šibka. Poleg tega so v razredih, kjer podjetja pripisujejo velik pomen nevarnosti naravnih nesreč, pričakovane izgube porazdeljene širše. Glede na stopnjo negotovosti v zvezi s prihodnjimi podnebnimi scenariji bi to lahko pomenilo, da podjetja prihodnjih dogajanj na področju podnebnih sprememb še niso v celoti upoštevala v ocenah tveganj.

⁵¹ Več informacij v zvezi s podatki o preteklih izgubah zaradi podnebnih sprememb je v [podatkovni zbirki o naravnih nesrečah \(Natural Catastrophe Database – CATDAT\)](#).

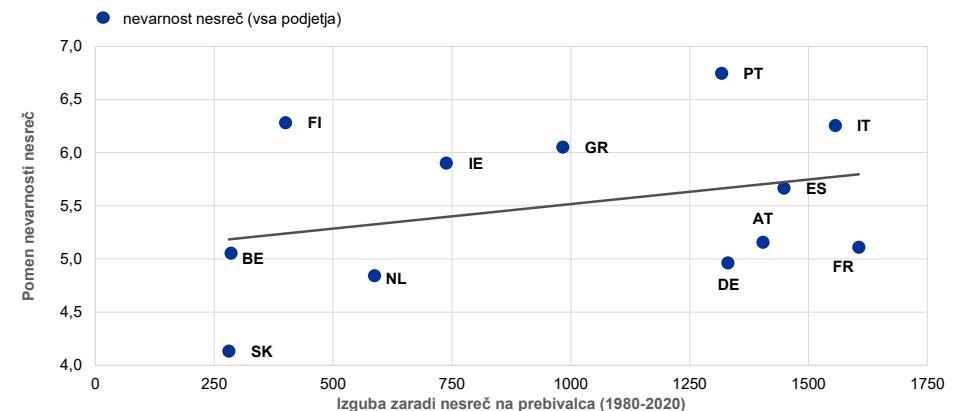
⁵² Na podlagi osnovnega scenarija Skupnega raziskovalnega središča Evropske komisije (JRC, 2017) so pričakovane letne izgube zaradi naravnih nesreč (obalne in rečne poplave ter neurja) na ravni posameznih držav približno določene z vsoto ocen tveganja na ravni podjetja, tehtanih z izpostavljenostjo glede na delež izpostavljenosti podjetij v razmerju do finančnih institucij iz posojil ter dolžniških in lastniških instrumentov. Ocene tveganja na ravni podjetja kažejo delež portfelja, ki je letno izpostavljen tveganju z vidika bilančne vsote, ocenjen s škodnimi funkcijami JRC (Huizinga, De Moel in Szewczyk, 2017). Več podrobnosti o analitičnih kazalnikih fizičnih tveganj in metodologiji je na voljo na spletni strani ECB »[Climate-Related Indicators – Analytical indicators on physical risks](#)«.

Graf C

Pomen nevarnosti naravnih nesreč za naslednjih pet let glede na pretekle in pričakovane izgube zaradi nevarnosti nesreč

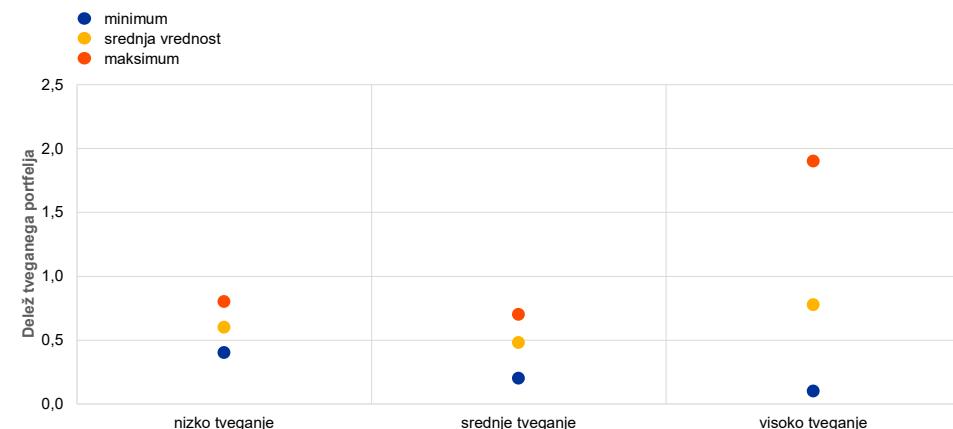
(a) Pretekle izgube zaradi nevarnosti nesreč

(os y: tehtano povprečje ocen iz anketnih odgovorov; os x: milijoni EUR)



(b) Pričakovana prihodnja tveganja

(os y: odstotki; os x: skupine tveganj iz anketnih odgovorov)



Viri: ECB in Evropska komisija, SAFE, Integrated Natural Catastrophe Database (CATDAT), analitični kazalniki ECB o fizičnem tveganju in izračuni ECB.

Opombe: V anketi SAFE so bila podjetja zaprošena, naj na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (zelo pomembno) navedejo, kako pomembne so posledice nevarnosti naravnih nesreč za njihov sedanji poslovni model v prihodnjih petih letih. Tehtane povprečne ocene, prikazane na osi y na sliki a, so povprečja odgovorov na ravnini posameznih držav na podlagi tehtanega števila anketirancev. Na osi x na sliki a je prikazana vrednost gospodarske škode zaradi vremenskih in ekstremnih podnebnih pojavov za obdobje 1980–2020. Na osi y na sliki b je prikazana porazdelitev normalizirane tveganje izpostavljenosti, ki z vidika bank kvantificira delež tveganega portfelja prek njihovih izpostavljenosti iz posojil ter dolžniških in lastniških instrumentov do nefinancnih družb na ravnini posameznih držav. Na osi x na sliki b so države s povprečno oceno tveganja pod 5 razvrščene med države z nizkim tveganjem, z oceno tveganja med 5 in 6 med države s srednjim tveganjem ter z oceno tveganja nad 6 med države z visokim tveganjem. Slika b ne vključuje Nizozemske, ker merilo pričakovane letne izgube ne upošteva sedanjih in prihodnjih zaježitvenih ukrepov, zaradi česar bi bila ta država razvrščena kot osamelec.

Večina podjetij je ocenila, da so v ukrepanje v zvezi s podnebnimi spremembami investirala dovolj ali da nameravajo v to dovolj investirati.

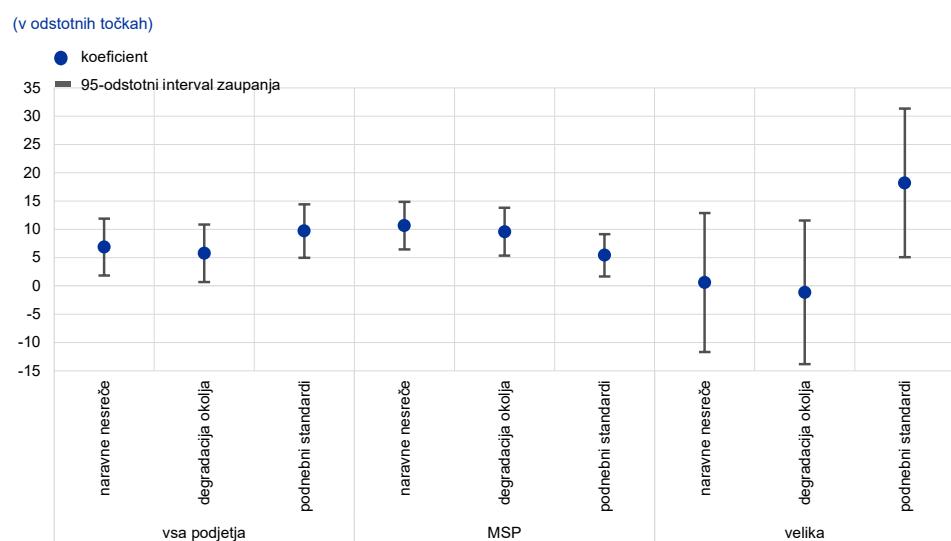
Polovica podjetij v euroobmočju meni, da so investirala dovolj, da bi ublažila svoj negativni vpliv na okolje, medtem ko 24% podjetij načrtuje investicije v naslednjih petih letih. Hkrati je 32% podjetij navedlo, da so investirala v ublažitev vpliva nevarnosti naravnih nesreč, 23% pa, da to nameravajo storiti v naslednjih petih letih. Kaže, da so izmed vseh velikostnih razredov velika podjetja aktivnejša pri zmanjševanju negativnega vpliva svoje dejavnosti na okolje.

Podjetja k investiranju v zaježitev podnebnih sprememb bolj spodbujajo strožji podnebni standardi kot naravne nesreče ali degradacija okolja (graf D).

Regresije v reducirani obliki, ki preučujejo skupni vpliv treh glavnih podnebnih tveganj na podnebne naložbe podjetij, kažejo, da bi lahko strožji podnebni standardi podjetja razmeroma bolj spodbudili k naložbam (10 odstotnih točk) kot nevarnosti naravnih nesreč (7 odstotnih točk) ali degradacija okolja (6 odstotnih točk).⁵³ Če se osredotočimo samo na mala in srednje velika podjetja, ni bistveno bolj verjetno, da bi strožji podnebni standardi na naložbe vplivali bolj kot zaskrbljenost, povezana z naravnimi nesrečami ali degradacijo naravnega okolja. Nasprotno so za velika podjetja strožji podnebni standardi pomembnejši, kar zadeva naložbene načrte. Na splošno je podjetjem lažje oceniti stroške, povezane s strožjimi standardi (npr. davek na ogljikov dioksid), kot pa verjetnost in posledice naravne nesreče. Zato bi lahko strožji standardi podjetja bolj spodbujali k investiranju v zaježitev podnebnih sprememb. Glede na vse večje pritiske v zvezi s poročanjem o trajnostnosti bi se velika podjetja morala tudi bolj zavedati svojega vpliva na podnebje.⁵⁴

Graf D

Posledice podnebnih sprememb in naložbe za ublažitev njihovega vpliva



Viri: ECB, Evropska komisija, SAFE, in izračuni ECB.
Opombe: Graf prikazuje regresijske koeficiente, ki kažejo vpliv posledic podnebnih sprememb na izvedene ali načrtovane podnebne naložbe za podjetja v euroobmočju v naslednjih petih letih. Slepé spremenljivke – naravne nesreče, degradacija okolja in strožji podnebni standardi – imajo vrednost 1, če podjetje navede, da so zelo pomembne v smislu zaskrbljenosti, tj. na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (zelo pomembno) so ocenjene vsaj s 7. Spremenljivka izida je 1, če so podjetja investirala ali v naslednjih petih letih nameravajo investirati v zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč ali negativnega vpliva na okolje. Kontroliramo za promet iz prodaje, stroške dela, vhodne stroške razen stroškov dela in obrestne odhodke podjetij, medtem ko regresija vključuje fiksne učinke po velikosti podjetja (zaposlenost), čas, panogi in lokaciji na ravnini NUTS 1. Prečke predstavljajo 95-odstotni interval zaupanja.

⁵³ Obstoeča literatura ravno tako poudarja vlogo davkov na ogljikov dioksid pri spodbujanju proizvodnje in inovacij na področju zelenih tehnologij. Glej Acemoglu, D., Aghion, P., Bursztyn, L., in Hemous, D., »The Environment and Directed Technical Change«, *American Economic Review*, zvezek 102, št. 1, februar 2012, in Acemoglu, D., Akcigit, U., Hanley, D., in Kerr, W., »Transition to Clean Technology«, *Journal of Political Economy*, zvezek 124, št. 1, februar 2016. Medtem ko je večina podjetij v EU zaskrbljena zaradi fizičnih tveganj, le redka investirajo v večjo odpornost. Glej članek Evropske investicijske banke, »What drives firms' investment in climate action? Evidence from the 2022-2023 EIB Investment Survey«, 14. junij 2023.

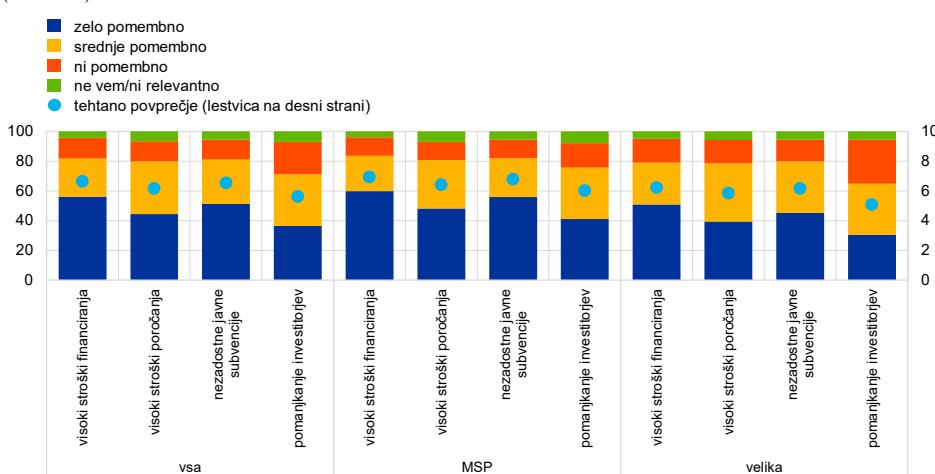
⁵⁴ Več podrobnosti o zakonodaji Evropske unije je na spletni strani »Corporate Sustainability Reporting« v zvezi z velikimi podjetji in podjetji, ki kotirajo na borzi (vključno z MSP, ki kotirajo na borzi).

Navedenih je bilo več ovir, ki preprečujejo dostop do financiranja za naložbe za zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč ali izpolnjevanje strožjih podnebnih standardov (graf E). Več kot polovica podjetij je kot zelo pomembne ovire pri zagotavljanju podnebnih naložb navedla preisoake obrestne mere ali stroške financiranja ter nezadostne javne subvencije.⁵⁵ Podjetja menijo, da so stroški visoki, ker morebiti ne internalizirajo dovolj koristi, ki jih prinaša spoprijemanje s podnebnimi tveganji. Preisoake stroške okolskega poročanja je 45% podjetij opredelilo kot zelo pomembno oviro, medtem ko je 37% podjetij navedlo, da so zelo zaskrbljena zaradi nepripravljenosti investorjev, da financirajo zelene naložbe. Za mala in srednje velika podjetja so vse ovire pri zagotavljanju financiranja za naložbe bolj pereče kot v primeru velikih podjetij.

Graf E

Ovire pri zagotavljanju financiranja za naložbe za zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč ali izpolnjevanje strožjih podnebnih standardov

(v odstotkih)



Vira: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Podjetja so bila zaprošena, naj na lestvici od 1 (sploh ni pomembno) do 10 (zelo pomembno) navedejo, kako pomembne so ovire pri zagotavljanju financiranja za naložbe za zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč ali izpolnjevanje strožjih podnebnih standardov. Na grafu je bila lestvica razdeljena v tri kategorije: malo (1–3), srednje (4–6) in zelo pomembno (7–10). Vzorec zajema podjetja, ki so že investirala v zelene politike ali to nameravajo.

Rezultati ankete kažejo pomembno vlogo, ki jo imajo državna poroštva za posojila in sredstva zasebnega sektorja pri usmerjanju virov v ozelenitev gospodarstva (graf F). Subvencionirana posojila so poleg nesubvencioniranih posojil in zadržanega dobička pomemben vir financiranja za podjetja, za MSP še toliko bolj kot za velika podjetja. Anketa SAFE kaže, da je v prvi polovici leta 2023 za financiranje svojega poslovanja nesubvencionirana posojila uporabljalo 19% podjetij, medtem ko je subvencionirana posojila uporabljalo samo 9% podjetij. Hkrati namerava za podnebne naložbe 24% podjetij uporabiti nesubvencionirana posojila, večji delež podjetij pa subvencionirana posojila (34%). Iz nedavnih rezultatov ankete

⁵⁵ De Haas, R., Martin, R., Muûls, M., in Schweiger, H., so v »Managerial and financial barriers to the green transition« na podlagi anketnih podatkov podjetij ugotovili, da kreditne omejitve in šibke prakse zelenega upravljanja zavirajo naložbe podjetij v zelene tehnologije.

ECB o bančnih posojilih v euroobmočju je razvidno, da banke podnebnim tveganjem posvečajo večjo pozornost in da vse večje zahteve glede poročanja skupaj z ukrepi javnofinančne podpore ugodno vplivajo na posojila zelenim podjetjem.⁵⁶ Banke so na primer poročale o ublažitvi kreditnih standardov in pogojev za nova posojila zelenim podjetjem ter o splošni zaostritvi za posojila podjetjem, ki niso zelena. V zvezi s tem banke verjetno še vedno menijo, da je posojanje slednjim bolj tvegano kot zelenim podjetjem.⁵⁷ Z državnimi poroštvi bi se lahko to tveganje zmanjšalo, s čimer bi bil podnebni prehod lažji tudi za podjetja, ki jih banke sicer ne obravnavajo kot zelena, čeprav imajo načrte v zvezi z zelenim prehodom.

Regresije v reducirani obliki, ki preučujejo skupni vpliv virov financiranja na podnebne naložbe v podjetjih, potrjujejo, da se z uporabo subvencioniranih posojil in zadržanega dobička poveča verjetnost naložbe za 7 oziroma 8 odstotnih točk (graf F, slika b). Poleg tega rezultati izpostavljajo pomen lastniškega kapitala za spodbujanje podjetniških naložb v zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč in lastnega negativnega vpliva na okolje.⁵⁸

⁵⁶ Glej »The euro area bank lending survey – Second quarter of 2023«, ECB, 25. julij 2023. Banke, vključene v anketo o bančnih posojilih v euroobmočju, so uporabile številne vire (odvisno od razpoložljivosti podatkov), da bi razlikovalle med zelenimi podjetji in tistimi, ki niso zelena, med drugim informacije iz računovodskih izkazov posameznih podjetij, trajnostna poročila s podatki o emisijah in načrte v zvezi z zelenim prehodom, če so bili na voljo, zlasti pri večjih podjetjih, pa tudi informacije o novih posojilih posojilojemalcem na podlagi vprašalnikov (navadno povezanih z okoljskimi, socialnimi in upravljavskimi kriteriji). Po navedbah bank so za oceno podnebnega tveganja pri posojilih malim in srednjim velikim podjetjem pogosto uporabljale povprečne informacije in ocene v sektorju.

⁵⁷ Glej Buchetti, B., Miquel-Flores, I., Perdichizzi, S., in Reghezza, A., »[Greening the Economy: How Public-Guaranteed Loans Influence Firm-Level Resource Allocation](#)«, junij 2023; Lamperti, F., Bosetti, V., Roventini, A., Tavoni, M., in Treibich, T., »[Three green financial policies to address climate risks](#)«, *Journal of Financial Stability*, zvezek 54, junij 2021.

⁵⁸ Glej De Haas, R., in Popov, A., »[Finance and Green Growth](#)«, *The Economic Journal*, zvezek 133, številka 650, februar 2023, str. 637–668.

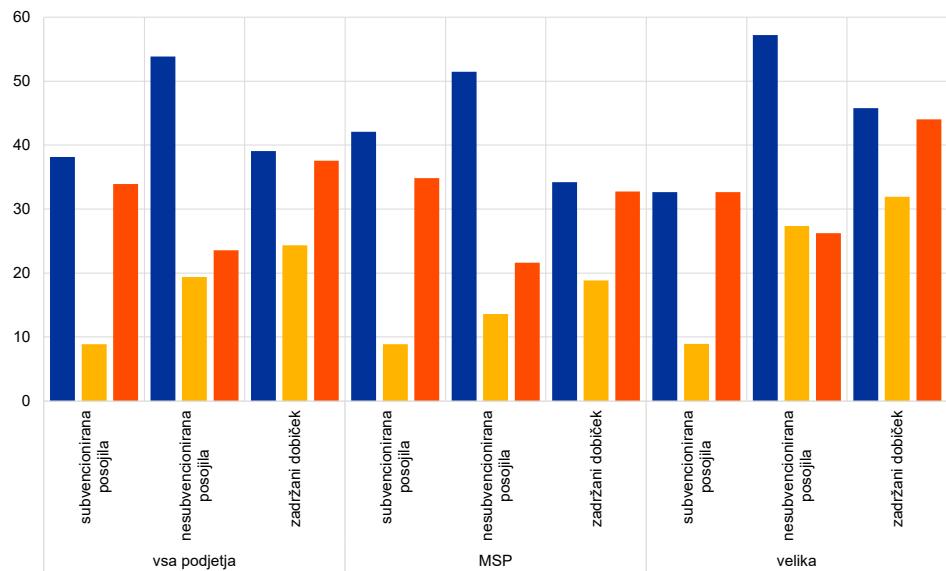
Graf F

Uporaba virov financiranja za naložbe za zmanjšanje izpostavljenosti nevarnostim in tveganjem v zvezi s podnebno politiko

(a) Uporaba virov financiranja

(v odstotkih)

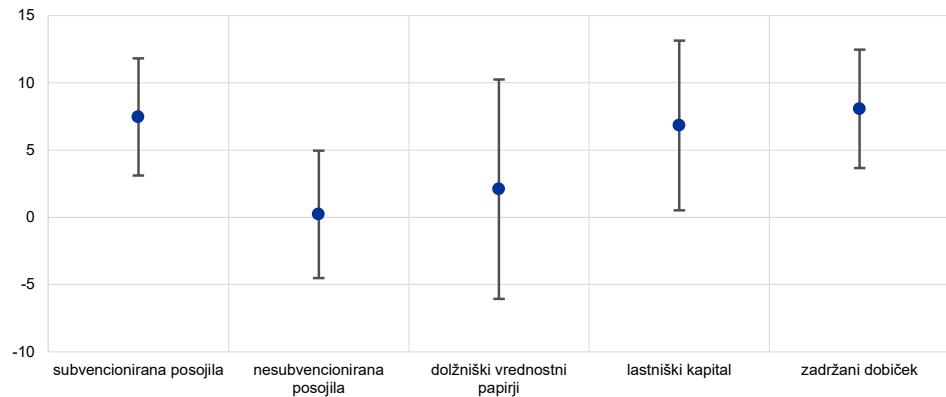
- pomemben vir financiranja
- uporabljeno v prvem in drugem četrletju 2023
- uporabljeno//bo predvidoma uporabljeno za zelene naložbe



(b) Vpliv virov financiranja na podnebne naložbe

(v odstotnih točkah)

- koeficient
- 90-odstotni interval zaupanja



Viri: ECB, Evropska komisija, SAFE, in izračuni ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na podjetja, ki so že investirala v zelene politike ali to nameravajo. Na slikah so modri stolpcji prikazujejo delež podjetij, ki menijo, da so določene vrste financiranja pomembne za njihovo postovanje (ki so jih uporabljala v preteklosti ali razmišljajo o njihovi uporabi v prihodnosti), medtem ko rumeni stolpcji prikazujejo delež podjetij, ki so uporabljala določeno vrsto financiranja v prvem četrletju ali prvih dveh četrletjih leta 2023. Rdeči stolpcji prikazujejo delež podjetij, ki so uporabljala ali nameravajo uporabiti določene vrste financiranja za naložbe za zmanjšanje izpostavljenosti nevarnostim in tveganjem v zvezi s podnebno politiko. Na slikah so prikazani regresijski koeficienti za vire financiranja izvedenih ali načrtovanih naložb podjetij v euroobmočju v zvezi s podnebnjem. Slepé spremenljivke – subvencionirana posojila, nesubvencionirana posojila, dolžniški vrednostni papirji, lastniški kapital in zadružni dobiček – imajo vrednost 1, če podjetje navede, da te vire financiranja uporablja ali jih namerava uporabiti za zelene naložbe. Odvisna spremenljivka je slepa spremenljivka, ki ima vrednost 1, če so podjetja investirala ali v naslednjih petih letih nameravajo investirati v zmanjšanje nevarnosti naravnih nesreč ali svojega negativnega vpliva na okolje, in vrednost 0, če podjetje ni investiralo. Regresija zajema fiksne učinke po velikosti, času, panogi in lokaciji na ravnini NUTS 1. Prečke predstavljajo 90-odstotni interval zaupanja.

6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 10. maja do 1. avgusta 2023

Pripravila Jens Budde in Petra Fricke

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 10. maja do 1. avgusta 2023 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Svet ECB je na sejah 4. maja 2023 in 15. junija 2023 vse tri ključne obrestne mere zvišal za 25 bazičnih točk. Zvišanje je začelo veljati v tretjem oziroma četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023.

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju precej zmanjšala. Zmanjšanje je bilo posledica zapadlosti četrte operacije v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR s strani bank 28. junija 2023. K temu je, čeprav v manjši meri, prispevalo tudi postopno zmanjševanje obsega portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP), potem ko je Eurosistem s 1. julijem prenehal ponovno investirati glavnico zapadlih vrednostnih papirjev v okviru APP. Nadaljnje zmanjševanje neto avtonomnih dejavnikov, ki so dodajali likvidnost sistemu, pa je delno izravnalo zmanjšanje presežne likvidnosti. Neto avtonomni dejavniki se predvsem zaradi zmanjšanja vlog države zmanjšujejo od konca obdobia negativnih obrestnih mer julija 2022.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 189,8 milijarde EUR na 1.836,9 milijarde EUR. V primerjavi s prvim in drugim obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023 je bilo to skoraj v celoti posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 189,4 milijarde EUR na 1.671,9 milijarde EUR (glej razdelek v tabeli A z naslovom »Druge informacije o likvidnosti«), in sicer zaradi zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in povečanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. Obvezne rezerve so se le malenkostno povečale, in sicer za 0,3 milijarde EUR na 165 milijard EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 127,6 milijarde EUR na 2.804,4 milijarde EUR, k čemur je prispevalo predvsem zmanjšanje vlog države in drugih avtonomnih dejavnikov. Vloge države (glej »Pasiva« v tabeli A) so se v obravnavanem obdobju povprečno zmanjšale za 113,9 milijarde EUR na 255,8 milijarde EUR, večji del

zmanjšanja pa se je zgodil v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Zmanjšanje je posledica nadaljnje normalizacije rezerv nacionalnih zakladnic in prilagoditve njihovih strategij upravljanja denarnih sredstev zaradi nižje zgornje meje pri obrestovanju vlog države pri nacionalnih centralnih bankah, ki je začela veljati 1. maja 2023. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku se je v obravnavanem obdobju povečala za 8,2 milijarde EUR na 1.565,3 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 62 milijard EUR na 1.133 milijard EUR. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 55,7 milijarde EUR. Povečanje je bilo večinoma posledica nadaljnega zmanjšanja obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. To je bilo po drugih strani posledica prilagoditve strategij upravljanja denarnih sredstev s strani imetnikov računov v okviru storitev Eurosistema na področju upravljanja rezerv, saj je bilo obrestovanje vlog v okviru teh storitev prilagojeno 1. maja 2023. Neto tuja aktiva se je povečala za 6,2 milijarde EUR.

V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb⁵⁹.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023				Prejšnje obravnavano obdobje: 8. februar 2023– 9. maj 2023	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. maj–20. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 21. junij–1. avgust	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.804,4	(−127,6)	2.823,8	(−104,1)	2.784,5	(−39,3)
Bankovci v obtoku	1.565,3	(+8,2)	1.563,7	(+3,8)	1.567,0	(+3,3)
Vloge države	255,8	(−113,9)	256,4	(−104,3)	255,2	(−1,2)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	983,3	(−21,9)	1.003,7	(−3,7)	962,3	(−41,4)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	14,4	(−6,9)	16,8	(−0,1)	11,8	(−5,0)
Obvezne rezerve²⁾	165,0	(−0,3)	164,8	(−1,0)	165,1	(+0,3)
Odperta ponudba mejnega depozita	3.919,0	(−126,4)	4.126,4	(+130,3)	3.706,6	(−419,8)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	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) Pojasniljevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema, zato se ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

⁵⁹ Več podrobnosti o avtonomnih dejavnikih je v članku z naslovom »The liquidity management of the ECB«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2002.

Aktiva
(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023					Prejšnje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. maj–20. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 21. junij–1. avgust	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.133,0 (+62,0)	1.145,8 (+63,4)	1.119,9 (−25,9)	1.071,0 (+81,8)			
Neto tuja aktiva	938,2 (+6,2)	948,2 (+3,3)	927,9 (−20,4)	932,0 (−18,5)			
Neto aktiva v eurih	194,8 (+55,7)	197,5 (+60,1)	192,0 (−5,5)	139,0 (+100,3)			
Instrumenti denarne politike	5.766,7 (−326,6)	5.986,4 (−38,5)	5.546,8 (−439,6)	6.093,4 (−477,6)			
Operacije odprtega trga	5.766,6 (−326,7)	5.986,3 (−38,5)	5.546,7 (−439,6)	6.093,3 (−477,6)			
Kreditne operacije	897,5 (−274,7)	1.102,2 (−17,0)	692,9 (−409,3)	1.172,3 (−454,5)			
Operacije glavnega refinanciranja	6,3 (+5,0)	1,6 (+0,2)	10,9 (+9,2)	1,2 (−0,4)			
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	3,8 (+1,4)	2,1 (−0,0)	5,5 (+3,4)	2,5 (+0,1)			
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	887,5 (−281,1)	1.098,4 (−17,1)	676,5 (−421,9)	1.168,6 (−453,3)			
Dokončni portfelji ¹⁾	4.869,1 (−51,9)	4.884,1 (−21,5)	4.853,8 (−30,4)	4.921,0 (−23,1)			
Odperta ponudba mejnega posojila	0,1 (+0,1)	0,1 (+0,0)	0,1 (+0,0)	0,1 (+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) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023					Prejšnje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. maj–20. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 21. junij–1. avgust	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	1.836,9 (−189,8)	1.843,2 (−168,6)	1.830,3 (−12,9)	2.026,6 (−220,4)			
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	1.671,9 (−189,4)	1.678,4 (−167,6)	1.665,2 (−13,2)	1.861,3 (−218,3)			
Presežna likvidnost ³⁾	3.933,3 (−133,4)	4.143,1 (+130,2)	3.718,3 (−424,8)	4.066,7 (−257,2)			

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 avtonome dejavnike vključene tudi neporavnane postavke.

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

Gibanja obrestnih mer
(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 10. maj 2023–1. avgust 2023				Prejšnje obravnavano obdobje: 8. februar 2023–9. maj 2023			
	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. maj–20. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 21. junij–1. avgust	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv:	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv:				
Operacije glavnega refinanciranja	3,75 (+0,25)	4,00 (+0,25)	3,00 (+0,50)	3,50 (+0,50)				
Odperta ponudba mejnega posojila	4,00 (+0,25)	4,25 (+0,25)	3,25 (+0,50)	3,75 (+0,50)				
Odperta ponudba mejnega depozita	3,25 (+0,25)	3,50 (+0,25)	2,50 (+0,50)	3,00 (+0,50)				
€STR	3,148 (+0,250)	3,401 (+0,253)	2,400 (+0,498)	2,898 (+0,498)				
Indeks RepoFunds Rate Euro	3,134 (+0,253)	3,400 (+0,266)	2,402 (+0,774)	2,881 (+0,480)				

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 326,6 milijarde EUR na 5.766,7 milijarde EUR (graf A). Zmanjšanje likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja kreditnih operacij.

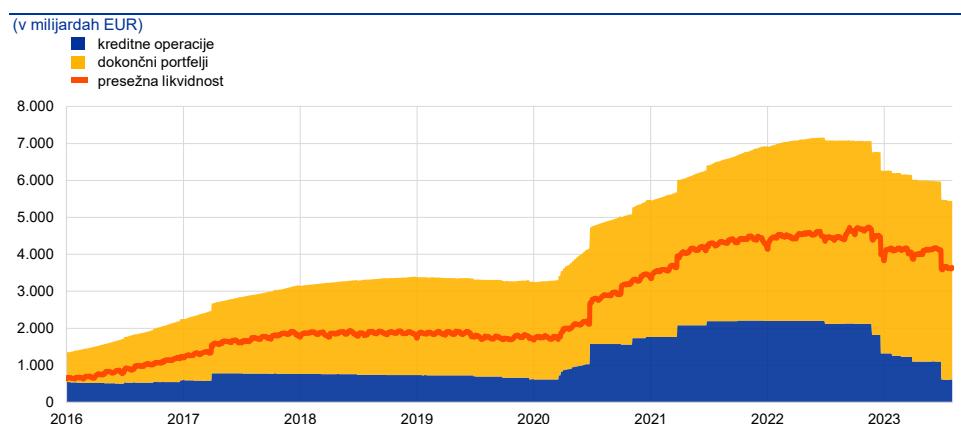
Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 274,7 milijarde EUR. Zmanjšanje je predvsem posledica znižanja zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti četrte operacije v okviru CUODR III (476,8 milijarde EUR) in predčasnih odplačil drugih sredstev v okviru CUODR s strani bank (29,5 milijarde EUR) 28. junija v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Hkrati so se zneski v okviru standardnih operacij refinanciranja Eurosistema (operacij glavnega refinanciranja in trimesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja) v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv nekoliko povečali.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imeti dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 51,9 milijarde EUR. Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji so se prenehali izvajati konec marca 2022, od takrat pa Eurosistem v celoti ponovno investira plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru tega programa. Pri programu nakupa vrednostnih papirjev se je v skladu s sklepom Sveta ECB ponovno investiranje plačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev do konca junija v povprečju zmanjšalo za 15 milijard EUR na mesec, s 1. julijem pa se je popolnoma prenehalo.⁶⁰

⁶⁰ Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prevrednoteni ob koncu vsakega četrtletja, kar vpliva tudi na skupno povprečje in spremembe teh portfeljev.

Graf A

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. avgust 2023.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je zmanjšala za 467,8 milijarde EUR, in sicer s 4.114 milijard EUR na zadnji dan prejšnjega obravnavanega obdobja na 3.646,1 milijarde EUR 1. avgusta, ki je zadnji dan tekočega obravnavanega obdobja.

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 133,4 milijarde EUR in znaša 3.933,3 milijarde EUR. Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteata uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Potem ko je presežna likvidnost novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR), se je postopoma zmanjševala, predvsem zaradi zapadlih operacij in predčasnih odplačil v okviru tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, brez upoštevanja učinkov avtonomnih dejavnikov.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je zaradi dviga obrestnih mer ECB zvišala za 51 bazičnih točk, in sicer z 2,894% 9. maja (zadnji dan prejšnjega obravnavanega obdobja) na 3,404% 1. avgusta⁶¹ (zadnji dan tekočega obravnavanega obdobja). Prenos zvišanja obrestnih mer v maju in juniju 2023 na nezavarovane obrestne mere denarnega trga čez noč je bil popoln in takojšen. €STR je v sedanjem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 10,1 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, podobno kot v prvih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2023.

⁶¹ Na obrestno mero 1. avgusta so vplivali tudi učinki ob koncu meseca julija.

Repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, se je zvišala za 55,7 bazične točke, in sicer z 2,881% 9. maja na 3,438% 1. avgusta (glej opombo 3). Takožen in popoln je bil tudi prenos zvišanja obrestnih mer na zavarovani denarni trg. Repo trg je še vedno deloval pravilno zaradi več dejavnikov, vključno z obsežnejšim neto izdajanjem od začetka leta in sprostivijo mobiliziranih instrumentov zavarovanja zaradi zapadlosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ter zmanjšanja imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev.

Razdelitev kapitala bank in posledice za denarno politiko

Pripravili Cyril Couaillier, Maria Dimou in Conor Parle

Banke razdelijo kapital med lastniške vlagatelje bodisi z izplačilom dividend bodisi z odkupom delnic, kar ima lahko dvoumne posledice za transmisijo denarne politike prek bank. Po eni strani lahko razdelitev kapitala dolgoročno ugodno vpliva na transmisijo denarne politike, saj banke postanejo privlačne za vlagatelje. Prvič, razdelitev kapitala je znak, da vodstvo verjame, da bo banka ustvarila pričakovani dobiček, ali ocenjuje, da je trenutni tečaj delnic banke podcenjen. Drugič, razdelitev dividend vlagateljem omogoča, da povečajo nadzor nad denarjem, ki ga ustvari banka, tako da ni v celoti na razpolago vodstvu, in izkoristijo posledična izplačila. Razdelitev kapitala prek teh dveh kanalov je lahko za lastniške vlagatelje znak trdnosti banke. To vpliva na manjše stroške lastniškega kapitala banke, kar ji omogoča boljše izkoriščanje finančnih trgov. Manjši stroški lastniškega kapitala lahko v končni fazi pripomorejo k finančni trdnosti bank in k ohranitvi njihove sposobnosti, da prispevajo k nemoteni transmisiji denarne politike. Po drugi strani se z razdelitvijo kapitala znižajo kapitalski količniki bank, če vse drugo ostane nespremenjeno. Razdelitev lahko kaže preteklo ali prihodnjo gospodarsko šibkost, saj lahko banke razdelijo kapital, ki ga niso uspele uporabiti in ga predvidoma ne bodo potrebovale, da bi zadovoljile povpraševanje po posojilih za naložbe. Razdelitev bi bila v tem primeru skladna s transmisijo zaostrovanja denarne politike. Poleg tega bi zmanjšana posredniška sposobnost vplivala tudi na transmisijo zaostrovanja denarne politike prek bančnega sistema, saj bi nižje kapitalske rezerve pripomogle k zaostritvi pogojev kreditiranja. Pretirana ali časovno slabo načrtovana izplačila pa lahko povečajo stres in ovirajo nemoteno transmisijo denarne politike v razmerah, ko je finančni sistem prizadel šok, zlasti v negotovih časih.⁶² V nekaterih okoliščinah lahko finančni sistem postane bolj dovzet za tveganje finančne nestabilnosti. Banke bi zato morale slediti previdni politiki izplačil.

Banke v euroobmočju so od konca najbolj akutne faze pandemije in po izteku priporočila bančnega nadzora v ECB o omejitvi izplačil hitro razdelile kapital, zlasti prek obsežnih programov odkupa (graf A), in tako nadoknadile razdelitev, ki je v prejšnjih letih niso izvedle. Nova zbirka podatkov na ravni bank o dividendah in odkupih delnic bank v euroobmočju, ki podatke črpa iz letnih poročil, osvetljuje dinamiko razdelitve lastniškega kapitala. Ti podatki omogočajo analizo pričakovanih izplačil za poslovno leto 2022 (tj. izplačila, načrtovana v letu 2023) ter oceno dinamike izplačil na mikro in makro ravni. Priporočilo bančnega nadzora v ECB iz marca 2020, naj se med pandemijo začasno ne izvajajo izplačila iz kapitala, je povzročilo izrazit padec razdelitve kapitala v tem letu, saj so številne banke preklicale načrtovana izplačila dobička iz leta 2019 (graf A). Decembra 2020 je bilo priporočilo spremenjeno: banke so bile namreč naprošene, naj ne izvajajo izplačil ali jih omejijo. Po izteku slednjega priporočila septembra 2021 so banke v euroobmočju ponovno začele izvajati izplačila v večjem obsegu kot v letih pred pandemijo, vendar

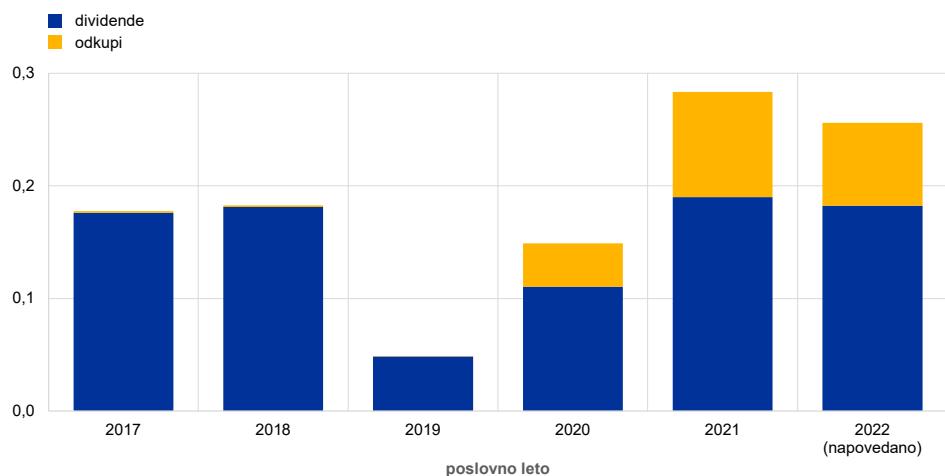
⁶² Odkupi delnic bi bili lahko na primer posledica dejstva, da je nagrajevanje izvršnih direktorjev vezano na tečaj delnic. Razdelitev kapitala brez pravih temeljev bi lahko spodbopala posredniško sposobnost bank.

še vedno v manjšem, kot je bilo načrtovano za leti 2020 in 2021. Dividende so nekoliko večje kot pred pandemijo, vendar povečanje razdelitve kapitala večinoma izhaja iz odkupov delnic. Ti predstavljajo 33% izplačil na podlagi dobička za leto 2021 in 29% načrtovanih izplačil na podlagi dobička za leto 2022 (graf A, rumeni stolpci), medtem ko med letoma 2017 in 2019 odkupov tako rekoč ni bilo.

Graf A

Razdelitev dividend in odkupi kot odstotek bilančne vsote

(v odstotkih bilančne vsote)



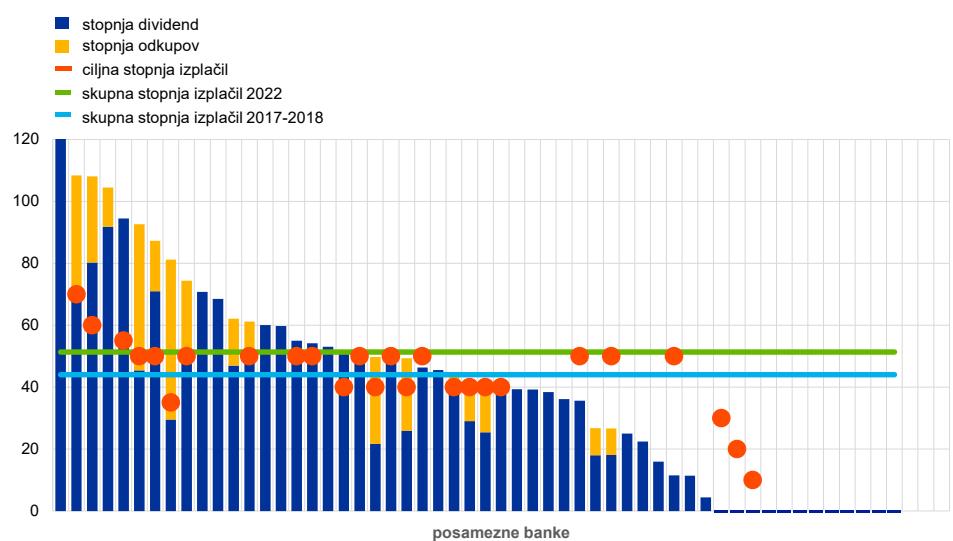
Viri: računovodski izkazi bank in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje skupno letna vrednost izplačil dividend in odkupov delnic za namene izbriša na vzorcu 57 bank v euroobmočju, prilagojeno po seštevku povprečne bilančne vsote v vsakem letu za vsako banko. Če podatki za dano poslovno leto niso na voljo, se uporabi bilančna vsota za naslednje poslovno leto. Vrednosti so vzete iz letnih poročil posameznih bank in predstavljajo vsoto vmesnih izplačil, izvršenih pred koncem referenčnega poslovnega leta, in končnih izplačil, izvršenih po koncu leta, pri čemer sta oba vrsti izplačil povezani z dobičkom v referenčnem poslovnom letu. Zadnji podatki se nanašajo na razdelitev dobička za leto 2022 (ki se izplača v letu 2023).

Graf B

Delež razdeljenega dobička na ravni bank za leto 2022 in ciljni minimalni delež razdeljenega dobička

(v odstotkih)



Viri: računovodski izkazi bank, nadzorniško poročanje ECB in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje skupne odkupe in dividende iz dobička, ki so pripisani poslovemu letu 2022, kot delež čistega dobička posameznih bank v tem letu. Skrajni levi stolpec prikazuje skupni delež v višini 350% za banko, ki je leta 2023 izvedlo izplačilo v zvezi s poslovnim letom 2022. Pike prikazujejo ciljne minimalne deleže razdeljenega dobička za podvzorec bank, za katere so take ciljne vrednosti objavljene. Zelena in svetlo modra polna črta prikazujeta skupni delež razdeljenega dobička (opredeljeno kot vsota skupnih izplačil, deljena z vsotjo čistega dobička za vse banke v vzorcu) za leto 2022 oziroma leti 2017 in 2018. Obdobje 2019–2021 ni vključeno, saj je bilo vsaj delno pod vplivom pandemije. Majhni stolpcji na desni strani, enaki nič, se nanašajo na banke, ki v času analize niso načrtovale dividend ali odkupov za poslovno leto 2022. Vsi deleži se nanašajo na razdelitev dobička za leto 2022 (izplačilo v letu 2023).

Obseg izplačil se med bankami precej razlikuje z vidika skupnih izplačil in pomena izrednih odkupov (graf B), medtem ko glede na načrte, ki jih navajajo banke, obstaja verjetnost nadaljnjega povečanja dividend. Skupno so banke v euroobmočju, vključene v vzorec, izplačale ali nameravajo izplačati približno 50% skupnega dobička za leto 2022 v obliki dividend in odkupov (polna zelena črta v grafu B), kar je precej več od skupnega deleža razdeljenega dobička (44%) za poslovni leti 2017 in 2018 (zadnji dve leti, na kateri pandemija ni vplivala; polna svetlo modra črta v grafu B), vendar se na splošno ujema s tem, da bodo banke nadoknadile izplačila, ki jih v prejšnjih letih niso izvršile.⁶³ Skupni obseg pa prikriva precejšnje razlike med bankami, zlasti kar zadeva odkupe delnic (rumeni stolpcji v grafu B). Navedeni razlogi za odkupe so različni – nekateri odkupi so označeni kot struktturna komponenta, večina pa je izrednih.⁶⁴ To na primer kaže dejstvo, da se večina razlik med dejanskim in ciljnim deležem razdeljenega dobička iz javnih poročil bank ujema z odkupi delnic. Ciljni delež razdeljenega dobička večine bank je med 40% in 60%, banke, ki znova pridobivajo kapital po stresnih obdobjih, kot sta svetovna finančna kriza in državna dolžniška kriza, pa imajo precej manjši delež (oranžne pike v grafu B). Poleg tega veliko bank kljub povečanju dividend v

⁶³ Delež razdeljenega dobička za leto 2019 je bil v skladu s priporočilom ECB majhen, sledil pa je precej večji delež razdeljenega dobička za leto 2020, ko so se izplačila do neke mere znova izvajala. Skupni delež razdeljenega dobička za leti 2019 in 2020 je bil na splošno v skladu z vrednostmi pred pandemijo, kar kaže, da so banke izplačila nekoliko nadoknadile.

⁶⁴ Nekatere banke so v letnih poročilih izjemne odkupe povezale s prodajo odvisnih družb. Druge banke navajajo neposredni cilj, tj. zmanjšanje presežnega kapitala, da bi se ohranila učinkovita kapitalska struktura, ali pa odkupe opisujejo kot del običajne politike izplačil.

primerjavi z obdobjem pred pandemijo še vedno ni doseglo ciljnih vrednosti ali sploh ne izplačuje dividend. Mogoče je, da bodo banke, ki imajo bolj omejen razpoložljivi kapital ali se srečujejo z drugimi regulativnimi omejitvami, povečale dividende, ko se bodo njihove razmere normalizirale in se bo povečal medsebojni pritisk, kar bi povzročilo nadaljnje povečanje skupnih dividend v prihodnosti.

Navadno banke razdelijo več kapitala, kadar ustvarijo več dobička, imajo bolj kakovostno aktivo (merjeno z deležem nedonosnih posojil) in so bolj likvidne, poleg tega pa ponavadi izravnavajo izplačila skozi čas, kar je prikazano z odloženo razdelitvijo (graf C). Takšne korelacije potrjuje večletna ekonometrična analiza, ki kaže, da je donosnost skupnih izplačil bank (tj. izplačil kot odstotka lastniškega kapitala banke) odvisna od odlogov izplačil ter donosnosti lastniškega kapitala (ROE) in deleža nedonosnih posojil v bankah (graf D), kar je v skladu z literaturo.⁶⁵ Po ocenah vsaka dodatna odstotna točka donosnosti lastniškega kapitala v bančnem sektorju kot celoti pomeni 2 milijardi EUR večja izplačila. Povečanje neto obrestnih marž bank ob zaostrovanju denarne politike od sredine leta 2022 je verjetno pozitivno prispevalo k dosedanjji razdelitvi kapitala bank. Hkrati bi lahko zaostrovanje sčasoma povzročilo zmanjšanje dobičkonosnosti, saj bo rast posojil oslabela, kreditno tveganje se bo povečalo in depozitne obrestne mere zvišale, kar bo omejevalo prostor za nadaljnja izplačila. Poleg tega analiza kaže tudi, da banke z boljšo likvidnostno pozicijo, kar kaže količnik likvidnostnega kritja, izvršujejo večja izplačila. Na splošno se zdi, da so v zadnjih letih največ dividend razdelile banke, ki so imele najtrdnejši položaj.⁶⁶

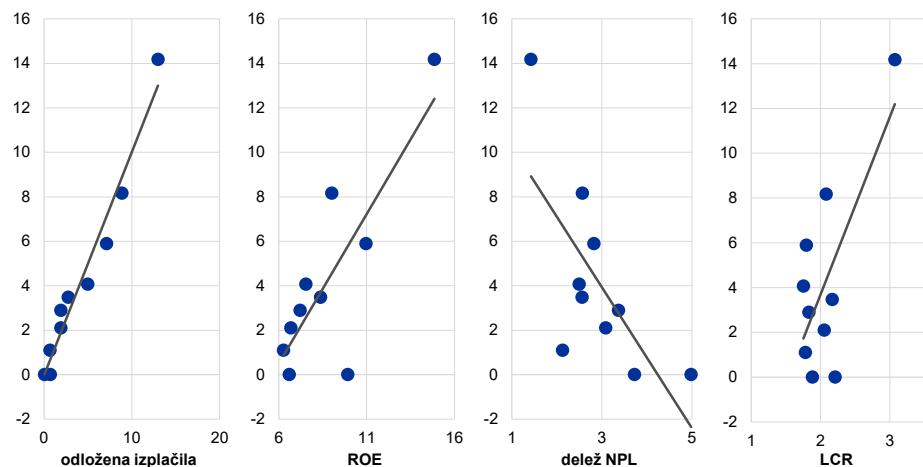
⁶⁵ Glej med drugim Belloni, M., Grodzicki, M., in Jarmuzek, M., »Why European banks adjust their dividend payouts?«, *Working Paper Series*, št. 2765, ECB, januar 2023; Theis, J., in Dutta, A. S., »Explanatory factors of bank dividend policy: revisited«, *Managerial Finance*, 35, izdaja 6, 2009; in Dickens, R. N., Casey, K. M., in Newman, J. A., »Bank Dividend Policy: Explanatory Factors«, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 41, št. 1/2, 2002, str. 3–12.

⁶⁶ Poleg tega nadaljnji izračuni kažejo, da razmerje med izplačili in razpoložljivim kapitalom izhaja tudi iz dejstva, da izmed bank v vzorcu, ki vlagateljem napovejo ciljni kapitalski količnik, večja izplačila izvedejo tiste, ki imajo večji presežek kapitala.

Graf C

Izplačila dobička za leto 2022 v primerjavi z odlogom izplačil, donosnost lastniškega kapitala, delež nedonosnih posojil in količnik likvidnostnega kritja

(os x: odstotni deleži lastniškega kapitala (prva in druga slika), odstotni deleži posojil (tretja slika) in količnik likvidnostnega kritja (četrtja slika); os y: odstotni deleži lastniškega kapitala)



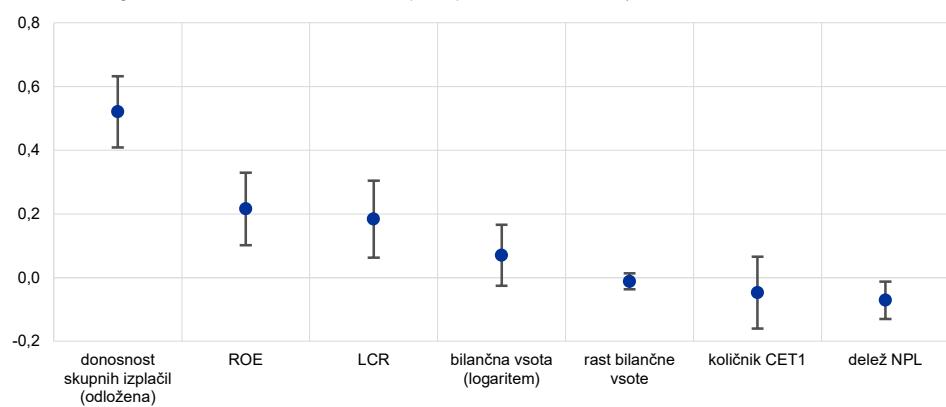
Viri: računovodski izkazi bank, nadzorniško poročanje ECB in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje decile porazdelitve donosnosti letnih izplačil bank (dividend in odkupov delnic, deljenih s knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala) iz dobička za leto 2022 glede na njihov odlog (prva slika) ter odložene vrednosti donosnosti lastniškega kapitala (ROE) (druga slika), deleža nedonosnih posojil (NPL) (tretja slika) in količnika likvidnostnega kritja (LCR) (četrtja slika). Odlog donosnosti lastniškega kapitala, količnika likvidnostnega kritja in deleža nedonosnih posojil znaša eno leto.

Graf D

Regresijski koeficienti, ki pojasnjujejo donosnost skupnih izplačil iz dobička za leta od 2016 do 2022

(regresijski koeficienti, ki prikazujejo vpliv ene odstotne točke odložene donosnosti skupnih izplačil, donosnosti lastniškega kapitala, količnika likvidnostnega kritja, rasti bilančne vsote, količnika navadnega lastniškega temeljnega kapitala in deleža nedonosnih posojil ter ene enote logaritma bilančne vsote na donosnost skupnih izplačil v odstotnih točkah)



Viri: računovodski izkazi bank, nadzorniško poročanje ECB in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje koeficiente regresije letne donosnosti skupnih izplačil bank (dividend in odkupov delnic, deljenih s knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala) na njihov odlog ter odložene vrednosti donosnosti lastniškega kapitala (ROE), količnika likvidnostnega kritja (LCR), velikosti banke (logaritem bilančne vsote), medletne stopnje rasti bilančne vsote, količnika navadnega lastniškega temeljnega kapitala (CET1) in deleža nedonosnih posojil (NPL). Regresije vključujejo tudi letne fiksne učinke. Pojasnjevalne spremenljivke so odložene za eno leto. Spremenljivke so prilagojene (srednja vrednost 0 in standardna napaka 1). Črne daljice označujejo 90-odstotni interval zaupanja. Standardne napake so združene v skupine na ravni bank. Vzorčno obdobje vključuje poslovna leta od 2016 do 2022, razen leta 2019 zaradi priporečila bančnega nadzora v ECB o dividendah in odkupih delnic. Zadnji podatki se nanašajo na razdelitev dobička za leto 2022 (ki se izplača v letu 2023). Rezultati se nanašajo na vzorec 57 bank v euroobmočju.

Medtem ko so imela nedavna izplačila pozitiven signalni učinek na finančne trge, so bila večja obljubljena izplačila povezana z manjšo ponudbo kreditov bank in višjimi obrestnimi merami za posojila, kar je morda prispevalo k dosedanji transmisiji zaostrovanja denarne politike. Banke, ki so napovedale večjo donosnost skupnih izplačil na podlagi dobička za leto 2022, so med epizodo pretresov na finančnih trgih marca 2023 zabeležile manjše povečanje stroškov lastniškega kapitala (graf E). To bi bilo lahko posledica dejstva, da so večja izplačila izvršile banke z boljšim finančnim rezultatom, do neke mere pa tudi signalnega učinka. Ta učinek bi bil skladen z ugotovitvami drugih nedavnih analiz in kaže, da bi večja izplačila, napovedana v zadnjih letih, lahko okreplila posredniško sposobnost bank v stresnih razmerah.⁶⁷ Hkrati obstajajo določeni znaki o negativnem razmerju med vnaprej napovedanimi izplačili in ponudbo kreditov od začetka normalizacije denarne politike. Iz podrobnejših podatkov v registru kreditov podjetjem v euroobmočju (AnaCredit), izločitvijo povpraševanja po kreditih in drugih zavajajočih dejavnikov, je razvidno, da so dividende iz dobička za leto 2021 (izplačane leta 2022) negativno povezane z rastjo kreditov in pozitivno z bančnimi obrestnimi merami na posojila v letu 2022, kar kaže manjšo ponudbo kreditov s strani bank z višjimi stopnjami dividend v primerjavi z letom 2022 (glej graf F). Enako izplačila, napovedana za poslovno leto 2022, kažejo negativno povezavo z bančno ponudbo kreditov za leto 2022, kar bi lahko pomenilo, da so banke razdelitev kapitala načrtovale na podlagi predhodnih dobičkov v tekočem letu do danega datuma in projekcij dobička ob koncu leta ter prilagodile svojo posojilno kapaciteto in splošneje upravljanje bilanc v letu 2022, pri čemer so upoštevale svoje načrte za izplačilo dividend v naslednjem letu na podlagi prihodkov v letu 2022.⁶⁸ Dejstvo, da so bila izplačila iz dobička za leto 2022 za približno eno odstotno točko donosnosti skupnih izplačil večja kot pred pandemijo, bi bilo po ocenah povezano s približno enoodstotnim zmanjšanjem obsega posojil, čeprav bi lahko ta korelacija vključevala tudi dejavnike, povezane s splošno upočasnitvijo rasti posojil v okviru zaostrovanja denarne politike. Poslovno leto 2022 je sovpadlo s prvo fazo cikla zaostrovanja, kar je banke morda spodbudilo k omejitvi ponudbe kreditov, da bi lahko razdelile kapital, ko jim je dobičkonosnost to dovoljevala. Zaradi medsebojnega vpliva med razdelitvijo kapitala in transmisijskim mehanizmom denarne politike je zato treba v prihodnjih letih izplačila spremljati.

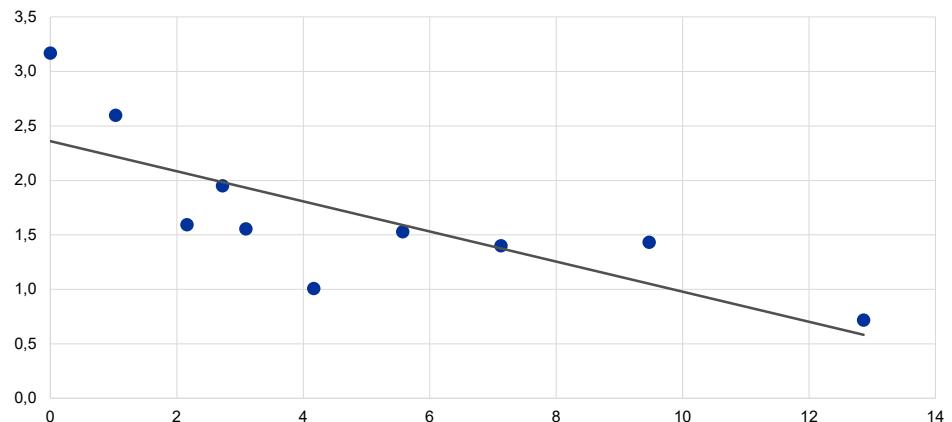
⁶⁷ Glej okvir z naslovom »Dividend payouts and share buybacks of global banks«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2020.

⁶⁸ To je v skladu s težnjo bank, da svoje dividende skozi čas izravnavajo, kot je navedeno zgoraj. Nekatere napovejo večletna ciljna izplačila, kar pomeni, da kljub negotovosti glede rezultatov konec leta ob začetku novega leta vedo, koliko znaša ciljna dividenda za zadnje leto. Regresiranje ponudbe kreditov za leto 2022 na dividende in izplačila iz dobička za leto 2022 lahko povzroči obratno vzročnost. Vendar bi bila pristranskost konservativna, saj bi večji dobički zaradi večjih posojil morali povzročiti višje dividende. Tako ocenjeni koeficienti so zato verjetno spodnja meja. Konservativna pristranskost bi se stopnjevala, saj je večja verjetnost, da je okrevanje izplačil po pandemiji vplivalo na dobiček v letu 2021, kar bi moralo povzročiti dodatno pristranskost koeficienta v tej specifikaciji v smeri proti nič.

Graf E

Sprememba stroškov lastniškega kapitala bank med februarjem in marcem 2023 ter donosnost skupnih izplačil iz dobička za leto 2022

(os x: donosnost skupnih izplačil (v odstotnih točkah); os y: sprememba stroškov lastniškega kapitala (v odstotkih))



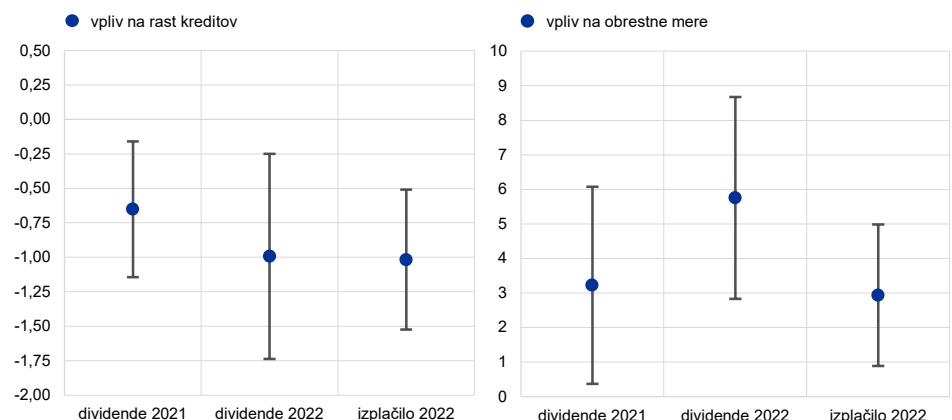
Viri: računovodske izkazi bank, Bloomberg, Refinitiv in izračuni ECB

Opombe: V grafu so na osi x prikazani decili porazdelitve letne donosnosti skupnih izplačil bank iz dobička za leto 2022 (dividende in odkupi delnic, deljeni s knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala) glede na spremembo stroškov lastniškega kapitala bank med februarjem in marcem 2023, prikazano na osi y. Stroški lastniškega kapitala so povprečje desetih ocen, temelječih na modelu (na voljo na ravnih bank) iz Altavilla, C., et al., »Measuring the cost of equity of euro area banks«, Occasional Paper Series, št. 254, ECB, januar 2021. Polna črta prikazuje regresijsko premiko v razsevnem diagramu.

Graf F:

Vpliv izplačil iz dobička za leti 2021 in 2022 na rast kreditov in obrestne mere v letu 2022

(regresijski koeficienti, ki prikazujejo vpliv ene odstotne točke dividendne donosnosti ali donosnosti skupnih izplačil na rast kreditov v odstotnih točkah in obrestne mere v bazičnih točkah)



Viri: računovodske izkazi bank, nadzorniško poročanje ECB in izračuni ECB

Opombe: Graf prikazuje koeficiente regresije rasti kreditov in spremembe obrestnih mer na ravnih bank v letu 2022 na letno dividendno donosnost bank za dobiček v letih 2021 in 2022 (dividende, deljene s knjigovodsko vrednostjo lastniškega kapitala) ter donosnost skupnih izplačil iz dobička za leto 2022 (dividende in odkupi delnic, deljeni s knjigovodsko vrednostjo kapitala). Kontrolne spremenljivke so donosnost lastniškega kapitala, količnik likvidnostnega krija, razmak v višini navadnega lastniškega temeljnega kapitala nad kapitalskimi zahtevami, letna stopnja rasti bilančne vsote, velikost banke (logaritem bilančne vsote), delež nedonosnih posojil in fiksni učinki po podjetjih. Pojasnjevalne spremenljivke so odložene za eno leto. Črne dajlice označujejo 90-odstotni interval zaupanja. Zadnji podatki se nanašajo na razdelitev dobička za leto 2022 (ki se izplača v letu 2023).

Javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju petnajst let po veliki finančni krizi

Pripravila Marien Ferdinandusse in Benoit Lichtenauer

Med svetovno finančno krizo in po njej je večina vlad držav v euroobmočju zaradi ohranjanja finančne stabilnosti zagotovljala podporo posameznim finančnim institucijam.⁶⁹ Ukrepi so vključevali kapitalske injekcije, nacionalizacijo bank, prevzem oslabljenih naložb prek javnih finančnih struktur za odkup slabega premoženja (»slabe banke«) in dajanje posojil. V tem okvirju obravnavamo neposredni vpliv pomoči na javne finance euroobmočja, ki se kaže tudi petnajst let pozneje. Vpliv na javne finance je mogoče povzeti tako:

- Če so te operacije predstavljale nedvoumno izgubo za vlado, so razvrščene kot kapitalski transferji, ki povečujejo proračunski primanjkljaj.
- Če je vlada prejela delnice v banki ali dolžniške vrednostne papirje, ki naj bi bili enakovredni zagotovljeni kapitalski injekciji, se zadevni podporni ukrep šteje za finančno transakcijo, ki vpliva na bruto javni dolg, ne pa na primanjkljaj.
- Če je vlada v pomoč finančnemu sektorju izdala tudi poroštva, ta pomenijo pogojne obveznosti, ki vplivajo le na javne finance, če so unovčena.

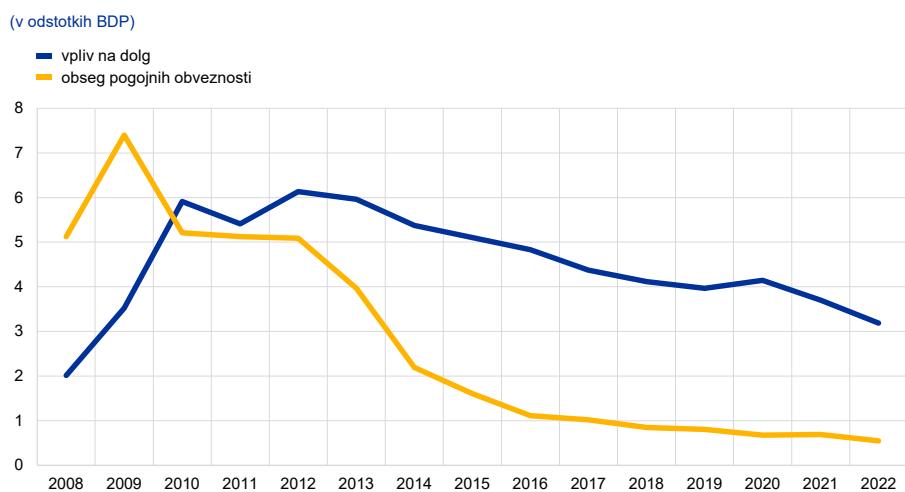
Vpliv ukrepov finančne podpore, sprejetih med veliko finančno krizo, se je precej zmanjšal, vendar ti še vedno zaznamujejo javne finance. Kar zadeva celotno euroobmočje, so ukrepi finančne podpore, sprejeti od leta 2007, javni dolg povečevali do leta 2012, ko je njihov vpliv dosegel najvišjo raven, tj. več kot 6 odstotnih točk BDP (graf A). Od takrat se je njihov vpliv na dolg zmanjšal, saj so vlade lahko prodale lastniške deleže, ki so jih pridobile v bankah med krizo, in odprodale naložbe (predvsem nedonosna posojila) v imetju slabih bank. Vseeno je bil leta 2022 javni dolg v euroobmočju zaradi podpore finančnem sektorju še vedno za več kot 3% BDP večji, poroštva pa so znašala okrog 0,5% BDP (graf A). Financiranje podpore finančnemu sektorju je vključevalo dolžniške vrednostne papirje (dobra polovica), posojila (17,7%) in druge obveznosti subjektov širše

⁶⁹ Opis finančne krize ter sprejetih javnofinančnih in finančnih ukrepov je v »[Euro area fiscal policies and the crisis](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 109, ECB, Frankfurt na Majni, april 2010, in v »[Extraordinary measures in extraordinary times – public measures in support of the financial sector in the EU and the United States](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 117, ECB, Frankfurt na Majni, julij 2010. Več informacij o statistični razvrstitvi podpornih ukrepor in njihovem vplivu na javne finance je v članku z naslovom »[The fiscal impact of financial sector support during the crisis](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 6, ECB, 2015; v članku z naslovom »[Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact](#)«, *Statistics Paper Series*, št. 7, ECB, Frankfurt na Majni, april 2015; v okviru z naslovom »[Javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju: Kje smo po desetih letih od finančne krize?](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 6, ECB, 2018. Pravila nacionalnih računov, ki se uporabljajo za statistično evidentiranje podpore finančnim institucijam, so bila sčasoma spremenjena. Zato se je zdodovinski vpliv teh javnih intervencij včasih precej spremenil v primerjavi z omenjenimi publikacijami. Od prvega sklepa Eurostata o statističnem evidentiranju javnih intervencij v pomoč finančnim institucijam iz leta 2009 so se ta pravila nadalje spremenjala še do zelo nedavnega (glej posodobljeno poglavje 4.5 »[Government intervention to support financial institutions: financial bailouts and deferasance structures](#)« v novi izdaji [priročnika o javnofinančnem primanjkljaju in dolgu](#), objavljeni leta 2022).

opredeljene države (28,8%).⁷⁰ Slednjo kategorijo sestavlja predvsem dolg (i) bank, ki so bile nacionalizirane in prerazvrščene v sektor širše opredeljene države, in (ii) slabih bank.

Graf A

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na dolg euroobmočja in potencialni vpliv na dolg iz naslova pogojnih obveznosti, 2008–2022



Vir: Eurostat.

Opombe: Obveznosti širše opredeljene države iz naslova ukrepov v podporo finančnemu sektorju vplivajo na opazovani dolg. Pogojne obveznosti so obveznosti v obliki izrecnih poroštev, ki nimajo nobenega učinka na državne račune (razen prihodkov iz provizij za izdana poroštva), če ali dokler se v prihodnosti ne zgoditi določen dogodek.

Zaradi podpornih ukrepov se javnofinančni primanjkljaj euroobmočja od finančne krize vsako leto poveča, čeprav je vpliv v zadnjih letih postal zelo majhen (graf B). V nekaterih zgodnejših letih so k vplivu na primanjkljaj najbolj prispevali kapitalski transferji. V poznejših letih so bili z omenjeno podporo povezani izdatki – predvsem za obveznosti iz obresti in, v manjši meri, kapitalske transferje – večji kot s tem povezani prihodki, ki izhajajo predvsem iz prejetih obrest in dividend.⁷¹

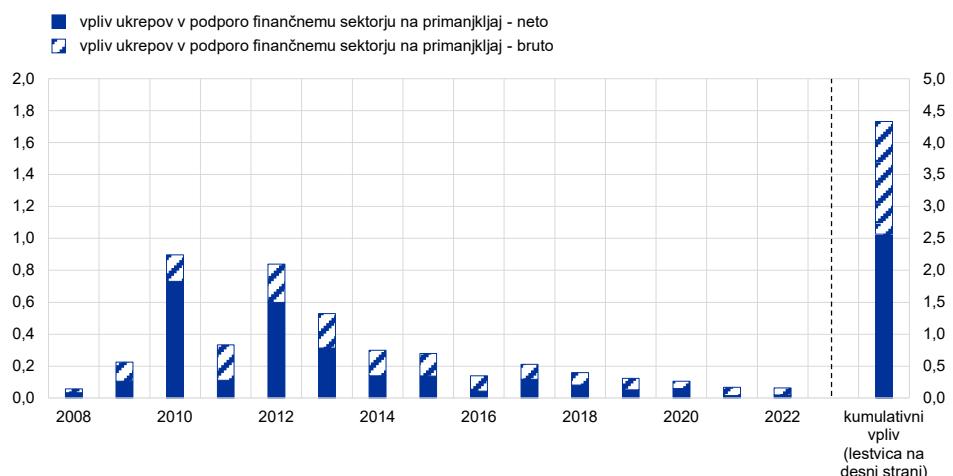
⁷⁰ Več podrobnosti je v Eurostatovem [informativnem dopisu](#) iz aprila 2023 o vladnih ukrepih za podporo finančnim institucijam.

⁷¹ V zvezi s tem je mogoče pronicljivo primerjavo izpeljati iz javnofinančnega vpliva ukrepov energetske podpore v euroobmočju v prvih dveh letih energetske krize. Kumulativni neto vpliv pomoči finančnemu sektorju med letoma 2008 in 2022 na primanjkljaj v euroobmočju je znašal okrog 2,6% BDP iz leta 2022, medtem ko je neto vpliv ukrepov energetske podpore v prvih dveh letih energetske krize (2021–2022) znašal okrog 1,9% BDP. Glej tudi okvir z naslovom »[Informacije o odzivih javnofinančne politike v euroobmočju na energetsko krizo in visoko inflacijo](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2023.

Graf B

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na primanjkljaj v euroobmočju

(v odstotkih BDP)



Vir: Eurostat.

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na javne finance se med državami euroobmočja precej razlikuje. Nekaj držav ni sprejelo nobenega ali skoraj nobenega ukrepa, medtem ko je bil največji vpliv na razmerje med dolgom in BDP na ravni blizu 10% ali več v desetih državah euroobmočja, vključno z Nemčijo, Nizozemsko, Latvijo, Avstrijo in Slovenijo, v štirih državah euroobmočja, ki so potrebovale program prilagoditev EU/Mednarodnega denarnega sklada (MDS) (Irska, Grčija, Ciper in Portugalska), in v Španiji,⁷² ki je leta 2012 zaprosila za finančno pomoč iz Evropske družbe za finančno stabilnost/Evropskega mehanizma za stabilnost. Vpliv na dolg v državah upravičenkah do programov prilagoditev EU/MDS je bil leta 2022 še vedno večji, v nekaterih primerih tudi precej večji, od 10 odstotnih točk (graf C).⁷³

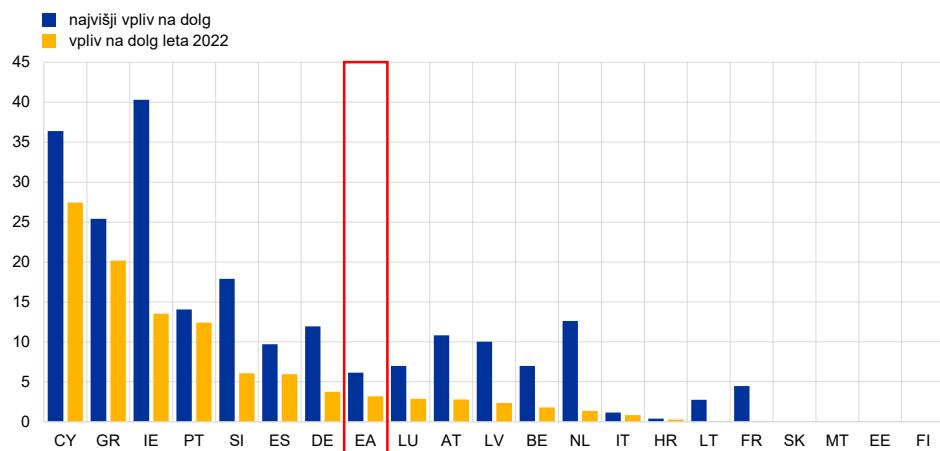
⁷² V Španiji je bil vpliv javne pomoči finančnemu sektorju na javni dolg precej spremenjen (vključno s preteklimi podatki) leta 2021, ko je bila družba za upravljanje premoženja Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria (SAREB) za nazaj prerezvrščena v sektor države od ustanovitve leta 2012. Za več informacij glej [pismo](#) Eurostata španskemu nacionalnemu statističnemu uradu Instituto Nacional de Estadística z dne 16. februarja 2021 o sektorski prerezvrstitvi družbe SAREB.

⁷³ Kar zadeva Irsko, se zaradi vpliva davčnih operacij multinacionalnih podjetij na BDP vpliv na dolg bolje meri kot odstotek spremenjenega bruto nacionalnega dohodka (BND*) in ne kot odstotek BDP. Vpliv pomoči finančnemu sektorju na dolg je najvišjo raven (53% BND*) dosegel leta 2013, leta 2022 pa je znašal 25%.

Graf C

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na bruto javni dolg

(v odstotkih BDP)



Vir: Eurostat.

Opombe: Graf prikazuje najvišje obveznosti širše opredeljene države, izražene kot odstotek BDP v obdobju 2007–2022 in v letu 2022. Države so razvrščene glede na vrednost iz leta 2022.

Dolgotrajni neposredni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na javne finance, predstavljen v tem okvirju, je le del skupnih ekonomskega stroškov finančne krize. Ti so se uresničili tudi v obliki izgubljene gospodarske aktivnosti in večje brezposelnosti. Poleg tega so se v nekaterih državah neugodna gibanja financ finančnega sektorja in države medsebojno krepila, pri čemer so prispevala k zviševanju stroškov državnega financiranja ter k poslabševanju finančne in gospodarske krize. Zaradi tega se je povečalo razmerje med dolgom in BDP, ki v ocene v tem okvirju ni vključeno. Vsi ti dejavniki ponazarjajo, kako pomembno je imeti vzpostavljen potreben institucionalni okvir za preprečevanje obdobjij makroekonomske in finančne nestabilnosti ter zmanjševanje njihovih stroškov, če bi se pojavila. Po veliki finančni krizi so bile v EU izvedene reforme za izboljšanje nadzora finančnega sektorja, urejenega reševanja propadajočih finančnih institucij, vzdržnosti javnih financ in odpornosti držav kot posojiljemalk, na primer z ustanovitvijo enotnega mehanizma nadzora, enotnega mehanizma za reševanje in Evropskega fiskalnega odbora.⁷⁴

⁷⁴ Več informacij o enotnem mehanizmu nadzora, enotnem mehanizmu za reševanje in Evropskem fiskalnem odboru.

Članki

1 The euro area current account after the pandemic and energy shock

Prepared by Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastorini and Martin Schmitz

1 Introduction

In 2022 the euro area current account balance recorded a deficit of 0.8% of euro area GDP compared with a surplus of 2.8% in 2021 – a deterioration of 3.6 percentage points.⁷⁵ This constituted the biggest annual change in the euro area current account balance on record as the terms-of-trade shock from rising energy prices following Russia's invasion of Ukraine triggered a substantial worsening of the euro area trade balance.⁷⁶ Since the introduction of the euro in 1999, the euro area current account balance has been through several distinct phases. After being in deficit in the early 2000s, it maintained a roughly balanced position until the global financial crisis, when it sharply deteriorated to reach a historically high deficit of close to 2% of GDP in 2008. Following a period of consolidation, the euro area current account balance then recorded sustained surpluses between 2013 and 2019, before exhibiting some pandemic-induced volatility already in 2020 and 2021.⁷⁷

Changes in the current account balance capture information that can have implications for the conduct of monetary policy. For instance, a decline in the current account balance due to a surge in import prices and a deterioration in the terms of trade, as in the recent energy crisis, will on the one hand increase inflationary pressures through a change in relative prices. On the other hand, it will also depress domestic demand via the accompanying decline in real income, which over time will lead to a correction of the current account balance and mitigate the inflationary pressures. This has important implications for the required degree and duration of monetary tightening in response to a terms-of-trade shock.

This article provides an in-depth analysis of the factors driving the sharp reversal in the euro area current account balance in 2022 by considering developments in the various current account components and discussing the prospects for the recovery of the current account balance based on its medium-term determinants.

⁷⁵ The evolution of the euro area current account balance is closely linked to economic developments abroad. It measures transactions between euro area residents and non-euro area residents. It consists of the balance of trade in goods and services, net income from abroad recorded as primary income (such as interest and dividends) and net transfers recorded as secondary income (such as remittances and transfers related to the EU budget).

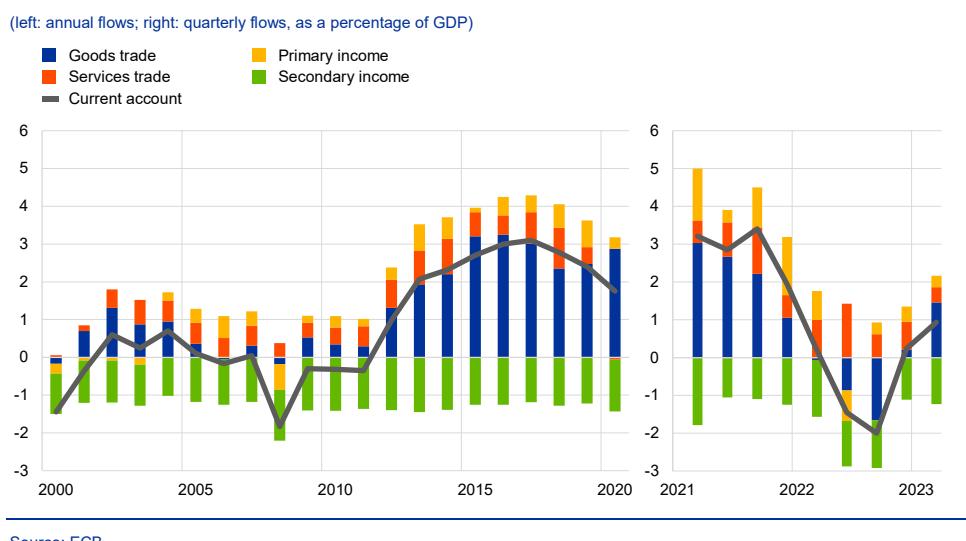
⁷⁶ The terms of trade measures export prices relative to import prices.

⁷⁷ See “Developments in the euro area current account during the pandemic”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2021.

2 The euro area current account after the pandemic and energy shock

After having been in surplus since 2012, the euro area current account balance fell sharply into deficit in 2022. The deficit amounted to 0.8% of euro area GDP in 2022, a fall of 3.6 percentage points compared with a surplus of 2.8% in 2021. This was the largest annual shift in the euro area current account balance on record (Chart 1).

Chart 1
Euro area current account balance



The deterioration in the current account balance was largely driven by goods trade. The goods trade balance switched from a surplus of 2.2% of GDP in 2021 to a deficit of 0.6% in 2022. At the same time, the surplus in the primary income balance declined from 1.1% to 0.2% of GDP. These developments were slightly offset by an increase in the surplus on trade in services from 0.8% to 0.9% of GDP, while the deficit on secondary income remained unchanged at 1.3% of GDP.

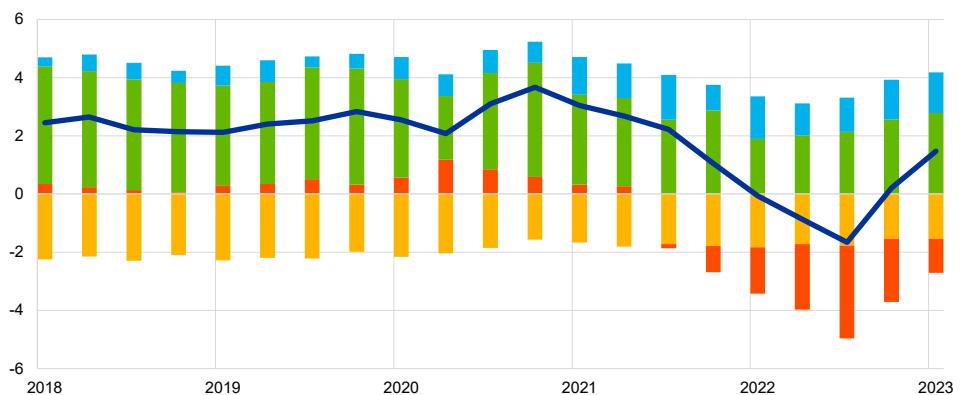
The shift in the goods trade balance from a surplus to a deficit largely reflected a temporary increase in the price of net energy imports. The energy goods trade deficit amounted to 4.0% of GDP in 2022, more than double its level of 1.9% in the previous year. A decomposition of exports and imports by product group into price and volume effects shows that this increase was in turn driven by higher energy prices (Box 1). These prices had already started to rise towards the end of 2021 and accelerated sharply following Russia's invasion of Ukraine in February 2022. The volume of imports showed smaller movements, as energy imports increased marginally until mid-2022, reflecting efforts to increase gas storage levels ahead of the winter. However, energy imports started to decline as of the autumn of 2022, on the back of energy conservation measures and favourable weather conditions. As energy prices receded in early 2023 the goods trade balance recovered and even returned to surplus in quarterly terms, also reflecting a recovery in non-energy goods net export volumes (Chart 2).

Chart 2

Euro area goods trade balance

(quarterly, as a percentage of GDP)

- Balance
- Energy, volume
- Energy, price
- Non-energy, volume
- Non-energy, price



Source: ECB staff calculations.

Notes: The latest observations are for the first quarter of 2023. Decomposition of the goods trade balance in the balance of payments (BoP) is performed using the methods described in Box 1 of this article. The BoP breakdown by product category is derived from International Trade in Goods Statistics. Energy includes trade under Standard International Trade Classification, Revision 3. Decomposition into price and volume components is performed by multiplying values by trade-weighted sums of individual quantity indices within respective product categories and subtracting them from the nominal trade values.

The balance of trade in non-energy goods also declined for most of 2022. The decline in the surplus in non-energy goods in the first half of 2022 reflected anaemic growth in non-energy export volumes, which fell short of the increase in the volume of non-energy goods imports. The latter grew robustly, despite the depreciation of the euro and moderate domestic demand, on account of a strong rise in imports of manufactured goods with a high energy content as euro area domestic production became less competitive given the asymmetric energy price shock.⁷⁸

Supply bottlenecks, including energy supply shocks, continued to hold back euro area goods export growth in 2022. The response to the coronavirus (COVID-19) pandemic included lockdowns that restricted supply, which together with fiscal transfers created buoyant demand for goods. These supply bottlenecks were amplified following Russia's invasion of Ukraine at the end of February 2022 and only began to ease from August of 2022. Chart 3 displays a historical decomposition obtained from a structural vector autoregression model. The results suggest that supply bottlenecks damped euro area goods export growth through 2022. Indeed, the negative drag of supply chain disruptions was still present in the early months of 2023 before the easing of supply bottlenecks eventually provided a boost to export growth in March of this year.⁷⁹ The energy supply shock initially played a minor role in euro area export performance but gained importance following Russia's invasion of Ukraine. These factors were partly offset by the depreciation in the nominal

⁷⁸ See the box entitled "How have higher energy prices affected industrial production and imports?", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023.

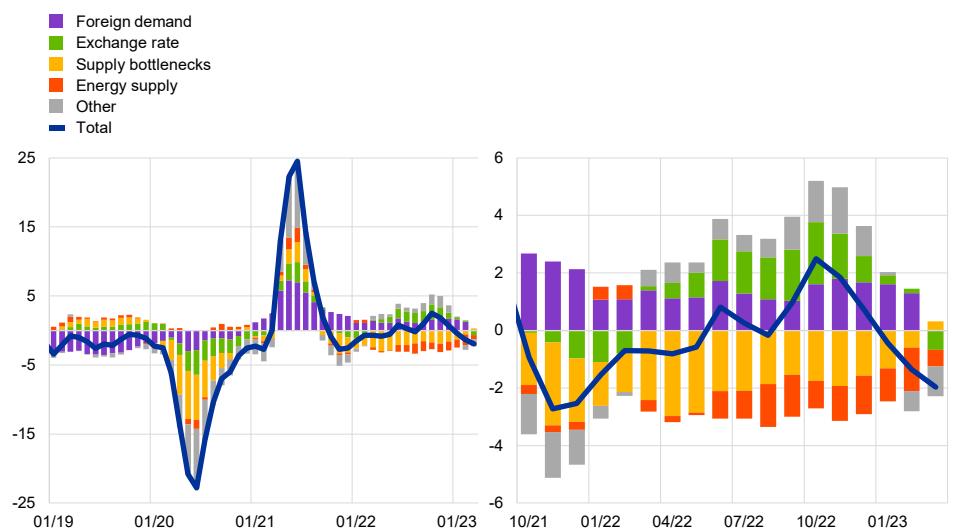
⁷⁹ The supply bottlenecks implied that euro area exporters could not fully meet foreign demand which provided positive impetus to euro area export growth on average in 2022 which however faded in the most recent months.

effective exchange rate of the euro last year, which increased price competitiveness during 2022.

Chart 3

Historical decomposition of goods export volumes

(three-month moving year-on-year percentage change, percentage point contributions)



Source: ECB.

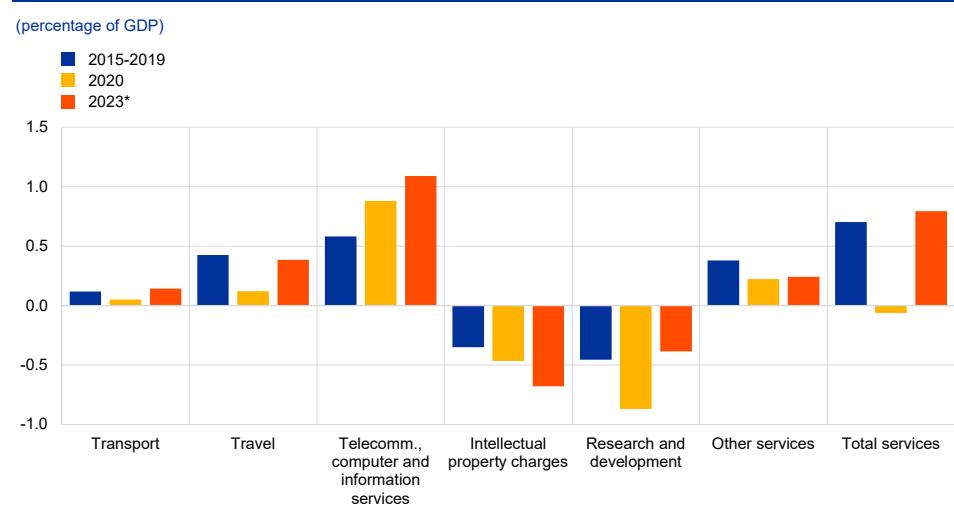
Notes: The chart shows deviations from steady state based on a structural vector autoregression model for data from January 2003 to March 2023. Sign restrictions on impact: (1) foreign demand, (2) bottlenecks, (3) energy supply, and (4) nominal-effective exchange rate shocks: euro area synthetic energy price index 3:(+); euro area energy intensive to non-energy intensive industrial production 2:(+), 3:(-); world imports 1:(+), 2:(-), 3:(-); euro area harmonised index of consumer prices 1:(+), 2:(+), 3:(+), 4:(-); supply chain pressure 1:(+), 2:(+); euro area exports 1:(+), 2:(-), 3:(-), 4:(-); nominal effective exchange rate 1:(+), 4:(+).

The surplus in the services balance provided a buffer to the euro area current account balance during the energy shock. Compared to before the pandemic, the main change was a larger surplus for information and telecommunication technology services which increased from 0.6% to 1.1% of euro area GDP in the latest four-quarter period (Chart 4), due to higher exports amid dynamic growth of this industry. The euro area surpluses in travel and transport services recovered to values close to their pre-pandemic levels, following the slump observed at the height of the pandemic in 2020 due to travel restrictions and the collapse in shipments of goods. In recent years sizeable deficits have been incurred on charges for the use of intellectual property, which have increased to 0.7% of GDP in the four most recent quarters. Sizeable deficits have also been incurred on research and development services, which exhibited pronounced volatility in euro area imports in recent years, linked to tax planning by large multinational enterprises (MNEs).⁸⁰

⁸⁰ For additional information on the impact of multinationals' operations on the euro area's external accounts see the article entitled "Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2020; and Lane, P.R., "Maximising the user value of statistics: lessons from globalisation and the pandemic", speech at the European Statistical Forum (virtual), 26 April 2021; and the box entitled, "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

Chart 4

Developments in the euro area services trade balance by main type of service



Sources: ECB and Eurostat.

Notes: "Other services" comprises the services trade categories not shown elsewhere in the chart. Average for the period 2015-2019 shown.

* 2023 refers to the period between the second quarter of 2022 and the first quarter of 2023.

In 2022 the euro area trade balance worsened particularly vis-à-vis China, Russia and the United States. The largest bilateral deficits were recorded with China, because of strong increases in goods imports, Russia, on account of imported energy products and plummeting exports after the onset of the war and the imposition of export sanctions, and a residual group of other countries including OPEC countries and Norway, due to imports of energy products (Chart 5). The trade deficit with Russia and China subsequently decreased slightly in the beginning of 2023, in line with an overall decline in energy prices and diversification of energy suppliers, as well as the lifting of COVID-19 restrictions in China. The decline in the trade surplus with the United States in 2022 was partly driven by the volatile development of services transactions related to the operations of large MNEs, as the euro area has since 2019 tripled its bilateral deficit in payments for the use of intellectual property and other business services.⁸¹ Additionally, euro area imports of goods from the United States increased substantially in the course of 2022, in line with increased demand for US liquified natural gas.⁸² The largest bilateral trade surpluses in 2022 were recorded with the United Kingdom, Switzerland and other EU countries.

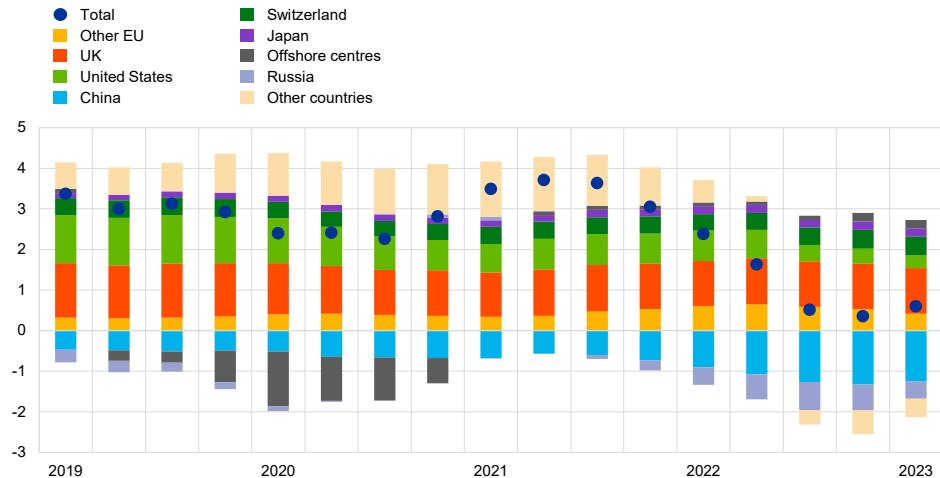
⁸¹ The substantial increase in payments to the United States that is related to charges for the use of intellectual property rights and other business services in the past two years is reflected in a corresponding decrease of such imports from offshore centres, to where most of these payments from the euro area were directed in 2019-2020. This points to recent restructuring operations by large MNEs including the relocation to the United States of intellectual property assets, previously held in subsidiaries in offshore centres. From the euro area perspective, these transactions mostly involve Ireland and the Netherlands, due to their role as hubs for large MNEs in the euro area.

⁸² For additional information on the EU natural gas market see the box entitled "Global risks to the EU natural gas market", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2023.

Chart 5

Euro area trade balance by trading partners

(four-quarter cumulated flows as a percentage of euro area GDP)



Sources: ECB and Eurostat.

Notes: "Other EU" comprises the non-euro area EU Member States and those EU institutions and bodies that are considered for statistical purposes as being outside the euro area, such as the European Commission and the European Investment Bank. "Offshore centres" comprises countries or jurisdictions outside the EU that provide financial services to non-residents on a scale that is disproportionate to the size of their domestic economy, including for example Hong Kong SAR and the Cayman Islands. "Other countries" includes all countries and country groups not shown in the chart, as well as unallocated transactions.

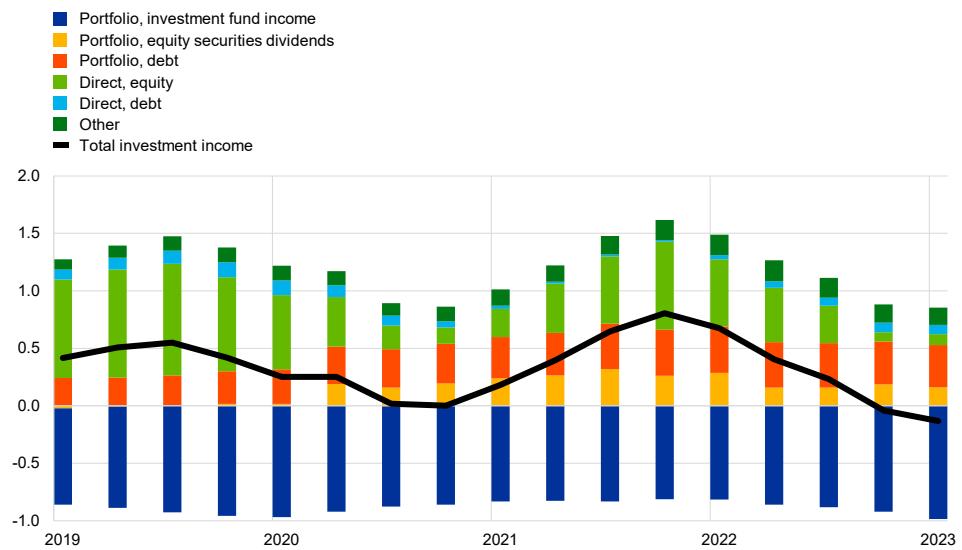
The primary income surplus deteriorated in 2022 due to lower net investment income, mainly because of a strong decline in the surplus on foreign direct investment (FDI), equity income and an increase in the deficit on investment fund share income.⁸³ In the course of 2022, the investment income balance switched to a small deficit (Chart 6) as the net income surplus on foreign direct investment (FDI) equity decreased substantially in 2022, reflecting mostly the strong volatility of income flows within the main euro area FDI hubs (Ireland, Luxembourg and the Netherlands). At the same time, euro area investment funds, domiciled predominantly in Ireland and Luxembourg, recorded higher income flows to their foreign investors in 2022. The global rise in interest rates observed since 2022 had a significant positive impact on portfolio debt income and other investment income paid to non-residents and received from abroad, while the net positive contribution of these items to the euro area investment income balance remained fairly stable.

⁸³ Investment income reflects the receipts and payments generated by an economy's external assets and liabilities (such as dividends and interest) and can be further decomposed into functional categories of the balance of payments (foreign direct investment, portfolio investment, other investment and reserve assets). Primary income, in addition to investment income, also includes compensation of employees and other primary income (mainly taxes and subsidies) which traditionally contribute positively to the euro area primary income balance.

Chart 6

Developments in the euro area investment income balance by main type of income

(four-quarter cumulated flows as a percentage of GDP)



Sources: ECB and Eurostat.

Note: "Other" includes income on reserve assets and other investment income.

Despite the current account deficit, the euro area remained a net lender in 2022 as the capital account recorded an exceptionally large surplus. Among the major components of the balance of payments identity, the euro area current and financial account balances have moved very much in tandem over the past two decades (Chart 7), while the capital account balance and net errors and omissions recorded small values.⁸⁴ However, the close link between the current and financial accounts ended in the course of 2022, with the financial account continuing to record positive, albeit declining net financial outflows (0.9% of GDP in the four most recent quarters).⁸⁵ This was due to a historically large capital account surplus (1.0% of GDP) mainly with the United States and United Kingdom, mostly on account of sales of marketing assets (such as brand names and logos).⁸⁶ These, in turn, reflected relocations of intangible assets within MNEs from euro area subsidiaries to non-euro area entities. Such large corporate restructuring operations are usually non-recurrent so their impact on euro area net lending should be transitory.

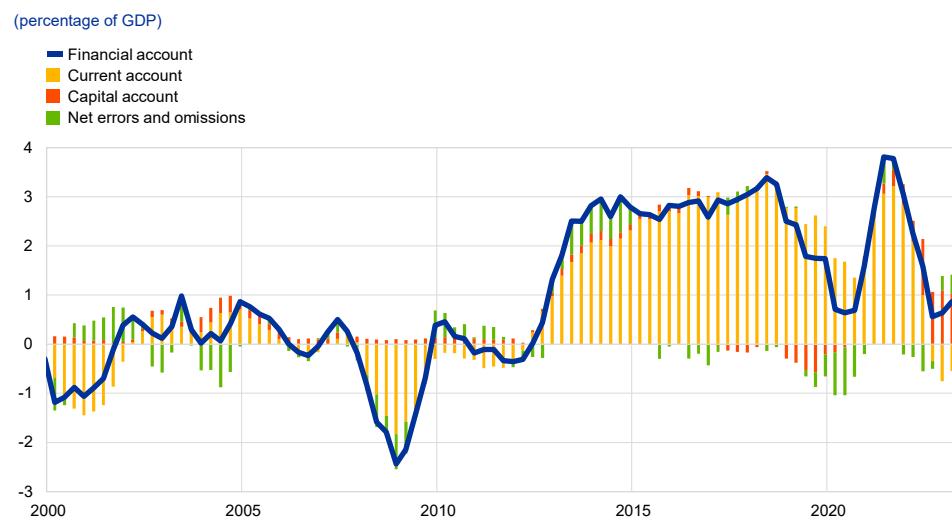
⁸⁴ According to the BoP identity, it holds that $CA + KA + EO = FA$ where CA stands for the current account balance, KA for the capital account balance, EO for net errors and omissions (capturing any statistical discrepancy), and FA for the financial account balance. The financial account balance is defined in terms of net financial outflows, i.e. the net purchases of foreign assets by domestic residents minus the net incurrence of liabilities by domestic residents with foreign residents.

⁸⁵ For additional information on the evolution of euro area external financial flows in 2022 see the box entitled "[The great retrenchment in euro area external financial flows in 2022 – insights from more granular balance of payments statistics](#)", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2023.

⁸⁶ The capital account mainly includes transfers of capital and transactions in non-produced non-financial assets, such as marketing assets.

Chart 7

Euro area balance of payments identity



Sources: ECB and Eurostat.

Note: Data shown as four-quarter moving sums up to the first quarter of 2023.

Taken together, the deterioration in the current account balance was mostly driven by a decline in the goods trade balance on the back of sharp increases in energy import prices. Receding energy import prices contributed to a recovery of the euro area current account to 0.9% of euro area GDP in the first quarter of 2023. However, the extent of the recovery in the euro area current account over the medium term is less clear as it hinges on the degree of persistence of the increase in energy prices and how the sequence of shocks over recent years has affected the medium-term drivers of the current account. These drivers of the current account and its medium-term prospects are discussed in the following section.

Box 1

Introducing product group breakdowns and price-quantity decompositions for goods trade in the euro area balance of payments

Prepared by Jerzy Niemczyk and Mykola Ryzhenkov

Recent commodity price surges and supply chain bottlenecks highlight the importance of a granular analysis of euro area goods trade that is consistent with the overall balance of payments. This box introduces two experimental breakdowns to facilitate such analysis, namely in terms of the type of goods and the contributions of prices and volumes to trade flows.

While a detailed breakdown in terms of types of goods is not available from euro area balance of payments (BoP) data, it can be estimated by using granular data from international trade in goods statistics (ITGS).⁸⁷ However, there are important conceptual differences between BoP and ITGS data, which have resulted in growing discrepancies for the euro area in recent years (Chart A, panel

⁸⁷ International trade in goods statistics (ITGS) published by Eurostat measure the value and quantity of goods traded among the EU Member States and with non-EU countries.

a).⁸⁸ Among the various possible approaches to decompose BoP goods exports and imports by product type, a simple proportional method, based on applying the trade structure observed in ITGS data to aggregate BoP figures, is most advantageous, also due to its computational simplicity.⁸⁹ Following this approach, BoP goods trade is broken down into five major product categories based on the Standard International Trade Classification (SITC): food, energy, chemicals, machinery and other goods.⁹⁰ The breakdown reveals that the deterioration in the trade balance since early 2021 was driven by an increasing deficit in energy products and a decreasing surplus in machinery (Chart A, panel b).

As regards the price-quantity decompositions, in the balance of payments, goods trade is measured in values without separate consideration of developments in quantities and prices, overlooking the potential for additional analytical insights. Although ITGS provide data with price-quantity breakdowns, these are based on highly aggregated deflators, which reduces both the precision and flexibility of the estimation. An experimental, more refined, bottom-up alternative for obtaining contributions of prices and volumes, offers greater analytical flexibility and ensures the additivity of the components. The calculations are based on the most granular trade in goods data available, specifically the 8-digit codes of the Combined Nomenclature (CN) classification.⁹¹ For each product i in product group j in quarter t , quantity indices are calculated as a ratio of the physical volume of trade in a given quarter relative to the respective average quarterly volume in 2013–2015, $\gamma_{i,j}^t = q_{i,j}^t / \bar{q}_{i,j}^b$. Aggregate quantity indices for product categories are obtained as a sum of quarterly single-good indices weighted by nominal trade structure in 2013–2015, i.e., $\gamma_j^t = \sum_i \omega_{i,j} \gamma_{i,j}^t$. Finally, the obtained aggregate quantity index is multiplied by the average BoP value in the base period, $q_j^t = \gamma_j^t \bar{v}_j^{2013–2015}$, and the price component is calculated as a difference between the value and volume series, i.e. $p_j^t = v_j^t - q_j^t$. Overall, this method offers a transparent way to examine price and volume contributions at any required level of aggregation, as demonstrated by Chart 2 of the main text.

⁸⁸ Discrepancies between the two datasets generally exist due to conceptual differences; in particular BoP statistics – and also national accounts data – are based on the concept of change in economic ownership, while ITGS record all goods crossing a country's border. Moreover, ITGS imports data require adjustments from a “cost, insurance and freight” (CIF) basis to a “free on board” (FOB) basis. In particular, the increase in transportation costs in recent years has led to an increased discrepancy between ITGS and BoP data.

⁸⁹ In practice the ratio between aggregate ITGS and BoP figures is computed for each period. Moreover, it is assumed that there is no heterogeneity in this ratio among the various product categories. Using the aggregate ratio one obtains the BoP value for each product category.

⁹⁰ The following product categories are defined: (i) Food: SITC groups 0 (Food and live animals) and 1 (Beverages and tobacco); (ii) Energy: SITC group 3 (Energy); (iii) Chemicals: SITC group 5 (Chemicals); (iv) Machinery: SITC groups 6 (Manufactured goods), 7 (Machinery and transport equipment) and 8 (Miscellaneous manufactured); (v) Other: SITC groups 2 (Crude materials), 4 (Animal/vegetable oil/fat/wax) and 9 (Other).

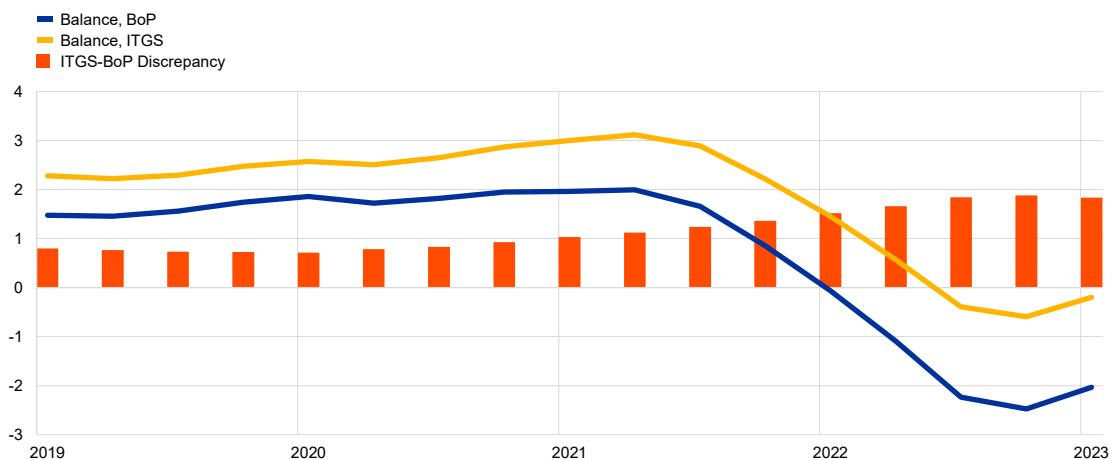
⁹¹ The method makes the following assumptions: (i) only products traded in every month between 2013 and 2022 are included, (ii) physical quantity is measured in kilograms, (iii) growth rates are trimmed at 1000%.

Chart A

Goods trade balance in the balance of payments: discrepancy with international trade in goods statistics and contributions of product categories

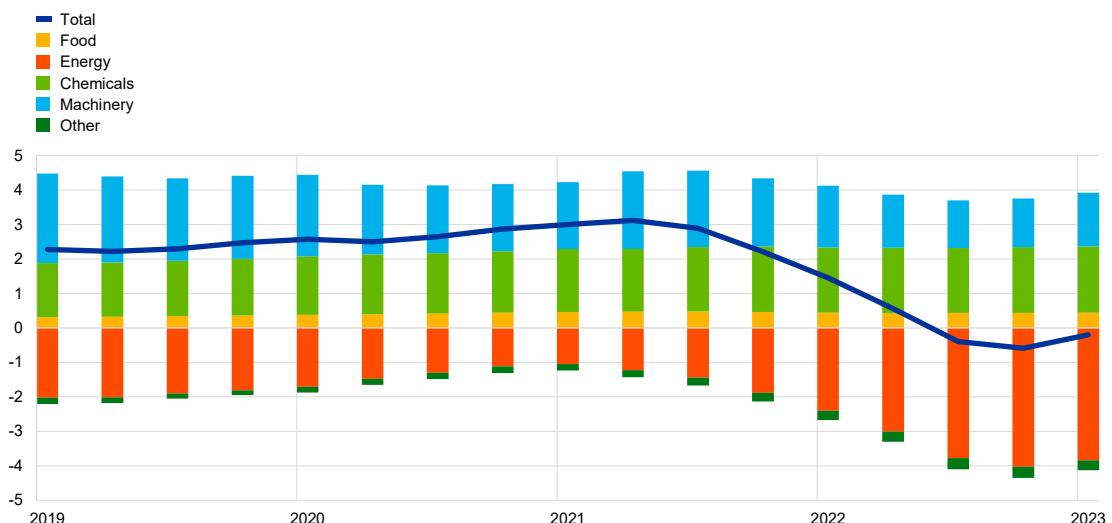
a) Discrepancy in BoP and ITGS goods trade balance

(percentage of GDP)



b) Goods trade balance and contributions of product categories

(percentage of GDP)



Sources: Eurostat, ECB balance of payments and ECB staff calculations.

Notes: Observations are moving sums of seasonally unadjusted data over four quarters, expressed as a percentage of euro area GDP in a respective period. The latest observations are for the first quarter of 2023.

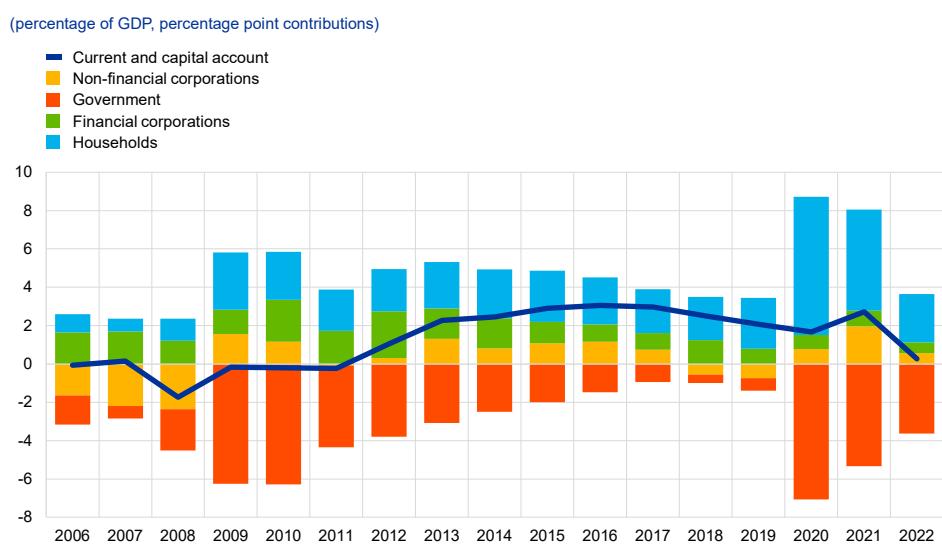
3 Drivers of the current account and its medium-term prospects

The evolution of the current account balance over the past three years reflected large swings in net lending of households, non-financial corporations

and the government.⁹² Following the outbreak of the coronavirus (COVID-19) pandemic, household net savings saw an unprecedented rise due to lockdown measures, which restricted consumption opportunities, and precautionary savings as well as government support, which protected household incomes.⁹³ At the same time, non-financial corporations turned from being net borrowers into net lenders, as firms received government support, cut costs, postponed new investments and hoarded cash for precautionary purposes.⁹⁴ However, this increase in private sector net savings was more than offset by an equally unprecedented fiscal expansion which led to a decrease in overall net lending, reflected by a lower current account surplus in 2020. As public sector net borrowing declined faster than private sector net lending in 2021, the current account balance increased again to close to historical highs. Escalating price pressures aggravated by the energy shock following Russia's invasion of Ukraine, however, decreased the flow of private sector net savings to such an extent that euro area net lending reached its lowest level in over a decade in 2022.⁹⁵

Chart 8

Euro area sectoral net lending/borrowing and the current and capital account



Source: ECB.

Substantial parts of the swings in the current account balance during 2022 were driven by cyclical factors, particularly the large swings in energy prices.
A decomposition of the current account balance into its cyclical and fundamental

⁹² The decomposition of net lending/borrowing reflects domestic sectoral balances taken from the non-financial sectoral accounts dataset, while the current and capital accounts data show net lending/borrowing to/from the rest of the world as reported in BoP data. The two indicators of net lending/borrowing are conceptually equivalent, while minor discrepancies between the two data sources may exist for periods before 2013.

⁹³ See the box entitled "Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2022.

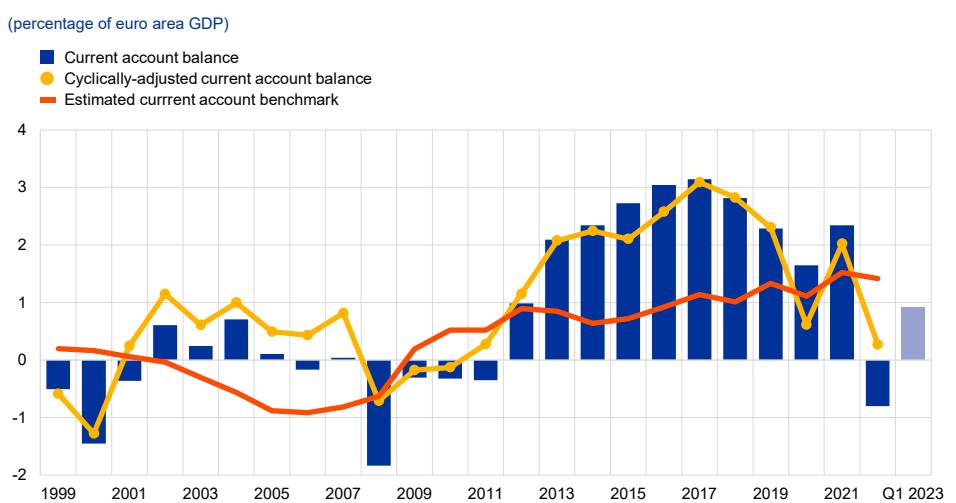
⁹⁴ See the box entitled "Non-financial corporate health during the pandemic", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

⁹⁵ The terms of trade shock caused by the energy crisis depressed real household incomes and lowered real consumption and investment. Yet this decline in real consumption and investment levels did not translate into higher net lending as the resultant increase in price levels led to an increase in expenditure and thus triggered a reduction in net lending.

components based on a standard current account benchmark model shows that about a third of the deterioration in the euro area current account during 2022 can be attributed to factors that are typically regarded as cyclical, including the deviation of energy prices from their medium-run trend (Box 2). As energy prices indeed receded from their record levels, the current account balance turned from a deficit of -0.8% to a surplus of 0.9% of euro area GDP in the first quarter of 2023. As a result, the current account balance now stands close to its model-based current account benchmark which is an estimate of the level of the current account balance that would be consistent with fundamentals over the medium-term (Chart 9).

Chart 9

Current account balance, cyclically-adjusted current account balance and current account benchmark

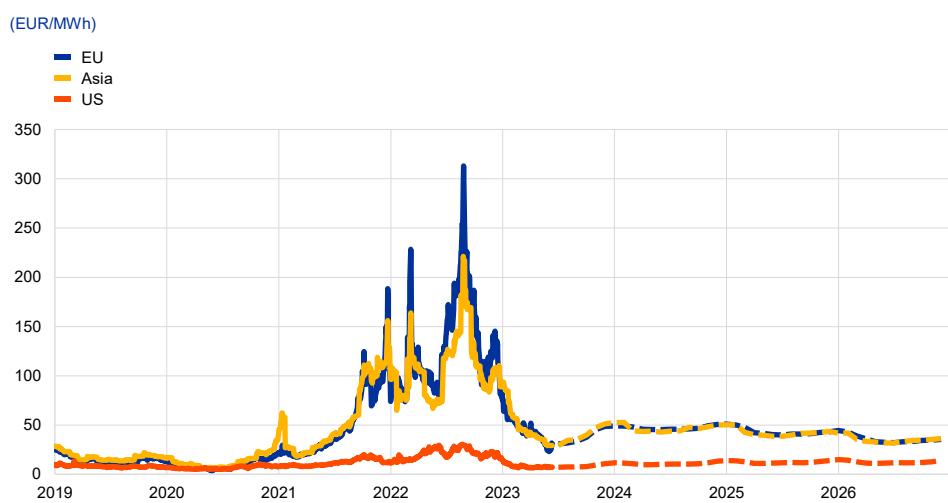


Sources: ECB.

Note: For more details see Box 2 of this article.

Looking ahead, the evolution of the current account will crucially depend on the extent to which the increase in energy prices will persist over the medium-term. Energy prices receded from their record levels but remain elevated compared to pre-2021 levels, particularly for gas. The price gap for gas, particularly vis-à-vis the United States, can be expected to remain elevated over the medium term given the role of the United States as a supplier of natural gas and the fact that pipeline gas from Russia had to be replaced by more costly liquified natural gas (see Chart 10). All else equal, this would imply a structurally lower euro area current account balance than before the energy shock. Lower energy import volumes, for example due to savings on the back of higher energy efficiency or substitution with domestic sources, could however mitigate the negative effect on the current account.

Chart 10
Gas prices



Source: Bloomberg.

Notes: EU refers to Dutch TTF, Asia refers to Nymex JMK and United States refers to Henry Hub. Solid lines refer to daily one-month ahead futures prices, dashed lines refer to monthly forward prices as of July 2023.

A worsening growth outlook relative to the rest of the world would support the euro area current account balance. To the extent that energy prices are to remain higher in the future, a worsening outlook for growth relative to the rest of the world and the associated permanent loss in income should be reflected in lower levels of consumption and investment, which would dampen the negative impact of the energy price shock on the current account balance in the medium run.

The pandemic and Russia's invasion of Ukraine also affected euro area demographics. In particular, the influx of refugees had a positive net impact on the demographic outlook for the euro area.⁹⁶ Rapidly ageing economies like the euro area tend to register a more positive current account balance while the opposite holds for countries with faster population growth and a high old-age dependency ratio due to dissaving. According to Eurostat's latest demographic projections, the old-age dependency ratio is expected to slightly improve compared to the 2019 projections in the coming decades.⁹⁷ That being said, the euro area's population is still projected to continue ageing and to shrink significantly over the coming generations, also relative to the rest of the world. Hence, demographic factors are likely to continue to support the euro area current account balance in the medium term.

The expected fiscal consolidation in the euro area over the coming years is a further factor that should support the current account surplus. According to the

⁹⁶ The euro area labour force increased between 0.3% and 0.5% due to the influx of Ukrainian refugees in 2022 and the impact could further increase as the war continues, according to Botelho, V. and Häggele, H., “Integrating Ukrainian refugees into the euro area labour market”, *The ECB Blog*, 1 March 2023.

⁹⁷ Relative to the 2019 projections, the old-age dependency ratio is projected to improve by 0.6 percentage points by 2025 and 1.4 percentage points (to 51%) by 2050. See the box entitled “EUROPOP2023 demographic trends and their euro area economic implications”, *ECB Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

latest ECB staff projections government balances in the euro area are expected to improve. The structural government deficit is projected to decline from 3.2% of GDP in 2022 to 2.5% of GDP by 2025, which is faster than in the rest of the world and should thus support the euro area current account balance.⁹⁸

At the same time, public and private expenditure for greening the economy, ensuring energy security and adapting to geopolitical uncertainty could weigh on the current account. Greening the economy will require substantial investment. For example, to achieve the goals of the European Green Deal, the European Commission has pledged to mobilise at least €1 trillion in sustainable public and private investments over this decade.⁹⁹ At the same time, increased geopolitical uncertainty is not only likely to be met with higher defence spending but also likely to lead to geo-economic fragmentation.¹⁰⁰ To the extent that geo-economic fragmentation will trigger a reconfiguration of global supply chains away from the most price-competitive producers, this can be expected to increase the cost of imported intermediate goods. This, in turn, would weigh on euro area export competitiveness lowering the current account balance given its upstream position in global supply chains and relatively strong reliance on intermediate goods imports.

Box 2

A medium-term current account benchmark for the euro area

Prepared by Lorenz Emter and Michael Fidora

This box discusses the current account benchmark model used in the analysis of medium-term drivers of the current account. The model used in the analysis closely follows Zorell (2017) and is set up in the spirit of the IMF External Balance Assessment (EBA) model.¹⁰¹ It provides a medium-term benchmark for the current account balance that is consistent with economic fundamentals and desired policies.

The current account benchmark model relates the current account balance to several macroeconomic determinants documented in the literature. These determinants are selected based on their conceptual underpinning and on whether the estimated coefficients are consistent with the theoretical priors, statistically significant and robustly associated with the current account balance. Specifically, the model relates the current account balance, expressed as a percentage of GDP, to a broad set of determinants, including cyclical variables (such as the output gap and energy price fluctuations), fundamental variables (such as demographics and future expected income growth), and policy variables (such as the structural fiscal balance). The model takes the following form, where CA corresponds to the current account balance, while Y represents cyclical variables, F exogenous fundamental variables and P the set of policy variables. Most variables are expressed

⁹⁸ An increase in government expenditure in the domestic economy, all else equal, increases domestic demand and thus leads to a lower current account balance. If, however, government expenditure abroad increases as well, all else equal, foreign demand rises, leading to a higher current account balance.

⁹⁹ See European Commission, "Communication on the Sustainable Europe Investment Plan, 2020".

¹⁰⁰ Many countries face structurally higher defence expenditures in view of the war in Ukraine and their NATO commitments to close the funding gap to the NATO target of 2% of GDP from 1.3% of GDP in 2021.

¹⁰¹ See Zorell, N., "Large net foreign liabilities of euro area countries", *Occasional Paper Series*, No 198, ECB, October 2017 and Allen C. et al., "2022 Update of the External Balance Assessment Methodology", *IMF Working Paper*, Issue 47, International Monetary Fund, 2023.

relative to the rest of the world since the current account is the result of developments relative to trade partners:

$$CA_{i,t} = \alpha + \beta Y_{i,t} + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

The model is estimated on a panel of 56 countries over the period 1985-2022 at annual frequency. Table A provides the regression results.

Both cyclically adjusted current account balances and current account benchmarks can be derived from this framework. The cyclically adjusted current account balance corresponds to the actual current account balance, cleaned from the effects of the business cycle. It is derived by subtracting the contribution of cyclical factors from the actual current account balance:

$$\widehat{CA}_{i,t} = CA_{i,t} - \beta Y_{i,t}$$

The cyclical factors included in the model are the output gap (relative to the rest of the world) as well as the past oil and gas import balances, both interacted with a measure of the cyclical component of their respective prices. For instance, a negative domestic output gap decreases the demand for imports. However, if the rest of the world also reports a negative output gap, demand for exports will decline in parallel. Hence, the total effect of the business cycle on the current account balance is given by the contribution of the output gap relative to the rest of the world. The estimated current account benchmark, in turn, represents the cyclically adjusted current account balance that would be justified by fundamentals and desired policies:

$$CA_{i,t}^* = \alpha + \gamma F_{i,t} + \delta P_{i,t}^* = \widehat{CA}_{i,t} + \delta(P_{i,t}^* - P_{i,t}) - \varepsilon_{i,t}$$

where P^* stands for the level of desired policies. As policy variables the model considers, (i) the cyclically-adjusted fiscal balance (whereby the desired level is chosen to correspond to the medium-term objective under the preventive arm of the EU's stability and growth pact), (ii) capital controls (whereby the desired level is chosen to represent full freedom of capital flows), (iii) a measure of structural rigidities (whereby the desired level is chosen to correspond to the level observed by the best-performing countries), and (iv) public social spending (whereby the desired level is chosen to correspond to the average level of countries with comparable per-capita income and age structure. The level derived under these assumptions represents the medium-term current account benchmark, as implied by the model.

Table A

Coefficients of the current account benchmark model

Dependent variable: CA/GDP			
Output gap		-0.347	***
L. Oil trade balance* Oil price (cyclical gap)		0.239	***
L. Gas trade balance* Gas price (cyclical gap)		0.889	***
L. Relative output per worker		-0.001	
L. Relative output per worker* Capital account openness		0.062	***
GDP growth, 5-year-ahead forecast		-0.436	***
Old-age dependency ratio		-0.149	***
Population growth		-0.386	*
Relative ageing speed		0.050	*
Old-age dependency ratio x Relative aging speed		0.106	***
L. NIIP/GDP		0.025	***
L. NIIP/GDP* (Dummy if NIIP/GDP < -60%)		-0.011	
Oil trade balance (5-yr mean)* Oil exporter dummy		0.258	***
Currency's share in world reserves		-0.039	***
Financial centre dummy		0.025	***
Credit risk rating* Dummy EA programme country		0.003	*
Cyclically-adjusted fiscal balance, instrumented		0.438	***
(Δ Reserves)/GDP* Capital account openness, instrumented		0.501	***
Structural rigidities		-0.136	***
Private credit/GDP, demeaned		-0.037	***
L. Public health care spending/GDP		-0.171	
L. demeaned VXO* Capital account openness		0.024	*
L. demeaned VXO* Capital account openness* Currency's share in world reserves		0.008	
Constant		-0.008	***
Observations		1704	
Number of countries		56	
R-squared		0.34	

Source: ECB staff estimates.

Notes: (*) significant at 10%, (**) significant at 5%, (***) significant at the 1% level based on heteroscedasticity-corrected z-values.

Most variables are constructed relative to the rest of the world. "L" is the first lag. Estimated using the Prais-Winsten methodology.

4 Conclusions

The sharp deterioration in the current account balance in 2022 is expected to be largely temporary. Falling energy prices have led to an improvement in the euro area terms of trade in early 2023, with modest further gains expected in the medium term. Together with the expected fiscal consolidation, this is likely to contribute to an increase in the euro area current account, which according to the latest Eurosystem

staff projections is expected to rebound to 1.1% of euro area GDP in 2023 and improve slightly further to 1.4% and 1.6% of GDP in 2024 and 2025 respectively.¹⁰²

Nonetheless, the euro area current account is likely to stay below pre-pandemic levels. Energy prices are likely to remain elevated over the medium term until the green transition is complete. At the same time, considerable public and private expenditure for greening the economy, ensuring safe energy supplies and dealing with geopolitical uncertainty should weigh on euro area net lending and prevent the current account balance from returning to the historical highs of around 3% of GDP observed prior to the pandemic.

The fact that the sharp decline in the euro area current account was mainly related to a deterioration in the energy terms of trade has implications for monetary policy. A deterioration in the terms of trade also affects inflation dynamics through a decline in real incomes. The large – and to some degree likely persistent – terms of trade deterioration, implies a decline in wealth via the reduced present value of future real incomes, with knock-on effects for asset pricing and consumption behaviour. The energy-related terms of trade developments sharply differentiate the euro area from the United States, since the latter is broadly balanced in its energy trade due to its large-scale domestic production of energy.¹⁰³ Therefore, despite the recent improvements in euro area terms of trade and the current account, the energy deficit is likely to remain a medium-term drag on euro area real incomes with implications for domestic demand and hence for euro area inflation.

¹⁰² See ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2023.

¹⁰³ See Lane, P.R., “Inflation Diagnostics”, *The ECB Blog*, 25 November 2022.

2 How climate change affects potential output

Prepared by Miles Parker

1 Introduction

Climate change and the actions taken to tackle it will profoundly change economic activity in the coming decades. Eliminating carbon emissions requires changes to how people consume and how businesses produce. Without sufficient progress in reducing emissions, average temperatures will increase, sea levels will rise, and climate extremes will become more frequent and more powerful.¹⁰⁴

One common approach to estimating the economic impact of climate change uses scenarios with consistent paths for carbon emissions and climatic conditions.¹⁰⁵ While such estimates depend on the exact scenario, the general conclusion is that unmitigated climate change is substantially worse for potential output over the long run than the impact of the transition to net-zero carbon. Yet the transition itself may also reduce potential output, particularly in the near term. Well-conceived, well-communicated and well-coordinated policies can help alleviate these negative impacts.¹⁰⁶

This article takes an alternative approach by detailing the channels of impact on potential output, drawing on the existing literature and ongoing work at the ECB. Knowledge of these channels can help frame policy discussions and improve the modelling of the economic impacts of climate change. Those impacts can be broadly separated into three categories.

- **long-run climate change**, including higher average temperatures, changes to precipitation, rising sea levels and adaptation measures taken to reduce its impact;
- **extreme weather and climate events**, such as droughts, heatwaves, wildfires, windstorms and floods;
- **the transition to a net-zero carbon economy**, including notably the impact of policies enacted to accelerate the transition, such as carbon taxes and regulation.

¹⁰⁴ See Intergovernmental Panel on Climate Change, “[Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability, Summary for Policymakers](#)”, Cambridge University Press, Cambridge and New York, 2022.

¹⁰⁵ See, for example, Network for Greening the Financial System, “[NGFS Scenarios for central banks and supervisors](#)”, September 2022.

¹⁰⁶ Preliminary analysis by the European System of Central Banks’ Expert Group on Productivity finds that labour productivity in the euro area would be 0.5 percentage points lower in a disorderly transition scenario relative to an orderly one.

2 What is potential output?

Potential output is an important concept for monetary policy. It represents the highest level of output that an economy can sustain over the medium term.¹⁰⁷

Actual output can diverge from potential output, with the difference between the two called the output gap. When the output gap is positive (actual output exceeds potential), there is generally upward pressure on the cost of factors of production, resulting in higher consumer prices and necessitating tighter monetary policy. Correspondingly, a negative output gap tends to put downward pressure on inflation. So while potential output is not directly observable, estimating its value plays an important role when assessing current economic conditions and determining the monetary policy stance.

Three main components contribute to potential output.

- **Capital stock:** all assets – both physical and intangible – used as part of the production process. This includes buildings, machinery, software and patents as well as public infrastructure, such as roads.
- **Labour supply:** the total number of hours worked in the economy. This is a function of the number of people participating in the labour force, structural causes of unemployment and average hours worked per worker.
- **Total factor productivity (TFP):** how effectively capital and labour are used in the production process, reflecting both technology and managerial capabilities.

Some impacts of climate change on potential are readily visible, such as the destruction of physical capital during catastrophes; other impacts can be less obvious. Yet these other effects can be just as critical for the long-run impact of climate change. Table 1 briefly summarises the main channels of impact, which are covered in more detail below. Moreover, how climate change affects biodiversity is not always captured in traditional economic models nor in measures of economic activity such as GDP. This is discussed in Box 3.

¹⁰⁷ See the article entitled “Potential output in the post-crisis period”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

Table 1

The impact of climate change on the components of potential output

	Capital stock	Labour supply	Total factor productivity
Long-run climate change	Shifts in tourism flows. Loss of agricultural land from higher temperatures, water stress and salinification of soil due to rising sea levels. Disruption of economic activity in coastal areas from higher sea levels. Loss of biodiversity and ecosystem services.	Higher rates of mortality and sickness. Higher regional structural unemployment from changes in tourism, for example. Climate-induced migration.	Reduced labour efficiency from higher temperatures, including fewer hours worked. Capital invested in adaptation is less productive in aggregate and diverts resources away from innovation.
Extreme weather and climate events	Destruction of capital stock in disasters. Opportunity to replace old, destroyed capital with newer, more technologically advanced capital. Greater uncertainty and volatility reduce willingness to invest over long run.	Higher rates of mortality and sickness. Disaster-induced migration. Loss of education and skills.	Disaster-induced bankruptcies and localised reductions in access to finance cause reallocation between firms, for better or worse. Rebuilding process distracts management, reducing overall productivity.
Climate policies and green transition	Increase in stranded assets. Higher energy costs from carbon taxes reduce funds for investment.	Skills mismatches increasing structural unemployment.	Reallocation of output between firms within sectors may prove more or less efficient. Environmental regulation reduces productivity, perhaps (more than) offset by innovation. Reduced impact of supply shocks arising from fossil fuels.

Not every channel affects potential output at the medium-term horizon that matters most for monetary policy. Some slow-moving impacts can substantially reduce potential over the long run but may not greatly influence inflation. Short-term impacts, such as temporary dislocation following disasters or supply chain disruptions of critical minerals, may imply alternative monetary policy prescriptions than medium-term variations.¹⁰⁸ Regardless of the impact horizon, the combination of channels described here increases uncertainty and makes it harder for central banks to accurately estimate potential output during the macroeconomic projection process that supports monetary policy decisions.

3 The impact of long-run climate change

Long-run changes in average temperatures and precipitation patterns are likely to negatively affect certain sectors and regions across Europe. Tourism is one example. Warmer winters are expected to reduce the availability of snow for skiing. Similarly, many Mediterranean regions are currently ideal for summer tourism, but higher average temperatures and reduced availability of fresh water during the high season would substantially reduce their suitability.¹⁰⁹ The overall impact for southern Europe depends on whether tourists will change the timing of their holidays as more spring and autumn months may become viable. Coastal regions in the

¹⁰⁸ See Panetta, F., “[The complexity of monetary policy](#)”, speech, Florence, 14 November 2022.

¹⁰⁹ See Amelung, B. and Moreno, A., “[Impacts of climate change in tourism in Europe. PESETA-Tourism study](#)”, JRC Scientific and Technical Reports, EUR 24114 EN, Luxembourg, 2009.

Mediterranean are also vulnerable to greater risks of flooding from rising sea levels. These changing conditions are likely to reduce the value of tourist-related capital (such as hotels) in affected regions and shrink future investment rates.

Agriculture is also expected to be affected, with southern Europe in particular facing lower crop yields. By contrast, yields may increase in some areas of northern Europe. Opportunity exists to switch crop species to adapt to higher temperatures, but water supply is expected to constrain options, notably in southern Europe.¹¹⁰ Moreover, even if crops are adapted to the changes in average temperatures and precipitation, the widening of the distribution of outcomes relative to those averages may also reduce yields. That said, the value of European agricultural products may increase if other food-producing regions in the world suffer more seriously from climate-related impacts.

Higher temperatures reduce the productivity of, and hours worked by, individual workers. Workers are typically at their most productive in the comfort range of 19-22°C, with efficiency declining non-linearly beyond that range.¹¹¹ Workers in industries highly exposed to temperature, such as construction, have been shown to reduce their time worked on hot days.¹¹² And it is not just physical jobs that are affected: heat can also impair mathematical ability above certain thresholds.¹¹³

Given the non-linear impact, labour supply will be more affected by rising temperatures in countries that are on average already hotter.¹¹⁴ Since low-income countries (or regions) tend to have hotter climates and specialise in climate-exposed sectors such as agriculture and tourism, rising global temperatures are likely to exacerbate income inequalities between countries and regions. Within Europe, a marginal increase in temperature could boost labour productivity growth in cooler countries, but the impact turns negative once the average historic temperature exceeds 14°C, approximately that of Italy and France.¹¹⁵

Higher temperatures may result in more deaths, although adaptation using technology may temper the impact on labour supply. The 2022 summer heatwave in Europe is estimated to have caused 60,000 heat-related deaths.¹¹⁶ The

¹¹⁰ See Jacobs, C. et al., “[Climate change adaptation in the agriculture sector in Europe](#)”, *European Environmental Agency Report*, No 04, 2019; Ceglar, A. et al., “[Observed Northward Migration of Agro-Climate Zones in Europe Will Further Accelerate Under Climate Change](#)”, *Earth's Future*, Vol. 7, Issue 9, 2019, pp. 1088-1101.

¹¹¹ See Heal, G. and Park, J., “[Temperature Stress and the Direct Impact of Climate Change: A Review of an Emerging Literature](#)”, *Review of Environmental Economics and Policy*, Vol. 10, No 2, 2016, pp. 1-17.

¹¹² See Graff Zivin, J., and Neidell, M., “[Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change](#)”, *Journal of Labor Economics*, Vol. 32, No 1, 2014, pp. 1-26.

¹¹³ See Graff Zivin, J., Hsiang, S. and Neidell, M., “[Temperature and Human Capital in the Short and Long Run](#)”, *Journal of the Association of Environmental and Resource Economists*, Vol. 5, No 1, 2018, pp. 77-105.

¹¹⁴ See Dell, M., Jones, B. and Olken, B., “[Temperature Shocks and Economic Growth: Evidence from the Last Half Century](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 4, No 3, 2012, pp. 66-95.

¹¹⁵ See Deutsche Bundesbank, “[Climate change and climate policy: analytical requirements and options from a central bank perspective](#)”, *Monthly Report*, January 2022, pp. 33-61.

¹¹⁶ See Ballester, J. et al., “[Heat-related mortality in Europe during the summer of 2022](#)”, *Nature Medicine*, Vol. 29, 10 July 2023, pp. 1857-1866.

relationship between mortality and temperature is in fact U-shaped.¹¹⁷ Fewer deaths from extremely cold days that should become less frequent partly offset the increase in mortality arising from more heat-related deaths. Moreover, there is some evidence of declining mortality rates, attributed to greater use of air conditioning.¹¹⁸ Yet claims that technology will mostly eliminate the negative impacts of higher temperatures should be treated with caution. The exact same constraints of access and income that currently prevent the full use of long-standing technologies (such as heating to protect from the cold) are also likely to constrain the widespread use of new technologies in the future.

Climate change could also affect labour supply through climate-induced mortality, morbidity and migration, with Europe likely seen as a highly desirable destination. Higher average temperatures are projected to result in greater rates of sickness.¹¹⁹ Estimates of the potential future impact of climate on labour migration vary substantially.¹²⁰ Historically, only some of those affected by climate events relocate, and most that do are displaced internally rather than emigrating.¹²¹ Yet historical experience of certain regions within countries becoming temporarily inhospitable may be a poor guide if entire countries become permanently so.

In the long run, adaptation can mitigate the impact of climate change on output. Measures such as sea walls, irrigation and relocating activity to less vulnerable locations increase the resilience of the economy to climate change. Yet standard productivity measures do not capture averted output losses, so the effectiveness of the capital stock may appear to decline if more capital is devoted to this task. Allocating resources to adaptation may also reduce the resources available for innovation and hence slow future TFP growth.

4 The impact of extreme weather and climate events

Extreme events typically reduce economic activity in the near term, but the long-run impact is less certain. The initial shock is followed by a period of disruption and uncertainty that gradually gives way to recovery. Factors reducing the short-term impact include higher income per head, higher literacy levels and better institutions.¹²² Cash inflows to affected areas (e.g. international aid, fiscal transfers,

¹¹⁷ See Barreca, A. et al., “[Adapting to Climate Change: The Remarkable Decline in the US Temperature-Mortality Relationship over the Twentieth Century](#)”, *Journal of Political Economy*, Vol. 124, No 1, 2016, pp. 105-159.

¹¹⁸ *ibid.*

¹¹⁹ See Mora, C. et al., “[Over half of known human pathogenic diseases can be aggravated by climate change](#)”, *Nature Climate Change*, Vol. 12, 2022, pp. 869-875.

¹²⁰ See Missirian, A. and Schlenker, W., “[Asylum applications respond to temperature fluctuations](#)”, *Science*, Vol. 358, Issue 6370, 2017, pp. 1610-1614.

¹²¹ See Burzyński, M. et al., “[Climate Change, Inequality, and Human Migration](#)”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 20, Issue 3, 2022, pp. 1145-1197.

¹²² See Noy, I., “[The macroeconomic consequences of disasters](#)”, *Journal of Development Economics*, Vol. 88, Issue 2, 2009, pp. 221-231.

credit and insurance) cushion the impact and support the recovery.¹²³ The long-run impact relative to pre-disaster trend growth is more nuanced and can differ between the regional and national levels.

Some countries have been able to build back better by seizing the opportunity to invest in new capital and technologies.¹²⁴ But this normally only occurs following mild or moderate events in relatively richer emerging market economies with close trade links to advanced economies.¹²⁵ For poorer countries, or after severe events, there is at best a return to trend, and often an incomplete recovery.¹²⁶

The destruction of capital stock is the most visible impact of extreme events on potential output. Floods, windstorms and wildfires destroy buildings, machinery, roads and other infrastructure. Infrastructure damage amplifies the impact on potential output by spreading the effects to businesses that initially avoided damage. Output in primary industries can be durably affected by reduced land viability, such as through soil erosion. The lack of feed during droughts can lead to substantial livestock culls from which herds may take years to recover.

Insurance coverage and access to finance play an important role in underpinning the recovery and lessening the impact on long-run output. Companies with business interruption insurance show better productivity growth and profitability following disasters than those without such policies. But only if the payout is prompt: funding that arrives too late is little better than no funding at all.¹²⁷ Moreover, if access to finance is not generally correlated with productivity – if only large businesses can still obtain credit, for example – businesses that are otherwise productive and viable may go bankrupt, further reducing potential output.¹²⁸

The long-run impact is generally more pronounced in the affected regions as workers – typically younger and more skilled – often leave and may be slow to return.¹²⁹ One year after Hurricane Katrina devastated New Orleans, there were fewer children relative to population, the average education level declined, and the

¹²³ See McDermott, T., Barry, F. and Tol, R., “[Disasters and development: natural disasters, credit constraints, and economic growth](#),” *Oxford Economic Papers*, Vol. 66, Issue 3, 2014, pp. 750-773; Fache Rousová, L. et al., “[Climate change, catastrophes and the macroeconomic benefits of insurance](#)”, *Financial Stability Review*, European Insurance and Occupational Pensions Authority, July 2021.

¹²⁴ See Skidmore, M. and Toya, H., “[Do Natural Disasters Promote Long-Run Growth?](#)”, *Economic Inquiry*, Vol. 40, Issue 4, 2002, pp. 664-687.

¹²⁵ See Cuaresma, J., Hlouskova, J. and Obersteiner, M., “[Natural disasters as creative destruction? Evidence from developing countries](#)”, *Economic Inquiry*, Vol. 46, Issue 2, 2008, pp. 214-226.

¹²⁶ See Hallegatte, S. and Dumas, P., “[Can natural disasters have positive consequences? Investigating the role of embodied technical change](#),” *Ecological Economics*, Vol. 68, Issue 3, 2009, pp. 777-786.

¹²⁷ See Poontirakul, P. et al., “[Insurance as a Double-Edged Sword: Quantitative Evidence from the 2011 Christchurch Earthquake](#)”, *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, Vol. 42, 2017, pp. 609-632.

¹²⁸ See Basker, E. and Miranda, J., “[Taken by storm: business financing and survival in the aftermath of Hurricane Katrina](#)”, *Journal of Economic Geography*, Vol. 18, Issue 6, 2018, pp. 1285-1313; Uchida, H. et al., “[Financial shocks, bankruptcy, and natural selection](#),” *Japan and the World Economy*, Vol. 36, 2015, pp. 123-135.

¹²⁹ See Bier, V., “[Understanding and Mitigating the Impacts of Massive Relocations Due to Disasters](#)”, *Economics of Disasters and Climate Change*, Vol. 1, Issue 2, 2017, pp. 179-202.

median age increased by six years.¹³⁰ The impact of this emigration may persist for decades. Heavily eroded counties in the Dust Bowl era of the 1930s in the United States witnessed significant outward migration. The price of farmland fell by around 30% relative to less eroded counties, reducing collateral and overall access to finance. The economic effects lasted for more than half a century, even though soil quality recovered much faster.¹³¹

The outflow of workers from affected regions can, conversely, boost labour supply and hence potential output in other regions, tempering the overall national impact. Searching for new positions and moving are costly, but the break caused by extreme events provides an opportunity to reassess. Indeed, workers who left following Hurricane Katrina ended up on average with higher earnings elsewhere.¹³² Yet this experience is not universal. Disasters can reduce educational attainment in affected cohorts, durably lowering human capital. Since parental educational attainment also influences that of their children, the impact can transfer across generations.¹³³

Extreme events can also reduce TFP growth over the long run. Even businesses in affected regions that maintain higher rates of capital investment and employment growth still have lower TFP growth over the medium term, suggesting that reconstruction distracts management and disrupts efficiency.¹³⁴ Moreover, while patents for adaptation to extreme events increase somewhat following disasters, other types of innovation slow down, resulting in lower long-term TFP in affected regions.¹³⁵

Finally, climate change needs to be considered in the context of more frequent events, rather than taking each event in isolation. Several authors have highlighted channels through which a higher frequency of extreme events results in lower potential output over time.¹³⁶ For example, the greater uncertainty could result in households and businesses becoming more cautious and reducing capital investment. Depending on the assumptions of the frequency and magnitude of future

¹³⁰ See Vigdor, J., "The Economic Aftermath of Hurricane Katrina", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No 4, 2008, pp. 135-154.

¹³¹ See Hornbeck R., "The Enduring Impact of the American Dust Bowl: Short- and Long-Run Adjustments to Environmental Catastrophe", *American Economic Review*, Vol. 102, No 4, 2012, pp. 1477-1507.

¹³² See Deryugina, T., Kawano, L. and Levitt, S., "The Economic Impact of Hurricane Katrina on Its Victims: Evidence from Individual Tax Returns", *American Economic Journal: Applied Economics*, Vol. 10, No 2, 2018, pp. 202-33.

¹³³ See Almond, D., "Is the 1918 Influenza Pandemic Over? Long-Term Effects of In Utero Influenza Exposure in the Post-1940 U.S. Population," *Journal of Political Economy*, Vol. 114, No 4, 2006, pp. 672-712; Caruso, G. and Miller, S., "Long run effects and intergenerational transmission of natural disasters: A case study on the 1970 Ancash Earthquake", *Journal of Development Economics*, Vol. 117, 2015, pp. 134-150.

¹³⁴ See Leiter, A., Oberhofer, H. and Raschky, P., "Creative Disasters? Flooding Effects on Capital, Labour and Productivity Within European Firms", *Environmental & Resource Economics*, Vol. 43, No 3, 2009, pp. 333-350.

¹³⁵ See Noy, I. and Strobl, E., "Creatively Destructive Hurricanes: Do Disasters Spark Innovation?", *Environmental and Resource Economics*, Vol. 84, 2023, pp. 1-17.

¹³⁶ See, for example, Isoré, M. and Szczerbowicz, U., "Disaster risk and preference shifts in a New Keynesian model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 79, Issue C, 2017, pp. 97-125; Dietrich, A., Müller, G. and Schoenle, R., "The Expectations Channel of Climate Change: Implications for Monetary Policy", *CEPR Discussion Papers*, No 15866, Centre for Economic Policy Research, 2021.

disasters, expected annual output growth could fall by between 0.25 and 1 percentage point.¹³⁷

5 The impact of climate policies and the green transition

Swift action to cut emissions and the transition to a net-zero carbon global economy are required to reduce the impacts of long-run climate change on output. Over the long run, a global transition to net-zero carbon is projected to deliver higher output compared with a scenario of no transition.¹³⁸ Yet the transition itself may entail potential output losses, particularly if carried out in a disorderly fashion or if certain regions forge ahead while others do not follow fast enough to eliminate global emissions.¹³⁹ Climate scenarios generally incorporate a combination of taxes and regulation to increase the effective carbon price. Higher carbon prices encourage households and businesses to switch to alternatives with lower carbon content and promote the innovation, adoption and diffusion of clean technologies. ECB analysis suggests that carbon taxes have so far not had a major adverse impact on potential output in Europe (Box 1).¹⁴⁰

Box 1

Empirical evidence on the impact of carbon taxes on potential output growth in Europe

Prepared by Christoph Zwick

The empirical literature on the macroeconomic effects of carbon taxes focuses on the impact on carbon emissions, with few contributions studying the broader macroeconomic implications and even fewer looking into longer-run structural implications. No studies exist on the impact on potential output.

Splitting out endogenous reactions by tax authorities is the key econometric challenge in identifying the dynamic impact of a carbon tax on macroeconomic outcomes. For example, the authorities may react to reductions in potential output by postponing carbon tax increases which, if unaddressed, would lead to biased results. To overcome this challenge, Metcalf and Stock propose splitting carbon tax changes into two components – one predicted by historical economic outcomes as well as current and past international shocks and one unpredicted by those factors, which can then be considered exogenous. The exogenous part can be used to estimate the causal impact of the tax on the economy.¹⁴¹

¹³⁷ See Cantelmo, A., “Rare Disasters, the Natural Interest Rate and Monetary Policy”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 84, Issue 3, 2022, pp. 473-496.

¹³⁸ See Network for Greening the Financial System, op. cit.

¹³⁹ It is also important to use the correct comparison to evaluate potential output losses. The true benchmark for transition impacts is not the past, but a future with unmitigated climate change.

¹⁴⁰ The implications of carbon taxes extend beyond potential output. For a discussion of euro area fiscal impacts, see the article entitled “Fiscal policies to mitigate climate change in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2022.

¹⁴¹ See Metcalf, G. and Stock, J., “Measuring the Macroeconomic Impact of Carbon Taxes”, *AEA Papers and Proceedings*, Vol. 110, 2020, pp. 101-106.

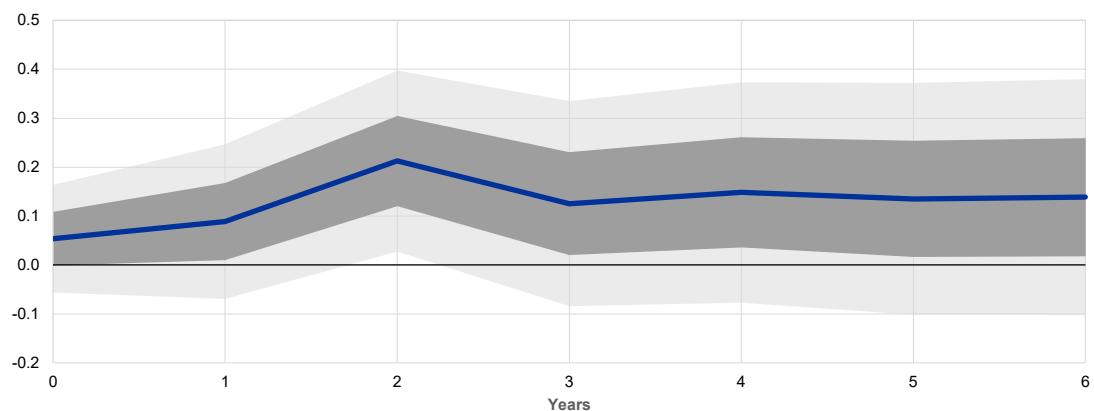
Preliminary research under way at the ECB uses this approach to study the impact of carbon taxes on potential output for 29 European countries over the period from 1985 to 2021.¹⁴² Around half of those countries have enacted carbon taxes, with the highest set by Sweden in 2014 at USD 140/tCO₂ (in real terms, based on 2018 purchasing power parity). Chart A shows the impact of a USD 40 carbon tax shock, which is close to the average sample tax rate for those countries that have enacted carbon taxes. Importantly, the lower boundary of the 95% confidence interval is around -0.1 percentage point, implying that the impact is statistically significant above that value. This compares with the average annual growth rate of potential output in the sample of 2.1%. Given the highest tax level in the sample and the fact that carbon taxes have typically risen gradually over time, the results suggest that carbon taxes have not had a major adverse impact on potential output growth in Europe in the past.

Chart A

Impact of a USD 40/tCO₂ carbon tax shock on potential output growth

(percentage points)

- 1 standard deviation
- 2 standard deviation
- Mean



Sources: AMECO, World Bank and ECB calculations.

Note: The graph shows impact on potential output in the years following the tax shock, with year 0 being the year of implementation.

The green transition is a structural transformation of the economy, shifting capital and workers between sectors, between companies within the same sector and within individual companies. The overall impact therefore depends on a range of structural and technological factors, including barriers that prevent new, innovative firms from entering markets and growing (and inefficient, carbon-intensive ones from leaving), impediments to workers changing positions and the rate of green innovation. If the transition is orderly, with ample technological progress and well-communicated, and hence predictable, carbon price increases and other government policies, carbon-intensive capital can be replaced once depreciated with new, green capital at relatively small extra cost. But if the transition is abrupt, or happens before equivalent green technology exists, carbon-intensive capital becomes obsolete before the end of its usable life, reducing the overall capital stock.

¹⁴² The results presented follow this empirical approach. They are based on the full sample and are shown for two-year lag local projections. The sample comprises only countries that are covered by the EU Emissions Trading System, and hence controls for its impact.

Workers shifting from carbon-intensive jobs to green ones may impair labour supply if there exist substantial skills mismatches, although the balance of evidence suggests few constraints that are unique to the green transition. In around 5% of EU regions, carbon-intensive jobs account for more than 20% of employment.¹⁴³ Such regions could suffer from protracted unemployment and skill atrophy, the human equivalent of stranded assets. Yet most “green” jobs are only partly so and share many skills with “dirty” jobs, while most of the unique skills are obtainable through on-the-job training.¹⁴⁴ The International Energy Agency estimates that most carbon-intensive jobs in the energy sector share skills with green energy positions and that more than half of workers in the sector in Europe have already transferred.¹⁴⁵ That said, scarcity of available workers caused by population decline in Europe in the coming decades may slow the green transition.¹⁴⁶ Structural policies that support labour mobility as part of standard economic transformation should therefore also help smooth the impact of the transition on labour supply.

The overall impact of the transition on economy-wide TFP depends on the relative productivity of growing versus shrinking businesses. If shrinking carbon-intensive sectors have greater productivity than growing green sectors, sectoral reallocation during the transition will lead to lower aggregate productivity (and vice versa). The impact may then vary across economies, depending on their industrial structure. But the overall impact is far from certain, since even within sectors there are substantial differences in carbon intensity. The 20% most carbon-intensive EU businesses in the metals and chemicals sectors account for around three-quarters of total sector carbon emissions, but only 20-30% of employment. In the cement and lime sector, where businesses use similar technology, the 20% most emissions-intensive firms account for 30% of emissions, but only 10% of employment.¹⁴⁷ The most emissions-intensive businesses generally have lower TFP than other firms in the same sector, so reallocating their output and labour could both boost sectoral TFP and reduce emissions.¹⁴⁸

The overall long-run impact on productivity ultimately depends on successful innovation in green technologies that can match carbon-intensive ones for efficiency. Care needs to be taken when comparing these technologies – the inefficiency of long-run environmental degradation of current carbon-intensive technologies is not currently well-measured. Green technologies that avoid this damage, including capital put in place to abate emissions, may not have their full

¹⁴³ See Vandeplas, A. et al., “[The Possible Implications of the Green Transition for the EU Labour Market](#)”, *European Economy Discussion Papers*, No 176, European Commission, 2022. Based on [NUTS 2 basic regions](#).

¹⁴⁴ See Bowen, A., Kuralbayeva, K. and Tipoe, E., “[Characterising green employment: The impacts of ‘greening’ on workforce composition](#)”, *Energy Economics*, Vol. 72, 2018, pp. 263-275.

¹⁴⁵ See International Energy Agency, *World Energy Employment*, 2022.

¹⁴⁶ See the box entitled “[EUROPOP2023 demographic trends and their euro area economic implications](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2023.

¹⁴⁷ See Bijnens, G. and Swartenbroekx, C., “[Carbon emissions and the untapped potential of reallocation – Lessons from the EU ETS](#)”, *NBB Economic Review*, No 06, 2022.

¹⁴⁸ *ibid.*

contribution measured in GDP, and so may falsely appear less efficient than existing technology.

Environmental regulation may encourage innovation that enhances productivity sufficiently over the long run to offset the short-run costs (the Porter hypothesis).¹⁴⁹ Evidence for the hypothesis is mixed overall, but one key sector where green innovation has resulted in competitive technology is electricity generation. Technological improvements and economies of scale have caused the price of electricity generated from wind and solar to plummet over the past decade. Both sources are now markedly cheaper than fossil fuel sources of electricity on a levelised cost basis.¹⁵⁰ While challenges remain to handle intermittency, particularly at high penetration rates, a substantial switch from fossil fuel electricity generation to renewables would at present likely result in both lower carbon intensity and lower costs. Since the euro area is a net importer of fossil fuels, reduced reliance would also reduce the impact of supply shocks arising from this energy source.

The impact of regulation varies across businesses, with those at the technological frontier better able to reap benefits.¹⁵¹ ECB research has highlighted how different policies used to incentivise decarbonisation vary in their impact on firm-level productivity. Market-based policies (such as carbon taxes) and subsidies for research and development have the lowest negative overall impact, whereas regulation has a more marked negative impact (Box 2). Larger firms are less affected by transition policies, reflecting both better access to capital and a greater innovative capacity.

Box 2

Testing the Porter hypothesis: environmental regulation and productivity growth in the euro area

Prepared by Paloma Lopez-Garcia

The Porter hypothesis states that environmental regulation might trigger innovation and productivity gains over the long run that compensate possible short-term costs. Empirical testing of the hypothesis is inconclusive. Moreover, using country-level data and aggregate policy measures hides the heterogeneous effects of various policies on different types of firms.

Recent ECB research uses data for more than three million individual firms from six euro area countries from 2003 to 2019 along with the OECD's Environmental Stringency Policy (EPS) indicator to test the Porter hypothesis.¹⁵² The research uses estimates of firm-level carbon emissions to identify the causality of the impacts, given that environmental policy is likely to affect firms differently depending on their exposure to the regulation. The research aims to determine how firm-level innovation and TFP growth are affected over time by tighter environmental regulation. It

¹⁴⁹ See Porter, M. and van der Linde, C., "Toward a new conception of the environment-competitiveness relationship", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No 4, 1995, pp. 97-118.

¹⁵⁰ The net present cost per kWh of electricity generated over the lifetime of a plant, including financing, building and operating.

¹⁵¹ See OECD, "Productivity growth, environmental policies and the Porter hypothesis", *Assessing the economic impacts of environmental policies: Evidence from a decade of OECD research*, Organisation of Economic Co-operation and Development, Paris, 2021.

¹⁵² See Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. and Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and productivity growth in the euro area: testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, No 2820, ECB, 2023.

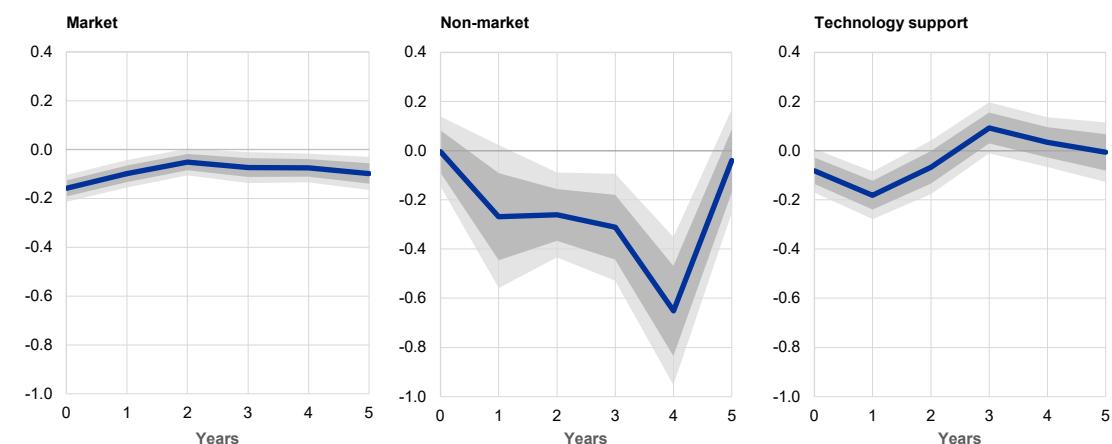
also differentiates between types of environmental policy, splitting them up into market-based measures (such as carbon taxes and emissions trading schemes), non-market-based measures (such as bans or limits on certain products or processes) and technology support for green research and development (R&D).

More stringent environmental policy affects emission-intensive firms more than their low-emission peers. It is, however, important to distinguish between the different policy types. For high-emission firms, R&D support policies only have temporary negative effects before eventually boosting TFP growth. By contrast, market policies have persistent negative, albeit small effects, and non-market tools reduce TFP growth the strongest in the five years following the policy change (Chart A). But high-emission firms are not all affected in the same way. The TFP growth of large emission-intensive firms increases after a policy change, while that of small emission-intensive firms falls significantly, which could reflect better access to capital and higher innovative capacity.

Chart A

Firm-level impulse response functions of a tightening of environmental policy on TFP growth of high-emission firms

(percentage points)



Source: ECB calculations.

Notes: Impulse response function of a 1 percentage point EPS change on a firm's TFP growth over five years for market (taxes), non-market (emission limits) and technology support (R&D subsidies) policies. High-emission firms are identified as those in the top half of the carbon emission distribution. Shaded areas show the 68% and 90% confidence intervals.

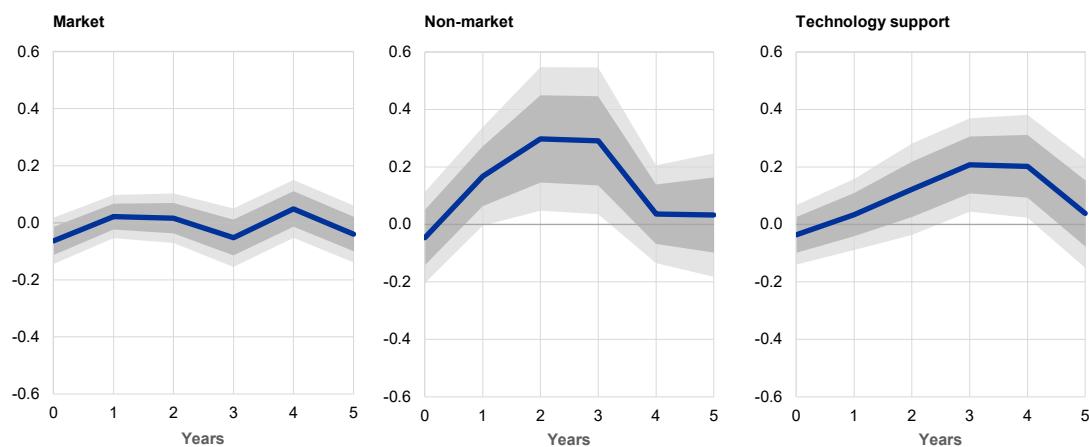
We also study the impact on patent applications to check whether more stringent policies may increase long-run TFP growth by spurring innovation and investment in green technology and whether green innovation crowds out other innovation.¹⁵³ Green patent applications by high-emission firms increase significantly after the tightening of environmental policies, without crowding out other types of innovation (Chart B). The positive impact is driven by non-market and, above all, R&D support policies. Market-based policies barely affect patenting by firms. However, looking at just the largest 25% of policy changes, market-based policies do have a significant and positive impact on green innovation. There is no evidence of crowding out, as other patent applications either do not change or even increase slightly. This increase could be due to complementarities across technology types if, for example, a new green technology also requires new software.

¹⁵³ Benatti, N., Groiss, M., Kelly, P. and Lopez-Garcia, P., "Environmental regulation and innovation in the euro area: Testing the Porter hypothesis", *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

Chart B

Firm-level impulse response functions of a tightening of environmental policy on green patent applications by high-emission firms

(percentage points)



Source: ECB calculations.

Notes: Impulse response function of a 1 percentage point EPS change on an increase in a firm's green patent applications over five years for market (taxes), non-market (emission limits) and technology support (R&D subsidies) policies. High-emission firms are identified as those in the top half of the carbon emission distribution.

The overall combined results provide some support for the Porter hypothesis – while firm-level TFP growth declines following a tightening of environmental policy, it can increase over the long term as patent applications increase.

6 Other climate-related factors influencing potential output

Potential output may also be affected in the short or long run by other climate-related factors, most notably intermediate inputs to production. Many green technologies rely on certain critical metals and minerals, such as lithium, cobalt and silicon, which will need to be mined in much greater quantities than at present. Future supply chain disruptions affecting these raw materials may temporarily restrict the production of solar panels, wind turbines, electric vehicles and other key transition products.¹⁵⁴

A large share of economic activity relies on the – unpriced and unvalued – contribution of natural capital, biodiversity and ecosystem services. Clean air, clean water and wild pollination are just some of these services that do not appear in GDP. Yet the environmental degradation witnessed over recent decades could threaten their contribution to potential output in the future. Box 3 explores the reliance of European businesses on these ecosystem services.

¹⁵⁴ For an analysis of the impact of supply chain disruptions on euro area potential output, see the box entitled "How persistent supply chain disruptions could affect euro area potential output", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2022.

Box 3

Economic activity's reliance on nature

Prepared by Andrej Ceglar

Human wellbeing relies on nature and biodiversity – the variety and variability of life on Earth. We all require the food, clean air and water, energy and raw materials provided by nature. The economy is no different, with over half of global economic production dependent on nature and the ecosystem services it provides.¹⁵⁵ Pollination, for example, is required by about 75% of our food crops,¹⁵⁶ with an estimated annual global economic value of between €248 billion and €293 billion.¹⁵⁷

Despite mounting scientific evidence of nature's high socio-economic benefit, natural ecosystems are deteriorating at an unprecedented rate. An estimated 1-in-8 animal and plant species on Earth are threatened by extinction, with the number as high as 1-in-4 in Europe.¹⁵⁸ The main drivers of biodiversity loss include land use, climate change, overexploitation of natural resources, pollution and invasive species. The estimated annual global cost is already immense: around €3.5-18.5 trillion in reduced ecosystem services and €5.5-10.5 trillion from land degradation.¹⁵⁹

Nature loss affects the economy through three main channels, similar to the climate change channels discussed above: increased impact of extreme weather and climate events, long-run dwindling of ecosystems and the impact of policies put in place to avert these losses. For example, wetland loss increases vulnerability to storm surges,¹⁶⁰ fewer pollinators reduce agricultural output, and regulation could limit the exploitation of natural resources or ban certain products. Some business models may disappear, while others might become too expensive and lose market share. Shaping effective policy measures requires an understanding of double materiality: how the economy affects nature and how nature affects the economy.

Our analysis shows that around three-quarters of non-financial corporations in the euro area are highly dependent on natural benefits such as protection from floods and storms, freshwater provision and climate regulation (including carbon removal).¹⁶¹ Severe impairment of the relevant ecosystem would create critical economic problems for those companies. Similarly, around three-quarters of euro area corporate bank loans are granted to companies highly dependent on at least one ecosystem service, which could lead to substantial bank losses in the event of critical ecosystem failure, amplifying the overall economic impact.

Climate change and nature loss are closely interconnected. Identifying the interdependencies and reinforcing mechanisms between climate, environmental pressures and biodiversity is crucial to fully capture nature-related risks. Timely recognition, assessment and action to address these

¹⁵⁵ See World Economic Forum, “Nature Risk Rising: Why the Crisis Engulfing Nature Matters for Business and the Economy”, 2020.

¹⁵⁶ See Klein, A.-M. et al., “Importance of pollinators in changing landscapes for world crops”, *Proceedings of the Royal Society B*, Vol. 274, Issue 1608, 2007.

¹⁵⁷ See Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, “Assessment report on pollinators, pollination and food production”, Bonn, 2016.

¹⁵⁸ See Intergovernmental Science-Policy Platform on Biodiversity and Ecosystem Services, “Summary for policymakers of the global assessment report on biodiversity and ecosystem services”, Bonn, 2019.

¹⁵⁹ See Costanza, R. et al., “Changes in the global value of ecosystem services”, *Global Environmental Change*, Vol. 26, 2014, pp. 152-158.

¹⁶⁰ See Narayan, S. et al., “The Value of Coastal Wetlands for Flood Damage Reduction in the Northeastern USA”, *Scientific Reports*, Vol. 7, No 9463, 2017.

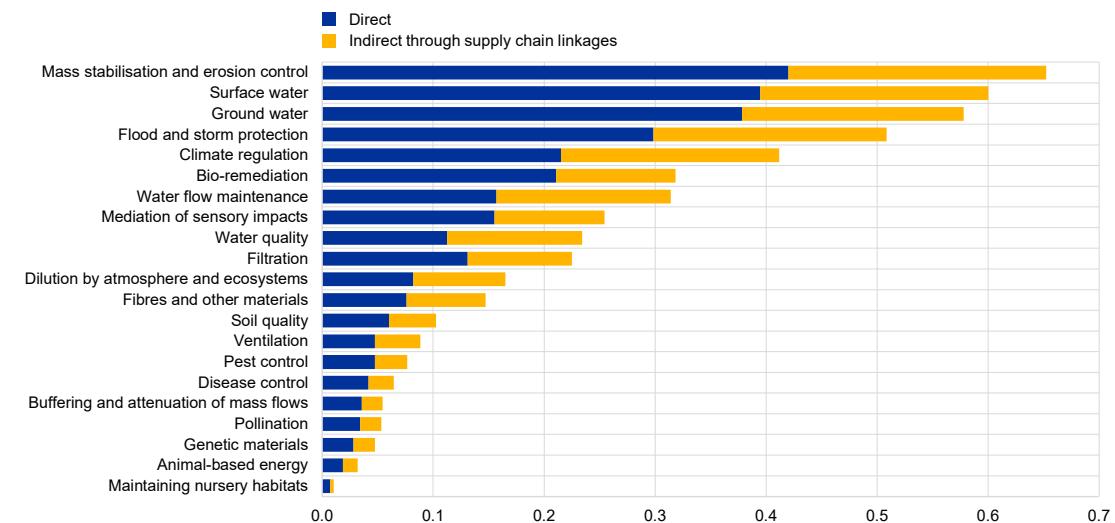
¹⁶¹ See Elderson, F., “The economy and banks need nature to survive”, The ECB Blog, 8 June 2023.

challenges are essential to mitigate future economic losses. While further development of risk modelling frameworks is needed to identify and quantify the key transmission channels, we already have enough data and knowledge available to enable nature-friendly policymaking while there is still time.

Chart A

Direct and indirect dependency of euro area non-financial corporations on ecosystem services

(dependency scores)



Sources: ENCORE, EXIOBASE, AnaCredit and ECB calculations.

Notes: Euro area dependency score is computed as the average of the dependency scores of euro area non-financial corporations. A distinction is made between direct dependency (Scope 1) and indirect dependency (upstream) associated with the supply chain.

7 Conclusions

Climate change and actions taken to tackle it are likely to affect potential output in the euro area in the coming decades. The impacts extend beyond the destruction of physical capital during extreme events and include the impacts on labour supply and technological progress. For many of the channels described here, our knowledge remains imperfect and would benefit greatly from future research. The effects of biodiversity loss in particular have received little attention so far.

One major challenge for monetary policy is the substantial localised impact of climate change on regions or on certain sectors, in contrast to standard macroeconomic shocks. Divergent country-level impacts in particular can pose challenges for the operation of monetary policy in the euro area. Recent research has highlighted how production linkages between firms can amplify shocks.¹⁶² Climate change impacts concentrated on certain sectors or regions may therefore affect aggregate activity and prices by much more than their share in output would suggest and hence have repercussions for monetary policy.

¹⁶² See, for example, Baqaee, D. and Farhi, E., “The Macroeconomic Impact of Microeconomic Shocks: Beyond Hulten’s Theorem”, *Econometrica*, Vol. 87, Issue 4, 2019, pp. 1155-1203; Guerrieri, V. et al., “Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?”, *American Economic Review*, Vol. 112, No 5, 2022, pp. 1437-1474.

Finally, the range of the channels of impact and the number of obstacles to a successful green transition highlight the need for a broad range of policies to complement carbon pricing. The transition is a structural transformation of the economy. Structural policies that support effective movements of capital and labour across activities are vital, as are those that support innovation and the widespread uptake of new technologies. At the same time, even with a swift and smooth transition, the impacts of climate change and extreme events are likely to increase, requiring adaptation measures including irrigation, air conditioning and insurance.

3 SESFOD@10 – credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets since 2013

Prepared by Simon Kördel and Philippe Molitor

Credit terms and conditions are an essential component of financing conditions and central to determining market participants' risk appetite.

Financing conditions affect market participants' investment decisions. Looser credit terms and conditions may favour the build-up of leverage and increased risk-taking in the financial system. Building on the lessons from the global financial crisis, the ECB has been running the three-monthly [survey on credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets \(SESFOD\)](#) since March 2013.¹⁶³

Securities financing transactions (SFTs) are secured transactions in which assets are exchanged for cash. In economic terms, SFTs represent a loan which is collateralised by assets (e.g. bonds or shares). SFTs encompass four different transaction types: repurchase agreements (repos), securities lending, buy/sell back transactions and margin lending.¹⁶⁴ Euro-denominated repo transactions currently represent the largest segment of the euro money market with an outstanding amount of around €2 trillion at the end of 2022. Secured trades have become more popular since the financial crisis owing to a greater preference for mitigating counterparty risk through collateralisation. In addition to providing secured funding, repo transactions also enable market participants to source specific securities. Lastly, the secured money market segment plays a central role in monetary policy implementation and transmission, as does the unsecured money market segment.¹⁶⁵

Over-the-counter (OTC) derivatives are financial instruments whose price depends on an underlying asset and which are traded outside of regulated exchanges. Derivatives are financial contracts linked to the fluctuation in the price of an underlying asset or a basket of assets (e.g. interest rates instruments, equities or commodities). OTC derivatives – which are privately negotiated and not traded on an exchange – accounted for almost 32% of the euro-denominated derivatives markets with a total gross notional outstanding amount of €41 trillion at the end of 2022. Financial derivatives are used, among other things, for risk management, hedging, arbitrage between markets and speculation.¹⁶⁶ Derivatives have a significant impact on the real economy, from mortgages to food prices.

¹⁶³ See the special feature entitled "New ECB Survey on Credit Terms and Conditions in Euro-denominated Securities Financing and Over-the-Counter Derivatives Markets (SESFOD)", *Financial Stability Review*, ECB, May 2013.

¹⁶⁴ For definitions, see Article 3 of the [Regulation \(EU\) 2015/2365 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on transparency of securities financing transactions and of reuse and amending Regulation \(EU\) No 648/2012](#) (OJ L 337, 23.12.2015, p. 1).

¹⁶⁵ See [Euro money market study 2022](#), ECB, April 2023.

¹⁶⁶ See [Derivatives / EMIR](#), European Commission.

SESFOD is part of an international initiative to collect information on the credit terms and conditions offered by firms operating in the wholesale markets.

These markets are also important conduits for leverage in the financial system.

SESFOD sheds light on potential risks associated with securities financing and derivatives markets, while also serving as a valuable monitoring and potential early warning tool by identifying significant changes in credit terms and conditions. Lastly, information on changes in the cost and availability of funding in wholesale markets, and in repo markets in particular, may support the analysis of monetary policy transmission and interbank funding conditions.¹⁶⁷

SESFOD can be seen as the market-based counterpart to the euro area bank lending survey (BLS).¹⁶⁸ The ECB conducts several surveys¹⁶⁹, among which both SESFOD and the BLS focus, in part, on credit conditions. SESFOD studies credit terms for SFTs and OTC derivatives, whereas the BLS provides information on bank lending conditions for firms and households in the euro area.

On the tenth anniversary of SESFOD, this article illustrates the developments and drivers of counterparty credit terms and conditions based on participants' responses over time.

1 Background to the survey

SESFOD, which was developed as part of an international initiative¹⁷⁰, is a predominantly qualitative survey of the activities of a sample of large banks and dealers in securities financing and over-the-counter (OTC) derivative markets. SESFOD participants are large banks and dealers headquartered in both euro area and non-euro area countries. The SESFOD panel currently consists of 27 banks. Box 1 looks at the representativeness of the survey participants in terms of their footprint in the relevant euro-denominated markets. In the aftermath of the 2008 global financial crisis, a study group of the Committee on the Global Financial System (CGFS) recommended conducting a qualitative survey on credit terms and conditions.¹⁷¹ This resulted in major global central banks using equivalent survey structures. The results from such surveys provide the basis for international comparisons. Box 2 compares responses on hedge funds from SESFOD with those from the Federal Reserve's Senior Credit Officer Opinion Survey on dealer financing terms (SCOOS).

¹⁶⁷ Analyses that drew on SESFOD information include Section 2.1 in the *Financial Stability Review*, ECB, November 2019 and the boxes entitled “Recent trends in credit terms and conditions in euro-denominated securities financing and over-the-counter derivatives markets based on information from the SESFOD survey”, *Financial Stability Review*, ECB, November 2018 and “Interconnectedness of derivatives markets and money market funds through insurance corporations and pension funds”, *Financial Stability Review*, ECB, November 2020.

¹⁶⁸ See Euro area bank lending survey, ECB.

¹⁶⁹ See ECB surveys, ECB.

¹⁷⁰ The Bank of Canada, the Bank of England and the Federal Reserve System conduct similar surveys but only the Federal Reserve publishes aggregated results. See *Senior Credit Officer Opinion Survey on Dealer Financing Terms*.

¹⁷¹ See Committee on the Global Financial System, “The role of margin requirements and haircuts in procyclicality”, CGFS Papers, No 36, BIS, March 2010.

SESFOD covers the markets that facilitated higher leverage and risk-taking in the lead-up to the global financial crisis. Prior to 2007, the non-bank financial system (sometimes referred to as the shadow banking system) enabled the build-up of leverage and allowed increasing interconnectedness within the financial system. SFT and OTC derivative markets played a key role in these developments. SESFOD was designed to monitor risks arising from increased interconnectedness, excessive financial leverage, vulnerability to procyclicality, “repo runs” and financial conditions.

SESFOD qualitative results enrich and complement the more recently available granular data on the covered markets. Since the survey was launched, new datasets have become available which provide granular insights into the markets covered by SESFOD. These datasets include data collected under the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), the Securities Financing Transactions Regulation (SFTR) and Money Market Statistical Reporting (MMSR).¹⁷² However, while price terms could be monitored through these datasets to some extent, SESFOD offers insights on non-price terms. The monitoring of non-price terms (e.g. credit limits or covenants and triggers) through quantitative datasets is much more challenging and costly. At the same time, as experienced during the global financial crisis¹⁷³, changes in non-price terms may have a much more adverse impact than changes in price terms (e.g. haircuts or initial margin requirements).

SESFOD also provides a forward-looking perspective that cannot be offered by regulatory data. SESFOD includes questions seeking qualitative information on the future direction of credit terms for different counterparty types or on the availability of (unutilised) leverage at hedge funds. Surveyed banks are asked about their outlook, which is later compared with actual market developments. The reliability of forward-looking information is one of the focus points in Section 4

2 Survey structure

SESFOD is structured in three parts spanning different counterparty types and market segments.¹⁷⁴ The first part covers credit terms across counterparty types in both SFT and OTC derivatives markets, while the second focuses on financing conditions against different types of collateral in SFT markets. The third part deals with financing conditions based on the type of underlying asset classes in OTC derivatives transactions.¹⁷⁵

Credit terms are reported from the perspective of the dealer banks participating in the survey as suppliers of credit; they are differentiated between price and non-price terms and by counterparty types. Banks

¹⁷² Data collection under EMIR started in 2012, MMSR in 2016 and SFTR in 2020.

¹⁷³ See *Financial Stability Review*, ECB, May 2013, op. cit.

¹⁷⁴ The standard survey template includes 342 questions which are broadly similar to those asked in surveys by other central banks, enabling a comparison among jurisdictions (see Box 2).

¹⁷⁵ Additionally, the first and last survey round of the year includes “special questions” regarding long-term trends and market making. The survey may also include ad hoc special questions such as those asked in June 2020 regarding financing conditions at the outset of the pandemic or in March 2022 regarding energy derivatives.

participating in SESFOD report changes in the credit terms they apply to SFT and OTC derivatives transactions with counterparties belonging to one of six counterparty types: (i) banks and dealers, which are the main financial intermediaries in wholesale markets; (ii) hedge funds; (iii) insurance companies; (iv) investment funds (including exchange-traded funds), pension plans and other institutional investment pools; (v) non-financial corporations; and (vi) sovereigns. In addition to the counterparty breakdown, credit terms are also differentiated into price and non-price terms. Price terms refer to the compensation demanded for bearing risk, e.g. financing rates or spreads; non-price terms refer to contractual provisions used to mitigate risk exposures, e.g. haircuts, provisions on the maximum maturity of funding, covenants and triggers. To the extent that credit terms have tightened or eased, respondents are asked to provide up to three of the most important reasons why their price and non-price credit terms have changed across the entire spectrum of securities financing and OTC derivatives transaction types, selecting from a given list of eight reasons.¹⁷⁶

Aggregate survey results are expressed in net percentages of respondents.

For each question, survey respondents choose from five options, for example: (i) tightened considerably; (ii) tightened somewhat; (iii) remained basically unchanged; (iv) eased somewhat; and (v) eased considerably. Net percentages are calculated as the difference between the percentage of respondents reporting “tightened considerably” or “tightened somewhat” and those reporting “eased somewhat” and “eased considerably”.

The time series of aggregate survey results since the survey launch in March 2013 enables a comparison of SESFOD results with relevant market indicators.

Comparing SESFOD for the main financial intermediary counterparty types with the Euro Stoxx 50 Volatility Index (VSTOXX) illustrates that SESFOD results for financial counterparties tracked the VSTOXX index rather closely. Moreover, after some dispersion in credit terms across financial counterparties in the earlier part of the survey period, credit terms have moved in line in recent years (Chart 1, panel a).

Comparisons are also possible with the results of other surveys such as the BLS. Since the information covered by both ECB surveys also includes credit conditions for non-financial entities, it is possible to compare results from the SESFOD survey with those of the BLS. Overall credit terms for non-financial counterparties in SESFOD are not always aligned with BLS credit standards for euro area firms. Credit conditions from SESFOD are more volatile when compared with the credit standards reported in the BLS. Moreover, SESFOD results have pointed to a tightening in most quarters since 2015, whereas BLS results moved to a consistent tightening only as of 2022 and have been signalling mostly easing credit standards between 2014 and 2019 (Chart 1, panel b).

¹⁷⁶ See also the [SESFOD guidelines](#), ECB, 2016, or *Financial Stability Review*, ECB, May 2013, op. cit.

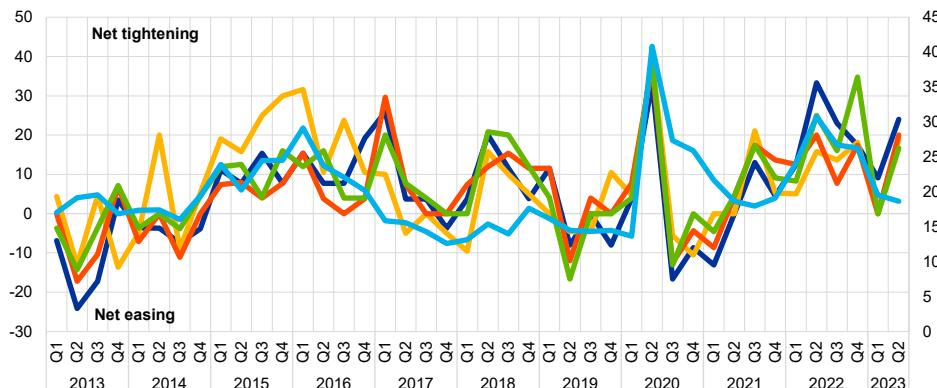
Chart 1

SESFOD and BLS aggregate survey results and VSTOXX index

a) Financial SESFOD counterparties and VSTOXX index

(left-hand scale: net percentages of responses; right-hand scale: index)

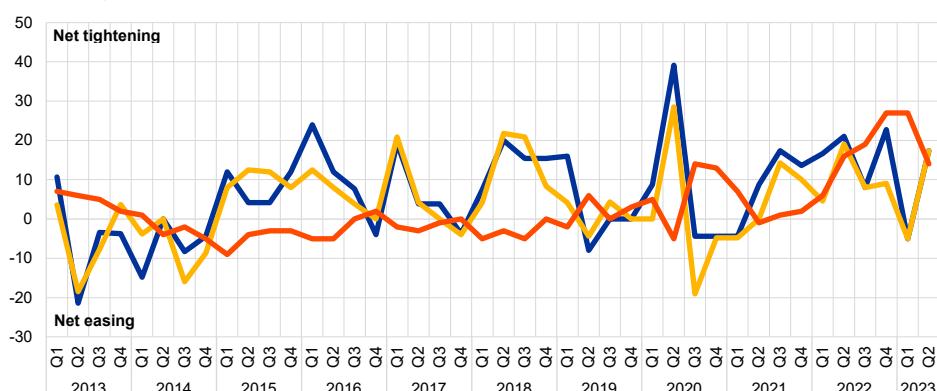
- SESFOD, banks and dealers
- SESFOD, hedge funds
- SESFOD, insurance companies
- SESFOD, investment funds (incl. ETFs), pension plans and other institutional investment pools
- VSTOXX index (right-hand scale)



b) Non-financial SESFOD counterparties and BLS

(left-hand scale: net percentages of responses; right-hand scale: index)

- SESFOD, non-financial corporations
- SESFOD, sovereigns
- BLS, credit standards for euro area firms



Sources: SESFOD, Eurex, and ECB calculations.

Note: For the VSTOXX index the median value over the SESFOD reporting periods is shown.

The time series of responses since the survey launch in March 2013 provide a rich basis for assessing the range of opinions among participating banks. The mapping of qualitative answers into numerical scores allows us to compute several statistics and to gauge the aggregate information collected by SESFOD.¹⁷⁷ In a nutshell, dispersion across responding banks on single questions can be aggregated at the survey round level or by question theme. This approach can also be applied to subgroups of respondents, typically broken down by their jurisdiction or the national location of the headquarter. This analysis is presented in Section 3.

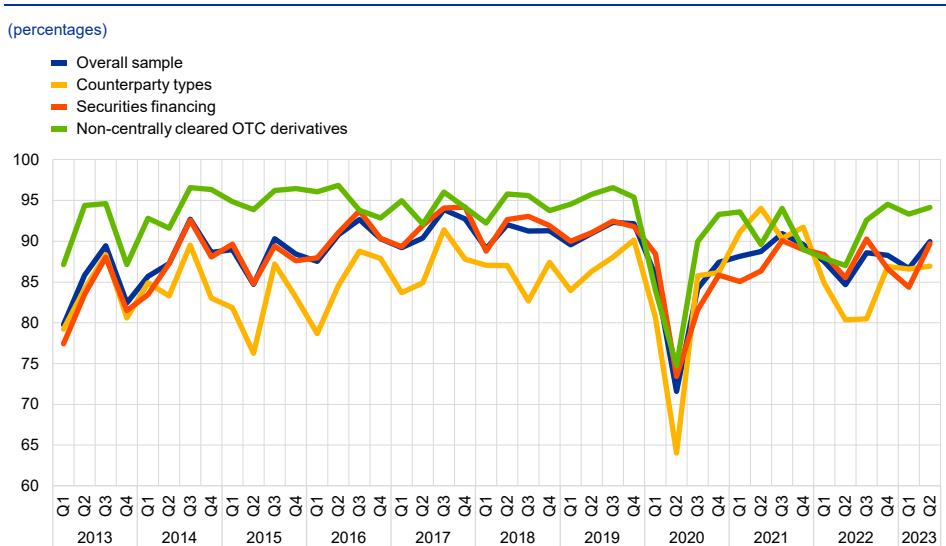
¹⁷⁷ Using the example above, tightened considerably is assigned a numerical score of +2, tightened somewhat +1, remained basically unchanged 0, eased somewhat -1, and eased considerably -2.

As the predominant response has been “remained basically unchanged”, the net percentages – as aggregate indicators of survey results – have often been based on a small number of responses either side of the response spectrum.

For each survey since 2013, an average 88% of responses indicated that conditions were basically unchanged. This average is lower for questions on counterparty credit terms and highest for those on uncleared OTC derivatives (Chart 2). Given the predominance of these responses among a relatively small set of participants, we need to ensure that survey findings are not consistently driven by a subset of (individual) respondents or by the geographic domicile of the respondents.

Chart 2

SESFOD responses indicating basically no change



Sources: SESFOD and ECB calculations.

Note: For each survey round, the average of the share of “remained basically unchanged” responses received for the 342 SESFOD questions (or for the questions in a subsection of the questionnaire) is calculated and displayed over time.

3 Drivers of changes in bank responses

Participant opinions differ more on questions about price terms than on ones about non-price terms (Chart 3, panel a). Bank responses vary based on the questions and the geographic area of the survey participants. The standard deviation for responses to questions on price terms is higher than for those on non-price terms. Credit terms and conditions not only reflect considerations about counterparty credit risk management, but also considerations about balance sheet availability, market liquidity and competitive pressures, etc. These are further documented in Section 5. Moreover, the non-price terms and conditions agreed with established counterparties in relation to transactions or financial instruments guided by e.g. International Swaps and Derivatives Association (ISDA) agreements are adjusted very infrequently.

Views have diverged more among participants headquartered in the euro area than among participants headquartered elsewhere (Chart 3, panel b). The jurisdiction breakdown reveals a persistent difference in dispersion within groups.

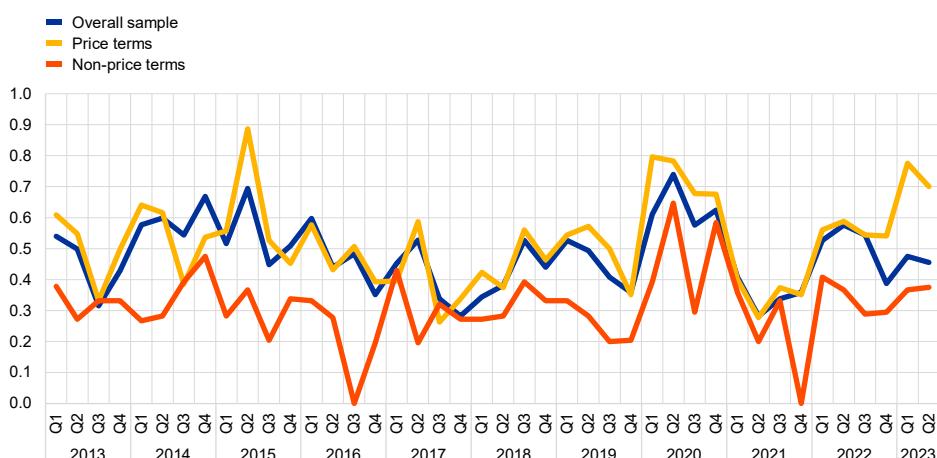
The most likely factors driving this wedge are differences in customer bases and in full access to the Eurosystem liquidity facilities. For the former, euro area banks compete for many small and medium-sized enterprises (SMEs), while non-euro area groups focus on larger, global clients in the “blue chips” echelon.

Chart 3

Opinion dispersion indicator by theme

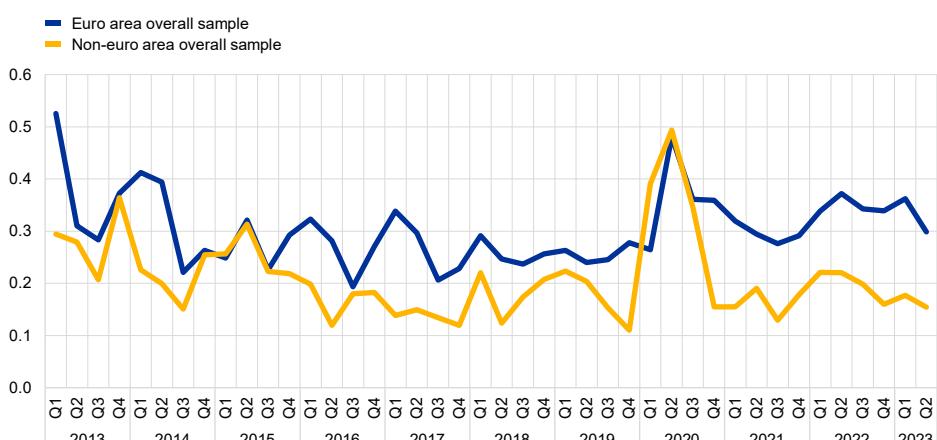
a) Price and non-price terms

(standard deviation)



b) Domicile

(standard deviation)



Sources: SESFOD and ECB calculations.

Note: Surveyed banks' individual responses to a question are translated into numerical scores ranging from -2 to +2. The standard deviation is then computed using the numerical scores across all surveyed banks' responses. The standard deviations for a subgroup of questions is then aggregated for a point of time taking the average.

4 Bank expectations versus outcomes

SESFOD assesses counterparty credit terms from both a backward-looking and a forward-looking perspective. For predetermined counterparty types and for all counterparties, SESFOD asks respondents to assess overall, price and non-price credit terms over the preceding three months and to share their expectations for these terms over the forthcoming three months. This section assesses the degree to

which expectations expressed by participants at the individual (micro) and at the aggregate (macro) levels have leading indicator properties.

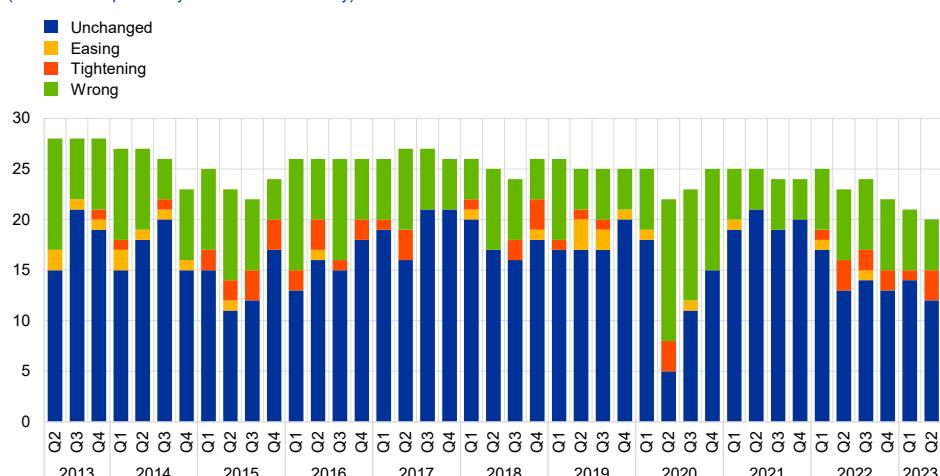
Individual participants predominantly and correctly anticipate unchanged counterparty credit terms, while only rarely correctly anticipating directional changes. Incorrect anticipations were more common for price than for non-price terms: on average, respondents correctly anticipated unchanged price and non-price terms in 67.7% and 83.7% of the cases respectively. Moreover, respondents' expectations were on average directionally wrong in 28.5% of the cases for price terms and in 14.2% of the cases for non-price terms. Correctly anticipated directional changes were more often correct on the tightening side (5.1% of the cases for price and 2.1% for non-price terms) than on the easing side (2.4% and 0.9%) (Chart 4).

Chart 4

Expectations of individual respondents and realised outcomes

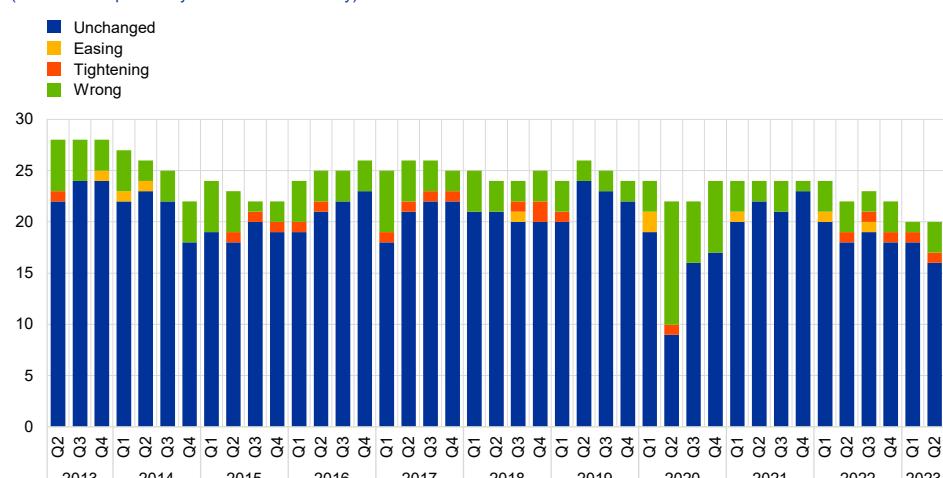
a) Price terms

(number of responses by direction and accuracy)



b) Non-price terms

(number of responses by direction and accuracy)



Sources: SESFOD, and ECB calculations.

Note: Respondents' expectations from the previous review period are evaluated against the direction that was actually realised over the review period.

Aggregate expectations have consistently displayed leading indicator properties (Chart 5)

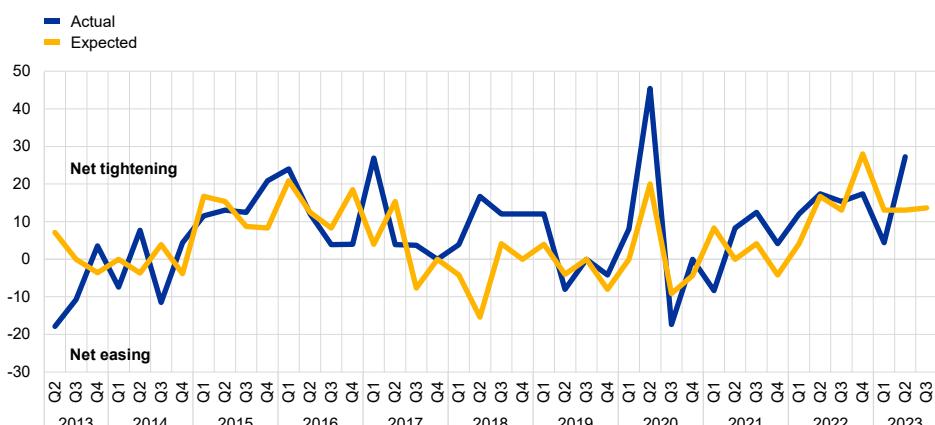
Aggregate opinions, often described as the “wisdom of the crowd”, could balance out individual underperformances and deliver higher accuracy. On average, respondents have rightly anticipated the overall credit terms across counterparty types in 76% of the cases. In 24% of the cases, respondents’ anticipations did not materialise without erring either on the easing or on the tightening side. In 13% of the cases, the observed credit terms tightened less than expected, whereas in 11% of the cases they eased less than expected. This good aggregate anticipation might be driven by poor individual expectations balancing each other out, or also by self-fulfilling expectations and endogeneity, as SESFOD participants are large market participants.

Chart 5

Aggregate expectations versus realisations – SESFOD leading indicator properties

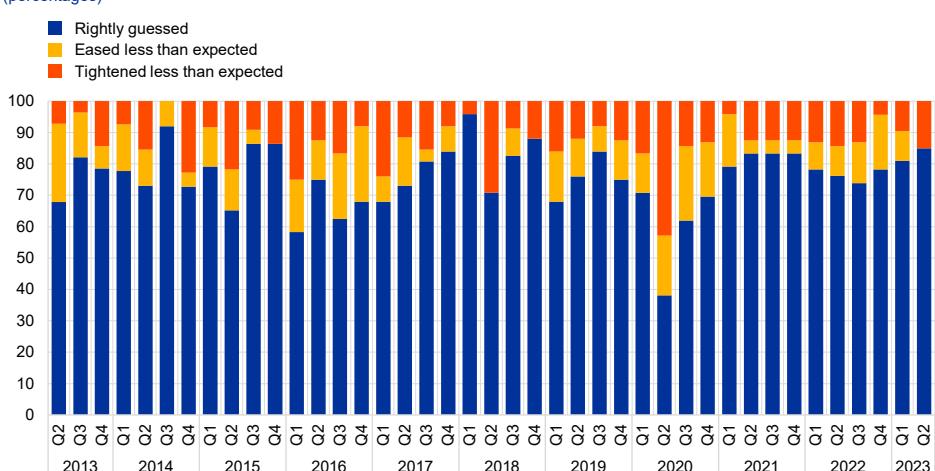
a) Time series of actual and expected changes

(aggregate net percentage of survey respondents, shifted to following survey period for expected changes)



b) Accuracy of expectations

(percentages)



Sources: SESFOD, and ECB calculations.

Notes: Actual variation comes from questions in which market participants are asked to assess the change in overall conditions over the past three months, while expectations are derived by asking them to guess what conditions will be like in the following three months.

5 Drivers behind changes in counterparty credit terms and conditions

Survey responses may reveal cyclical in the relative importance of drivers of credit terms and conditions or may be indicative of underlying structural market developments. Respondents are asked to provide the three most relevant drivers behind an easing or tightening in credit terms as appropriate by selecting from a list of eight options. Analysing these responses over time reveals that some of these drivers are cyclical (e.g. the role of general market liquidity and functioning) (Chart 6, panel a). Beyond this cyclical, the recurring mention of individual drivers as the most relevant reasons for tightening or easing can help identify structural trends in markets.

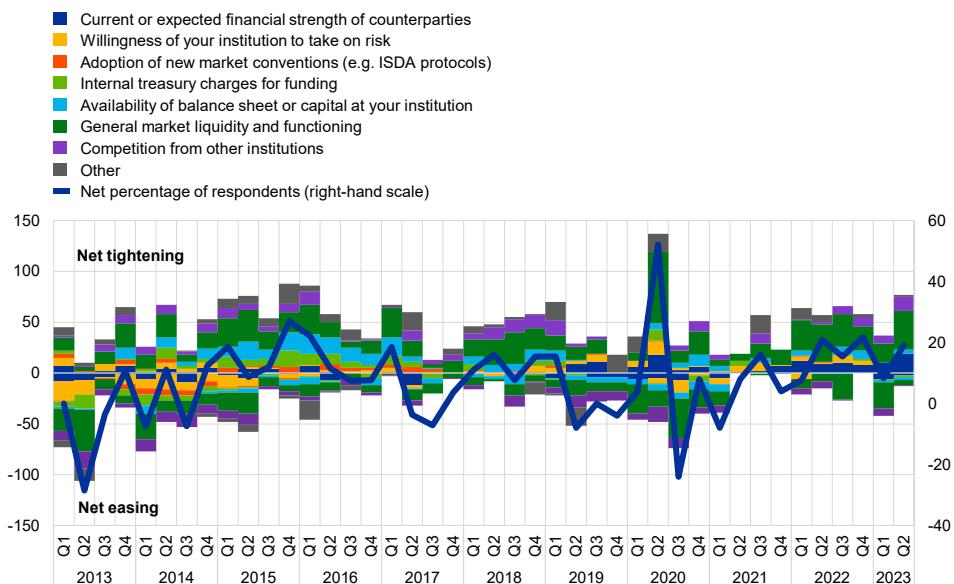
General market liquidity and functioning as well as competition from other institutions have been identified as the main drivers influencing price and non-price terms over the life of SESFOD. Since the start of SESFOD, survey participants have named general market liquidity and functioning as the main driver for an easing or tightening of price and non-price terms. Additionally, competition from other institutions and availability of balance sheet space were consistently mentioned by the surveyed banks (Chart 6, panel a). For price terms applied to transactions with bank and dealer counterparties, responses show that balance sheet availability and the adoption of new market conventions, in particular during the early implementation phases of Basel III, were important drivers in the early years of SESFOD. In line with the results for all counterparties, general market liquidity and functioning has had the main impact on price terms in recent years (Chart 6, panel b).

Chart 6

Drivers of survey price credit terms for all counterparties and for banks and dealers

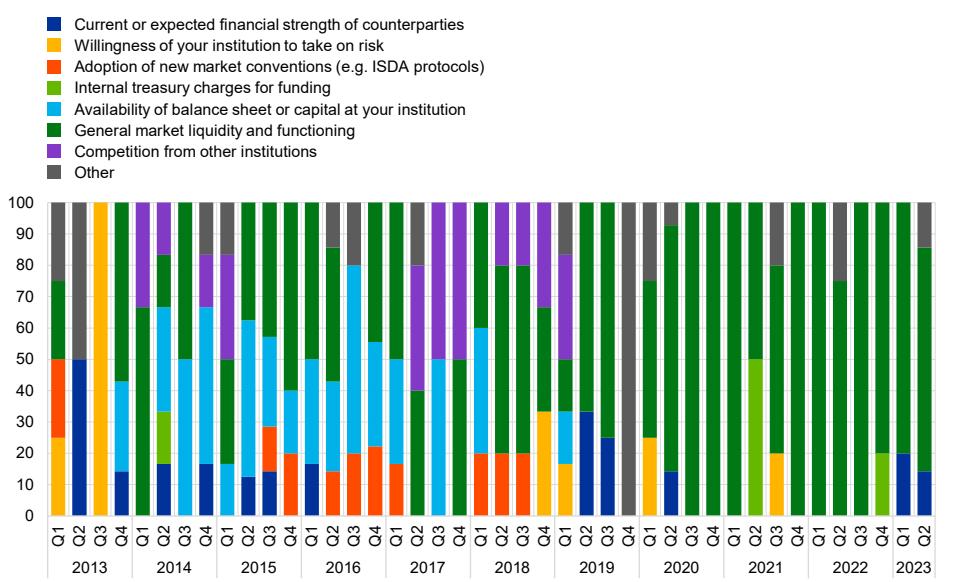
a) All counterparties – reasons for tightening and easing

(left-hand scale: number of responses by driver; right-hand scale: percentages)



b) Banks and dealers – reasons for tightening

(percentages)



Sources: SESFOD and ECB calculations.

6 Concluding remarks

SESFOD surveys a small but representative sample of market participants. The analysis of responses since the launch of the survey in 2013 validates the conduct and use of the survey for financial stability (as it shows increases in risk-taking and

build-up of leverage), for market functioning and for monetary policy (as it shows changes to financing conditions).

- The infrequent changes, along with the “wisdom of the crowd” phenomenon observed for developments in price and non-price credit terms, emphasise the value of the qualitative SESFOD information as a warning light for future unfavourable developments.
- Coupling the qualitative survey with quantitative regulatory reporting data will further enrich the assessment of credit terms in euro-denominated SFT and uncleared OTC derivatives markets and enable a better understanding of the financing conditions prevailing in financial markets.

Box 1

Market structure and sample representativeness

Prepared by Emanuele Franceschi, Piotr Kotlarz, Valentina Macchiati and Philippe Molitor

The value of SESFOD for policymaking relies on the representativeness of SESFOD participants for the underlying market segments. On launching SESFOD, the ECB selected participants on the basis of balance sheet and market information and feedback from EU national authorities. The participant sample has remained broadly stable since the launch of SESFOD and currently consists of 27 major banking groups located inside and outside the euro area. This box provides quantitative evidence using regulatory reporting information under the Securities Financing Transactions Regulation (SFTR) and European Market Infrastructure Regulation (EMIR) to validate this selection and its representativeness in terms of activities in euro-denominated securities financing and over-the-counter (OTC) derivatives markets. The information and data are also used to illustrate the relative importance of different collateral types in securities financing transactions (SFT) markets and of instrument types in derivatives markets.

SFT markets

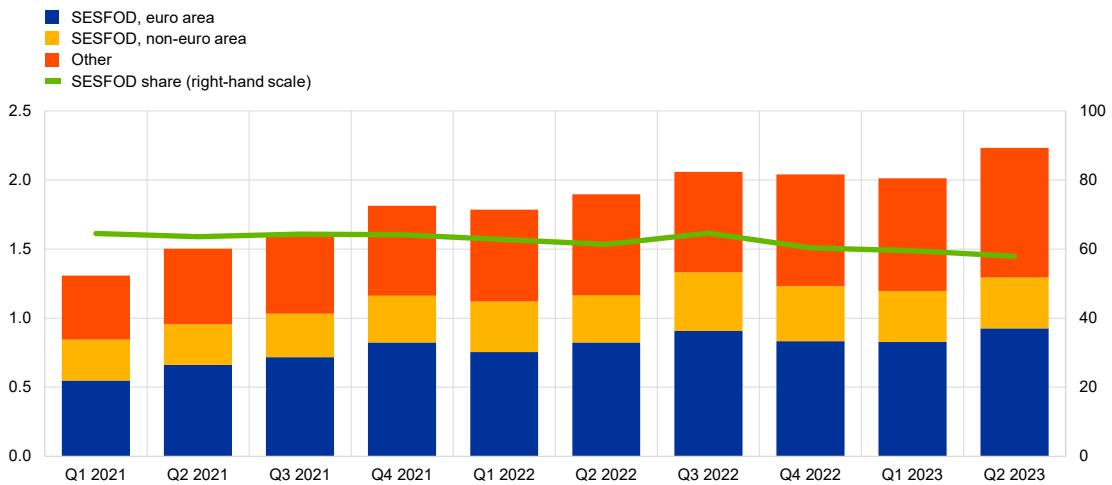
The transaction-level dataset under the Securities Financing Transaction Regulation (SFTR) requires any EU-based entity engaging in securities financing transactions to report such transactions to trade repositories. The SFTR separately covers repurchase agreements (repos) and buy/sell-backs, securities lending and borrowing, as well as margin lending. It thus provides almost universal coverage of European market participants' financial activities in the covered market segments.

SESFOD banking groups lend about €1.3 trillion via repo and represent approximately 60% of the entire euro-denominated repo funding market (Chart A). This share has been remarkably stable over recent SESFOD reference periods and supports the representativeness of the SESFOD sample in securities financing transactions markets. SESFOD participants headquartered in the euro area represent around 70% of the survey participants' market footprint and their share is slowly increasing.

Chart A

SESFOD footprint in the European repo market is sizeable and stable

(left-hand scale: EUR trillions; right-hand scale: percentages)



Sources: Securities Financing Transactions Data Store (SFTDS), Global Legal Entity Identifier Foundation (GLEIF), ESCB's Register of Institutions and Affiliates Data (RIAD), and ECB calculations.

Notes: Values are computed as medians over daily values within each three-month reference period. SESFOD participants' values represent those of their whole banking group. Geographical location is assigned by the headquarter of each banking group. The sample is restricted to euro-denominated repo and buy/sell-back lending from SESFOD participants and overall euro repo lending reported under the SFTR.

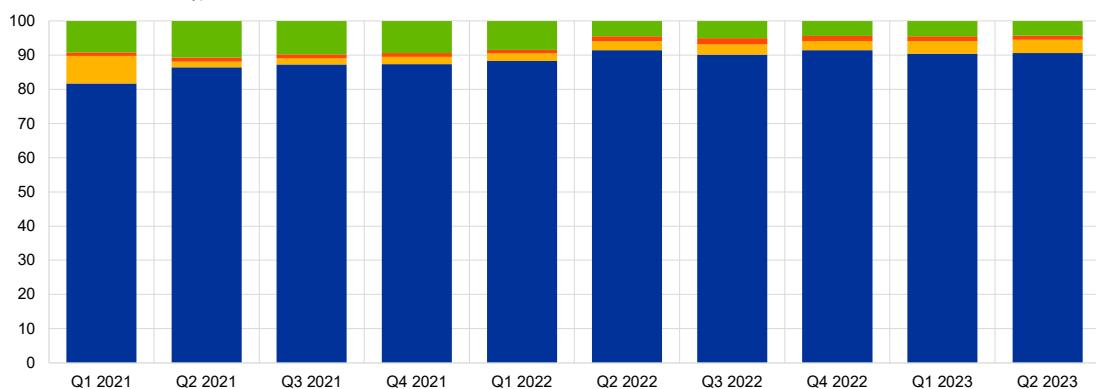
In most cases, SESFOD participants supply funds against government debt. In secured financing transactions, counterparties exchange liquid funds against collateral. The entities or banks supplying funds receive a security in exchange and agree to sell it back when the repo contract matures. Under the SFTR, detailed information is collected about the collateral backing repo transactions. For SESFOD participants, public debt – issued either by central governments or supranational entities – is by far the most common type of collateral and it is used to back about 90% of total repo transactions by volume (Chart B). Collateral in the form of debt securities issued by financial or non-financial corporations is of relatively minor importance in securing securities financing transactions.

Chart B

SESFOD participants receive mostly public debt as collateral

(percentages)

- Government debt
- Financial corporation debt
- Non-financial corporation debt
- Other collateral types



Sources: SFTDS, Centralised Securities Database (CSDB) and ECB calculations.

Notes: Government debt includes national and supranational government debt securities, financial corporation debt includes banks and NBFIs, non-financial corporation debt includes bonds issued by any other corporation. Other collateral types include securities related to equities, indexes and all residual assets. Values exclusively represent transactions where SESFOD participants supply liquidity against collateral. Shares are computed on the repo spot value, i.e. the liquidity provided. Values are three-month medians over daily values. The sample is restricted to euro-denominated repo and buy/sell-back lending from SESFOD participants and overall euro repo lending reported under the SFTR.

Derivative markets

The European Market Infrastructure Regulation (EMIR) requires European entities to report on derivatives transactions, both when they take place bilaterally (OTC) or are cleared by a central counterparty (CCP). For example, banks use derivatives to hedge against various risks, hence the considerable variety of derivative types, such as currency and interest rates fluctuations, commodities and equities volatility, or credit risk. Also, some large banks provide derivatives market access to non-bank financial institutions and act as gateways for them.¹⁷⁸

The derivatives market is one of the largest financial markets and is key to assessing risk appetite. Totalling a gross notional amount of more than €120 trillion for the European market, it is mainly made up of interest rate and foreign exchange derivatives, by far the most of which are traded by banks. The EMIR thus sheds light on the risk behaviour and potential build-up of synthetic leverage in financial markets.

SESFOD surveys inform on shifts and trends in OTC markets and risk attitudes. The qualitative and directional information from SESFOD rounds provides useful insights into risk build-up and favoured clearing behaviour. The combination of information on actual behaviour from EMIR and qualitative information from SESFOD allows a comprehensive assessment of the European derivative market.

SESFOD representativeness of derivatives is good, with some heterogeneity. Transactions carried out by SESFOD participants average at about 40% of the whole European market in the first quarter of 2023 (Chart C, panel a). As is the case for data on securities financing transactions, this footprint takes into account the full ownership structure of the banking groups, as ultimate holdings

¹⁷⁸ See the feature entitled “Key linkages between banks and the non-bank financial sector”, *Financial Stability Review*, ECB, May 2023.

only occasionally enter into derivatives transactions, while branches and subsidiaries located in specialised markets are more active.

SESFOD participants based in the euro area cover relatively more of the cleared market. This is possibly because they make up the largest share of European banks in the survey, but it also reflects the regulatory measures taken since 2008. Indeed, the SESFOD footprint in centrally cleared transactions stands at about 8% for non-European banks, while it triples above 24% for European banking groups, totalling more than 33%. On the other hand, SESFOD covers more than two-thirds of the OTC market, split in 24% for euro area banks and 43% for non-euro area groups.

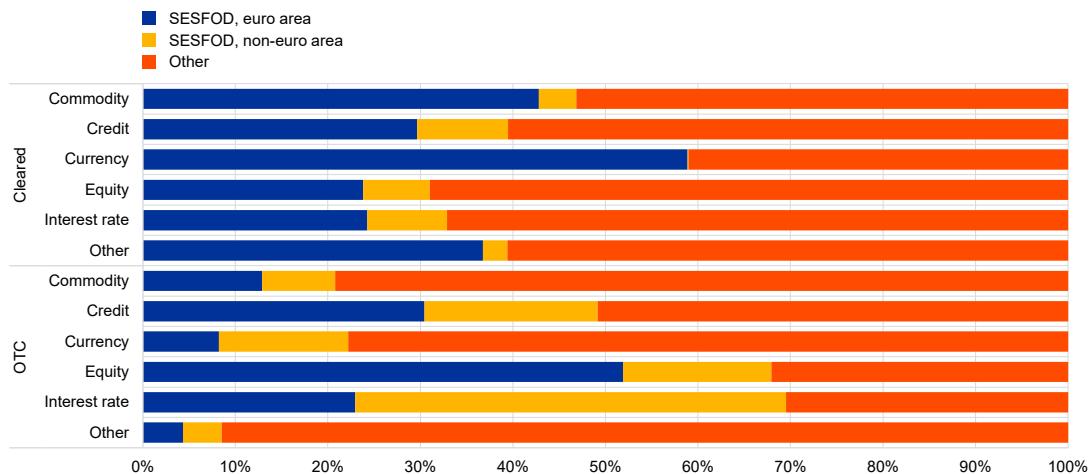
The SESFOD survey represents 45% of the interest rate derivative market, the largest segment. With a notional gross amount of just below €119 trillion (Chart C, panel b), interest rate derivatives are by far the largest segment in the market, and banks are often relevant players due to their natural exposure to rate fluctuations. While the coverage is larger for OTC transactions, the overall coverage points to a good representativeness of SESFOD. Indeed, the worst performing segment in terms of footprint is the residual “Other” in OTC transactions, which gathers less frequently traded contracts. In this space, SESFOD participants represent about 8% of roughly €250 billion in notional terms.

Chart C

SESFOD participants trade relatively few derivatives

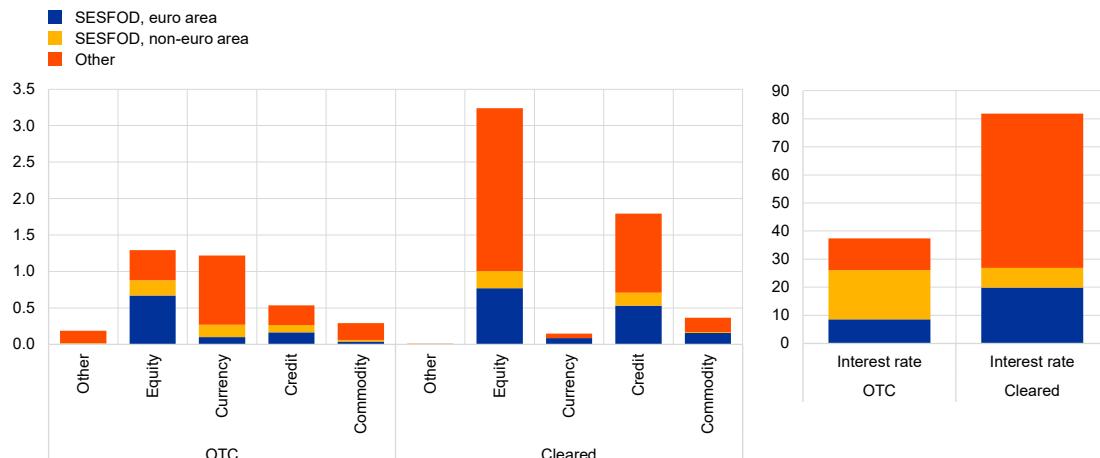
a) Relative market shares by derivative type and participant group

(percentages)



b) Absolute market shares by derivative type and participant group

(EUR trillions)



Sources: EMIR and ECB calculations.

Notes: Values represent gross notional seller amounts for SESFOD participants over the period from 1 December 2022 to 28 February 2023. They are three-month median values computed on daily aggregated data for each subcategory. The sample is restricted to euro-denominated derivatives sold by SESFOD participants and overall euro-denominated derivatives reported in EMIR over the same period.

Concluding remarks

Regulatory reports corroborate the representativeness of SESFOD surveys. SFTTR and EMIR data enable close benchmarking and monitoring of the footprint of SESFOD participants, in almost real time. The results of this exercise are valuable and corroborate the policy value of SESFOD, particularly in respect of the qualitative, non-price information. Comparing the surveys' answers with actual data can indeed provide useful insights on the transmission from risk appetite and expectations to realised price conditions and inform policy decisions.

Box 2

Comparison between SESFOD and SCOOS responses on hedge funds

Prepared by Simon Kördel and Philippe Molitor

The SESFOD questions largely mirror questions in the Federal Reserve's Senior Credit Officer Opinion Survey (SCOOS) on dealer financing terms for US dollar-denominated transactions, while being tailored in some aspects to the situation and needs in the euro area. The setups of SESFOD and SCOOS are aligned with each other and with the recommendation of the Committee on the Global Financial System (CGFS). However, some aspects consider the regional situations. For example, the selection of counterparty types accounts for the role and size of specific financial subsectors active in the markets falling under the scope of SESFOD and SCOOS respectively. This box compares results of the SESFOD with its US counterpart, focusing on credit terms as well as leverage in the hedge funds sector.

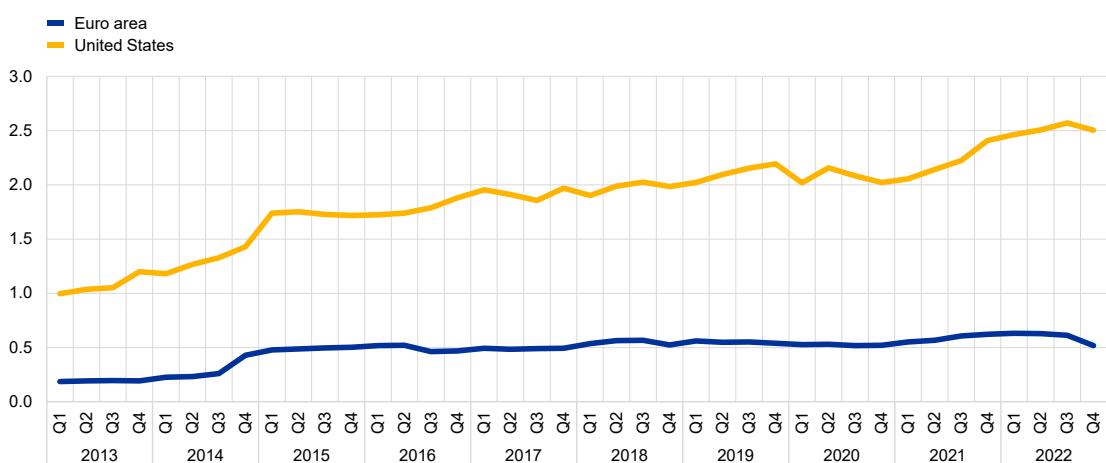
Hedge funds drove leverage developments and risk-taking in the financial system in the run-up to the global financial crisis. The CGFS identified a lack of information on financing conditions in secured lending and OTC derivatives, including on leverage developments in the hedge funds sector, as a blind spot for policymakers and analysts.¹⁷⁹ The qualitative information from SESFOD and SCOOS is essential in identifying early warnings of developing vulnerabilities.

Hedge funds play a more prominent role in the United States than in the euro area financial system. Even though the total assets under management by euro area-based hedge funds have nearly tripled to around €520 billion since the launch of SESFOD, the hedge fund sector in the euro area is still relatively small when compared with that in the United States which has assets under management of €2.5 trillion (Chart A).¹⁸⁰

Chart A

Hedge funds total assets in the United States and in the euro area

(EUR trillions)



Sources: Board of Governors of the Federal Reserve System, ECB and ECB calculations.

¹⁷⁹ See Committee on the Global Financial System, "The role of margin requirements and haircuts in procyclicality", CGFS Papers, No 36, BIS, March 2010.

¹⁸⁰ The fact that European hedge funds assets only represent a fraction of US hedge funds does not change when accounting for total assets of the UK hedge fund sector. Hedge funds based in the United Kingdom also engage in financial transactions or in markets falling within the scope of SESFOD. In particular non-euro area SESFOD participants reflect developments in these transactions in their responses.

Price and non-price terms offered to hedge funds

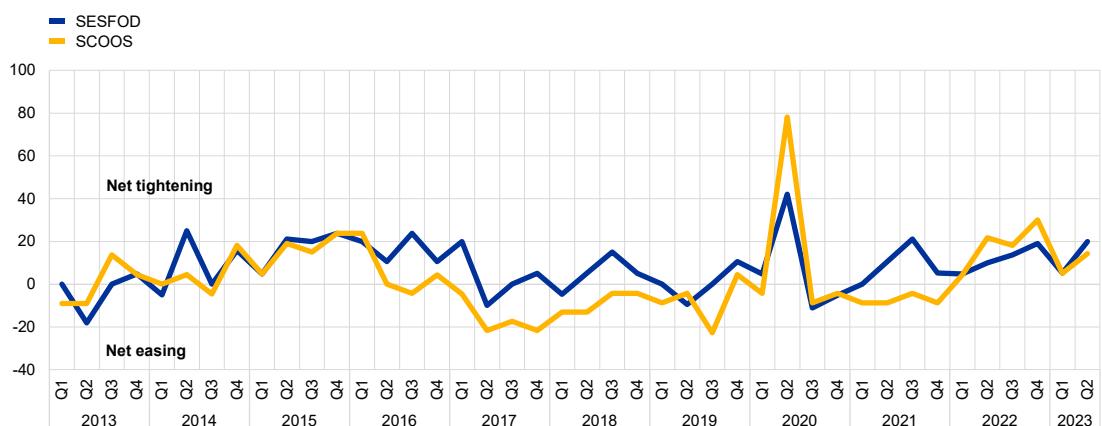
Price and non-price terms offered to hedge funds as reported by SESFOD and SCOOS participants showed overall similar developments with a tendency towards easier credit terms in the United States in the period from 2016 to 2019 (Chart A). Both price and non-price terms of hedge fund counterparties as reported in SESFOD and SCOOS have generally moved in line with each other since the launch of SESFOD in 2013. In the years between 2016 and 2019 SCOOS participants reported easier price and non-price terms compared to their SESFOD counterparts. This must be seen against the background of overall looser financial conditions in the United States during that period.

Chart B

Price and non-price terms for hedge fund counterparties in the euro area and in the United States

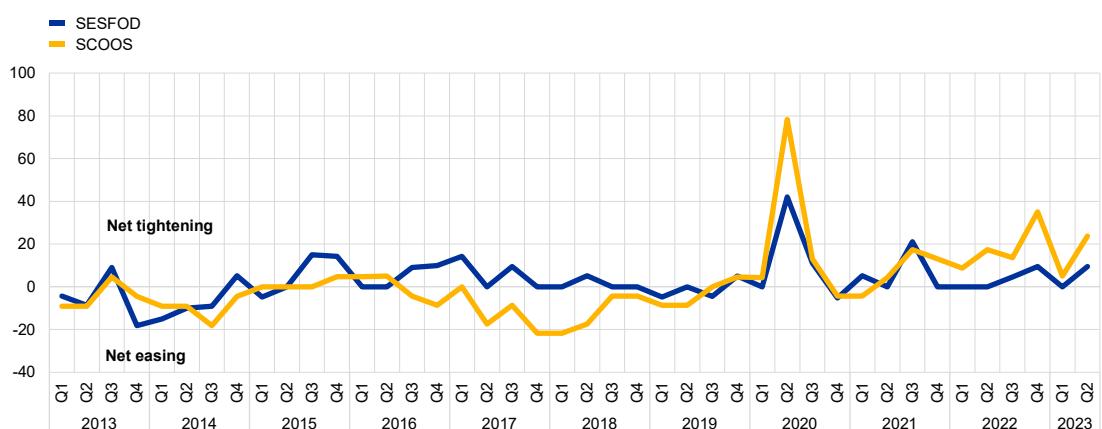
a) Price terms

(net percentage of survey respondents)



b) Non-price terms

(EUR trillions)



Source: Board of Governors of the Federal Reserve System, ECB and ECB calculations.

Use and availability of leverage

The two surveys also include questions on the availability and the use of financial leverage by hedge funds. Aside from questions regarding the credit terms in SFT and OTC derivative markets, SESFOD and SCOOS also include questions regarding the use of financial leverage by some counterparties, especially hedge funds, as well as the availability of financial leverage at hedge

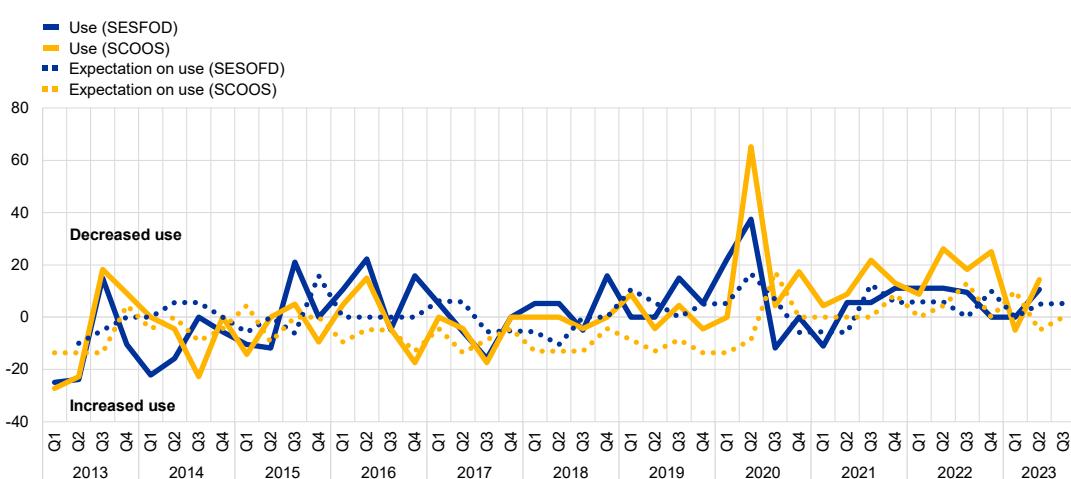
funds. This information can be used to identify early warnings of developing vulnerabilities and the build-up of leverage.

The available (and unutilised) leverage of hedge funds displays some leading indicator properties on the future use of leverage (Chart C). The availability of unutilised leverage reported by survey participants can be interpreted as an expectation that this leverage will be used in the future. This can be used as a leading indicator. Since the launch of SESFOD, the availability and the use of financial leverage reported by respondents in both surveys has developed in a broadly similar way, with the exception of the years after the start of the COVID-19 pandemic, during which SCOOS participants reported decreases in the use of leverage up until early 2023, whereas SESFOD participants already reported an increased use of leverage in the third quarter of 2020.

Chart C

Availability of (unutilised) leverage at hedge funds as expectation for actual use of leverage

(percentages)



Sources: SESFOD, SCOOS and ECB calculations.

Notes: Availability of (unutilised) leverage at hedge funds is displayed as an expectation for the use of leverage by hedge funds in the subsequent reference period (e.g. expectations on use values in the second quarter are the values for the availability of (unutilised) leverage in the first quarter). The net percentage is defined as the difference between the percentage of respondents reporting "decreased considerably" or "decreased somewhat" and those reporting "increased somewhat" and "increased considerably")

Concluding remarks

The comparison of SESFOD and SCOOS results for hedge funds illustrates the existence of similar developments across the United States and the euro area. The findings validate the use of the qualitative survey information for analyses of potential spillover channels for market developments and systemic risks.

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 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: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020	-3.0	-2.8	-11.0	-4.2	2.2	-6.1	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.6	0.3
2021	6.3	5.9	7.6	2.2	8.1	5.6	4.0	3.0	4.7	2.6	-0.3	0.9	2.6
2022	3.2	2.1	4.1	1.0	3.0	3.3	9.6	6.8	8.0	9.1	2.5	1.9	8.4
2022 Q3	1.4	0.8	-0.1	-0.3	3.2	0.3	10.4	7.3	8.3	10.0	2.9	2.7	9.3
Q4	0.4	0.6	0.1	0.1	0.5	-0.1	10.1	7.6	7.1	10.8	3.8	1.8	10.0
2023 Q1	0.9	0.5	0.1	0.8	2.2	0.1	8.6	7.2	5.8	10.2	3.6	1.3	8.0
Q2	.	0.5	0.2	1.2	0.8	0.1	.	.	4.0	8.4	3.3	1.1	6.2
2023 Mar.	-	-	-	-	-	-	7.7	7.2	5.0	10.1	3.2	0.7	6.9
Apr.	-	-	-	-	-	-	7.4	7.1	4.9	8.7	3.5	0.1	7.0
May	-	-	-	-	-	-	6.5	6.9	4.0	8.7	3.2	0.2	6.1
June	-	-	-	-	-	-	.	.	3.0	7.9	3.3	2.9	5.5
July	-	-	-	-	-	-	.	.	3.2	6.8	3.3	2.6	5.3
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	5.3

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.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾								
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	7	8	9						
	1	2	3	4	5	6				7	8	9	10	11	12
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
2021	54.9	59.6	55.9	49.4	52.0	54.9	53.7	55.2	52.1	11.3	9.9	9.9	12.8	12.8	12.8
2022	50.6	50.7	53.0	50.3	48.2	51.4	49.9	51.0	47.8	2.6	4.4	4.4	0.8	0.8	0.8
2022 Q1	52.2	54.9	58.3	48.7	48.0	54.2	51.0	52.6	49.1	0.8	2.8	2.8	-1.4	-1.4	-1.4
Q2	51.6	54.0	55.0	52.1	44.9	54.2	50.2	52.1	48.8	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
Q3	50.0	47.2	50.3	50.2	51.8	49.0	49.9	50.1	47.6	0.5	-0.4	-0.4	1.6	1.6	1.6
Q4	48.4	46.5	48.5	50.1	47.9	48.2	48.7	48.3	47.0	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
2022 July	51.0	47.7	52.1	50.2	54.0	49.9	50.7	51.0	48.6	1.2	0.6	0.6	1.8	1.8	1.8
Aug.	49.3	44.6	49.6	49.4	53.0	49.0	49.8	49.1	47.5	1.0	-0.4	-0.4	2.5	2.5	2.5
Sep.	49.9	49.5	49.1	51.0	48.5	48.1	49.1	50.1	46.5	0.5	-0.4	-0.4	1.6	1.6	1.6
Oct.	49.3	48.3	48.2	51.8	48.3	47.3	49.5	49.2	47.3	-0.1	-0.8	-0.8	0.7	0.7	0.7
Nov.	48.0	46.4	48.2	48.9	47.0	47.8	48.1	47.9	47.0	-0.9	-1.3	-1.3	-0.4	-0.4	-0.4
Dec.	47.9	45.0	49.0	49.7	48.3	49.3	48.6	47.7	46.7	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8

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

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

2) Excluding the euro area.

2 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⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2020	11,515.7	11,103.4	5,951.3	2,579.5	2,524.0	1,227.9	687.0	602.3	48.6	412.3	5,224.9	4,812.6
2021	12,418.2	11,921.6	6,336.6	2,730.5	2,707.6	1,374.7	760.0	566.0	147.0	496.6	6,148.5	5,651.9
2022	13,427.3	13,188.5	7,053.6	2,886.7	2,997.5	1,547.3	843.2	599.4	250.6	238.8	7,404.8	7,166.0
2022 Q3	3,375.9	3,349.0	1,794.0	723.9	760.9	390.2	215.7	153.1	70.2	26.8	1,912.5	1,885.6
Q4	3,440.8	3,369.4	1,823.9	741.3	768.4	393.8	218.1	154.5	35.8	71.4	1,901.5	1,830.1
2023 Q1	3,506.9	3,372.0	1,849.6	737.2	778.3	402.1	221.8	152.4	7.0	134.9	1,893.0	1,758.2
Q2	3,553.9	3,406.4	1,866.8	749.9	784.4	402.9	224.1	155.4	5.2	147.5	1,869.0	1,721.5
as a percentage of GDP												
2022	100.0	98.2	52.5	21.5	22.3	11.5	6.3	4.5	1.9	1.8	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2022 Q3	0.3	0.9	0.9	0.0	0.9	-1.0	2.7	3.0	-	-	1.2	2.5
Q4	-0.1	-0.6	-0.7	0.5	-0.2	-0.6	-0.3	0.8	-	-	-0.3	-1.4
2023 Q1	0.1	-0.7	0.0	-0.6	0.3	1.0	1.3	-2.4	-	-	0.0	-1.3
Q2	0.1	0.6	0.0	0.2	0.3	-0.2	0.2	1.6	-	-	-0.7	0.1
annual percentage changes												
2020	-6.1	-5.7	-7.7	1.1	-6.3	-4.0	-11.9	-3.8	-	-	-9.0	-8.4
2021	5.6	4.4	4.1	4.1	3.4	5.8	8.5	-7.3	-	-	11.1	8.7
2022	3.3	3.6	4.3	1.3	2.8	1.8	4.6	2.8	-	-	7.0	7.9
2022 Q3	2.3	3.4	2.3	0.4	4.6	1.3	8.4	7.4	-	-	7.6	10.4
Q4	1.7	1.2	1.3	0.6	0.9	0.2	6.5	-3.9	-	-	4.2	3.1
2023 Q1	1.1	0.6	1.4	-0.4	1.9	-0.7	5.0	4.0	-	-	2.6	1.7
Q2	0.5	0.2	0.2	0.1	1.3	-0.9	4.0	2.9	-	-	0.2	-0.2
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2022 Q3	0.3	0.9	0.5	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.1	0.2	-0.6	-	-
Q4	-0.1	-0.6	-0.4	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.3	0.5	-	-
2023 Q1	0.1	-0.6	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.6	0.7	-	-
Q2	0.1	0.6	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	-0.4	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2020	-6.1	-5.5	-4.1	0.2	-1.4	-0.4	-0.8	-0.2	-0.2	-0.6	-	-
2021	5.6	4.4	2.2	1.0	0.8	0.7	0.5	-0.4	0.4	1.4	-	-
2022	3.3	3.5	2.2	0.3	0.6	0.2	0.3	0.1	0.4	-0.2	-	-
2022 Q3	2.3	3.2	1.2	0.1	1.0	0.1	0.5	0.3	1.0	-0.9	-	-
Q4	1.7	1.1	0.7	0.1	0.2	0.0	0.4	-0.2	0.1	0.6	-	-
2023 Q1	1.1	0.6	0.7	-0.1	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.4	0.5	-	-
Q2	0.5	0.3	0.1	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.1	-0.2	0.2	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

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)												
2020	10,377.2	176.6	2,010.0	550.4	1,804.6	546.4	486.2	1,210.8	1,202.5	2,066.9	322.9	1,138.4
2021	11,135.6	184.9	2,207.8	588.6	2,006.4	594.8	516.7	1,245.7	1,290.8	2,163.9	335.9	1,282.6
2022	12,088.5	215.4	2,439.5	649.2	2,315.7	630.2	528.3	1,297.0	1,389.3	2,254.8	369.2	1,338.7
2022 Q3	3,040.5	56.0	609.8	163.2	590.0	159.3	131.9	323.7	349.0	564.6	93.1	335.4
Q4	3,117.5	56.4	634.3	167.6	597.3	160.7	139.0	333.4	358.2	576.8	93.8	323.3
2023 Q1	3,180.0	56.0	659.7	176.4	602.0	163.6	144.1	341.1	363.7	577.1	96.3	326.9
Q2	3,215.7	54.0	661.5	179.4	607.7	167.2	146.9	346.1	369.0	586.0	97.9	338.2
as a percentage of value added												
2022	100.0	1.8	20.2	5.4	19.2	5.2	4.4	10.7	11.5	18.7	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2022 Q3	0.4	0.7	0.5	-1.2	0.7	1.7	0.3	-0.2	0.5	0.5	1.3	-0.7
Q4	-0.1	0.1	-0.2	-0.2	-0.7	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	-1.2	0.0
2023 Q1	0.1	1.0	-1.1	2.1	0.1	1.2	-0.9	0.8	0.6	-0.1	2.7	-0.7
Q2	0.0	-1.1	-0.3	-0.5	-0.2	1.3	0.0	0.0	0.3	0.1	0.6	1.4
annual percentage changes												
2020	-6.0	-0.7	-6.1	-5.0	-14.0	2.1	-0.7	-0.8	-5.6	-2.8	-18.1	-7.1
2021	5.5	0.4	8.6	2.6	7.4	8.6	5.4	1.9	6.1	3.3	4.2	6.5
2022	3.5	0.0	1.5	1.3	7.7	5.7	-0.1	1.8	4.6	1.7	11.9	2.2
2022 Q3	2.6	0.3	1.8	0.7	4.5	7.1	-0.7	1.3	3.7	1.1	6.8	0.2
Q4	2.0	-0.2	1.4	-0.2	2.7	4.1	0.4	1.0	3.0	1.9	6.9	-0.9
2023 Q1	1.6	1.4	-0.2	1.0	2.4	5.4	-0.2	1.3	2.1	1.1	7.1	-2.4
Q2	0.5	0.7	-1.1	0.3	-0.1	4.6	-0.4	0.7	1.6	0.7	3.4	0.0
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2022 Q3	0.4	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q4	-0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2023 Q1	0.1	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	-
Q2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2020	-6.0	0.0	-1.2	-0.3	-2.7	0.1	0.0	-0.1	-0.7	-0.5	-0.6	-
2021	5.5	0.0	1.7	0.2	1.3	0.5	0.3	0.2	0.7	0.7	0.1	-
2022	3.5	0.0	0.3	0.1	1.4	0.3	0.0	0.2	0.5	0.3	0.4	-
2022 Q3	2.6	0.0	0.4	0.0	0.8	0.4	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	-
Q4	2.0	0.0	0.3	0.0	0.5	0.2	0.0	0.1	0.4	0.4	0.2	-
2023 Q1	1.6	0.0	0.0	0.1	0.5	0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	-
Q2	0.5	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	-

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													
as a percentage of total persons employed													
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.8	24.8	6.6
2021	100.0	86.1	13.9	3.0	14.3	6.3	24.2	3.1	2.4	1.0	14.0	24.9	6.6
2022	100.0	86.3	13.7	2.9	14.2	6.4	24.5	3.2	2.4	1.0	14.1	24.8	6.5
annual percentage changes													
2020	-1.4	-1.4	-1.2	-2.6	-1.9	0.8	-3.6	1.9	0.4	0.7	-2.0	1.0	-3.1
2021	1.5	1.6	0.4	0.2	-0.3	3.3	0.5	4.8	1.0	1.0	3.0	2.1	0.9
2022	2.3	2.5	1.1	-0.3	1.3	3.2	3.3	5.8	-0.1	3.0	3.1	1.6	1.6
2022 Q3	1.9	2.0	1.2	-0.6	1.3	3.3	2.0	6.3	-0.4	3.9	2.5	1.5	0.8
Q4	1.6	1.7	0.7	-0.9	1.1	2.3	1.7	4.6	0.4	3.1	2.1	1.3	1.1
2023 Q1	1.6	1.7	1.3	-1.2	1.3	1.6	2.2	4.5	1.0	2.5	2.0	1.2	1.0
Q2	1.3	1.3	1.4	-2.2	1.1	0.6	1.9	3.7	0.9	2.7	2.0	1.1	0.2
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.1	7.0	24.1	3.3	2.6	1.1	13.7	23.0	5.7
2021	100.0	81.8	18.2	4.1	15.0	7.3	24.4	3.4	2.5	1.1	14.0	22.5	5.8
2022	100.0	81.9	18.1	3.9	14.6	7.2	25.3	3.5	2.5	1.1	14.0	21.9	5.9
annual percentage changes													
2020	-8.0	-7.3	-11.3	-3.4	-7.5	-6.2	-14.6	-1.9	-2.2	-5.1	-8.4	-2.4	-12.3
2021	5.6	5.4	6.4	0.1	4.8	9.4	6.8	7.5	3.1	7.1	7.7	3.5	5.9
2022	3.5	3.6	3.0	-0.9	0.9	3.3	7.4	6.0	-0.3	5.1	4.1	0.7	5.9
2022 Q3	2.7	3.0	1.4	-0.4	2.0	3.6	3.4	7.5	0.2	4.8	3.9	1.3	2.4
Q4	2.2	2.3	1.9	-0.5	1.2	3.2	3.0	5.0	0.9	3.4	3.2	1.1	2.7
2023 Q1	2.0	2.2	0.8	-0.5	1.7	1.5	2.7	4.2	1.3	1.6	2.5	1.3	1.9
Q2	1.4	1.5	1.1	-2.6	1.2	1.1	1.5	3.7	1.4	2.5	2.3	1.5	0.7
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2020	-6.7	-5.9	-10.2	-0.9	-5.7	-6.9	-11.3	-3.8	-2.6	-5.8	-6.5	-3.3	-9.5
2021	4.1	3.8	6.0	0.0	5.1	5.8	6.3	2.6	2.1	6.0	4.5	1.4	5.0
2022	1.1	1.0	1.8	-0.6	-0.3	0.1	3.9	0.1	-0.3	2.0	1.0	-0.9	4.1
2022 Q3	0.8	1.0	0.2	0.2	0.6	0.3	1.4	1.1	0.6	0.9	1.4	-0.2	1.6
Q4	0.6	0.5	1.2	0.4	0.1	0.9	1.2	0.4	0.5	0.3	1.0	-0.3	1.7
2023 Q1	0.3	0.5	-0.5	0.7	0.4	-0.1	0.5	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.1	0.9
Q2	0.1	0.2	-0.3	-0.5	0.1	0.5	-0.4	0.0	0.4	-0.2	0.2	0.4	0.5

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			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100.0		80.1		19.9		51.3		48.7				
2020	162.757	3.5	12.963	8.0	3.0	10.380	7.0	2.584	18.2	6.644	7.6	6.319	8.3	1.8	
2021	165.051	3.4	12.787	7.8	3.2	10.303	6.9	2.483	16.9	6.517	7.4	6.270	8.1	2.4	
2022	167.817	3.1	11.341	6.8	2.7	9.083	6.0	2.258	14.6	5.687	6.4	5.654	7.2	3.1	
2022 Q3	167.971	3.0	11.427	6.8	2.5	9.058	5.9	2.369	15.2	5.746	6.4	5.681	7.2	3.1	
Q4	168.630	3.0	11.227	6.7	2.5	8.973	5.9	2.254	14.3	5.599	6.2	5.628	7.1	3.1	
2023 Q1	169.496	3.0	11.149	6.6	2.5	8.963	5.8	2.185	13.8	5.592	6.2	5.556	7.0	3.0	
Q2	.	.	.	6.4	.	.	5.6	.	13.9	.	6.1	.	6.7	3.0	
2023 Feb.	-	-	11.181	6.6	-	8.952	5.8	2.229	14.1	5.625	6.2	5.556	7.0	-	
Mar.	-	-	11.078	6.5	-	8.868	5.8	2.210	14.0	5.570	6.2	5.507	6.9	-	
Apr.	-	-	11.047	6.5	-	8.833	5.7	2.214	13.9	5.566	6.2	5.481	6.9	-	
May	-	-	10.970	6.5	-	8.736	5.7	2.233	14.0	5.515	6.1	5.455	6.8	-	
June	-	-	10.871	6.4	-	8.678	5.6	2.194	13.8	5.507	6.1	5.364	6.7	-	
July	-	-	10.944	6.4	-	8.738	5.7	2.206	13.8	5.559	6.2	5.385	6.8	-	

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							
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0	100.0					
annual percentage changes																		
2020	-7.7	-8.2	-7.2	-11.2	-4.2	-4.4	-5.4	-0.8	3.7	-2.2	-14.4	-9.8	-24.3					
2021	8.9	9.8	9.6	11.7	8.1	1.4	6.0	5.1	0.9	7.8	9.6	8.1	-2.9					
2022	2.2	3.0	-1.3	5.5	5.4	-3.7	2.4	0.7	-2.7	2.5	6.3	10.0	-4.3					
2022 Q1	1.6	2.1	1.0	0.3	6.3	-1.4	6.1	5.8	-1.7	11.1	12.5	12.3	-12.3					
Q2	2.0	2.6	-0.3	4.5	3.3	-1.8	2.7	1.0	-2.7	3.0	7.7	13.2	-16.2					
Q3	3.4	4.0	-1.7	9.9	3.1	-1.7	0.8	-0.6	-1.5	-0.6	3.2	9.1	1.5					
Q4	2.1	3.5	-4.4	7.2	8.9	-9.3	0.3	-2.6	-5.0	-1.6	3.0	6.2	15.3					
2023 Feb.	1.7	2.5	-5.1	9.6	3.3	-4.4	2.0	-2.3	-4.6	-0.7	0.4	4.2	11.6					
Mar.	-1.5	-1.0	-4.6	-1.9	5.4	-6.4	-0.9	-3.3	-6.1	-1.5	1.8	4.7	30.8					
Apr.	-0.1	0.8	-6.2	8.5	-0.7	-8.1	0.2	-2.8	-4.5	-1.2	-3.1	3.2	19.4					
May	-2.4	-1.9	-5.6	2.5	-3.0	-6.7	0.3	-2.3	-2.9	-1.5	-1.5	4.5	20.3					
June	-1.1	-0.4	-6.3	4.7	-0.5	-7.3	-0.3	-1.0	-2.7	0.6	-1.8	3.4	19.0					
July	-2.2	-1.8	-5.0	0.4	-1.2	-5.7	.	-1.0	-2.2	1.1	-3.4	.	16.5					
month-on-month percentage changes (s.a.)																		
2023 Feb.	1.8	1.3	0.8	1.8	1.6	0.8	2.1	-0.1	-0.4	0.1	-1.3	0.6	3.4					
Mar.	-4.5	-5.1	-1.1	-15.4	-1.1	-1.1	-1.9	-0.4	-0.8	-0.7	0.4	0.9	-1.2					
Apr.	1.3	1.9	-0.7	15.3	-2.2	-0.1	-0.4	0.0	-0.2	0.3	-2.3	0.4	-1.2					
May	0.1	0.1	0.4	1.1	0.2	-2.2	0.2	0.6	0.3	0.4	0.5	1.7	-0.2					
June	0.4	0.9	-1.0	-0.3	-1.3	0.4	-1.0	0.2	0.2	0.3	-0.3	-0.5	1.7					
July	-1.1	-2.1	0.2	-2.7	0.6	1.6	.	-0.2	0.4	0.5	-1.2	.	3.7					

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)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	98.7	-5.2	80.6	-11.7	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2020	88.0	-13.2	74.3	-14.2	-7.0	-12.6	-15.9	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2021	110.7	9.4	81.8	-7.5	4.2	-1.8	8.3	87.7	60.2	58.3	53.6	54.9
2022	101.9	4.8	82.0	-21.9	5.2	-3.8	9.3	90.1	52.1	49.3	52.1	51.4
2022 Q3	97.2	1.9	81.7	-27.0	2.9	-6.8	7.6	90.8	49.3	46.3	49.9	49.0
Q4	95.3	-0.9	81.4	-24.4	3.1	-4.8	5.0	90.4	47.1	45.9	49.0	48.2
2023 Q1	99.2	0.1	81.3	-19.6	1.2	-1.0	9.4	90.0	48.2	49.8	52.8	52.0
Q2	96.8	-5.2	80.7	-17.0	-0.8	-4.0	7.4	90.2	44.7	46.4	54.5	52.3
2023 Mar.	98.8	-0.8	-	-19.1	0.9	-1.8	8.9	-	47.3	50.4	55.0	53.7
Apr.	98.8	-2.9	81.2	-17.5	0.7	-0.9	9.6	89.9	45.8	48.5	56.2	54.1
May	96.3	-5.3	-	-17.4	-0.4	-5.3	7.0	-	44.8	46.4	55.1	52.8
June	95.2	-7.3	-	-16.1	-2.6	-5.9	5.7	-	43.4	44.2	52.0	49.9
July	94.5	-9.3	80.2	-15.1	-3.6	-4.5	5.4	90.6	42.7	42.7	50.9	48.6
Aug.	93.3	-10.3	-	-16.0	-5.2	-5.0	3.9	-	43.5	43.4	47.9	46.7

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

Saving rate (gross)	Households							Non-financial corporations					
	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	
2020	19.6	95.4	-0.1	4.2	-1.7	5.6	4.8	46.0	24.6	78.7	3.7	-12.0	2.6
2021	17.5	95.6	1.6	3.7	17.4	8.0	8.2	48.6	26.6	76.5	5.5	7.5	3.5
2022	13.5	93.0	-0.1	2.6	12.4	1.5	6.9	48.7	23.8	72.1	2.9	9.3	2.0
2022 Q2	14.6	95.2	0.2	2.8	16.6	4.4	10.1	48.8	24.7	74.0	4.8	-4.3	3.2
Q3	13.9	94.4	0.0	2.8	10.6	3.0	9.1	49.0	24.1	74.1	4.2	25.0	3.0
Q4	13.5	93.0	-0.7	2.6	6.5	1.5	6.9	48.7	23.8	72.1	2.9	2.3	2.0
2023 Q1	13.4	91.3	0.5	2.4	5.4	2.8	5.4	48.6	23.9	70.2	2.4	1.3	1.5

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	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022 Q3	1,356.3	1,444.0	-87.7	755.1	806.6	320.0	319.8	238.5	229.2	42.7	88.5	25.4	16.1
Q4	1,360.4	1,365.1	-4.8	749.2	751.0	312.2	267.8	256.3	263.8	42.6	82.5	58.3	35.7
2023 Q1	1,377.6	1,340.3	37.3	750.2	694.1	322.4	299.3	265.0	272.0	40.0	75.0	34.6	31.1
Q2	1,362.0	1,315.8	46.2	737.7	660.0	326.0	309.4	255.4	262.4	42.9	84.0	20.4	14.4
2023 Jan.	460.6	455.6	5.0	247.4	244.1	108.3	97.7	90.7	90.2	14.2	23.6	11.6	13.4
Feb.	454.7	442.7	11.9	248.3	228.5	106.6	96.9	86.5	92.5	13.3	24.8	5.9	4.4
Mar.	462.3	441.9	20.4	254.6	221.4	107.4	104.7	87.8	89.2	12.5	26.6	17.1	13.2
Apr.	432.5	430.0	2.5	231.8	215.5	107.6	104.4	79.7	82.5	13.4	27.7	6.4	5.7
May	460.8	452.9	7.9	249.8	227.9	109.8	104.1	86.4	94.1	14.8	26.8	5.2	4.0
June	468.7	432.9	35.8	256.0	216.7	108.6	100.9	89.3	85.7	14.7	29.5	8.9	4.7
12-month cumulated transactions													
2023 June	5,456.3	5,465.3	-9.0	2,992.2	2,911.7	1,280.6	1,196.3	1,015.3	1,027.3	168.3	329.9	138.7	97.3
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2023 June	39.3	39.4	-0.1	21.6	21.0	9.2	8.6	7.3	7.4	1.2	2.4	1.0	0.7

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods¹⁾, values and volumes by product group²⁾ (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)						
	Exports	Imports	Total			Memo item:	Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2022 Q3	20.2	47.6	729.8	365.5	133.5	217.0	588.4	859.7	531.0	117.3	168.8	534.1	108.1	
Q4	14.9	20.2	733.4	361.2	139.8	221.2	605.7	796.2	481.6	114.1	170.0	517.6	97.1	
2023 Q1	8.6	0.4	722.3	346.2	137.6	224.0	597.0	722.8	425.0	113.3	160.5	500.5	77.7	
Q2	-1.9	-14.3	708.6	.	.	.	588.1	703.8	.	.	.	498.1	.	
2023 Jan.	11.1	10.2	239.6	115.0	45.0	74.1	197.2	251.5	149.4	39.1	53.7	169.0	30.1	
Feb.	7.6	1.5	241.2	115.6	45.8	75.9	199.3	242.0	143.0	37.4	54.3	168.3	24.4	
Mar.	7.5	-8.8	241.5	115.6	46.8	74.0	200.5	229.3	132.6	36.8	52.5	163.2	23.2	
Apr.	-3.6	-11.8	233.2	109.0	47.0	72.0	193.3	241.1	141.1	37.7	55.5	168.9	25.5	
May	-2.6	-13.1	238.3	109.9	49.3	72.9	196.3	238.0	138.1	39.0	55.6	169.1	24.2	
June	0.3	-17.7	237.2	.	.	.	198.4	224.6	.	.	.	160.2	.	
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2022 Q3	2.8	14.9	106.5	104.8	105.9	114.5	106.3	124.0	121.8	123.7	121.0	122.8	140.4	
Q4	1.5	3.6	107.2	104.0	109.7	114.6	106.9	119.8	116.2	120.3	121.6	120.6	144.8	
2023 Q1	1.5	-1.3	106.3	102.0	105.6	117.0	106.0	114.8	111.6	119.8	115.9	117.3	142.7	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2022 Dec.	-1.1	-3.4	105.6	101.0	108.0	115.7	105.3	117.2	114.2	113.4	120.1	116.8	147.0	
2023 Jan.	2.8	4.1	105.9	102.0	103.9	117.1	104.7	117.9	114.9	122.4	117.1	118.4	151.7	
Feb.	-0.4	-0.5	106.8	101.5	105.8	118.9	106.7	117.3	114.3	118.8	117.5	118.5	144.6	
Mar.	2.2	-6.8	106.2	102.5	107.2	115.1	106.4	109.3	105.7	118.4	113.1	114.9	131.7	
Apr.	-6.1	-4.3	103.0	98.5	107.2	112.3	103.2	119.1	115.4	124.7	119.2	121.7	158.7	
May	-3.3	-4.6	106.4	100.0	111.5	114.9	107.0	118.9	114.5	125.9	120.5	122.0	151.7	

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 Prices¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total			Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾								Administered prices					
	Index: 2015 = 100	Total	Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices					
					1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3				
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6				
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				
2022 Q3	118.1	9.3	4.4	13.2	3.9	2.3	4.0	2.8	2.0	4.4	1.1	9.5	7.8				
Q4	120.8	10.0	5.1	14.0	4.3	2.3	3.7	2.9	1.4	4.6	1.5	10.0	9.5				
2023 Q1	121.3	8.0	5.5	10.3	4.7	0.8	3.3	2.7	1.7	-6.0	1.2	8.1	7.3				
Q2	123.2	6.2	5.5	6.8	5.2	0.6	1.8	0.8	0.7	-4.3	1.3	6.1	6.8				
2023 Mar.	122.3	6.9	5.7	8.1	5.1	0.3	0.9	2.2	0.2	-2.2	0.4	7.0	5.9				
Apr.	123.1	7.0	5.6	8.1	5.2	0.2	0.4	-1.6	0.2	-0.9	0.6	7.0	6.4				
May	123.2	6.1	5.3	6.8	5.0	-0.1	0.4	-0.5	0.2	-2.1	0.1	6.1	6.2				
June	123.5	5.5	5.5	5.5	5.4	0.3	0.4	0.8	0.2	-0.7	0.5	5.2	7.7				
July	123.4	5.3	5.5	4.8	5.6	0.3	0.4	1.0	0.3	-0.2	0.4	5.2	6.3				
Aug. ³⁾	124.1	5.3	5.3	.	5.5	0.6	0.4	-0.2	0.4	3.2	0.2	.	.				
	Goods						Services										
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport		Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous				
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents	20	21	22	23	24	25				
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0					
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4					
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					
2022 Q3	10.7	10.5	11.6	14.7	5.0	39.7	2.6	1.9	4.3	-0.2	7.2	2.1					
Q4	13.5	13.4	13.7	14.2	6.2	33.9	3.0	2.1	5.6	-0.7	7.1	2.8					
2023 Q1	14.9	15.4	13.3	7.8	6.7	10.0	3.6	2.5	5.8	0.2	7.2	3.8					
Q2	12.5	13.5	9.5	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	6.1	0.4	7.5	4.1					
2023 Mar.	15.5	15.7	14.7	4.3	6.6	-0.9	3.7	2.7	5.9	0.3	7.8	3.9					
Apr.	13.5	14.6	10.0	5.2	6.2	2.3	3.6	2.6	6.1	0.4	7.7	4.0					
May	12.5	13.4	9.6	3.7	5.8	-1.8	3.7	2.7	4.7	0.7	7.6	4.1					
June	11.6	12.4	9.0	2.2	5.5	-5.6	3.7	2.7	7.4	0.0	7.2	4.3					
July	10.8	11.3	9.2	1.6	5.0	-6.1	3.7	2.7	7.1	0.0	7.5	4.3					
Aug. ³⁾	9.8	10.4	7.8	.	4.8	-3.3	.	.	.	.	.	.

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 ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾								
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy												
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods															
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food													
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.6	5.9	27.9	10	11	12	13							
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	0.9	1.1	0.6	-9.7	1.7	5.3	1.6								
2021	114.5	12.3	7.4	5.8	10.9	2.5	2.1	3.3	1.8	32.2	5.6	8.1	0.6								
2022	153.8	34.3	16.9	14.1	20.3	7.2	12.1	16.4	7.7	85.2	11.5	7.0	0.8								
2022 Q3	163.1	41.1	17.7	14.7	20.2	7.7	14.0	19.0	8.6	107.8	11.9	6.6	0.4								
Q4	161.9	27.2	14.5	13.1	15.4	7.6	15.3	19.9	9.3	56.1	11.6	2.9	-2.6								
2023 Q1	156.2	10.9	9.0	9.8	8.7	7.2	14.1	17.4	8.5	11.5	10.2	0.3	.								
Q2	147.2	-1.4	0.9	3.7	-1.1	5.7	9.4	9.5	6.5	-13.1	6.4	.	.								
2023 Feb.	156.5	12.7	9.9	10.3	9.4	7.4	14.6	18.3	8.7	15.8	-	-	-								
Mar.	154.4	5.5	5.7	8.1	5.8	6.7	12.9	15.3	8.1	0.0	-	-	-								
Apr.	149.3	0.9	3.1	5.1	1.2	6.2	10.6	11.3	7.2	-9.2	-	-	-								
May	146.4	-1.6	0.6	3.4	-1.5	5.7	9.4	9.3	6.4	-13.5	-	-	-								
June	145.8	-3.4	-1.1	2.5	-2.8	5.3	8.4	8.0	5.9	-16.4	-	-	-								
July	145.0	-7.6	-0.8	1.6	-4.0	4.7	7.4	6.6	5.0	-24.2	-	-	-								

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: 2015 = 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	
% of total										100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
2020	107.3	1.8	1.3	0.6	3.4	1.0	-1.4	-2.7	37.0	1.4	3.3	-0.3	-1.0	-0.3	-1.8	
2021	109.5	2.1	2.8	2.2	1.6	3.7	5.8	7.9	59.8	29.6	21.5	37.2	29.1	22.2	37.1	
2022	114.6	4.6	6.8	6.8	4.3	7.7	12.7	17.6	95.0	18.1	29.0	9.0	19.2	28.2	9.9	
2022 Q3	115.0	4.6	7.5	7.5	4.9	7.7	13.6	19.8	98.3	14.4	30.0	1.5	14.7	26.9	2.3	
Q4	117.3	5.7	6.9	8.6	6.1	7.4	10.2	12.8	86.6	5.3	13.8	-2.3	4.9	12.2	-3.1	
2023 Q1	119.4	6.2	5.5	7.9	4.5	6.4	5.5	3.9	75.8	-10.5	-5.3	-15.1	-11.3	-6.5	-16.4	
Q2	120.9	6.2	4.0	6.8	4.9	4.6	0.5	-3.7	71.6	-18.1	-16.0	-20.3	-18.4	-16.1	-21.3	
2023 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	73.3	-17.9	-13.3	-22.1	-18.2	-13.6	-23.2	
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	76.7	-19.1	-14.8	-23.1	-19.2	-14.8	-24.2	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	69.7	-19.1	-17.5	-20.7	-19.4	-17.6	-21.7	
June	-	-	-	-	-	-	-	-	69.0	-16.0	-15.6	-16.5	-16.6	-15.7	-17.6	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	72.5	-14.3	-14.4	-14.2	-15.6	-15.2	-16.2	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	78.8	-16.5	-16.8	-16.1	-17.0	-16.2	-18.0	

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 balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.7	-	-4.4	32.4	56.7	56.3	-	49.7
2020	-0.3	2.0	-0.6	-5.1	11.5	49.0	52.1	48.7	47.2
2021	31.6	24.0	10.3	19.7	30.4	84.0	61.9	66.8	53.4
2022	48.4	52.9	27.2	42.5	71.6	77.1	75.4	69.6	62.0
2022 Q3	46.2	54.7	27.7	40.9	76.5	74.3	74.9	67.1	61.8
Q4	40.2	51.7	29.0	41.7	78.1	65.8	74.3	63.7	62.0
2023 Q1	23.7	43.5	26.0	27.1	78.4	51.3	69.9	57.8	61.2
Q2	7.5	30.1	18.1	11.8	76.9	41.6	64.3	49.2	58.0
2023 Mar.	17.8	41.3	23.5	21.4	78.6	46.8	68.5	53.4	59.8
Apr.	11.5	34.8	19.6	15.3	78.3	44.0	67.2	51.6	58.7
May	6.5	30.1	18.7	12.3	77.4	41.3	64.4	49.0	59.1
June	4.4	25.3	16.1	7.7	74.9	39.5	61.3	47.0	56.3
July	3.4	23.4	16.5	4.9	73.5	35.8	61.0	45.0	56.1
Aug.	3.6	22.8	16.7	6.0	72.9	39.7	62.2	46.2	55.6

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	6
2020	100.0	3.1	3.7	1.5	2.8	3.9	1.8
2021	101.3	1.2	1.4	0.8	1.1	1.5	1.3
2022	105.8	4.4	3.7	6.6	4.8	3.7	2.9
2022 Q3	102.4	3.5	2.7	5.7	3.7	3.2	3.0
Q4	113.8	5.6	5.0	7.4	5.6	5.6	3.1
2023 Q1	103.0	5.0	4.6	6.1	5.3	4.5	4.4
Q2							4.3

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: 2015 =100)	Total	By economic activity										Arts, enter- tainment and other services
		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		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2020	110.2	4.5	-0.4	2.0	4.8	7.5	-0.1	1.0	1.2	3.6	6.3	17.0
2021	110.0	-0.2	2.0	-4.0	5.3	-1.4	1.5	-1.3	4.1	1.3	1.0	-0.6
2022	113.6	3.3	4.6	3.3	5.7	1.8	3.4	3.7	5.0	3.5	3.4	-3.5
2022 Q3	113.9	3.3	4.3	2.0	5.9	2.1	2.4	3.6	6.4	3.6	3.8	-1.1
Q4	116.3	4.7	5.3	3.1	7.2	4.3	4.1	3.5	4.4	5.1	4.8	-1.1
2023 Q1	118.9	6.0	3.6	7.4	5.0	6.5	4.4	6.4	5.1	6.7	4.2	-0.4
Q2	119.7	6.5	3.5	7.6	5.7	8.2	4.9	5.7	5.8	6.4	5.4	2.9
Compensation per employee												
2020	107.0	-0.4	1.5	-2.4	-1.2	-4.0	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	2.3	-1.1
2021	111.2	3.9	2.3	4.5	4.6	5.4	5.2	3.0	5.0	4.3	2.1	2.7
2022	116.0	4.3	5.0	3.5	3.7	6.1	3.3	3.6	3.8	5.1	3.5	6.2
2022 Q3	116.4	3.8	5.2	2.5	3.3	4.6	3.1	3.2	3.8	4.9	3.4	4.8
Q4	118.4	4.9	6.0	3.5	4.6	5.3	3.7	3.5	2.2	6.0	5.4	4.7
2023 Q1	120.6	5.5	6.3	5.9	4.4	6.7	5.2	5.1	3.8	6.8	4.1	5.5
Q2	121.3	5.5	6.5	5.3	5.4	6.1	5.9	4.3	3.7	6.0	5.0	6.1
Labour productivity per person employed												
2020	97.1	-4.7	1.9	-4.3	-5.8	-10.7	0.1	-1.1	-1.4	-3.7	-3.7	-15.5
2021	101.1	4.1	0.3	8.9	-0.7	6.9	3.7	4.4	0.9	3.0	1.2	3.2
2022	102.1	1.0	0.3	0.2	-1.9	4.2	-0.1	-0.1	-1.1	1.5	0.1	10.0
2022 Q3	102.2	0.5	0.9	0.5	-2.4	2.5	0.7	-0.4	-2.4	1.2	-0.4	6.0
Q4	101.8	0.2	0.7	0.4	-2.5	1.0	-0.4	0.0	-2.1	0.8	0.5	5.8
2023 Q1	101.4	-0.5	2.6	-1.5	-0.6	0.2	0.8	-1.3	-1.2	0.1	-0.1	6.0
Q2	101.3	-0.9	2.9	-2.1	-0.3	-2.0	1.0	-1.3	-2.0	-0.4	-0.4	3.1
Compensation per hour worked												
2020	113.9	5.8	4.1	3.0	5.1	7.1	3.2	1.8	4.4	5.9	5.5	6.8
2021	114.1	0.2	-0.1	-0.3	-0.7	-0.4	2.6	1.1	0.4	0.3	1.0	-1.4
2022	117.8	3.2	5.8	3.9	4.0	1.8	3.4	3.8	2.7	3.9	4.5	2.9
2022 Q3	118.1	2.8	5.2	1.9	3.1	2.4	2.1	2.3	3.0	3.1	3.6	3.7
Q4	120.5	4.3	7.0	3.3	3.5	3.9	3.6	3.1	1.7	5.1	5.8	3.4
2023 Q1	122.0	5.0	4.9	5.5	4.3	5.7	5.3	4.9	4.4	6.0	3.9	4.7
Q2	122.7	5.4	6.6	5.1	5.0	6.5	5.6	4.1	4.2	5.8	4.5	5.2
Hourly labour productivity												
2020	104.7	2.1	2.8	1.5	1.2	0.7	4.1	1.5	4.6	3.0	-0.4	-6.6
2021	104.7	0.0	0.3	3.6	-6.2	0.6	1.0	2.2	-4.8	-1.4	-0.2	-1.7
2022	104.6	-0.1	0.9	0.5	-2.0	0.3	-0.3	0.2	-3.1	0.5	1.0	5.7
2022 Q3	104.8	-0.3	0.7	-0.2	-2.7	1.0	-0.4	-0.9	-3.3	-0.1	-0.2	4.3
Q4	104.4	-0.4	0.3	0.2	-3.3	-0.3	-0.8	-0.5	-2.4	-0.2	0.8	4.1
2023 Q1	103.6	-0.8	1.9	-1.8	-0.5	-0.3	1.1	-1.5	-0.3	-0.4	-0.2	5.1
Q2	103.5	-0.9	3.4	-2.3	-0.8	-1.6	0.9	-1.8	-1.8	-0.6	-0.8	2.6

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)		
	1	2	3	4	5	6	7
2020	-0.55	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.36	-0.04
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 Feb.	2.27	2.37	2.64	3.14	3.53	4.54	-0.02
Mar.	2.57	2.71	2.91	3.27	3.65	4.64	-0.02
Apr.	2.90	2.95	3.17	3.50	3.74	4.81	-0.02
May	3.08	3.15	3.37	3.68	3.86	5.02	-0.05
June	3.24	3.34	3.54	3.83	4.01	5.06	-0.07
July	3.40	3.47	3.67	3.94	4.15	5.10	-0.05
Aug.	3.64	3.63	3.78	3.94	4.07	5.30	-0.06

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}				
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24	
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 Feb.	2.66	3.16	3.08	2.80	2.76	-0.40	-1.10	-0.26	3.28	2.77	2.63	2.77	
Mar.	2.75	2.80	2.62	2.35	2.41	-0.39	-1.16	-0.52	2.67	2.25	2.27	2.58	
Apr.	2.88	2.94	2.68	2.37	2.44	-0.50	-1.36	-0.60	2.74	2.20	2.30	2.65	
May	3.07	3.02	2.64	2.29	2.38	-0.63	-1.55	-0.53	2.65	2.02	2.23	2.65	
June	3.39	3.45	3.12	2.58	2.51	-0.94	-1.59	-0.96	3.21	2.45	2.25	2.56	
July	3.48	3.42	3.02	2.53	2.54	-0.87	-1.43	-0.86	3.04	2.31	2.33	2.70	
Aug.	3.46	3.38	2.95	2.52	2.57	-0.81	-1.30	-0.80	2.96	2.24	2.39	2.77	

Source: ECB calculations.

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

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
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
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
2023 Feb.	455.8	4,238.1	983.5	291.6	170.5	122.4	192.5	814.0	849.1	357.3	288.7	817.0	4,079.7	27,509.1
Mar.	448.5	4,201.7	968.8	292.2	175.7	116.6	182.1	809.6	834.4	358.9	296.7	797.0	3,968.6	27,693.2
Apr.	460.9	4,358.3	990.6	305.7	184.2	120.7	183.3	817.9	843.4	383.5	305.9	843.0	4,121.5	28,275.8
May	456.4	4,319.3	975.3	301.8	180.5	116.0	178.9	824.6	858.8	379.9	296.5	835.4	4,146.2	30,147.5
June	455.5	4,324.4	952.1	302.2	170.0	112.7	179.3	835.9	904.5	376.5	277.4	806.2	4,345.4	32,754.5
July	460.1	4,364.5	964.7	305.9	172.9	111.0	185.8	838.3	899.6	375.8	277.8	814.8	4,508.1	32,694.1
Aug.	453.9	4,296.8	966.3	297.6	167.8	115.8	188.6	816.5	867.9	362.6	269.1	828.5	4,457.4	32,167.4

Source: Refinitiv.

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)

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator					
	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:			By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation			APRC ³⁾	APRC ³⁾							
					Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2022 Aug.	0.01	0.70	0.42	1.02	4.97	15.89	6.68	5.92	6.51	2.96	2.07	2.44	2.63	2.08	2.49	2.26				
Sep.	0.02	0.71	0.63	1.27	5.27	15.83	6.55	5.96	6.58	3.09	2.26	2.59	2.84	2.25	2.67	2.45				
Oct.	0.03	0.73	0.93	1.60	5.58	15.97	6.83	6.21	6.87	3.55	2.66	2.82	3.05	2.41	2.90	2.67				
Nov.	0.05	0.75	1.21	1.81	5.81	15.98	6.43	6.55	7.13	3.96	2.93	3.04	3.30	2.55	3.11	2.89				
Dec.	0.07	0.80	1.42	1.91	5.95	15.90	6.66	6.42	7.00	3.99	3.08	3.16	3.29	2.61	3.18	2.94				
2023 Jan.	0.10	0.86	1.60	2.08	6.34	15.99	7.44	6.97	7.60	4.28	3.46	3.32	3.39	2.77	3.39	3.10				
Feb.	0.12	1.17	1.91	2.20	6.59	16.08	7.39	7.08	7.80	4.57	3.66	3.48	3.52	2.94	3.55	3.24				
Mar.	0.15	1.20	2.11	2.26	6.76	16.07	7.83	7.23	7.92	4.69	3.88	3.78	3.56	3.14	3.72	3.37				
Apr.	0.18	1.25	2.28	2.42	7.02	16.25	8.29	7.43	8.13	4.91	4.11	3.85	3.61	3.19	3.81	3.48				
May	0.21	1.30	2.47	2.48	7.19	16.34	8.36	7.60	8.33	5.08	4.23	3.98	3.65	3.31	3.93	3.58				
June	0.23	1.37	2.71	2.59	7.27	16.35	7.02	7.49	7.99	5.14	4.39	4.07	3.71	3.41	4.04	3.70				
July ^(p)	0.27	1.43	2.82	2.86	7.48	16.40	8.41	7.72	8.41	5.23	4.47	4.14	3.72	3.45	4.08	3.75				

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)

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation										APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator		
	With an agreed maturity of:	Up to 2 years		up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million							
				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				
2022 Aug.	0.01	0.15	1.61	1.86	2.08	2.49	2.94	1.86	2.13	2.30	1.55	1.88	2.22	1.87			
Sep.	0.05	0.70	1.79	2.23	2.48	2.91	3.24	2.31	2.55	2.45	2.31	2.34	2.38	2.40			
Oct.	0.08	0.92	1.83	2.54	2.96	3.52	3.62	2.74	3.02	2.75	2.45	2.76	2.82	2.72			
Nov.	0.15	1.49	2.34	2.90	3.33	3.76	4.01	3.12	3.37	3.06	2.88	3.30	3.29	3.10			
Dec.	0.19	1.80	2.61	3.21	3.74	3.99	4.19	3.46	3.55	3.27	3.29	3.59	3.29	3.41			
2023 Jan.	0.23	1.99	2.72	3.58	4.13	4.20	4.39	3.77	3.92	3.45	3.41	3.75	3.39	3.63			
Feb.	0.31	2.30	2.81	3.82	4.39	4.54	4.71	4.05	4.09	3.69	3.69	3.54	3.58	3.86			
Mar.	0.41	2.57	2.95	4.12	4.70	4.83	4.88	4.33	4.48	3.84	4.08	4.32	3.88	4.22			
Apr.	0.44	2.80	3.11	4.39	4.86	4.74	4.96	4.60	4.58	3.98	4.32	4.37	3.69	4.39			
May	0.49	2.96	3.13	4.56	5.04	5.07	5.16	4.75	4.84	4.01	4.47	4.58	4.01	4.57			
June	0.55	3.20	3.10	4.78	5.23	5.43	5.27	4.95	4.99	4.17	4.71	4.88	4.12	4.78			
July ^(p)	0.60	3.31	3.58	4.89	5.51	5.52	5.43	5.12	5.02	4.33	4.82	5.02	4.34	4.93			

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	of which central government	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	of which central government
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations					Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2020	1,488.6	429.7	126.0	51.3	96.7	836.1	722.5	.	.	.	.	.	.	.
2021	1,407.5	427.9	126.9	49.9	88.0	764.7	674.9	387.2	138.4	79.1	26.4	32.1	137.6	104.8
2022	1,371.5	466.8	143.0	49.8	94.7	667.0	621.7	481.7	182.4	117.4	48.0	48.1	133.9	97.1
2023 Feb.	1,374.1	529.3	137.2	51.1	94.2	613.4	569.4	495.0	224.6	98.5	35.2	49.1	122.8	96.2
Mar.	1,423.7	536.6	136.0	50.9	96.4	654.7	603.4	583.5	239.4	122.3	38.7	53.3	168.5	131.0
Apr.	1,454.9	564.9	133.9	47.7	102.3	653.7	603.5	511.4	218.1	100.9	31.9	60.2	132.2	103.3
May	1,457.4	580.5	137.3	50.3	102.9	636.8	599.6	515.1	242.0	118.0	37.9	53.7	101.4	86.5
June	1,478.7	581.6	130.5	49.1	93.1	673.5	634.2	515.7	222.0	114.9	36.0	45.8	133.1	107.1
July	1,463.0	574.0	129.1	45.3	96.0	664.0	635.3	488.2	181.4	113.7	31.1	53.7	139.5	122.0
Long-term														
2020	19,285.0	4,077.2	3,104.3	1,260.9	1,543.3	10,560.1	9,773.2	.	.	.	.	.	.	.
2021	19,926.3	4,182.6	3,385.6	1,342.8	1,600.6	10,757.5	9,936.5	316.9	67.9	84.0	34.3	23.3	141.8	128.3
2022	17,902.9	3,972.3	3,267.0	1,333.8	1,397.7	9,265.9	8,553.9	300.1	78.4	74.5	29.0	16.7	130.6	121.1
2023 Feb.	18,187.1	4,081.0	3,288.5	1,325.5	1,418.9	9,398.7	8,675.3	353.7	99.1	54.1	12.9	17.6	182.9	165.8
Mar.	18,409.2	4,104.4	3,277.4	1,322.9	1,415.5	9,611.8	8,876.2	339.1	84.5	70.4	30.9	15.5	168.6	156.1
Apr.	18,411.1	4,118.5	3,279.6	1,332.9	1,419.2	9,593.8	8,873.4	308.5	72.7	76.1	34.4	16.4	143.2	137.3
May	18,573.7	4,191.4	3,329.2	1,368.3	1,427.4	9,625.6	8,908.1	372.0	100.0	100.2	56.2	27.3	144.5	136.2
June	18,669.3	4,202.9	3,337.5	1,375.6	1,429.4	9,699.4	8,979.2	401.5	114.4	83.9	30.9	30.6	172.6	160.9
July	18,765.7	4,300.6	3,350.2	1,365.4	1,436.2	9,678.8	8,958.5	348.5	142.8	57.9	11.5	17.9	129.9	125.1

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	of which central government	Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs			Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations					Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non-financial corporations		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Outstanding amount														
2020	20,773.5	4,506.9	3,230.3	1,312.3	1,640.1	11,396.2	10,495.7	8,519.7	473.8	1,338.1	6,706.9	.	.	.
2021	21,333.7	4,610.5	3,512.5	1,392.7	1,688.5	11,522.2	10,611.3	10,414.6	600.0	1,560.1	8,253.5	.	.	.
2022	19,274.5	4,439.2	3,410.0	1,383.6	1,492.4	9,932.9	9,175.6	8,747.0	524.9	1,363.3	6,858.1	.	.	.
2023 Feb.	19,561.2	4,610.2	3,425.7	1,376.6	1,513.1	10,012.1	9,244.7	9,622.5	630.3	1,495.2	7,496.4	.	.	.
Mar.	19,832.9	4,641.0	3,413.4	1,373.8	1,511.9	10,266.5	9,479.6	9,642.9	558.8	1,447.7	7,635.9	.	.	.
Apr.	19,866.0	4,683.4	3,413.6	1,380.7	1,521.5	10,247.5	9,476.9	9,694.8	566.4	1,442.1	7,685.7	.	.	.
May	20,031.1	4,772.0	3,466.5	1,418.6	1,530.3	10,262.4	9,507.7	9,415.6	545.4	1,396.8	7,472.9	.	.	.
June	20,148.0	4,784.5	3,468.0	1,424.7	1,522.5	10,372.9	9,613.5	9,673.6	587.2	1,480.2	7,605.6	.	.	.
July	20,228.7	4,874.5	3,479.3	1,410.7	1,532.1	10,342.7	9,593.8	9,829.7	623.3	1,526.5	7,679.3	.	.	.
Growth rate ¹⁾														
2022 Dec.	3.7	4.7	4.7	-0.1	1.2	3.2	3.8	0.0	-1.8	1.2	-0.1	.	.	.
2023 Jan.	4.0	7.1	4.0	-0.3	1.0	3.1	3.7	0.0	-2.2	0.6	0.1	.	.	.
Feb.	4.1	7.8	3.1	-0.9	1.6	3.3	3.9	0.1	-2.4	0.7	0.2	.	.	.
Mar.	3.8	7.1	2.3	-1.7	-0.1	3.4	4.0	0.0	-2.4	0.5	0.1	.	.	.
Apr.	4.3	8.2	1.5	-1.6	0.5	4.1	4.8	0.0	-2.2	0.5	0.1	.	.	.
May	4.4	9.1	2.2	1.5	0.6	3.6	4.5	-0.2	-2.6	0.5	-0.1	.	.	.
June	5.2	10.2	3.3	2.9	0.9	4.3	5.1	-0.9	-2.4	1.6	-1.3	.	.	.
July	5.8	12.1	3.3	1.2	1.5	4.6	5.3	-0.9	-1.4	0.9	-1.2	.	.	.

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2020	99.7	93.7	93.8	89.8	75.1	88.1	119.2	93.9
2021	99.6	93.7	93.5	89.0	70.4	86.4	120.5	94.3
2022	95.3	90.8	93.4	83.9	65.4	81.4	116.1	90.9
2022 Q3	93.7	89.3	92.5	82.0	63.6	79.7	113.9	89.0
Q4	95.7	91.9	95.0	84.7	64.4	81.9	116.7	91.8
2023 Q1	97.1	92.8	96.9	86.5	67.1	84.2	119.4	93.1
Q2	98.2	93.5	97.9	-	-	-	121.4	94.3
2023 Mar.	97.3	92.9	97.1	-	-	-	119.7	93.4
Apr.	98.4	93.8	98.0	-	-	-	121.5	94.6
May	98.0	93.2	97.7	-	-	-	120.9	93.9
June	98.2	93.5	98.0	-	-	-	121.8	94.5
July	99.2	94.6	99.2	-	-	-	123.7	95.9
Aug.	99.0	94.8	99.2	-	-	-	123.7	96.1
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2023 Aug.	-0.1	0.2	0.0	-	-	-	0.0	0.2
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2023 Aug.	6.1	6.6	7.6	-	-	-	8.9	8.3

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 1	Czech koruna 2	Danish krone 3	Hungarian forint 4	Japanese yen 5	Polish złoty 6	Pound sterling 7	Romanian leu 8	Swedish krona 9	Swiss franc 10	US Dollar 11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2020	7.875	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2021	7.628	25.640	7.437	358.516	129.877	4.565	0.860	4.9215	10.146	1.081	1.183
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2022 Q3	6.898	24.579	7.439	403.430	139.164	4.744	0.856	4.9138	10.619	0.973	1.007
Q4	7.258	24.389	7.438	410.825	144.238	4.727	0.870	4.9208	10.938	0.983	1.021
2023 Q1	7.342	23.785	7.443	388.712	141.981	4.708	0.883	4.9202	11.203	0.992	1.073
Q2	7.644	23.585	7.450	372.604	149.723	4.537	0.869	4.9488	11.469	0.978	1.089
2023 Mar.	7.381	23.683	7.446	385.013	143.010	4.689	0.882	4.9263	11.228	0.991	1.071
Apr.	7.556	23.437	7.452	375.336	146.511	4.632	0.881	4.9365	11.337	0.985	1.097
May	7.595	23.595	7.449	372.371	148.925	4.534	0.870	4.9477	11.370	0.975	1.087
June	7.765	23.695	7.449	370.602	153.149	4.461	0.859	4.9600	11.677	0.976	1.084
July	7.948	23.892	7.451	379.035	155.937	4.443	0.859	4.9411	11.634	0.966	1.106
Aug.	7.910	24.108	7.452	385.047	157.962	4.460	0.859	4.9411	11.812	0.959	1.091
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2023 Aug.	-0.5	0.9	0.0	1.6	1.3	0.4	0.0	0.0	1.5	-0.8	-1.3
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2023 Aug.	14.8	-1.9	0.2	-4.2	15.4	-5.6	1.6	1.0	12.5	-1.1	7.7

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
Outstanding amounts (international investment position)												
2022 Q2	32,312.5	31,585.7	726.9	12,488.2	10,282.9	11,594.6	13,006.6	28.5	7,079.3	8,296.2	1,122.0	16,312.4
Q3	32,357.3	31,562.6	794.7	12,741.7	10,485.1	11,275.1	12,693.3	37.1	7,167.7	8,384.1	1,135.7	16,437.5
Q4	30,995.1	30,507.8	487.3	12,132.7	10,013.1	11,152.5	12,716.7	68.0	6,527.7	7,778.0	1,114.3	15,425.2
2023 Q1	31,605.7	31,273.6	332.1	12,307.7	9,926.6	11,324.3	13,378.3	30.8	6,809.3	7,968.7	1,133.6	15,719.0
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2023 Q1	231.1	228.7	2.4	90.0	72.6	82.8	97.8	0.2	49.8	58.3	8.3	115.0
Transactions												
2022 Q3	-85.2	-49.0	-36.2	10.1	-23.4	-173.4	4.2	38.5	32.4	-29.8	7.3	-
Q4	-531.8	-590.4	58.6	-265.5	-250.7	95.5	86.7	-4.1	-367.0	-426.4	9.3	-
2023 Q1	404.2	356.6	47.6	58.3	3.7	61.6	158.0	15.5	287.2	194.9	-18.5	-
Q2	134.9	64.6	70.3	43.6	57.8	155.1	76.8	7.0	-72.6	-70.0	1.9	-
2023 Jan.	183.2	162.5	20.8	-2.8	-8.5	58.0	26.0	-0.6	137.4	145.0	-8.7	-
Feb.	97.7	97.2	0.5	54.0	1.0	14.8	42.9	10.4	30.0	53.4	-11.4	-
Mar.	123.2	96.9	26.3	7.2	11.3	-11.2	89.2	5.7	119.9	-3.5	1.6	-
Apr.	2.7	32.4	-29.8	0.8	-8.1	40.4	6.7	1.0	-37.7	33.8	-1.8	-
May	79.6	57.5	22.1	19.6	56.2	37.3	-21.5	13.3	8.0	22.9	1.4	-
June	52.7	-25.4	78.1	23.1	9.7	77.4	91.7	-7.3	-42.9	-126.8	2.4	-
12-month cumulated transactions												
2023 June	-77.9	-218.3	140.4	-153.5	-212.7	138.7	325.7	56.8	-120.0	-331.4	0.0	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2023 June	-0.6	-1.6	1.0	-1.1	-1.5	1.0	2.3	0.4	-0.9	-2.4	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					
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits		Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months				11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2020	1,363.7	8,906.5	10,270.1	1,026.7	2,449.4	3,476.1	13,746.3	101.8	627.0	4.4	733.1	14,479.4
2021	1,469.7	9,831.1	11,300.9	916.1	2,506.4	3,422.5	14,723.3	118.0	647.2	21.5	786.7	15,510.0
2022	1,538.5	9,783.0	11,321.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,265.8	123.3	649.9	46.4	819.7	16,085.5
2022 Q3	1,538.2	10,180.3	11,718.6	1,175.8	2,552.7	3,728.4	15,447.0	120.4	598.0	48.8	767.3	16,214.3
Q4	1,538.5	9,783.0	11,321.4	1,377.8	2,566.6	3,944.4	15,265.8	123.3	649.9	46.4	819.7	16,085.5
2023 Q1	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.1	15,185.7	103.2	681.3	93.4	877.9	16,063.6
Q2	1,534.7	9,179.7	10,714.3	1,871.3	2,534.3	4,405.6	15,119.9	113.2	697.3	91.8	902.3	16,022.2
2023 Feb.	1,539.6	9,593.3	11,132.9	1,544.7	2,557.5	4,102.2	15,235.1	124.2	651.9	80.8	856.9	16,092.0
Mar.	1,544.1	9,447.6	10,991.6	1,644.4	2,549.7	4,194.1	15,185.7	103.2	681.3	93.4	877.9	16,063.6
Apr.	1,536.8	9,373.1	10,909.9	1,702.7	2,537.5	4,240.2	15,150.1	101.5	677.0	86.2	864.8	16,014.8
May	1,537.1	9,280.7	10,817.8	1,766.2	2,527.8	4,294.0	15,111.7	111.9	686.4	96.7	895.0	16,006.7
June	1,534.7	9,179.7	10,714.3	1,871.3	2,534.3	4,405.6	15,119.9	113.2	697.3	91.8	902.3	16,022.2
July ^(p)	1,534.1	9,086.7	10,620.8	1,915.4	2,526.9	4,442.3	15,063.2	122.3	690.9	80.1	893.3	15,956.5
Transactions												
2020	139.2	1,265.5	1,404.7	-33.8	86.3	52.5	1,457.2	19.6	111.0	1.2	131.7	1,589.0
2021	107.4	915.6	1,023.0	-121.6	66.7	-55.0	968.0	12.1	20.9	14.4	47.3	1,015.3
2022	68.8	-46.6	22.2	427.3	56.7	484.1	506.3	3.7	3.0	77.4	84.2	590.5
2022 Q3	10.2	57.1	67.3	160.5	21.8	182.3	249.6	2.7	-11.0	38.7	30.3	279.9
Q4	0.3	-361.7	-361.4	212.5	13.9	226.4	-135.0	4.8	52.0	-1.3	55.4	-79.6
2023 Q1	4.3	-379.4	-375.1	261.1	-11.8	249.3	-125.9	-20.6	31.2	48.8	59.4	-66.5
Q2	-9.4	-249.0	-258.3	222.0	-32.4	189.5	-68.8	10.1	15.9	-2.8	23.2	-45.6
2023 Feb.	-1.1	-138.6	-139.7	84.2	-3.2	81.0	-58.7	-10.1	17.4	29.2	36.5	-22.2
Mar.	4.4	-139.2	-134.7	102.0	-7.7	94.3	-40.4	-20.4	29.2	15.1	24.0	-16.5
Apr.	-7.3	-69.9	-77.2	57.2	-12.2	45.0	-32.2	-1.5	-4.2	-5.6	-11.3	-43.5
May	0.3	-99.9	-99.5	59.7	-9.8	49.8	-49.7	9.8	9.3	8.7	27.9	-21.8
June	-2.4	-79.2	-81.6	105.1	-10.4	94.7	13.1	1.7	10.8	-5.9	6.6	19.7
July ^(p)	-0.7	-89.8	-90.5	45.7	-7.3	38.4	-52.2	9.4	-6.5	-11.1	-8.2	-60.3
Growth rates												
2020	11.4	16.4	15.7	-3.2	3.7	1.5	11.8	24.4	21.3	-	21.8	12.3
2021	7.9	10.3	10.0	-11.8	2.7	-1.6	7.0	12.0	3.3	371.3	6.5	7.0
2022	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.3	14.0	3.4	3.0	0.5	520.2	11.3	3.8
2022 Q3	6.5	5.1	5.3	23.6	2.3	8.0	5.9	-4.5	-1.3	331.2	7.4	6.0
Q4	4.7	-0.5	0.2	45.7	2.3	14.0	3.4	3.0	0.5	520.2	11.3	3.8
2023 Q1	1.5	-5.6	-4.7	68.8	1.4	20.0	1.1	-17.5	15.3	520.6	23.8	2.1
Q2	0.4	-9.2	-8.0	85.6	-0.3	24.0	-0.5	-2.6	14.5	338.5	22.8	0.6
2023 Feb.	2.9	-4.0	-3.1	59.1	1.7	17.5	1.7	-6.1	11.6	460.0	21.0	2.6
Mar.	1.5	-5.6	-4.7	68.8	1.4	20.0	1.1	-17.5	15.3	520.6	23.8	2.1
Apr.	1.0	-6.7	-5.7	73.3	0.8	21.0	0.5	-13.7	13.2	351.8	20.1	1.4
May	0.7	-8.1	-7.0	81.0	0.2	22.6	-0.1	-10.9	14.6	418.8	23.1	0.9
June	0.4	-9.2	-8.0	85.6	-0.3	24.0	-0.5	-2.6	14.5	338.5	22.8	0.6
July ^(p)	0.1	-10.5	-9.2	85.2	-0.9	23.9	-1.4	-1.5	16.3	218.0	20.6	-0.4

Source: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2020	2,966.0	2,514.2	308.2	140.2	3.3	7,665.2	4,967.3	437.0	2,260.1	0.9	1,120.6	235.3	497.3
2021	3,231.5	2,807.0	288.9	128.7	6.9	8,090.5	5,383.9	372.5	2,333.4	0.7	1,275.5	227.8	546.3
2022	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,300.8	235.0	560.0
2022 Q3	3,368.1	2,837.4	388.3	133.7	8.8	8,372.0	5,620.1	370.0	2,380.9	1.0	1,493.4	243.9	551.9
Q4	3,362.6	2,725.6	495.9	135.3	5.9	8,392.2	5,555.2	442.8	2,393.3	0.9	1,300.8	235.0	560.0
2023 Q1	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
Q2	3,338.4	2,507.9	686.3	132.5	11.7	8,381.2	5,309.3	705.0	2,366.1	0.9	1,182.1	231.7	565.2
2023 Feb.	3,380.1	2,663.1	573.2	134.5	9.2	8,419.4	5,511.0	521.9	2,385.8	0.7	1,223.4	225.0	571.9
Mar.	3,342.8	2,600.9	600.8	132.6	8.4	8,391.0	5,443.3	568.3	2,378.6	0.9	1,202.8	231.7	576.6
Apr.	3,336.7	2,572.1	622.8	131.6	10.1	8,376.9	5,398.7	608.4	2,368.9	0.9	1,213.8	227.0	560.5
May	3,305.9	2,529.9	632.6	131.9	11.6	8,379.4	5,361.7	657.5	2,359.2	0.9	1,218.6	226.9	555.8
June	3,338.4	2,507.9	686.3	132.5	11.7	8,381.2	5,309.3	705.0	2,366.1	0.9	1,182.1	231.7	565.2
July ^(p)	3,305.0	2,462.7	699.6	132.0	10.7	8,378.7	5,264.1	756.3	2,357.5	0.8	1,191.6	215.3	560.8
Transactions													
2020	510.9	465.4	55.3	-6.8	-3.0	612.8	561.7	-53.8	105.0	0.0	160.2	20.6	33.1
2021	251.7	276.8	-21.4	-6.9	3.3	424.5	412.7	-65.1	77.0	-0.2	159.4	-9.5	46.6
2022	120.2	-90.0	205.6	5.9	-1.4	298.3	169.2	74.1	54.9	0.1	0.4	7.6	14.7
2022 Q3	46.4	-34.3	80.4	2.7	-2.3	113.2	77.4	15.2	20.3	0.3	89.5	11.4	-18.5
Q4	11.6	-100.4	113.0	1.6	-2.6	24.9	-61.4	74.3	12.1	-0.1	-168.1	-7.4	8.4
2023 Q1	-29.1	-135.3	104.6	-1.0	2.6	-34.7	-145.2	120.0	-9.7	0.1	-97.6	-2.1	12.7
Q2	-4.1	-91.2	84.3	-0.5	3.3	-9.5	-116.9	136.6	-29.0	-0.1	-21.9	0.2	-14.1
2023 Feb.	1.4	-35.6	35.4	-0.1	1.7	-20.5	-53.2	36.2	-3.3	-0.1	-51.0	-10.2	12.6
Mar.	-31.0	-58.8	28.7	-0.2	-0.7	-27.4	-66.9	46.6	-7.2	0.2	-16.5	7.1	2.5
Apr.	-4.2	-27.7	22.6	-1.0	1.8	-13.6	-44.3	40.4	-9.6	-0.1	14.4	-4.4	-18.6
May	-35.5	-45.0	8.0	0.3	1.2	0.9	-37.8	48.4	-9.8	0.1	-0.2	-0.5	-5.0
June	35.6	-18.6	53.7	0.2	0.3	3.2	-34.9	47.8	-9.6	-0.1	-36.1	5.1	9.4
July ^(p)	-31.4	-43.9	13.8	-0.4	-0.9	-1.9	-44.8	51.5	-8.5	0.0	11.9	-16.3	-4.4
Growth rates													
2020	20.6	22.5	21.5	-4.5	-46.6	8.7	12.8	-10.9	4.9	-5.4	16.0	9.5	7.1
2021	8.5	11.0	-7.0	-4.9	99.4	5.5	8.3	-14.9	3.4	-18.3	14.2	-4.0	9.4
2022	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	0.3	3.4	2.7
2022 Q3	5.9	3.2	34.0	1.8	-15.2	4.3	5.6	-4.2	2.6	55.7	14.3	7.2	6.5
Q4	3.7	-3.2	70.0	4.6	-17.2	3.7	3.1	20.0	2.4	20.0	0.3	3.4	2.7
2023 Q1	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-8.7	0.6	3.5
Q2	0.8	-12.6	125.1	2.2	10.3	1.1	-4.4	97.1	-0.3	20.8	-14.2	1.0	-2.0
2023 Feb.	2.6	-7.0	98.1	4.1	-20.6	2.6	0.4	42.9	1.8	-25.6	-8.6	-2.9	4.7
Mar.	1.3	-9.4	106.0	3.1	-19.3	2.0	-1.3	56.8	1.4	-10.7	-8.7	0.6	3.5
Apr.	1.2	-10.1	108.1	2.6	7.8	1.6	-2.4	68.7	0.9	-7.0	-9.0	1.0	-1.4
May	0.2	-11.9	119.0	2.3	12.1	1.3	-3.6	83.3	0.3	18.9	-10.0	-1.2	-3.2
June	0.8	-12.6	125.1	2.2	10.3	1.1	-4.4	97.1	-0.3	20.8	-14.2	1.0	-2.0
July ^(p)	-0.6	-14.1	118.2	2.0	13.5	0.7	-5.7	111.7	-1.0	6.3	-15.4	-9.5	-2.4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents¹⁾

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

Credit to general government			Credit to other euro area residents										
Total	Loans	Debt securities	Total	Loans						Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
				Total		Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾				
				1	2								
Outstanding amounts													
2020	5,906.9	998.1	4,896.9	14,323.0	11,911.0	12,289.7	4,706.6	6,132.9	904.7	166.8	1,547.5	864.5	
2021	6,542.7	996.6	5,544.3	14,802.7	12,332.1	12,716.3	4,861.3	6,373.6	937.6	159.7	1,582.4	888.1	
2022	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,177.9	5,127.1	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3	
2022 Q3	6,359.7	1,002.3	5,333.1	15,421.7	13,051.1	13,204.2	5,165.6	6,613.7	1,110.6	161.2	1,545.9	824.6	
Q4	6,374.0	1,007.3	5,341.6	15,387.9	12,981.7	13,177.9	5,127.1	6,633.3	1,074.9	146.5	1,569.9	836.3	
2023 Q1	6,358.0	995.7	5,337.4	15,415.3	13,013.9	13,204.4	5,131.0	6,666.0	1,078.5	138.5	1,552.0	849.4	
Q2	6,268.9	986.0	5,257.5	15,418.8	12,979.0	13,205.8	5,130.7	6,633.4	1,071.0	144.0	1,569.9	869.9	
2023 Feb.	6,347.5	997.3	5,325.2	15,417.3	13,023.0	13,214.7	5,140.2	6,659.9	1,074.3	148.6	1,548.5	845.7	
Mar.	6,358.0	995.7	5,337.4	15,415.3	13,013.9	13,204.4	5,131.0	6,666.0	1,078.5	138.5	1,552.0	849.4	
Apr.	6,319.0	981.7	5,312.2	15,422.6	13,000.7	13,202.3	5,124.9	6,666.7	1,064.5	144.6	1,564.3	857.7	
May	6,262.1	990.6	5,245.9	15,445.4	13,000.6	13,228.2	5,134.9	6,631.4	1,092.7	141.6	1,582.5	862.3	
June	6,268.9	986.0	5,257.5	15,418.8	12,979.0	13,205.8	5,130.7	6,633.4	1,071.0	144.0	1,569.9	869.9	
July ^(p)	6,228.1	983.1	5,219.5	15,436.2	12,993.0	13,219.4	5,135.5	6,626.3	1,095.8	135.5	1,565.4	877.8	
Transactions													
2020	1,040.0	13.5	1,026.4	733.6	534.7	555.5	287.6	209.3	20.7	17.1	170.7	28.2	
2021	665.6	-0.4	675.6	561.9	473.9	507.3	175.9	261.8	46.4	-10.2	78.9	9.2	
2022	177.1	9.9	166.4	634.6	623.2	679.9	268.5	242.3	125.4	-13.0	17.8	-6.4	
2022 Q3	-36.6	2.1	-38.9	222.7	232.6	236.7	139.1	58.7	38.0	-3.2	-9.4	-0.5	
Q4	44.3	4.1	39.7	3.6	-31.7	10.9	-17.4	27.4	-27.4	-14.2	22.6	12.6	
2023 Q1	-80.5	-19.8	-60.6	-6.1	6.8	3.9	-3.0	14.1	3.4	-7.8	-20.9	7.9	
Q2	-85.7	-9.6	-76.5	9.7	-29.6	3.1	4.0	-29.9	-9.2	5.5	22.9	16.4	
2023 Feb.	2.1	1.1	1.1	-9.0	-7.8	-7.8	-2.2	4.4	-11.6	1.6	-8.3	7.1	
Mar.	-25.1	-3.2	-21.9	6.5	1.8	4.1	-2.3	8.3	5.9	-10.0	2.6	2.0	
Apr.	-34.4	-14.0	-20.5	7.8	-9.5	2.4	-2.7	1.9	-14.8	6.2	12.2	5.1	
May	-63.3	8.9	-72.7	18.3	-5.3	17.8	7.7	-35.4	25.5	-3.1	17.0	6.7	
June	12.0	-4.5	16.8	-16.4	-14.8	-17.2	-1.0	3.6	-19.9	2.4	-6.2	4.6	
July ^(p)	-39.7	-2.9	-36.8	20.2	18.4	17.1	6.9	-6.2	26.2	-8.5	-4.9	6.7	
Growth rates													
2020	22.1	1.4	27.8	5.3	4.7	4.7	6.4	3.5	2.3	10.2	11.4	3.4	
2021	11.3	0.0	13.8	3.9	4.0	4.1	3.7	4.3	5.1	-4.6	5.2	1.1	
2022	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6	
2022 Q3	5.0	0.5	5.8	5.8	6.7	7.1	8.0	4.4	14.9	10.0	3.4	-3.0	
Q4	2.8	1.0	3.1	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.1	-0.6	
2023 Q1	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.9	-9.8	-1.4	1.9	
Q2	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.5	-12.1	1.0	4.4	
2023 Feb.	0.7	-0.8	1.0	3.3	3.9	4.3	5.0	3.2	6.2	-11.0	0.3	0.6	
Mar.	-0.1	-1.4	0.2	2.9	3.5	3.9	4.5	2.9	4.9	-9.8	-1.4	1.9	
Apr.	-0.8	-2.9	-0.5	2.5	2.9	3.3	3.8	2.6	2.7	-9.5	-1.3	3.0	
May	-2.2	-1.7	-2.3	2.2	2.1	2.8	3.2	1.5	3.3	-13.0	2.3	2.5	
June	-2.5	-2.3	-2.5	1.5	1.4	2.0	2.4	1.1	0.5	-12.1	1.0	4.4	
July ^(p)	-2.9	-2.3	-3.0	1.3	1.1	1.6	1.7	0.7	3.2	-15.1	1.0	5.4	

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 households¹⁾

(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		Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Outstanding amounts										
2020	4,706.6	4,828.7	893.8	1,009.1	2,803.6	6,132.9	6,402.6	700.7	4,725.1	707.1
2021	4,861.3	4,993.1	885.3	1,005.5	2,970.5	6,373.6	6,638.4	698.5	4,971.1	703.9
2022	5,127.1	5,135.7	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,832.7	717.6	5,215.0	700.7
2022 Q3	5,165.6	5,148.4	1,008.0	1,068.1	3,089.5	6,613.7	6,806.5	714.0	5,195.4	704.2
Q4	5,127.1	5,135.7	963.3	1,079.4	3,084.3	6,633.3	6,832.7	717.6	5,215.0	700.7
2023 Q1	5,131.0	5,144.8	939.9	1,093.0	3,098.1	6,666.0	6,871.4	723.6	5,236.1	706.3
Q2	5,130.7	5,144.1	924.7	1,086.5	3,119.5	6,633.4	6,866.2	725.5	5,207.7	700.2
2023 Feb.	5,140.2	5,149.7	945.2	1,092.0	3,103.0	6,659.9	6,868.2	721.7	5,228.3	709.9
Mar.	5,131.0	5,144.8	939.9	1,093.0	3,098.1	6,666.0	6,871.4	723.6	5,236.1	706.3
Apr.	5,124.9	5,142.4	929.8	1,094.3	3,100.7	6,666.7	6,871.9	725.1	5,237.6	704.0
May	5,134.9	5,145.6	924.5	1,096.0	3,114.4	6,631.4	6,870.1	726.0	5,204.3	701.2
June	5,130.7	5,144.1	924.7	1,086.5	3,119.5	6,633.4	6,866.2	725.5	5,207.7	700.2
July ^(p)	5,135.5	5,147.2	922.6	1,087.9	3,124.9	6,626.3	6,857.9	727.1	5,202.8	696.4
Transactions										
2020	287.6	324.9	-53.5	138.5	202.6	209.3	193.7	-11.6	210.8	10.2
2021	175.9	208.0	-1.4	2.4	174.9	261.8	267.2	10.7	255.0	-3.9
2022	268.5	308.1	78.5	77.6	112.5	242.3	249.8	22.7	218.5	1.1
2022 Q3	139.1	139.3	55.4	39.9	43.8	58.7	59.5	4.9	55.6	-1.8
Q4	-17.4	7.0	-38.2	18.2	2.6	27.4	36.0	5.2	22.0	0.2
2023 Q1	-3.0	3.5	-21.1	10.9	7.2	14.1	22.0	4.2	14.7	-4.9
Q2	4.0	0.7	-13.7	-4.7	22.4	-29.9	-3.5	3.4	-27.9	-5.4
2023 Feb.	-2.2	-1.4	-10.4	5.6	2.6	4.4	6.3	1.6	5.1	-2.2
Mar.	-2.3	5.8	-2.8	2.2	-1.8	8.3	5.4	2.6	7.5	-1.9
Apr.	-2.7	0.6	-8.9	3.0	3.1	1.9	2.5	2.0	1.8	-1.9
May	7.7	-0.6	-6.6	1.2	13.1	-35.4	-3.6	1.3	-33.8	-2.9
June	-1.0	0.7	1.8	-8.9	6.1	3.6	-2.4	0.1	4.1	-0.7
July ^(p)	6.9	4.4	-0.9	1.8	6.0	-6.2	-7.2	2.5	-3.9	-4.7
Growth rates										
2020	6.4	7.1	-5.6	15.9	7.7	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021	3.7	4.3	-0.1	0.2	6.2	4.3	4.2	1.5	5.4	-0.5
2022	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2022 Q3	8.0	8.9	19.7	9.8	4.0	4.4	4.4	3.5	5.1	-0.1
Q4	5.5	6.3	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.2
2023 Q1	4.5	5.2	4.0	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Q2	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
2023 Feb.	5.0	5.7	5.1	9.2	3.5	3.2	3.2	2.8	3.7	-0.3
Mar.	4.5	5.2	4.0	9.1	3.0	2.9	2.9	3.1	3.3	-0.7
Apr.	3.8	4.6	1.6	8.6	2.9	2.6	2.5	3.1	3.0	-1.0
May	3.2	4.0	-0.7	8.2	2.7	1.5	2.1	2.8	1.8	-1.5
June	2.4	3.0	-1.9	6.3	2.5	1.1	1.7	2.5	1.3	-1.7
July ^(p)	1.7	2.2	-3.1	5.1	2.0	0.7	1.3	2.5	0.8	-2.1

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 residents¹⁾

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

Central government holdings ²⁾	MFI liabilities					Net external assets	MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						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										
2020	723.2	6,955.9	1,913.6	42.2	1,990.8	3,009.2	1,441.4	487.2	136.7	141.1
2021	762.6	6,886.1	1,837.3	37.1	1,997.2	3,014.4	1,377.7	435.7	128.5	136.8
2022	683.4	6,736.8	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.7	1,333.6	410.2	137.8	147.6
2022 Q3	642.5	6,764.4	1,801.9	30.6	2,096.5	2,835.4	1,318.8	520.9	148.0	146.7
Q4	683.4	6,736.8	1,780.8	31.0	2,119.3	2,805.7	1,333.6	410.2	137.8	147.6
2023 Q1	580.0	6,895.4	1,792.7	35.0	2,171.2	2,896.5	1,434.9	330.8	152.1	165.8
Q2	477.6	6,965.8	1,807.5	40.4	2,232.3	2,885.6	1,484.6	293.3	168.6	172.6
2023 Feb.	553.6	6,818.8	1,785.7	33.8	2,177.0	2,822.3	1,336.3	363.4	154.6	159.6
Mar.	580.0	6,895.4	1,792.7	35.0	2,171.2	2,896.5	1,434.9	330.8	152.1	165.8
Apr.	586.5	6,907.3	1,807.4	35.8	2,168.6	2,895.5	1,448.2	318.8	153.3	161.9
May	483.6	6,979.3	1,806.0	37.6	2,213.1	2,922.6	1,472.5	289.6	174.0	184.1
June	477.6	6,965.8	1,807.5	40.4	2,232.3	2,885.6	1,484.6	293.3	168.6	172.6
July ^(p)	457.3	7,078.1	1,807.0	42.8	2,321.4	2,906.9	1,569.1	258.5	153.8	156.4
Transactions										
2020	299.6	-35.8	-15.1	-8.0	-101.1	88.3	-66.4	145.5	-43.6	-47.5
2021	40.0	-37.2	-75.1	-5.0	-39.7	82.5	-110.7	-98.7	-8.3	-4.3
2022	-76.0	31.5	-89.8	-5.2	14.7	111.8	-72.0	-193.6	10.5	17.9
2022 Q3	-115.0	-10.0	-47.1	0.0	-2.2	39.4	-42.2	10.9	-18.6	-10.6
Q4	40.8	64.3	-15.2	0.3	57.9	21.3	51.7	-74.0	-10.2	1.0
2023 Q1	-110.1	85.3	8.3	4.0	63.9	9.0	72.0	-76.7	15.0	18.9
Q2	-102.2	92.7	13.9	5.1	61.4	12.3	93.8	-72.9	16.5	6.7
2023 Feb.	-11.2	16.8	0.2	1.3	6.2	9.0	8.7	-18.5	-0.2	3.0
Mar.	26.2	22.7	8.0	1.1	9.3	4.2	61.4	-10.4	-2.5	6.5
Apr.	6.5	21.8	15.4	0.8	4.1	1.5	29.0	-17.7	1.2	-3.9
May	-102.7	40.3	-4.1	1.8	31.0	11.6	5.8	-45.0	20.7	22.2
June	-5.9	30.6	2.6	2.5	26.4	-0.9	59.1	-10.3	-5.4	-11.5
July ^(p)	-20.3	31.5	0.2	2.4	16.8	12.0	46.6	-76.4	-14.8	-16.2
Growth rates										
2020	84.6	-0.5	-0.8	-15.8	-4.7	3.0	-	-	-24.2	-25.2
2021	5.5	-0.5	-3.9	-11.9	-2.0	2.8	-	-	-6.0	-3.0
2022	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2022 Q3	-7.4	-0.4	-4.8	-18.6	-2.0	3.7	-	-	4.4	4.2
Q4	-10.0	0.5	-4.8	-14.3	0.6	3.9	-	-	7.9	12.7
2023 Q1	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
Q2	-37.7	3.5	-2.2	30.9	8.7	2.9	-	-	1.7	10.2
2023 Feb.	-25.2	1.8	-3.8	-4.4	3.5	4.0	-	-	-7.6	0.2
Mar.	-22.6	2.3	-3.3	0.6	4.9	3.8	-	-	-4.2	1.3
Apr.	-23.9	2.3	-2.3	3.8	5.0	3.1	-	-	-16.0	-5.3
May	-35.0	3.1	-2.5	21.1	7.5	3.3	-	-	-4.2	8.2
June	-37.7	3.5	-2.2	30.9	8.7	2.9	-	-	1.7	10.2
July ^(p)	-39.0	3.9	-1.5	40.7	9.9	2.6	-	-	-10.9	-1.6

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.1	0.3	1.0
2020	-7.1	-5.8	-0.4	0.0	-0.9	-5.6
2021	-5.3	-5.3	-0.1	0.0	0.0	-3.9
2022	-3.6	-3.9	0.0	0.0	0.3	-2.0
2022 Q2	-3.2	.	.	.	.	-1.7
Q3	-3.3	.	.	.	.	-1.7
Q4	-3.6	.	.	.	.	-2.0
2023 Q1	-3.7	.	.	.	.	-2.0

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							Capital expenditure						
	Total	Current revenue			Capital revenue	Total	Current expenditure				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits					
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2019	46.3	45.8	12.9	13.1	15.0	0.5	46.9	43.2	9.9	5.4	1.6	22.4	3.8						
2020	46.4	45.9	12.9	12.7	15.5	0.5	53.5	48.9	10.6	5.9	1.5	25.3	4.6						
2021	47.3	46.5	13.2	13.2	15.2	0.8	52.6	47.5	10.3	6.0	1.5	24.1	5.1						
2022	47.1	46.4	13.6	13.0	14.9	0.8	50.8	45.7	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1						
2022 Q2	47.3	46.5	13.5	13.2	15.0	0.8	50.5	45.6	10.0	5.9	1.5	23.2	4.9						
Q3	47.3	46.5	13.7	13.1	15.0	0.7	50.6	45.6	9.9	5.9	1.6	23.1	5.0						
Q4	47.0	46.3	13.6	13.0	14.9	0.8	50.7	45.6	9.9	5.9	1.7	22.9	5.1						
2023 Q1	46.8	46.0	13.5	12.9	14.9	0.8	50.5	45.4	9.9	5.8	1.7	22.8	5.1						

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	
2019	84.0	3.0	13.2	67.8	45.7	30.9	38.3	7.8	76.3	15.6	27.8	40.7	82.7	1.3
2020	97.2	3.2	14.5	79.5	54.6	39.2	42.5	11.1	86.0	18.9	30.9	47.4	95.5	1.7
2021	95.4	3.0	13.9	78.5	55.6	41.7	39.8	9.9	85.5	17.6	30.3	47.5	94.0	1.4
2022	91.5	2.7	13.3	75.5	53.8	40.8	37.7	8.7	82.8	16.4	29.0	46.0	90.5	0.9
2022 Q2	94.0	2.9	13.5	77.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	92.7	2.9	13.6	76.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	91.4	2.7	13.3	75.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2023 Q1	91.2	2.6	12.9	75.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors¹⁾ (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		
2019	-2.0	-1.0	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	-0.1	0.0	-1.2	0.9		
2020	13.1	5.6	2.2	2.5	2.0	0.4	-0.1	0.1	-0.3	0.0	5.3	9.5		
2021	-1.7	3.9	-0.3	0.7	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.8	-5.3	5.1		
2022	-4.0	2.0	-0.3	-0.3	-0.6	0.1	0.1	0.2	0.6	-0.6	-5.6	2.8		
2022 Q2	-3.9	1.7	0.5	1.0	0.8	0.0	0.0	0.2	0.1	-0.7	-6.1	3.6		
Q3	-4.5	1.7	-0.3	0.0	-0.3	0.2	0.0	0.2	0.4	-0.6	-5.9	2.7		
Q4	-3.9	2.0	-0.3	-0.3	-0.7	0.2	0.0	0.2	0.6	-0.6	-5.5	2.8		
2023 Q1	-3.8	2.0	-0.7	-0.7	-1.1	0.1	0.1	0.1	0.7	-0.6	-5.2	2.4		

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 securities¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions			
			Maturities of up to 3 months		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5									
2020	14.9	13.5	4.2	1.4	0.4	7.6	2.0	1.2	-0.1	2.2	2.1	0.0	0.8	
2021	14.1	12.8	4.2	1.3	0.3	7.9	1.6	1.1	-0.4	1.9	1.9	-0.1	0.5	
2022	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5	
2022 Q2	13.5	12.3	4.4	1.3	0.3	8.0	1.6	1.1	-0.2	1.9	1.8	0.1	0.4	
Q3	13.0	11.8	3.7	1.3	0.3	8.1	1.6	1.1	0.0	1.9	1.9	0.6	0.4	
Q4	13.2	11.9	4.2	1.3	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.8	1.9	1.1	0.5	
2023 Q1	13.6	12.3	4.3	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7	
2023 Feb.	13.2	12.0	4.5	1.2	0.3	8.1	1.7	1.2	0.8	1.9	2.1	1.7	0.7	
Mar.	13.6	12.3	4.3	1.2	0.3	8.1	1.8	1.3	1.0	1.9	2.0	2.1	0.7	
Apr.	13.4	12.2	4.0	1.3	0.3	8.1	1.8	1.3	1.1	1.9	2.0	2.4	0.9	
May	13.4	12.1	3.4	1.3	0.3	8.2	1.8	1.3	1.2	1.9	2.0	2.6	1.0	
June	13.7	12.4	3.6	1.3	0.3	8.1	1.9	1.3	1.4	1.9	2.0	2.8	1.1	
July	13.6	12.3	3.9	1.3	0.3	8.2	1.9	1.3	1.6	2.0	2.0	3.0	1.2	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Croatia 8	Italy 9	Cyprus 10
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2019	-2.0	1.5	0.1	0.5	0.9	-3.1	-3.1	0.2	-1.5	1.3
2020	-9.0	-4.3	-5.5	-5.0	-9.7	-10.1	-9.0	-7.3	-9.7	-5.8
2021	-5.5	-3.7	-2.4	-1.6	-7.1	-6.9	-6.5	-2.5	-9.0	-2.0
2022	-3.9	-2.6	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2022 Q2	-4.0	-1.7	-0.5	0.6	-2.8	-4.9	-4.1	-0.3	-7.4	0.9
Q3	-3.7	-2.3	-0.3	1.5	-3.1	-4.1	-4.2	0.5	-7.8	2.6
Q4	-3.9	-2.7	-0.9	1.6	-2.3	-4.8	-4.7	0.4	-8.0	2.1
2023 Q1	-4.5	-3.0	-1.2	2.0	-2.7	-4.4	-4.5	0.5	-8.2	2.4
	Government debt									
2019	97.6	59.6	8.5	57.0	180.6	98.2	97.4	71.0	134.1	90.8
2020	112.0	68.7	18.5	58.4	206.3	120.4	114.6	87.0	154.9	113.8
2021	109.1	69.3	17.6	55.4	194.6	118.3	112.9	78.4	149.9	101.2
2022	105.1	66.3	18.4	44.7	171.3	113.2	111.6	68.4	144.4	86.5
2022 Q2	108.5	67.6	16.8	50.5	183.0	116.1	113.2	73.1	149.3	95.4
Q3	106.5	67.0	15.9	48.5	175.8	115.6	113.5	70.4	145.9	91.4
Q4	105.1	66.2	18.4	44.4	171.3	113.2	111.8	68.8	144.4	86.5
2023 Q1	107.4	65.9	17.2	43.5	168.3	112.8	112.4	69.5	143.5	84.0
	Latvia 11	Lithuania 12	Luxembourg 13	Malta 14	Netherlands 15	Austria 16	Portugal 17	Slovenia 18	Slovakia 19	Finland 20
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2019	-0.6	0.5	2.2	0.5	1.8	0.6	0.1	0.7	-1.2	-0.9
2020	-4.4	-6.5	-3.4	-9.7	-3.7	-8.0	-5.8	-7.7	-5.4	-5.6
2021	-7.1	-1.2	0.7	-7.8	-2.4	-5.8	-2.9	-4.6	-5.4	-2.8
2022	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	0.0	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.9
2022 Q2	-4.4	0.8	0.9	-6.5	-0.3	-1.9	0.1	-3.2	-3.3	-1.3
Q3	-4.1	0.8	0.8	-5.6	-0.5	-2.5	1.0	-3.0	-2.7	-0.9
Q4	-4.4	-0.6	0.2	-5.8	-0.1	-3.2	-0.4	-3.0	-2.0	-0.8
2023 Q1	-4.1	-1.2	-0.3	-4.9	-0.1	-3.4	0.1	-3.1	-2.5	-0.8
	Government debt									
2019	36.5	35.8	22.4	40.3	48.5	70.6	116.6	65.4	48.0	64.9
2020	42.0	46.3	24.5	52.9	54.7	82.9	134.9	79.6	58.9	74.7
2021	43.7	43.7	24.5	55.1	52.5	82.3	125.4	74.5	61.0	72.6
2022	40.8	38.4	24.6	53.4	51.0	78.4	113.9	69.9	57.8	73.0
2022 Q2	41.7	39.6	25.3	53.7	50.0	82.6	123.1	73.5	59.2	72.5
Q3	40.0	37.3	24.6	52.8	48.2	81.4	119.9	72.4	57.5	71.8
Q4	40.8	38.4	24.6	53.2	50.1	78.5	113.9	69.9	57.8	72.9
2023 Q1	42.9	38.4	28.0	53.6	48.3	80.6	113.8	69.5	57.9	72.5

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2023

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-23-011-SL-N (pdf)