

Ekonomski bilten

številka 2 / 2021

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	8
2 Finančna gibanja	17
3 Gospodarska aktivnost	22
4 Cene in stroški	28
5 Denar in krediti	34
6 Javnofinančna gibanja	41
Okvirji	45
1 Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020	45
2 Obseg razpoložljivega kapitala v euroobmočju od začetka pandemije COVID-19	51
3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 4. novembra 2020 do 26. januarja 2021	57
4 Vpliv zaježitvenih ukrepov med pandemijo COVID-19 po sektorjih in po državah	63
5 Vloga profitnih marž pri prilagajanju na šok zaradi COVID-19	70
6 Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije	76
7 Za učinkovito izvajanje svežnja ukrepov EU v podporo okrevanju	81
Članki	86
1 Monetary policy and inequality	86
2 Making sense of consumers' inflation perceptions and expectations – the role of (un)certainty	106
3 The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use	123
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Medtem ko se bodo splošne gospodarske razmere v letu 2021 predvidoma izboljšale, gospodarske obete v bližnji prihodnosti še vedno spremlja negotovost, povezana predvsem z dinamiko pandemije koronavirusa (COVID-19) in hitrostjo cepljenja. Gospodarsko aktivnost v euroobmočju in po svetu spodbujajo odboj v svetovnem povpraševanju in dodatni javnofinančni ukrepi. Kratkoročno pa gospodarsko aktivnost v euroobmočju zavirajo vztrajno visoke stopnje okužb, širitev mutacij virusa ter s tem povezano podaljševanje in zaostrovanje zaježitvenih ukrepov. Kar zadeva prihodnje obdobje, cepljenje skupaj s predvidenim postopnim sproščanjem zaježitvenih ukrepov utrujuje pričakovanje o močnem odboju gospodarske aktivnosti tekom leta 2021. Inflacija se je v zadnjih mesecih zvišala predvsem zaradi nekaterih začasnih dejavnikov in povišanja inflacije v skupini emergentov. Obenem ostajajo temeljni cenovni pritiski oslabljeni v okolju šibkega povpraševanja ter precejšnjih prostih zmogljivosti na trgu dela in trgu proizvodov. Najnovejše projekcije predvidevajo postopno povečevanje temeljnih inflacijskih pritiskov, vendar obenem potrjujejo, da ostajajo srednjeročni inflacijski obeti večinoma nespremenjeni v primerjavi s projekcijami iz decembra 2020 ter pod ciljno ravnijo inflacije, ki jo zasleduje Svet ECB.

V takšnih okoliščinah je ohranjanje ugodnih pogojev financiranja v času pandemije še vedno ključnega pomena. Svet ECB ocenjuje pogoje financiranja s spremljanjem celostnega in večplastnega sklopa kazalnikov, ki se raztezajo čez celotno transmisjsko verigo denarne politike, tj. od netveganih obrestnih mer in donosnosti državnih obveznic do donosnosti podjetniških obveznic in bančnih kreditnih pogojev. Tržne obrestne mere so se od začetka leta zvišale, kar predstavlja tveganje za širše pogoje financiranja. Banke uporabljajo netvegane obrestne mere in donosnost državnih obveznic kot glavne reference pri določanju kreditnih pogojev. Če je zviševanje tržnih obrestnih mer veliko in vztrajno, bi brez interveniranja lahko privelo do prezgodnjega zaostrovanja pogojev financiranja za vse gospodarske sektorje. To ni zaželeno v času, ko je ohranjanje ugodnih pogojev financiranja še vedno potrebno, da bi se zmanjšala negotovost in spodbudilo zaupanje, kar bo po drugi strani podprlo gospodarsko aktivnost in zaščitilo srednjeročno cenovno stabilnost. V takšnih razmerah in na podlagi skupne ocene pogojev financiranja in inflacijskih obetov Svet ECB pričakuje, da se bodo nakupi v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v naslednjem četrletju izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih letosnjega leta.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB
11. marca 2021

Svetovno gospodarstvo je po recesiji zaradi pandemije koronavirusa okrevalo hitreje, kot je bilo pričakovano v lanskih decembrskih projekcijah

strokovnjakov Eurosistema. Medtem so se dejavniki, ki zavirajo rast, okreplili, saj se je pandemija ob prelomu leta poslabšala. Vlade so zaradi ponovnega povečanja števila novih okužb zopet uvedle stroge omejitve gibanja, predvsem v razvitih gospodarstvih. Negativni vpliv teh ukrepov na rast svetovnega gospodarstva se že kaže v najnovejših podatkih. Pandemija ostaja glavni dejavnik, ki bo določal gospodarska gibanja v prihodnjem obdobju. Cepljenje postopno napreduje, vendar se v vseh državah ne izvaja enako hitro. Vseeno je raven precepljenosti še vedno prenizka, da bi bilo mogoče zaježitvene ukrepe odpraviti. Na obete za gospodarska gibanja v zunanjem okolju euroobmočja letos pozitivno vplivata sveženj javnofinančnih spodbud v ZDA, ki je bil odobren decembra lani, in trgovinski sporazum med EU in Združenim kraljestvom. Rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) bo po projekcijah v letu 2021 znašala 6,5%, nato pa naj bi se v letu 2022 upočasnila na 3,9%, v letu 2023 pa na 3,7%. To sledi krčenju svetovnega BDP v letu 2020, ki je po ocenah znašalo 2,4%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja je bilo popravljeno navzgor zaradi trgovinskega sporazuma med EU in Združenim kraljestvom ter predvidoma močnejšega okrevanja v visoko razvitih gospodarstvih. Po projekcijah se bo letos povečalo za 8,3%, v letu 2022 za 4,4%, v letu 2023 pa za 3,2%, kar pomeni, da je bila napoved za leto 2021 popravljena navzgor za 1,7 odstotne točke, za leto 2022 pa za 0,3 odstotne točke. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovne gospodarske rasti so usmerjena navzgor, pri čemer glavno navzgor usmerjeno tveganje predstavljajo dodatne javnofinančne spodbude, ki jih načrtuje predsednik Biden. Modelske simulacije kažejo, da se bo s spodbudami raven realnega BDP v ZDA zvišala za 2% do 3% in da bo gospodarstvo preseglo svoj potencial, vendar bo vpliv na inflacijo najverjetneje zmeren.

Finančni pogoji v euroobmočju so se od decembridske seje Sveta ECB nekoliko zaostrili v okolju pozitivnega dojemanja tveganj. V obravnavanem obdobju (od 10. decembra 2020 do 10. marca 2021) se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) premaknila navzgor in postala bolj strma. Terminska krivulja trenutno ne nakazuje pričakovanj, da se bodo obrestne mere v zelo bližnji prihodnosti znižale. Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju so ob ugodnem dojemanju tveganj, ki ga podpirajo spodbude s strani denarne in javnofinančne politike, ostali stabilni, saj je k povečanju donosnosti prispevalo zvišanje netvegane obrestne mere. Cene tveganega finančnega premoženja so se skladno s tem zvišale. Na deviznih trgih je nominalni efektivni tečaj eura rahlo oslabel.

Po močnem odboju rasti v tretjem četrletju 2020 se je BDP v euroobmočju v zadnjem četrletju realno zmanjšal za 0,7%. V celotnem letu 2020 se je BDP po ocenah realno skrčil za 6,6%, pri čemer je bila raven gospodarske aktivnosti v zadnjem četrletju za 4,9% nižja od ravni pred pandemijo ob koncu leta 2019. Najnovejši ekonomski podatki, ankete in visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo nadaljevanje šibkih gospodarskih gibanj v prvem četrletju 2021, k čemur prispevajo vztrajnost pandemije in s tem povezani zaježitveni ukrepi. Zato se bo realni BDP v prvem četrletju tega leta verjetno zopet skrčil. Gospodarska gibanja so v posameznih državah in sektorjih še naprej različna, pri čemer omejitve socialnih stikov in gibanja močneje negativno vplivajo na storitve kot na industrijski sektor, ki okreva hitreje. Čeprav javnofinančni ukrepi podpirajo gospodinjstva in podjetja, potrošniki ostajajo

previdni zaradi pandemije in njenih možnih vplivov na zaposlenost in dohodke. Poleg tega šibke bilance podjetij in povišana negotovost glede gospodarskih obetov še vedno zavirajo podjetniške naložbe.

Kar zadeva prihodnje obdobje, cepljenje skupaj s postopnim sproščanjem zaježitvenih ukrepov – če izključimo nadaljnja negativna gibanja v zvezi s pandemijo – utrjuje pričakovanje o močnem odboju gospodarske aktivnosti tekom leta 2021. V srednjeročnem obdobju naj bi k okrevanju gospodarstva v euroobmočju prispevali ugodni pogoji financiranja, ekspanzivno naravnana javnofinanco politika in okrevanje povpraševanja, ko bodo zaježitveni ukrepi postopoma odpravljeni.

Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih marca 2021 pripravili strokovnjaki ECB. Po projekcijah naj bi medletna realna rast BDP znašala 4,0% v letu 2021, 4,1% v letu 2022 ter 2,1% v letu 2023. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so obeti glede gospodarske aktivnosti večinoma nespremenjeni.

Gledano v celoti so postala tveganja, ki spremljajo srednjeročne gospodarske obete v euroobmočju, bolj uravnotežena, čeprav v bližnji prihodnosti ostajajo tveganja usmerjena navzdol. Po eni strani so boljši obeti glede svetovnega povpraševanja, ki jih poganjajo velike javnofinanco spodbude, in napredek pri cepljenju spodbudni. Po drugi strani pa so nadaljevanje pandemije skupaj s širtvijo mutacij virusa ter posledice za gospodarske in finančne razmere še naprej vir navzdol usmerjenih tveganj.

Medletna inflacija v euroobmočju se je strmo povečala z -0,3% v decembri 2020 na 0,9% v januarju in februarju 2021. K okrepitevi skupne inflacije so prispevali številni specifični dejavniki, med katerimi so konec obdobja začasno znižanega DDV v Nemčiji, prestavljeno obdobje razprodaj v nekaterih državah v euroobmočju, vpliv, ki so ga imeli večji popravki uteži v indeksu HICP za leto 2021 od običajnih, ter višja inflacija v skupini energentov. Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno zvišala, vendar je tekom celotnega leta pričakovana določena volatilnost zaradi spremenljive dinamike dejavnikov, ki trenutno zvišujejo inflacijo. Ti dejavniki bodo na začetku naslednjega leta predvidoma izginili iz medletne stopnje inflacije. Temeljni cenovni pritiski se bodo po pričakovanjih letos nekoliko okreplili zaradi trenutnih omejitev v ponudbi in okrevanja domačega povpraševanja, vendar bodo pritiski na splošno ostali oslabljeni, med drugim tudi zaradi nizkih plačnih pritiskov in pretekle apreciacije eura. Ko bo zaviralni vpliv pandemije popustil, bo zmanjšanje velikih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ob podpori spodbujevalne javnofinanco in denarne politike prispevalo k postopnemu zviševanju inflacije v srednjeročnem obdobju. Anketna merila in tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na oslabljenih ravneh, čeprav se tržni kazalniki še naprej postopoma zvišujejo.

Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih marca 2021 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2021 znašala 1,5%, v letu 2022 1,2% in v letu

2023 1,4%. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi začasnih dejavnikov in višje inflacije v skupini energentov, medtem ko za leto 2023 ostajajo nespremenjeni. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih v letu 2021 znašala 1,0% in v letu 2022 1,1%, nato pa se bo leta 2023 zvišala na 1,3%.

Na denarno dinamiko v euroobmočju je še naprej vplivala pandemija koronavirusa.

Rast širokega denarja (M3) je januarja 2021 dosegla 12,5%, potem ko je decembra 2020 znašala 12,4%, novembra pa 11,0%. K močni rasti denarja še naprej prispevajo nadaljnji Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev, ki so ostali največji vir ustvarjanja denarja. Ob še vedno povečanem zanimanju za likvidnost in nizkih oportunitetnih stroških imetja najlikvidnejših oblik denarja k rasti širokega denarja še naprej največ prispeva ožji denarni agregat M1. Gibanja posojil zasebnemu sektorju sta zaznamovala nekoliko manjši obseg posojanja nefinančnim družbam in vztrajno nadaljevanje posojanja gospodinjstvom. Mesečni tok posojil nefinančnim družbam se je še naprej umirjal, kar se nadaljuje že od konca poletja. Vseeno je medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam ostala večinoma nespremenjena na ravni 7,0% (po 7,1-odstotni rasti v decembru), kar še vedno odraža zelo močan porast posojil v prvi polovici leta. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je januarja ostala približno nespremenjen na ravni 3,0% (po 3,1-odstotni rasti v decembru) ob solidnem pozitivnem mesečnem toku. Gledano v celoti ostajajo ukrepi Sveta ECB – skupaj z ukrepi, ki so jih sprejele vlade posameznih držav in druge evropske institucije – še naprej ključni pri zagotavljanju ugodnih pogojev bančnega posojanja in dostopa do financiranja, zlasti za tiste, ki jih je pandemija najbolj prizadela.

Zaradi zelo strmega gospodarskega upada med pandemijo koronavirusa v kombinaciji z močnim odzivom javnofinančne politike, ki je doslej brez primere, se je javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po ocenah povečal z 0,6% BDP v letu 2019 na 7,2% BDP v letu 2020. Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo stopnja primanjkljaja zmanjšala na 6,1% BDP v letu 2021 in na 2,4% BDP v letu 2023, tj. do konca obdobja projekcij. Čeprav se bo zaradi gibanja primanjkljaja javni dolg v euroobmočju v letu 2023 povečal na 95% BDP, kar je okrog 11 odstotnih točk več kot pred krizo, je treba omeniti, da bo negativen vpliv na javnofinančni položaj verjetno nekoliko manjši, kot je bilo na splošno pričakovano v začetni fazi pandemije. Kljub temu bo ambiciozna in koordinirana naravnost javnofinančne politike še naprej ključnega pomena. Zaradi šibkega povpraševanja podjetij in gospodinjstev, ki je povezano z nadaljevanjem pandemije in zaježitvenimi ukrepi, bi se morala podpora s strani nacionalnih javnofinančnih politik nadaljevati. Kot določitev bo imel ključno vlogo sveženj »EU naslednje generacije«, saj bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in bolj enotnemu okrevanju. S svežnjem se bosta povečali gospodarska odpornost in sposobnost gospodarstev držav članic EU, da okrepijo rast, zlasti če se sredstva namenijo za produktivno javno porabo in jo spremljajo strukturne politike, ki povečujejo produktivnost.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je 11. marca 2021 sprejel naslednje sklepe, da bi v času pandemije ohranil ugodne pogoje financiranja za vse gospodarske sektorje, s čimer bo spodbudil gospodarsko aktivnost in zaščitil srednjeročno cenovno stabilnost.

1. Svet ECB je sklenil, da se bodo neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v skupnem obsegu 1.850 milijard EUR še naprej izvajali vsaj do konca marca 2022, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da je kriza zaradi koronavirusa končana. Na podlagi skupne ocene pogojev financiranja in inflacijskih obetov Svet ECB pričakuje, da se bodo nakupi v okviru programa PEPP v naslednjem četrletju izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih leta. Svet ECB bo nakupe izvajal fleksibilno v skladu s tržnimi razmerami ter s ciljem, da prepreči zaostrovanje pogojev financiranja, ki ni skladno s preprečevanjem vpliva pandemije na predvideno gibanje inflacije. Poleg tega bo fleksibilnost nakupov v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah še naprej spodbujala nemoteno transmisijo denarne politike. Če bo mogoče ugodne pogoje financiranja ohranati s tokovi nakupov, ki ne izčrpajo celotnega obsega nakupov v času izvajanja neto nakupov v okviru programa PEPP, tega obsega ni treba izkoristiti v celoti. Podobno je mogoče obseg nakupov kalibrirati na novo, če bi bilo potrebno, da se ohranijo ugodni pogoji financiranja, ki bodo prispevali k preprečitvi negativnega vpliva pandemije na gibanje inflacije. Poleg tega bo Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, ponovno investiral še vsaj do konca leta 2023. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.
2. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se bodo še naprej izvajali na mesečni ravni 20 milijard EUR. Svet ECB še naprej pričakuje, da se bodo mesečni neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev izvajali tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, in da se bodo končali, tik preden začne Svet ECB dvigovati ključne obrestne mere ECB. Poleg tega namerava Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.
3. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Predvidoma bodo ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni, ki je dovolj blizu 2%, vendar pod to mejo, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije.
4. Svet ECB bo še naprej zagotavljal obsežno likvidnost z operacijami refinanciranja. Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega

refinanciranja (CUODR III) ostaja privlačen vir financiranja za banke, kar podpira bančno kreditiranje podjetij in gospodinjstev.

Svet ECB bo še naprej spremjal tudi gibanje deviznega tečaja z vidika možnih posledic za srednjeročne inflacijske obete. Svet je pripravljen, da po potrebi prilagodi vse svoje instrumente, s čimer bo zagotovil, da se bo v skladu z zavezanostjo simetriji inflacija vzdržno gibala v smeri cilja.

Zunanje okolje

V marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je bilo ocenjeno, da se je svetovno gospodarstvo iz recesije, ki je sledila izbruhu pandemije koronavirusa (COVID-19), odbilo hitreje, kot je bilo pričakovano. Vendar so se dejavniki, ki zavirajo rast, zatem okreplili, saj so zaradi ponovnega naraščanja števila okužb vlade predvsem v razvitih gospodarstvih ponovno uvedle strožje omejitve gibanja. Negativni vpliv teh ukrepov na rast svetovnega gospodarstva se že kaže v najnovejših podatkih. Pandemija ostaja glavni dejavnik, ki bo določal gospodarska gibanja v prihodnjem obdobju. Cepljenje postopno napreduje, vendar se v vseh državah ne izvaja enako hitro. Vseeno je raven precepljenosti še vedno prenizka, da bi bilo mogoče odpraviti zaježitvene ukrepe. Na obete za gospodarska gibanja v zunanjem okolju euroobmočja letos pozitivno vplivata sveženj javnofinančnih spodbud v ZDA, ki je bil odobren decembra lani, in trgovinski sporazum med EU in Združenim kraljestvom. Svetovni BDP (brez euroobmočja) se bo v letu 2021 po projekcijah povečal za 6,5%, nato pa naj bi se rast v letu 2022 upočasnila na 3,9%, v letu 2023 pa na 3,7%. Ta rast se pričakuje po ocjenjenem 2,4-odstotnem krčenju svetovnega realnega BDP v letu 2020. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja je bilo zaradi trgovinskega sporazuma med EU in Združenim kraljestvom in pričakovanega močnejšega okrevanja v razvitih gospodarstvih popravljenov navzgor. Po projekcijah se bo letos povečalo za 8,3%, v letu 2022 za 4,4%, v letu 2023 pa za 3,2%, kar pomeni, da je bila napoved za leto 2021 popravljena navzgor za 1,7 odstotne točke, za leto 2022 pa za 0,3 odstotne točke. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovne gospodarske rasti so usmerjena navzgor, pri čemer glavno navzgor usmerjeno tveganje predstavljajo dodatne javnofinančne spodbude, ki jih načrtuje predsednik Biden. Po modelskih simulacijah bi se raven realnega BDP v ZDA z njimi lahko zvišala za 2% do 3%, kar bi gospodarstvo dvignilo nad potencialno stopnjo rasti, vseeno pa bo vpliv na inflacijo verjetno dokaj omejen.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Svetovno gospodarstvo se je iz recesije, ki jo je povzročila pandemija, odbilo hitreje, kot je bilo pričakovano. Svetovne naložbe, ki jih poganjajo ugodni pogoji financiranja zaradi močne podpore denarne politike, so že blizu ravnom pred pandemijo, medtem ko okrevanje svetovne potrošnje, ki ga podpirajo javnofinančni ukrepi za podporo dohodkom in ohranitev delovnih mest, še vedno zaostaja, saj zaježitveni ukrepi negativno vplivajo na tiste storitve, pri katerih je veliko medčloveških stikov. Svetovna rast realnega BDP (brez euroobmočja) se je v tretjem četrletlu 2020 močno odbila, in sicer za 7,4% oziroma za 0,7 odstotne točke več, kot je bilo predvideno v decembrskih projekcijah. Živahnejša hitrost okrevanja je bila zabeležena tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Po odboju v obliki črke V se pričakuje, da se je okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti v četrtem četrletlu 2020 nadaljevalo z odločnim, a bolj umirjenim tempom na ravni 2,1%, kar je še vedno več, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah.

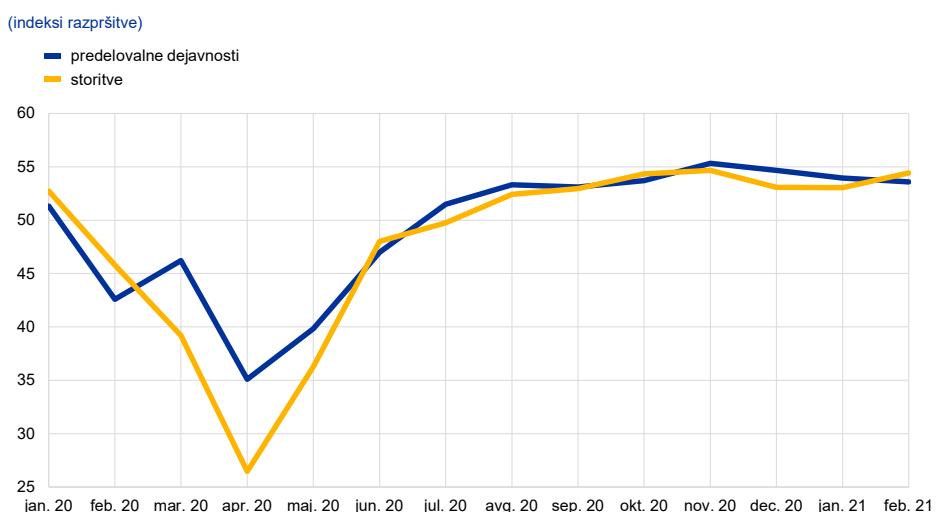
Dejavniki, ki zavirajo okrevanje, so se okreplili, saj se je svetovna pandemija ob prelому leta poslabšala. Vlade so zaradi ponovnega naraščanja števila novih okužb

ponovno uvedle strožje omejitve gibanja, in sicer predvsem v razvitih gospodarstvih. Nasprotno so nastajajoča tržna gospodarstva manj zaostrila zaježitvene ukrepe. Vseeno so ponovna zaprtja javnega življenja v prvem četrtletju 2021 upočasnila svetovno rast, kot kažejo visokofrekvenčni kazalniki gospodarske aktivnosti v ključnih razvitih gospodarstvih.

Anketni kazalniki kažejo močan zagon rasti, a tudi precejšnje razlike med državami in sektorji. Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) nakazuje, da se je okrevanje svetovnega gospodarstva v začetku leta 2021 nadaljevalo. Po nekoliko manj dinamičnih povečanjih ob prelому leta je bil indeks februarja blizu dolgoročnega povprečja, k čemur je največ prispevala hitrejša rast v storitvenem sektorju. Nasprotno se svetovni PMI (brez euroobmočja) za predelovalne dejavnosti še naprej umirja, čeprav ostaja trdno v območju rasti (graf 1). Svetovni sestavljeni PMI za gospodarsko aktivnost nakazuje krepitev gospodarske aktivnosti v ZDA in na Kitajskem ter v Indiji in Rusiji, medtem ko za Združeno kraljestvo, Japonsko in Brazilijo kaže v smeri upočasnjevanja gospodarske aktivnosti.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2021.

Svetovni pogoji financiranja ostajajo spodbujevalni, čeprav se zaradi velikih prodaj na trgih državnih obveznic v zadnjem času zaostrujejo. Od decembrskih makroekonomskega projekcij strokovnjakov Eurosistema je napredek pri odobravanju cepiv in njihovi distribuciji, pa tudi sam začetek cepljenja, okreplil zaupanje vlagateljev. To je skupaj s trgovinskim sporazumom, ki sta ga v zadnji minutni sklenila EU in Združeno kraljestvo, in spodbujevalnimi gospodarskimi politikami dvignilo tečaje cikličnih in tveganih sredstev. Na splošno ostajajo svetovni pogoji financiranja zelo ugodni tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Nedavno so boljši obeti za svetovno gospodarstvo, ki jih podpirajo pozitivna gibanja v zvezi s pandemijo in novice o dodatnih javnofinančnih spodbudah v ZDA, sprožili odprodajo na svetovnih trgih obveznic. Optimizem glede gospodarskih obetov je svetovnim delniškim trgom sprva koristil, v februarju pa se je trend rasti ustavil, saj je zaskrbljenost glede strmega

povečanja donosnosti sprožila obsežne odprodaje na trgih lastniškega kapitala. Obenem je tržno merilo inflacijskih pričakovanj v ZDA, ki je izpeljano iz cene na inflacijo vezanih obveznic, doseglo najvišjo raven od leta 2014.

Obeti za svetovno gospodarstvo so še vedno odvisni od tega, kako se bo razvijala pandemija in kakšni zaježitveni ukrepi se bodo sprejemali. Strožji zaježitveni ukrepi so pomagali stabilizirati nedavne valove okužb, kar skupaj s hitrejšim uvajanjem cepiv obljudbla, da bi bilo pandemijo mogoče bolje zaježiti in postopno odpraviti ukrepe za omejitve gibanja. Vseeno ukrepi za ohranjanje socialne razdalje še vedno močno vplivajo na storitvene dejavnosti, v katerih je veliko stikov med ljudmi. Kljub temu bo njihov gospodarski vpliv verjetno bolj omejen, kot je bil med zaprtji javnega življenja marca in aprila 2020, saj so zaprtja postala bolj ciljno usmerjena, gospodarski subjekti pa so prilagodili svoje vedenje, da bi omejili njihov vpliv na gospodarsko aktivnost. Skladno s tem se v projekcijah pričakuje, da se bo svetovno okrevanje v prvem četrletju 2021 precej upočasnilo, zatem pa naj bi prišlo do odboja.

Med pozitivnimi novicami sta odobritev svežnja javnofinančnih spodbud v ZDA decembra 2020 in trgovinski sporazum med EU in Združenim kraljestvom, ki prispevata k boljšim obetom za leto 2021. Ti dve pozitivni novici, ki sta v decembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Eurosistema obravnavani kot navzgor usmerjeno tveganje in sta zdaj vključeni v osnovni scenarij, bosta po projekcijah dodatno podpirali gospodarsko rast. Javnofinančne spodbude, ki so bile v ZDA usklajene decembra lani, znašajo 900 milijard USD oziroma 4,4% BDP. Ta sredstva so predvidena za neposredno podporo dohodka gospodinjstev in podjetij in bodo po projekcijah v ZDA letos okreplila gospodarsko aktivnost. Poleg tega je trgovinski sporazum med EU in Združenim kraljestvom zamenjal predpostavko o brexitu »brez dogovora«, ki je veljala v prejšnji projekcijah. Sporazum omogoča blagovno menjavo med EU in Združenim kraljestvom brez carin in brez kvot (podobno kot sporazum CETA s Kanado), zato bo v obdobju projekcij spodbujal aktivnost in trgovinsko menjavo v gospodarstvu Združenega kraljestva.

Gledano v celoti se bo svetovni BDP (brez euroobmočja) v letu 2021 po projekcijah povečal za 6,5%, nato pa naj bi se rast v letu 2022 upočasnila na 3,9%, v letu 2023 pa na 3,7%. Takšna rast se pričakuje potem, ko se je v letu 2020 svetovna realna rast BDP po ocenah skrčila za 2,4%. Za leto 2021 je bila rast popravljena za 0,7 odstotne točke navzgor, saj negativni vpliv strožjih zaježitvenih ukrepov na rast v bližnji prihodnosti samo delno izničuje pozitivne učinke prenosa presenetljivo visokih stopenj rasti ob koncu lanskega leta in bolj spodbujevalnih ekonomskeh politik. Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) v letih 2022 in 2023 je ostala večinoma nespremenjena glede na prejšnje projekcije.

V ZDA k ugodnejšim obetom prispeva sveženj javnofinančnih spodbud, ki je bil sprejet decembra lani. Po nepričakovano močnem odboju v drugi polovici leta 2020 se je gospodarska aktivnost ob koncu leta upočasnila, saj so oblasti zaradi poslabšanja pandemične slike zaostrike zaježitvene ukrepe.¹ Ker se predpostavlja, da

¹ Za primerjavo gospodarskih gibanj v ZDA in euroobmočju med pandemijo glej okvir 1 z naslovom »Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020« v tej številki Ekonomskega biltena.

se bo pandemija tekom leta ublažila, bo gospodarstvo predvidoma nadoknadilo te izgube. Vseeno je bil decembra v odziv na upočasnitev rasti sprejet dodaten sveženj javnofinančnih spodbud, ki bo letos predvidoma poganjal rast. Potrošnja gospodinjstev je proti koncu leta 2020 upadla, vendar so čekti, ki so jih od vlade prejela gospodinjstva, zagotovili pospešek dohodka gospodinjstev in stopnji varčevanja. Visokofrekvenčni podatki o kreditnih karticah in prodaji v trgovini na drobno tako kažejo, da se je v januarju potrošnja močno povečala. Inflacija je isti mesec ostala stabilna, inflacijska pričakovanja pa se zvišujejo. Tako je januarska skupna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, ostala nespremenjena na ravni 1,4%, osnovna inflacija pa se je znižala na 1,4%. Vseeno kratkoročni inflacijski obeti vsebujejo močne bazne učinke, predvsem iz cen nafte, ki bodo inflacijo potisnili nad 2%. Poleg tega so se zaradi boljših obetov za gospodarsko rast inflacijska pričakovanja, merjena s tržnimi gibanji, zvišala na 2,2%.

Velik dodatni sveženj javnofinančnih spodbud, ki ga načrtuje nova vlada, predstavlja eno glavnih navzgor usmerjenih tveganj v tokratnih projekcijah.

Dodatni sveženj javnofinančnih spodbud v skupnem obsegu 1,9 bilijona EUR (8,9% BDP) predvideva podaljšanje nadomestil za brezposelnost, dodatna enkratna izplačila gospodinjstvom in povečanje izdatkov lokalnih in državnih oblasti za zdravstveno varstvo in izobraževanje. Sveženj predstavlja veliko navzgor usmerjeno tveganje za osnovni scenarij tokratnih projekcij. Po modelskih simulacijah bi se raven realnega BDP v ZDA zaradi teh spodbud lahko zvišala za 2% do 3%, kar bi gospodarstvo dvignilo nad potencialno stopnjo rasti, vseeno pa se zdi, da bo vpliv na inflacijo dokaj zmeren. Sveženj bi povzročil tudi pozitivne prelivne učinke na rast drugih gospodarstev, vključno z euroobmočjem.²

V Združenem kraljestvu bo gospodarska rast zaradi strogih omejitve gibanja in zmanjševanja zalog v prvem četrletju 2021 verjetno ponovno potonila v negativno območje. Močnejšo rast od pričakovane v četrtem četrletju so večinoma povzročili posebni dejavniki, kot sta višja državna potrošnja in polnjenje zalog zaradi brexita. Hitrejša rast v četrtem četrletju verjetno tudi pomeni, da so omejitve gibanja ob koncu leta gospodarsko aktivnost zavrle precej manj kot med strogim zaprtjem javnega življenja spomladi 2020. Vendar pa za letošnje leto anketni podatki in visokofrekvenčni kazalniki aktivnosti napovedujejo strm gospodarski upad zaradi ponovnega popolnega zaprtja v začetku letošnjega leta, tako da se bo realna rast BDP v prvem četrletju 2021 verjetno precej upočasnila. Upad bi se lahko še dodatno zaostril zaradi negativnega prispevka zalog, saj je bilo nekaj zalog porabljenih zaradi začetnih motenj na meji med EU in Združenim kraljestvom in manjše negotovosti glede zaključka trgovinskega sporazuma. Kot je pokazala panožna anketa, je britanski izvoz v EU januarja 2021 po ocenah upadel za 68% glede na leto prej. Kar zadeva prihodnja gibanja, se bodo zajezitveni ukrepi tekom drugega četrletja verjetno še naprej postopno sproščali, če se bodo zaradi hitrega izvajanja cepljenja zdravstvene razmere izboljšale. To bi lahko sprožilo odboj rasti, ki bi ga podpirala naraščanje potrošnje in hitrejša rast zasebnih naložb. Trgovinski sporazum med EU in Združenim kraljestvom, ki zagotavlja blagovno menjavo brez carin in kvot, je pomagal preprečiti motnje v trgovinski menjavi ob prelому leta. Zato se v primerjavi s predpostavko

² Za podrobnejši opis glej okvir »»Ameriški reševalni načrt in tveganja za gospodarske obete v ZDA in euroobmočju« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2021.

brexita »brez dogovora«, ki je bila uporabljena v osnovnem scenariju decembrskih projekcij, v tokratnih projekcijah predvidevajo bolj pozitivna gibanja gospodarske aktivnosti in trgovinske menjave v obravnavanem obdobju. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je z decembrskih 0,6% v januarju rahlo zvišala na 0,7%, v bližnji prihodnosti pa se bo po pričakovanjih močno okreplila. Cene življenjskih potrebščin se bodo zvišale zaradi odboja cen energentov in plina po lanskoletnem upadu in zaradi aprilskega izteka začasnega znižanja DDV v gostinskem sektorju.

Na Kitajskem je gospodarska aktivnost v četrtem četrtletju postregla s pozitivnim presenečenjem, kar verjetno pomeni, da se okrevanje po pandemiji nemoteno nadaljuje. Aktivnost je hitro okrevala zaradi odboja v proizvodnji ob podpori državnih naložb in močnega zunanjega povpraševanja. Na splošno se je kitajsko gospodarstvo že vrnilo k dinamiki rasti pred pandemijo. Kitajski BDP se je v letu 2020 povečal za 2,3%, najnovejši visokofrekvenčni podatki pa napovedujejo nadaljnjo robustno rast, čeprav z nekoliko manjšim zagonom. Vendar bi se lahko še nadalje povečala tveganja za finančno stabilnost, ker so državni spodbujevalni ukrepi usmerjeni v naložbe in kreditno rast. Potrošnja je okrevala bolj postopno, vendar se je zaupanje potrošnikov tekom lanskega leta precej okreplilo, tako da so izdatki za potrošnjo skoraj v celoti okrevali na raven iz leta 2019, saj je strah pred ponovnim izbruhom pandemije popustil. Hitro okrevanje po pandemičnem šoku na Kitajskem kaže, da šok verjetno ne bo pustil trajnejših posledic.

Na Japonskem je bila gospodarska aktivnost v zadnjem četrtletju 2020 bolj odporna, kot se je sprva pričakovalo. Po precejnjem odboju v tretjem četrtletju je realni BDP nadaljeval hitro rast, ki je bila močnejša od pričakovane in je medčetrtletno znašala 3%. K temu so prispevali precejšnje okrevanje zasebnih poslovnih naložb, robustna zasebna potrošnja in rast izvoza. Kljub temu so se zaradi ponovnega naraščanja števila okužb v januarju ponovno zaostrili zaježitveni ukrepi. Zato se bo aktivnost v prvem četrtletju 2021 predvidoma upočasnila, čeprav manj kot spomladi 2020. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je januarja krepko povečala na –0,6%, potem ko je decembra znašala –1,2%, saj je močnejše zaviralne učinke nižjih cen energentov več kot izravnalo precejšnje zvišanje osnovne inflacije (brez hrane in energentov).

V državah članicah EU v srednji in vzhodni Evropi je gospodarska rast v četrtem četrtletju 2020 še naprej okrevala. Poslabševanje pandemične slike in strogi ukrepi zaprtja javnega življenja bi v začetku leta 2021 lahko začasno zavirali okrevanje. Ob predpostavki, da bodo omejitve zaradi pandemije v prihodnjih mesecih odpravljene, bo aktivnost po projekcijah postopno pridobivala zagon, k čemur bodo prispevali tudi spodbujevalni ukrepi javnofinančne in denarne politike.

V velikih izvoznicah surovin je okrevanje počasno, manevrski prostor za nadaljnjo državno podporo pa je omejen. V Rusiji sta k okrevanju v tretjem četrtletju prispevala široka podpora državnih organov in izboljšan nadzor okužb. Vseeno se ocenjuje, da bodo strožji ukrepi za zaprtje javnega življenja, sprejeti zaradi ponovnega naraščanja števila okužb, v bližnji prihodnosti zavirali gospodarsko aktivnost. Kljub temu bo izboljševanje pandemične slike tekom leta 2021 verjetno podpiralo rast. Poleg tega bo na gospodarstvo verjetno pozitivno vplivalo zviševanje cen nafte, ki je bilo zabeleženo v zadnjih mesecih. V Braziliji je vlada sprejela obsežen

paket javnofinančnih spodbud, v katerem so bila tudi neposredna gotovinska plačila gospodinjstvom z nizkimi dohodki, kar je lani podpiralo gospodarsko okrevanje. A ker vpliv javnofinančnih spodbud popušča, pandemija pa se je zaostrila, se bo rast v bližnji prihodnosti predvidoma upočasnila.

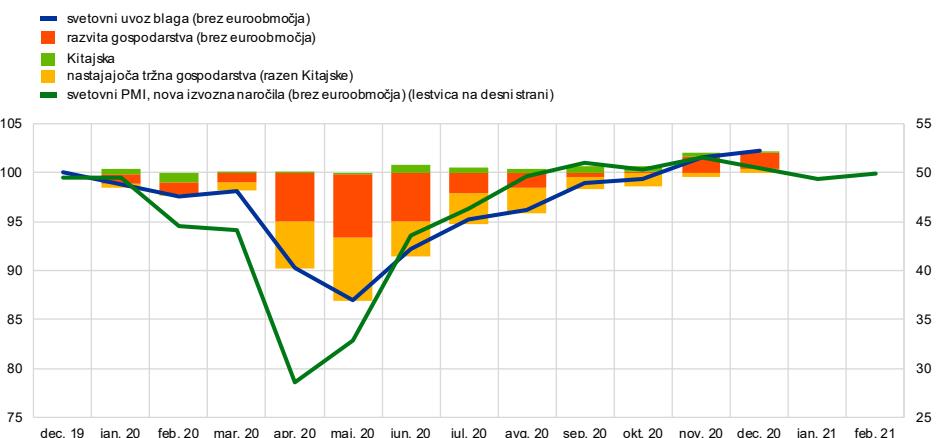
V Turčiji se je rast realnega BDP v tretjem četrletju močno povečala, okrevanje pa se je nadaljevalo tudi v četrtem četrletju. Hitro okrevanje je podpirala predvsem močna rast kreditov, medtem ko je bil negativni vpliv zaježitvenih ukrepov večinoma omejen na gostinski in turistični sektor. Vseeno se bo s postopnim zmanjševanjem državnih spodbud rast predvidoma nekoliko upočasnila, kar še zlasti velja za osebno potrošnjo, ki jo poganja kreditiranje. Na srednji rok se pričakuje, da bo nedavna sprememba v usmeritvi politik, zlasti s strani centralne banke, rast potisnila pod dolgoročno povprečje.

Okrevanje svetovne trgovinske menjave je bilo dinamično, saj si je blagovna menjava hitro opomogla skladno z industrijsko proizvodnjo. Svetovni uvoz blaga (brez euroobmočja) se je na raven pred pandemijo vrnil že proti koncu leta 2020, medtem ko mednarodna trgovina s storitvami ostaja oslabljena. Nominalni trgovinski podatki nakazujejo, da je bila svetovna trgovina s storitvami novembra še vedno za približno 27% manjša kot ob koncu leta 2019, pri čemer so k upadu največ prispevale storitve potovanj in turizma. Novi pritiski, ki se pojavljajo v svetovnih dobavnih verigah, bodo v bližnji prihodnosti predvidoma še dodatno zavirali okrevanje svetovne trgovinske menjave. Hitro okrevanje predelovalnih dejavnosti v drugi polovici leta 2020 in s tem povezano hitro povečevanje števila novih izvoznih naročil je namreč povečalo pritisk na dobavne verige na nekaterih trgih in na transportne zmogljivosti po vsem svetu. Zaradi tega so se podaljšali dobavni roki dobaviteljev, kot kažejo dolgoročno visoke ravni svetovnih kazalnikov PMI za dobavne roke. Močno so se povečali tudi transportni stroški, kar je deloma posledica neenotnega okrevanja trgovinske menjave. Tako je zaradi močnega okrevanja trgovinske menjave na Kitajskem in v vzhodni Aziji začelo primanjkovati zabojnički, ki so po drugi strani prazni čakali v pristaniščih po Evropi in Severni Ameriki. Drug pokazatelj popuščanja dinamike v svetovnem predelovalnem sektorju so nova izvozna naročila, ki so januarja prvič od lanskega septembra upadla pod prag naraščanja in tam ostala tudi v februarju (graf 2).

Graf 2

Svetovni (brez euroobmočja) uvoz blaga in nova izvozna naročila

(lestvica na levi strani: indeks, december 2019 = 100; lestvica na desni strani: indeks razprtitev)



Viri: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2021 za indeksa PMI in na decembra 2020 za svetovni uvoz blaga.

Svetovna rast uvoza (brez euroobmočja) je bila v projekcijah močno popravljena navzgor in naj bi v letu 2021 znašala 9,0%, zatem pa se pričakuje upočasnitev na 4,1% v letu 2022 in na 3,4% v letu 2023. Takšna rast se pričakuje po ocjenjenem 9,1-odstotnem krčenju svetovne trgovinske menjave v letu 2020. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema sta bila svetovni uvoz in še zlasti zunanje povpraševanje euroobmočja močno popravljana navzgor zaradi trgovinskega sporazuma med EU in Združenim kraljestvom ter v manjši meri zaradi pričakovanega močnejšega okrevanja v razvitih gospodarstvih. Tako se bo zunanje povpraševanje euroobmočja po projekcijah letos povečalo za 8,3%, v letu 2022 za 4,4%, v letu 2023 pa za 3,2%, kar pomeni, da je bila napoved za leto 2021 popravljena za 1,7 odstotne točke navzgor, za leto 2022 pa za 0,3 odstotne točke navzgor. Za leto 2023 je napoved rasti zunanjega povpraševanja euroobmočja ostala nespremenjena glede na decembridske projekcije. Bolj pozitivni podatki proti koncu lanskega leta in močnejši uvoz, ki je v projekcijah napovedan za glavne trgovinske partnerice euroobmočja, nakazujejo, da se je odstopanje od dinamike izpred pandemije močno zmanjšalo, kar velja tudi za rast svetovnega realnega BDP.

Tveganja v osnovni projekciji svetovne rasti so nekoliko usmerjena navzgor. Za ponazoritev negotovosti v zvezi s prihodnjim potekom pandemije in v skladu s prejšnjimi projekcijami sta za svetovne gospodarske obete uporabljena dva alternativna scenarija, ki upoštevata zgoraj obravnavani dodatni sveženj javnofinančnih spodbud, ki ga načrtuje administracija predsednika ZDA Bidna. Ta dva scenarija odražata različne medsebojne vplive med potekom pandemije in zaježitvenimi ukrepi, ki bi lahko bili sprejeti.³ Druga tveganja v svetovnih gospodarskih obetih so povezana z možnostjo, da bodo varčevalci v razvitih državah svoje prihranke, ki so jih ustvarili med pandemijo, porabili hitreje, kot se trenutno pričakuje, kar bi podpiralo zasebno potrošnjo in uvoz. Po drugi strani bi nenadna sprememba

³ Za več podrobnosti glej okvir z naslovom »[Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju](#)« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, marec 2021.

premij za tveganje na finančnih trgi lahko povzročila odlive kapitala in znižanje deviznega tečaja v ranljivih nastajajočih tržnih gospodarstvih, kar bi zavrllo njihovo okrevanje. Poleg tega bi se zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti v panogah, povezanih z informacijsko tehnologijo, in zaradi pomanjkanja zabojušnikov v transportnem sektorju lahko povečala tveganja za svetovne vrednostne verige in svetovno trgovinsko menjavo. Tudi visoka zadolženost v številnih razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki se še naprej povečuje, predstavlja dodatno navzdol usmerjeno tveganje za gospodarsko rast v srednjeročnem obdobju.

Svetovna cenovna gibanja

Cene primarnih surovin so se močno povečale, cene nafte pa so blizu ravnem pred pandemijo. Cena surove nafte Brent se je v primerjavi z decembrskimi projekcijami povečala za skoraj 35%, k čemur so pripomogli enostransko zmanjšanje dobave iz Saudove Arabije, izboljševanje obetov za svetovno povpraševanje zaradi robustnega okrevanja predelovalnih dejavnosti po svetu ter pričakovanja glede rasti v ZDA. Cene nafte je dvigoval tudi svetovni naval na tvegana sredstva. Zaradi zvišanja cen nafte se je terminska krivulja ponovno obrnila navzdol (»backwardation«), kar pomeni, da so trenutne cene nafte višje od tistih, ki so predpostavljene za konec obdobja projekcij. Živahno svetovno povpraševanje je skupaj z omejitvami dobave iz nekaterih ključnih svetovnih izvoznic dvignilo tudi cene kovin, ki so se od decembrskih projekcij zvišale za 10%. Tako cene kovin kot tudi cene hrane so zrasle precej nad raven pred pandemijo.

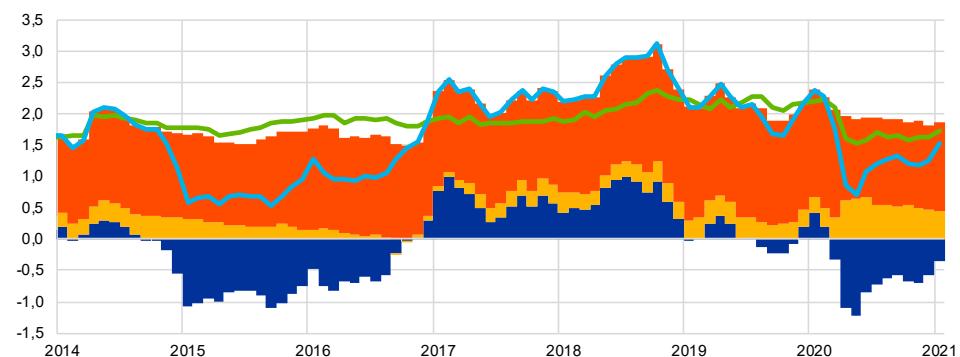
Skupna svetovna inflacija se je v januarju zaradi manj negativnega prispevka cen emergentov zvišala. Medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je v državah OECD januarja zvišala na 1,5%, potem ko je decembra 2020 znašala 1,2% (graf 3). Inflacija v skupini cen hrane je bila pretežno stabilna, medtem ko je zaviralni učinek cen emergentov nekoliko popustil. Osnovna inflacija (brez hrane in emergentov) se je januarja rahlo zvišala na 1,7%, potem ko je decembra znašala 1,6%. Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je zvišala v vseh razvitih gospodarstvih, vendar je na Japonskem ostala v negativnem območju. Med glavnimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi zunaj OECD je na Kitajskem medletna skupna inflacija ponovno padla v negativno območje, potem ko se je decembra začasno zvišala.

Graf 3

Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- prispevek energentov
- prispevek hrane
- prispevek vseh komponent razen hrane in energentov
- inflacija brez hrane in energentov
- inflacija z vsemi komponentami



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2021.

Zaradi strmega zviševanja cen primarnih surovin se bodo predvidoma zvišale cene življenjskih potrebščin. V bližnji prihodnosti se bo zviševanje skupne inflacije predvidoma še dodatno pospešilo zaradi pozitivnih baznih učinkov, ki so posledica začetnega odziva svetovnih cen primarnih surovin na pandemični šok spomladi 2020. Ta vzorec je razviden tudi v izvoznih cenah konkurenčnih euroobmočja v nacionalni valuti, ki se bodo tekom leta 2021 predvidoma dinamično zviševale. Vendar pa bo to zvišanje inflacije verjetno zgolj začasno, saj v svetovnem gospodarstvu in še zlasti na trgu dela obstajajo obsežne proste zmogljivosti.

2

Finančna gibanja

V obravnavanem obdobju (od 10. decembra 2020 do 10. marca 2021) se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) premaknila navzgor in postala bolj strma, trenutno pa ne nakazuje pričakovanj, da se bodo obrestne mere v zelo bližnji prihodnosti znižale. Dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se zvišale, in sicer deloma zaradi prelivanja vplivov iz ZDA, medtem ko so razmiki v donosnosti državnih obveznic ostali približno stabilni. Tečaji delnic so se zvišali. Na deviznih trgih je nominalni efektivni tečaj eura rahlo oslabel.

EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) in nova referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali –48 oziroma –56 bazičnih točk.⁴ Presežna likvidnost se je povečala za 241 milijard EUR na okrog 3.692 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev, ki so jih delno odtehtali prostovoljna odplačila izposojenih sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti.

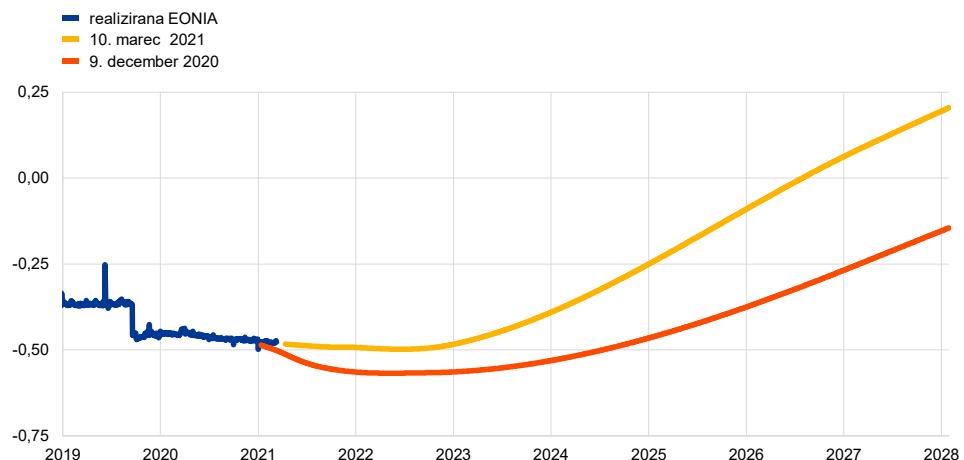
Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je v obravnavanem obdobju premaknila navzgor, zlasti pri dolgih ročnostih, in postala tudi bolj strma (glej graf 4). Rahla vbočenost krivulje pri kratkih ročnostih, ki je bila vidna v decembrskem gibanju, je v okolju ugodnejših pričakovanj glede okrevanja izginila. Krivulja najnižjo točko – ki je za 2 bazični točki nižja od trenutne ravni obrestne mere EONIA (–50 bazičnih točk) – dosega v aprilu 2022, s čimer nakazuje, da finančni trgi ne pričakujejo skorajšnjega znižanja obrestnih mer. Na splošno ostajajo termske obrestne mere EONIA pri ročnostih do sredine leta 2026 negativne, kar je mogoče pripisati temu, da trgi še naprej pričakujejo daljše obdobje negativnih obrestnih mer.

⁴ Metodologija za izračun obrestne mere EONIA se je 2. oktobra 2019 spremenila, tako da se ta zdaj izračunava kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek 8,5 bazične točke. Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019.

Graf 4

Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



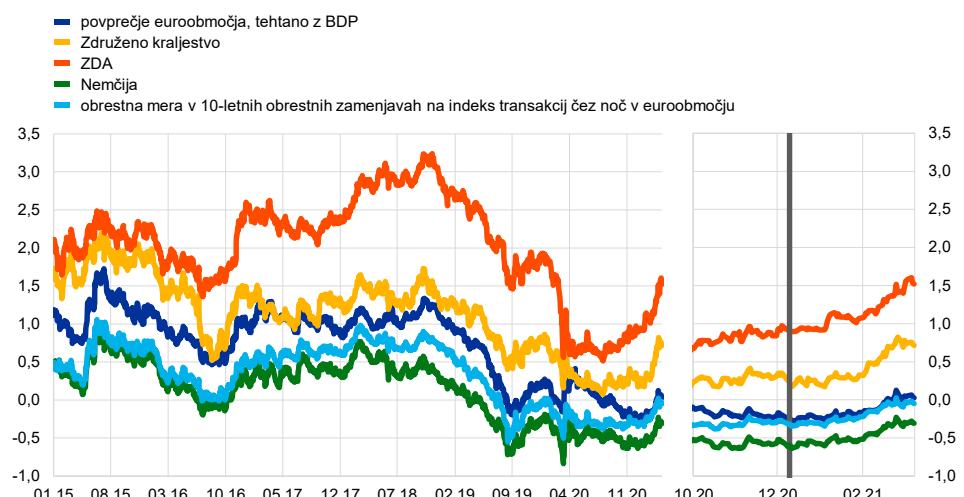
Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je povečala skupaj s svetovno dolgoročno donosnostjo, vendar precej manj, tako da je bila opazno večja kot v času decembridske seje Sveta ECB (glej graf 5). Zaradi vse bolj pozitivnih gospodarskih obetov v ZDA, ki so jih podpirala pričakovanja, da bo nova ameriška vlada pod predsednikom Bidenom sprejela obsežne javnofinančne spodbude, se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic na svetovni ravni zelo zaostriila. Tako se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 28 bazičnih točk na 0,03%. Donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA in Združenem kraljestvu se je povečala še bolj, in sicer za 62 bazičnih točk na 1,52% oziroma za 51 bazičnih točk na 0,72%.

Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje zacetek obravnavanega obdobja (10. december 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 10. marec 2021.

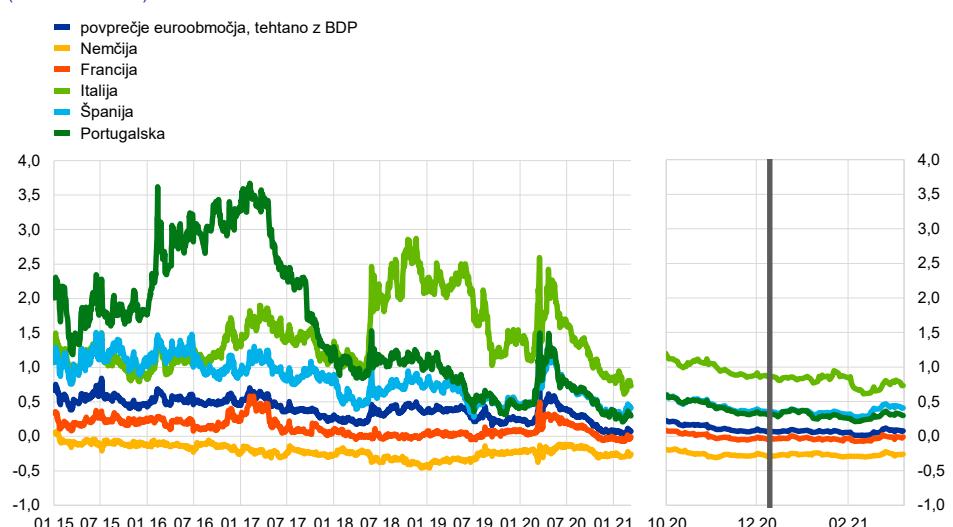
Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so ostali precej stabilni, saj se je donosnost v večini jurisdikcij povečevala večinoma

vzporedno z netveganimi obrestnimi merami (glej graf 6). Razmiki v donosnosti italijanskih državnih obveznic so se v obdobju pred oblikovanjem nove vlade pod vodstvom nekdanjega predsednika ECB Maria Draghija močno zmanjšali in za kratek čas dosegli novo večletno najnižjo vrednost, nato pa so se znova povečali. V obravnavanem obdobju se je tako razmak v donosnosti italijanskih in portugalskih 10-letnih državnih obveznic zmanjšal za 12 bazičnih točk na 0,73% oziroma za 1 bazično točko na 0,30%. V istem obdobju se je razmak v donosnosti nemških, francoskih in španskih 10-letnih državnih obveznic rahlo povečal za 1 bazično točko na -0,26%, za 1 bazično točko na -0,01% oziroma za 6 bazičnih točk na 0,41%.

Graf 6

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč

(v odstotnih točkah)



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. december 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 10. marec 2021.

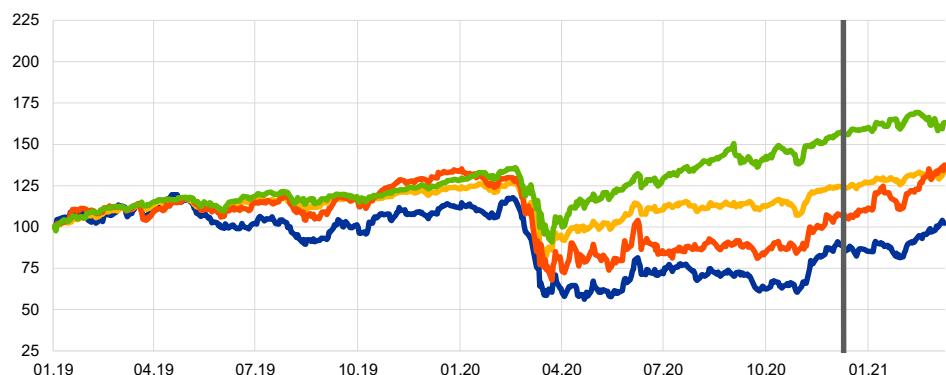
Tečaji delnic so se ob še naprej spodbudnem dojemanju tveganj zvišali na obeh straneh Atlantika, v ZDA pa so v obravnavanem obdobju dosegli rekordno visoke vrednosti (glej graf 7). Tečaji delnic v euroobmočju in ZDA so se ob določeni volatilnosti večinoma zviševali, nato pa so se v ZDA proti koncu januarja le delno znižali. Zlasti izrazito so se v ZDA in v euroobmočju zvišali tečaji finančnih delnic. V celoti gledano so se tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju zvišali za 7,4%, tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA pa za 4,4%. Tečaji bančnih delnic v euroobmočju so se zvišali za 16,5%, tečaji bančnih delnic v ZDA pa za 26,9%, pri čemer je ameriški indeks v celoti nadoknadel izgubo, zabeleženo od začetka pandemije.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 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 (10. december 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 10. marec 2021.

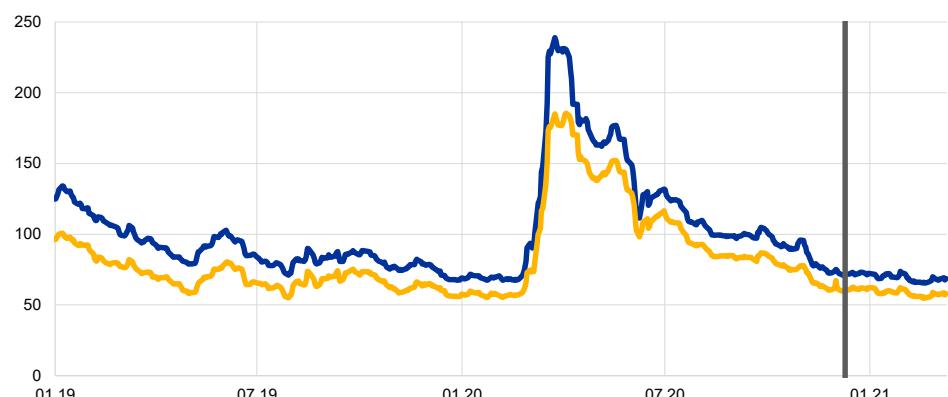
Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so ostali približno nespremenjeni (glej graf 8). V obravnavanem obdobju se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) zmanjšal za 2 oziroma 4 bazične točke ter je bil skladen z ravnimi pred pandemijo. Na splošno so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic od decembridske seje Sveta ECB le malo spremenili.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

- razmiki v donosnosti obveznic finančnih družb
- razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Razmiki so izračunani kot razlika med obrestno mero v poslih zamenjave in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. december 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 10. marec 2021.

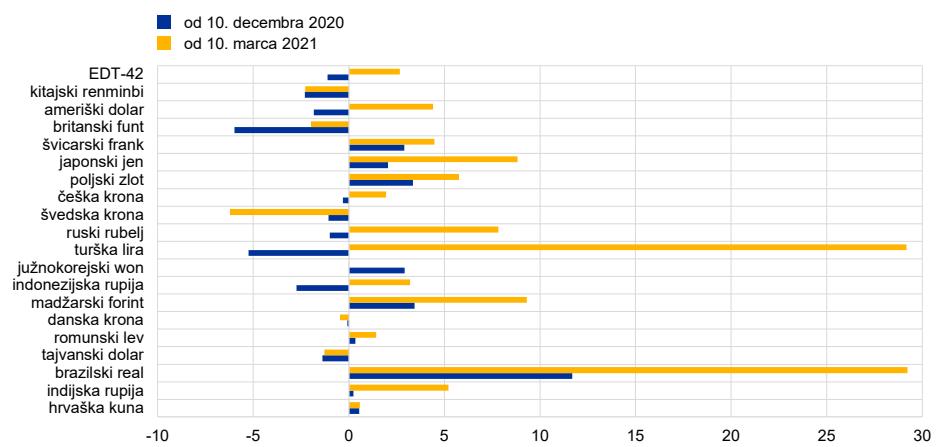
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo depreciral (glej graf 9). Čeprav se je nominalni efektivni tečaj eura, merjen v

razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, v obravnavanem obdobju znižal za 1,1%, je bil še vedno le za 2,7% nižji od rekordno visoke vrednosti, dosežene decembra 2008. Na to so vplivala različna gibanja dvostranskih deviznih tečajev v tržnem okolju, zaznamovanem z vse večjo nagnjenostjo k tveganju. Euro je oslabel v razmerju do ameriškega dolarja (za 1,8%), kitajskega renminbia (za 2,3%) in britanskega funta (za 6,0%), okreplil pa v razmerju do švicarskega franka (za 2,9%) in japonskega jena (za 2,0%). Večinoma se je okreplil tudi v razmerju do valut srednje- in vzhodnoevropskih držav članic EU zunaj euroobmočja.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 10. marca 2021.

3

Gospodarska aktivnost

Po močnem odboju v tretjem četrtletju 2020 se je realni BDP v euroobmočju v zadnjem četrtletju znova zmanjšal, pri čemer je medčetrtletno upadel za 0,7%, zaradi česar je bila gospodarska aktivnost za skoraj 5% manjša kot pred pandemijo. Gospodarska gibanja se v posameznih sektorjih in državah še naprej razlikujejo, pri čemer omejitve fizičnih stikov in gibanja najbolj negativno vplivajo na storitvene dejavnosti. Čeprav ukrepi fiskalne politike še naprej podpirajo gospodinjstva in podjetja, so potrošniki zaradi pandemije ter vpliva na zaposlenost in dohodke še vedno previdni. Podjetniške naložbe kljub šibkejšim bilancam podjetij in veliki negotovosti ostajajo razmeroma odporne. Na splošno najnovejši podatki, ankete in visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo, da bo gospodarstvo šibko tudi v prvem četrtletju 2021, in sicer zaradi poteka pandemije in ukrepov za njeno zajezitev. Zato se bo realni BDP v prvem četrtletju leta verjetno znova zmanjšal. Vendar pa, gledano dolgoročneje, se z uvajanjem cepiv povečuje zaupanje v reševanje zdravstvene krize, kar naj bi zmanjšalo negotovost in preprečilo morebitna dodatna neugodna gibanja zaradi pandemije. V srednjeročnem obdobju naj bi ob postopni odpravi zajezitvenih ukrepov k okrevanju gospodarstva v euroobmočju prispevali tudi ugodni pogoji financiranja, spodbujevalno naravnana javnofinančna politika in okrevanje povpraševanja.

Takšna ocena se na splošno kaže tudi v osnovnem scenariju makroekonomskih projekcij za euroobmočje, ki so jih marca 2021 pripravili strokovnjaki ECB. Po teh projekcijah bo medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 4,0%, v letu 2022 4,1% in v letu 2023 2,1%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so obeti za gospodarsko aktivnost večinoma nespremenjeni. Gledano v celoti tveganja, ki spremljajo kratkoročne gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo usmerjena navzdol, vendar so srednjeročna tveganja postala bolj uravnotežena. Na eni strani razlog za optimizem ponujajo boljši obeti glede svetovnega povpraševanja, obsežne javnofinančne spodbude v euroobmočju in uvajanje cepiv. Na drugi strani pa so nadaljevanje pandemije (vključno s širjenjem mutacij virusa) ter posledice za gospodarske in finančne razmere še naprej vir navzdol usmerjenih tveganj.

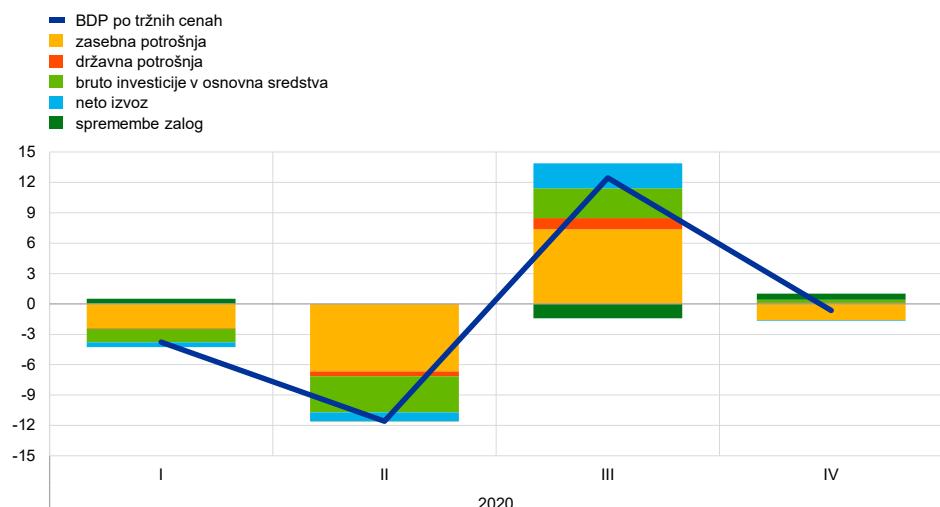
Po majhnem krčenju v zadnjem četrtletju 2020 naj bi v prvem četrtletju 2021 gospodarska aktivnost v euroobmočju ostala šibka. Po 12,5-odstotnem povečanju v tretjem četrtletju se je BDP v zadnjem četrtletju 2020 medčetrtletno realno zmanjšal za 0,7% (glej graf 10), kar je bilo vseeno boljše kot 2,2-odstotno zmanjšanje, napovedano v lanskih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema. Upad gospodarske aktivnosti je bil predvsem posledica domačega povpraševanja, zlasti zasebne potrošnje. Čeprav je bila gospodarska aktivnost v zadnjem četrtletju še vedno za skoraj 5% manjša kot pred pandemijo leto prej, je bil zaradi boljših rezultatov v tem četrtletju od pričakovanih učinek prenosa na rast v letu 2021 pozitiven v višini 2,2%. Na proizvodni strani so bila gibanja v zadnjem četrtletju med sektorji precej raznolika. Medtem ko se je dodana vrednost v storitvenih dejavnostih izrazito zmanjšala, se je gospodarska aktivnost v industrijskem sektorju (brez gradbeništva) še povečala. Potem ko je bila rast močna že v tretjem četrtletju, je povečanje industrijske proizvodnje v drugi polovici leta 2020 večinoma odtehtalo strmi upad iz prve polovice leta. V okvirju 4 sta obravnavana vpliv zajezitvenih ukrepov

zaradi pandemije v različnih gospodarskih sektorjih v največjih državah euroobmočja in spreminjaanje tega vpliva v času. Po ocenah je gospodarska aktivnost v euroobmočju leta 2020 na splošno upadla za 6,6%, kar je nekoliko bolj kot v ZDA. Kot je pojasnjeno v okvirju 1, bi bilo to lahko povezano s strožjimi zaježitvenimi ukrepi v euroobmočju in bolj ekspanzivno naravnano javnofinančno politiko v ZDA.

Graf 10

Realni BDP v euroobmočju in komponente

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevki v odstotnih točkah)



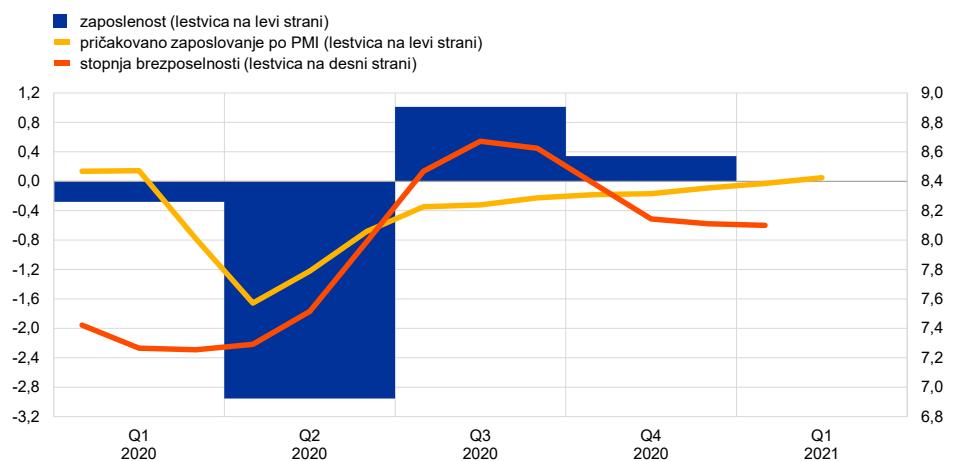
Vir: Eurostat.

Na trg dela v euroobmočju še naprej spodbudno vplivajo obsežni spodbujevalni ukrepi politik, medtem ko se je v zadnjih mesecih zaposlenost povečevala, stopnja brezposelnosti pa je bila večinoma stabilna. Intenzivna uporaba programov za ohranitev delovnih mest še naprej spodbudno vpliva na zaposlenost, s čimer se zmanjšuje vpliv na stopnjo brezposelnosti, podpira dohodek gospodinjstev in zmanjšuje negotovost v gospodarstvu. Zaposlenost se je v zadnjem četrtletju 2020 medčetrtletno povečala za 0,3%, potem ko se je v tretjem četrtletju povečala za 1,0% (glej graf 11). Kljub temu izboljšanju je bila zaposlenost v zadnjem četrtletju še vedno za 1,9% nižja kot pred pandemijo leto prej. Opravljene delovne ure imajo še naprej pomembno vlogo pri prilagajanju trga dela v euroobmočju. Skupno število opravljenih delovnih ur se je v zadnjem četrtletju medčetrtletno znižalo za 1,6% (potem ko se je v tretjem četrtletju zvišalo za 14,8%) in je bilo za skoraj 6,5% nižje kot ob koncu leta 2019. Medtem je bila stopnja brezposelnosti v januarju 2021 8,1-odstotna, kar je približno nespremenjeno od novembra 2020 in manj kot avgusta 2020 (slabih 8,7%), toda še vedno za približno 0,8 odstotne točke višja od ravnih pred pandemijo v februarju 2020. Delež delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, je januarja 2021 po ocenah znašal okrog 5,9% delovne sile, kar je manj kot aprila 2020, ko je bil skoraj 20-odstoten. Vendar pa se število delavcev, vključenih v te programe, od oktobra 2020 povečuje zaradi ponovno uvedenih ukrepov za zaježitev pandemije v nekaterih državah.

Graf 11

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, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Črti označujejo mesečno gibanje, stolpci prikazujejo četrtletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2020 pri zaposlenosti, na februar 2021 pri PMI in na januar 2021 pri stopnji brezposelnosti.

Kratkoročni kazalniki trga dela so se deloma izboljšali, vendar še naprej opozarjajo na nekatere ranljivosti na trgu dela v euroobmočju. V februarju 2021 se je sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti prvič po začetku pandemije COVID-19 premaknil nad vrednost 50, čeprav je v nekaterih državah in nizko tehnoloških storitvenih dejavnosti ostal pod njo. V istem mesecu so ob umirjenjem povpraševanju po delovni sili gospodinjstva še vedno pričakovala, da bo brezposelnost velika. V prihodnjem obdobju bi lahko precejšnje število delavcev, ki so še vedno vključeni v programe za ohranitev delovnih mest, pomenilo tveganje, da se bo stopnja brezposelnosti zvišala.

Zasebna potrošnja je ob prelому leta izgubila zagon, pri čemer se je v zadnjem četrtletju 2020 medčetrtletno zmanjšala za 3,0%. V januarju 2021 je trgovina na drobno medmesečno upadla za 5,9%, število registracij novih avtomobilov pa se je v istem obdobju zmanjšalo za 22% (na najnižjo raven po juniju 2020). Zaradi drugega vala pandemije, ki je privadel do vnovičnega povečanja varčevanja gospodinjstev, je bil januarja pritok vlog gospodinjstev v banke še vedno velik (pred tem se je decembra začasno zmanjšal). Na dohodek velikega števila gospodinjstev zaenkrat še ne vplivajo takojšnje posledice pandemije, zato ta gospodinjstva še naprej kopičijo precejšnje neprostovoljne prihranke. Hkrati se pričakovanja gospodinjstev za naslednjih 12 mesecev glede splošnih gospodarskih razmer, njihovega osebnega finančnega položaja in njihovih načrtov glede večjih nakupov od maja lani niso bistveno izboljšala.

Podjetniške naložbe (kot približek se uporabljajo negradbene naložbe) ostajajo razmeroma vztrajne, potem ko so se v zadnjem četrtletju 2020 dodatno povečale. K rasti negradbenih naložb so prispevale močne naložbe v proizvode intelektualne lastnine, delno verjetno zaradi potreb po nadaljnji digitalizaciji gospodarstva kot odziv na pandemijo. Medtem so se naložbe v opremo in stroje ob koncu leta 2020 povečale le zmerno, potem ko so v tretjem četrtletju beležile izjemno močno rast. V zadnjih mesecih je na podjetniške naložbe spodbudno vplivalo močno

tuje povpraševanje, ki se je odrazilo v rasti industrijskih naročil proizvodov za investicije zunaj euroobmočja in v izboljšanju izvoznih naročil predelovalnih podjetij v obdobju do februarja. Zadnji anketni podatki so skladni z dejstvom, da so se naložbe v prvem četrtletju 2021 vztrajno nadaljevale. Na podlagi povečanja zaupanja podjetij in pričakovane proizvodnje v sektorju proizvodov za investicije (zlasti v februarju) je namreč mogoče sklepati, da se bodo naložbe v prihodnjih mesecih verjetno še povečale. Na naložbene obete bodo najverjetneje še naprej vplivale predvsem predelovalne dejavnosti, medtem ko je, kot je razvidno iz najnovejših anket, verjetneje, da so podjetja v storitvenih dejavnostih (ki so jih pandemija in ukrepi za njeno zajezitev na splošno močneje prizadeli) preložila ali odpovedala naložbene načrte. Gledano dolgoročneje bi lahko povečanje bremena dolga podjetij in morebitno povečanje števila stečajev ogrozila sedanje okrevanje naložb.

Stanovanske naložbe so se v zadnjem četrtletju 2020 kljub ponovnemu zaostrovanju omejitev zaradi pandemije vztrajno nadaljevale, čeprav so kratkoročni obeti še vedno negotovi. Stanovanske naložbe so se v zadnjem četrtletju rahlo povečale, in sicer medčetrtletno za 0,5%, še vedno pa so bile za okrog 3% manjše kot ob koncu leta 2019. Vendar pa najnovejši kazalniki kažejo, da naj bi se okrevanje v kratkoročnem obdobju nekoliko upočasnilo, deloma zaradi ponovno uvedenih omejitev gibanja v zadnjih mesecih. To bi lahko celo zavrl napreddek, dosežen v drugi polovici leta 2020, kar zadeva vračanje stanovanskih naložb na raven pred pandemijo. Na strani povpraševanja naj bi se po anketnih podatkih Evropske komisije o namerah potrošnikov glede obnove stanovanj v naslednjih 12 mesecih stanovanski izdatki v kratkoročnem obdobju zmanjšali, čeprav v različnih državah v različnem obsegu. Na strani ponudbe je kljub nekaterim znakom okrevanja na področju gradbenih dovoljenj in naročil iz najnovejših kazalnikov zaupanja razvidno, da bi lahko slabi kratkoročni poslovni obeti negativno vplivali na podjetja v nepremičninskem sektorju in (v manjši meri) gradbenem sektorju. V gradbenem sektorju kazalniki PMI o gospodarski aktivnosti za prva dva meseca leta 2021 nakazujejo, da so obeti za podjetja v segmentu stanovanskih nepremičnin boljši kot za podjetja v segmentu poslovnih nepremičnin.

Trgovinska menjava v euroobmočju je tudi v zadnjem četrtletju 2020 močno porasla predvsem zaradi nadaljnjega povečevanja trgovinske menjave v predelovalnih dejavnostih. K rasti trgovinske menjave v zadnjem četrtletju so prispevali (i) okrepitev okrevanja iz tretjega četrtletja, (ii) rast izvoza proizvodov za široko porabo v Združeno kraljestvo, Brazilijo in Azijo ter (iii) večji uvoz energentov iz Norveške in Rusije, pri čemer je bil prispevek teh treh dejavnikov približno enako velik. Decembra pa je bil edini gonični dejavnik rasti izvoz v države zunaj euroobmočja, ki ga je spodbujalo neobičajno kopiranje zalog blaga iz EU v Združenem kraljestvu pred koncem prehodnega obdobja za brexit. Na začetku leta 2021 so se stroški izvoza iz euroobmočja v Združeno kraljestvo zvišali, dobavni roki podaljšali, kontejnerski izvoz pa je nenadoma upadel (kot je razvidno iz podatkov o pomorski trgovini). Posledični vpliv na trgovinsko menjavo je verjetno začasen, saj je iz vodilnih kazalnikov za januar in februar mogoče razbrati, da se bo rast izvoza predelovalnih dejavnosti v prvem četrtletju 2021 nadaljevala. Medtem ko so k novim izvoznim naročilom v zadnjem četrtletju največ prispevali proizvodi za široko porabo, je na gibanja v prvih dveh mesecih leta 2021 vplivalo izboljšanje v sektorjih proizvodov za investicije in

proizvodov za vmesno porabo. Da se trgovinska menjava v predelovalnih dejavnostih trenutno normalizira, dokazujejo tudi najnovejši podatki o tovornih tarifah, ki so se februarja vrnile na ravni pred pandemijo. Hkrati je storitvena menjava še vedno močno prizadeta, pri čemer dolgotrajni zaježitveni ukrepi še naprej preprečuje kakršnokoli znatnejše izboljšanje.

Konjunktturni kazalniki kažejo, da se gospodarska aktivnost v prvem četrtletju

2021 še naprej umirja. Anketni podatki kljub zmerному izboljšanju od zadnjega četrtletja 2020 ostajajo na nizkih ravnih, ki so bolj ali manj skladne z zmernim nadaljnjam upadom v prvem četrtletju letos. Predhodni sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti, ki se je znižal z 52,4 v tretjem četrtletju na 48,1 v zadnjem četrtletju, se je nedavno nekoliko zvišal ter v januarju in februarju povprečno znašal 48,3. Izboljšanje indeksa je posledica gibanj v storitvenih dejavnostih (čeprav nakazuje, da se aktivnost v storitvenih dejavnostih še vedno zmanjšuje). Nasprotno se je indeks PMI za predelovalne dejavnosti v prvih dveh mesecih leta 2021 malenkostno znižal (glede na zadnje četrtletje 2020), a se je še vedno zviševal. Kar zadeva konkretneje ukrepe v zvezi s pandemijo, so se visokofrekvenčni kazalniki mobilnosti za države euroobmočja v zadnjih mesecih začeli izboljševati, čeprav je sestavljeni indeks strogosti ostal blizu ravnem iz aprila 2020, ko je dosegel najvišjo vrednost. Na splošno kratkoročne obete še vedno spremlja velika negotovost.

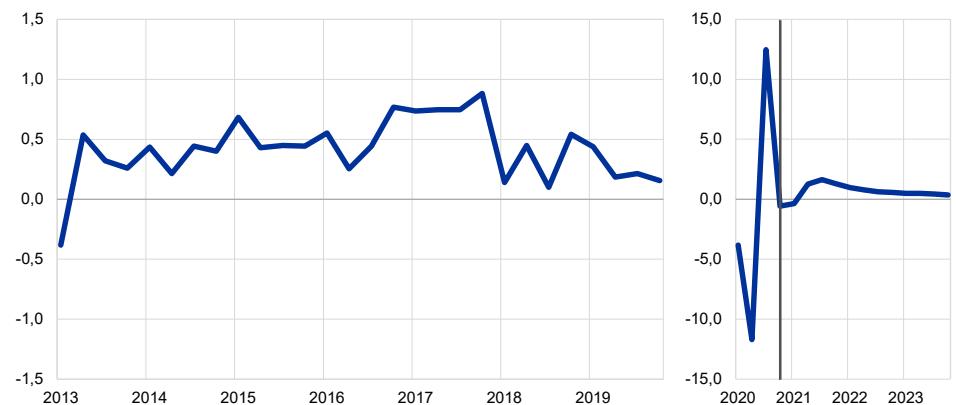
Zaradi zaostrovanja pandemije COVID-19 v zadnjem času so se kratkoročni gospodarski obeti v euroobmočju poslabšali, vendar okrevanje gospodarstva ni zastalo. Zaradi prizadevanj, da se pospeši proizvodnja in distribucija cepiv (s čimer naj bi se omogočilo sproščanje zaježitvenih ukrepov), ter ob precejšnji podpori denarne in javnofinančne politike (vključno s sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«) ter boljših obetih za svetovno povpraševanje naj bi bilo okrevanje od druge polovice leta 2021 naprej močno. To se odraža v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 4,0%, v letu 2022 4,1% in v letu 2023 2,1% (glej graf 12). Ta ocena je od lanskih decembrskih projekcij večinoma nespremenjena. V drugem četrtletju 2022 naj bi realni BDP presegel raven pred pandemijo. Kljub temu so kratkoročna tveganja za gospodarske obete zaradi ponovnega širjenja virusa, pojava novih mutacij in s tem povezanih zaježitvenih ukrepov še vedno usmerjena navzdol. Hkrati so tveganja, ki spremljajo srednjeročne gospodarske obete v euroobmočju, postala bolj uravnotežena. Poleg tega bo ameriški reševalni načrt, ki ga je pripravila Bidenova administracija (ta je prišel prepozno, da bi bil vključen v napovedi osnovnega scenarija), verjetno prinesel tudi nekaj pozitivnih učinkov na euroobmočje.⁵

⁵ Glej okvir 4 v članku z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 11. marca 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 12

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«.

Opombe: Zaradi volatilnosti realnega BDP-a leta 2020, ki je doslej brez primere, je v grafu od leta 2020 uporabljen drugačna lestvica. Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. V grafu niso prikazani razponi okrog projekcij, kar je posledica dejstva, da v sedanjih okoliščinah s standardnim načinom izračuna razponov (na podlagi preteklih napak v projekcijah) ne bi dobili vrednosti, ki bi bila zanesljiv pokazatelj izjemne negotovosti glede trenutnih projekcij.

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, februarja 2021 znašala 0,9% in je bila nespremenjena od januarja 2021, a se je znatno zvišala z -0,3-odstotne stopnje v decembru 2020. Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno zvišala, vendar je tekom celotnega leta pričakovana določena volatilnost zaradi spremenljive dinamike dejavnikov, ki trenutno zvišujejo inflacijo. Ti dejavniki bodo na začetku naslednjega leta predvidoma izginili iz medletne stopnje inflacije. Temeljni cenovni pritiski se bodo po pričakovanjih letos nekoliko okrepili zaradi trenutnih omejitev v ponudbi in okrevanja domačega povpraševanja, vendar bodo pritiski na splošno ostali oslabljeni, med drugim tudi zaradi nizkih plačnih pritiskov in pretekle apreciacije eura. Ko bo zaviralni vpliv pandemije koronavirusa (COVID-19) popustil, bo zmanjšanje velikih neizkoriščenih gospodarskih zmogljivosti ob podpori spodbujevalne javnofinancne in denarne politike prispevalo k postopnemu zviševanju inflacije v srednjeročnem obdobju. Anketna merila in tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostajajo na oslabljenih ravneh, čeprav se tržni kazalniki še naprej postopoma zvišujejo. Takšno oceno v splošnem kaže tudi osnovni scenarij v makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih marca 2021 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija znašala 1,5% v letu 2021, 1,2% v letu 2022 in 1,4% v letu 2023. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti za leti 2021 in 2022 popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi začasnih dejavnikov in višje inflacije v skupini emergentov, medtem ko za leto 2023 ostajajo nespremenjeni.

Na začetku letošnjega leta se je inflacija v primerjavi s koncem lanskega leta strmo zvišala. Potem ko je inflacija štiri mesece zapored znašala -0,3%, se je januarja 2021 zvišala na 0,9% in februarja ostala na tej stopnji. Po Eurostatovi prvi oceni je bila nespremenjena stopnja inflacije v februarju 2021 posledica manj negativne inflacije v skupini emergentov, ki jo je izravnalo znižanje inflacije brez emergentov in hrane. Inflacija brez emergentov in hrane se je znižala z 1,4% v januarju na 1,1% v februarju, vseeno pa je bila znatno višja kot v zadnjih štirih mesecih leta 2020 (0,2%).

K okrepitvi skupne inflacije januarja je prispevalo več dejavnikov, ki so bili večinoma začasni in po naravi statistični (graf 13). Prvič, pomembno vlogo so imeli večji popravki uteži v indeksu HICP za leto 2021 od običajnih, povezani s spremembami strukture potrošnje gospodinjstev med pandemijo COVID-19. To je še posebej veljalo za potovalne storitve in rekreacijske storitve. Spremembe uteži izdatkov so januarja k inflaciji prispevale 0,3 odstotne točke.⁶ Drugič, ponovno zvišanje stopnje DDV v Nemčiji je imelo simetrično približno enako velik vpliv kot znižanje stopnje julija 2020 in je k zvišanju inflacije prispevalo okrog 0,3 odstotne točke. Tretjič, spremembe časovnice in obsega sezonskih razprodaj v več državah euroobmočja so pomenile znaten porast inflacije v skupini industrijskih proizvodov

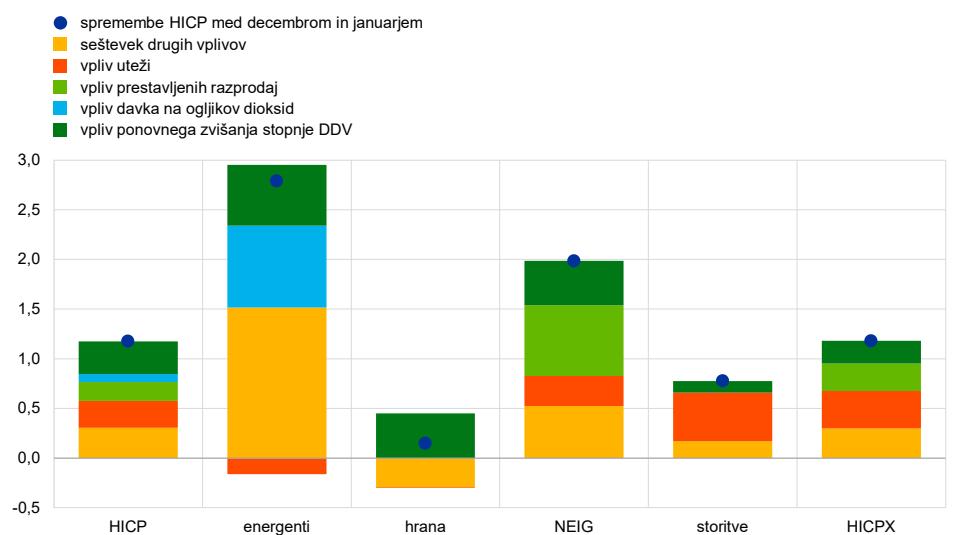
⁶ Ta učinek pa se bo tekom leta spremenjal in je tako februarja po ocenah znašal 0,1 odstotne točke. Več informacij je v okvirju z naslovom »[Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije](#)« v tej številki Ekonomskega biltena. Učinek sprememb uteži je mogoče zanesljivo oceniti samo z objavo vseh podatkov.

razen energentov. Vseeno pa je k zvišanju tako skupne inflacije kot tudi inflacije brez energentov in hrane kljub upoštevanju teh dejavnikov v določeni meri prispeval tudi seštevek drugih dejavnikov (rumeni del stolpcov v grafu 13).

Graf 13

Spremembe skupne inflacije med decembrom 2020 in januarjem 2021

(prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prestavljene razprodaje se nanašajo na Italijo in Francijo. Davek na ogljikov dioksid in ponovno zvišanje stopnje DDV se nanašata na Nemčijo. NEIG pomeni »industrijski proizvodi razen energentov«. HICPX pomeni »inflacija brez energentov in hrane«.

Nedavno zvišanje inflacije je bilo tudi posledica vse manj negativne inflacije v skupini energentov. Potem ko je decembra 2020 znašala -6,9%, se je inflacija v skupini energentov januarja 2021 zvišala na -4,1% in nato februarja še na -1,7%. Manj negativna stopnja v januarju je bila odraz nedavnih višjih cen nafte v eurih, februarja pa je odražala tudi bazne učinke, ki so izhajali iz padca cen nafte na začetku pandemije lansko leto. Drugi dejavniki, ki so prispevali k manj negativni stopnji inflacije v skupini energentov, so vključevali ponovno zvišanje DDV in uvedbo dajatve na izpuste ogljikovega dioksida v Nemčiji ter višje cene elektrike zaradi mraza, predvsem v Španiji.

Pripisane vrednosti cen so januarja in februarja postale bolj razširjene, kar pomeni, da je signal temeljnih cenovnih pritiskov spremljala nekoliko večja negotovost. Potem ko se je poleti 2020 delež pripisanih vrednosti cen vrnil na zelo nizko raven, se je proti koncu lanskega leta začel ponovno povečevati, ko so se ukrepi za zajezeitev širjenja COVID-19 spet zaostrili. Februarja 2021 je imelo pripisane vrednosti 14% postavk v indeksu HICP in 19% postavk v indeksu inflacije brez energentov in hrane.

Medtem ko so se januarja merila osnovne inflacije z izključitvijo rahlo zvišala, pa so modelska merila ostala večinoma nespremenjena (najnovejši razpoložljivi podatki).⁷ Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil

⁷ Več informacij o merilih osnovne inflacije z izključitvijo in o modelskih merilih osnovne inflacije je v članku z naslovom »[Measures of underlying inflation for the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

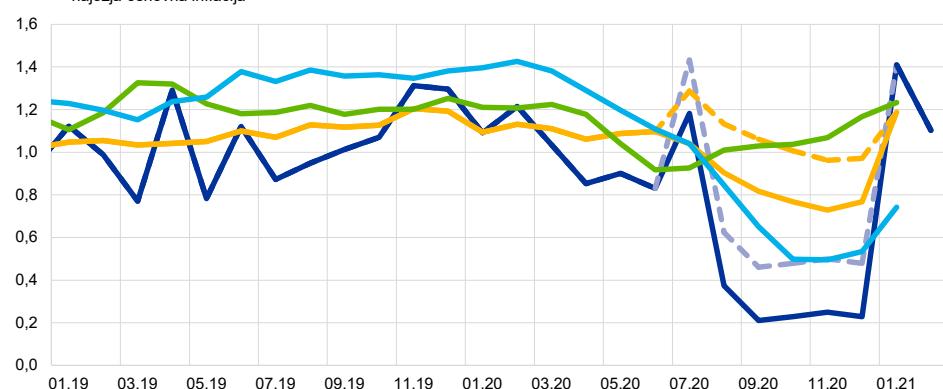
in obutve se je zvišala z 0,8% v decembru 2020 na 1,2% v januarju 2021, kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije pa je ostal nespremenjen na ravni 1,2%. Kazalnik najože osnovne inflacije je rahlo porasel, in sicer z 0,5% decembra 2020 na 0,7% januarja 2021 (graf 14). Na merila so vplivali tudi nekateri že omenjeni začasni dejavniki, na primer ponovno zvišanje stopnje DDV v Nemčiji.

Graf 14

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP brez emergentov in hrane (HICPX)
- HICPX brez sprememb stopnje DDV v Nemčiji
- HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve (HICPXX)
- HICPXX brez sprememb stopnje DDV v Nemčiji
- vztrajna in skupna komponenta inflacije
- najože osnovna inflacija



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Pri inflaciji brez emergentov in hrane ter pri inflaciji brez emergentov in hrane in brez upoštevanja sprememb stopnje DDV v Nemčiji se zadnji podatki nanašajo na prvo oceno februarja 2021. Pri vseh ostalih merili se zadnji podatki nanašajo na januar 2021.

Pritiski iz proizvodne verige na inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen emergentov so v poznejših fazah verige ostali približno nespremenjeni, medtem ko so se pritiski v zgodnejših fazah okreplili. Rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo je januarja znašala 0,6% in se je tako še naprej gibala blizu dolgoročnega povprečja. Rast uvoznih cen v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo je ostala na nizki ravni, pri čemer je mesečna dinamika v veliki meri odražala gibanje nominalnega efektivnega tečaja eura. Januarja sta se v zgodnejših fazah proizvodne verige rast proizvajalčevih in rast uvoznih cen v skupini proizvodov za vmesno porabo še naprej zviševali, kar je bila najverjetnejše posledica nadaljnjega umirjanja pritiskov na znižanje inflacije, ki izhajajo iz cen nafte in primarnih surovin.⁸

Na določanje plač še naprej vplivajo vladne podporne sheme. To se na primer odraža v razhajanju med stopnjo rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega in stopnjo rasti sredstev za zaposlene na opravljenou delovnu uro. Vrzel med obema stopnjama rasti se je ponovno povečala v zadnjem četrtekletju 2020, ko se je povečala uporaba programov skrajšanega delovnega časa in čakanja na delo, ker so bili konec lanskega leta ponovno uvedeni ukrepi za omejitev gibanja. Medletna rast sredstev za

⁸ Rast cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih se je zvišala z -0,1% v decembru na 0,9% v januarju, rast uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo pa se je v istem obdobju zvišala z -0,8% na 0,1%.

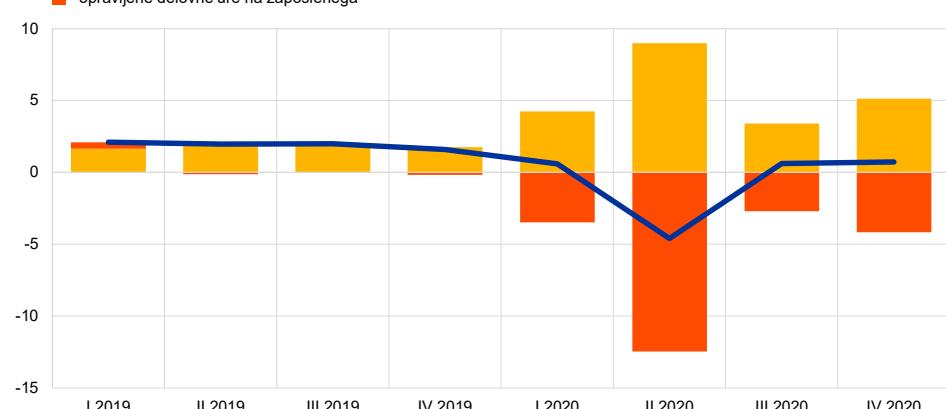
zaposlene na zaposlenega se je rahlo zvišala z 0,6% v tretjem četrtletju na 0,7% v zadnjem četrtletju, potem ko je v drugem četrtletju dosegla zelo negativno stopnjo (-4,5%). Po drugi strani pa je medletna rast sredstev za zaposlene na opravljeni delovno uro ponovno zabeležila odboj, in sicer s 3,4% v tretjem četrtletju 2020 na 5,1% v zadnjem četrtletju (glej graf 15). Različni dinamiki odražata vpliv programov skrajšanega delovnega časa in čakanja na delo, v okviru katerih so delavci ostali zaposleni, vendar so prejemali samo del običajnega plačila, število dejansko opravljenih delovnih ur na zaposlenega pa se je strmo znižalo.⁹ Rast dogovorjenih plač, na katero nimata neposrednega vpliva gibanje opravljenih delovnih ur in evidentiranje nadomestil iz shem za ohranjanje delovnih mest, se je zvišala z 1,7% v drugem četrtletju 2020 in 1,6% v tretjem četrtletju na 1,9% v zadnjem četrtletju. Zvišanje je bilo odraz enkratnih plačil na koncu leta, vseeno pa je rast dogovorjenih plač – tudi če odmislimo učinek teh plačil – ostala razmeroma močna in je v zadnjem četrtletju znašala 1,6%, ker so v podatke še vedno vključeni tudi plačni dogovori, sklenjeni pred začetkom pandemije.

Graf 15

Razčlenitev sredstev za zaposlene na zaposlenega na sredstva za zaposlene na opravljeni delovno uro in opravljeni delovne ure

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- sredstva za zaposlene na zaposlenega
- sredstva za zaposlene na opravljeni delovno uro
- opravljeni delovne ure na zaposlenega



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2020.

Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj so se še naprej povečevali vzporedno s svetovnim trendom spodbud javnofinančne in denarne politike (graf 16).

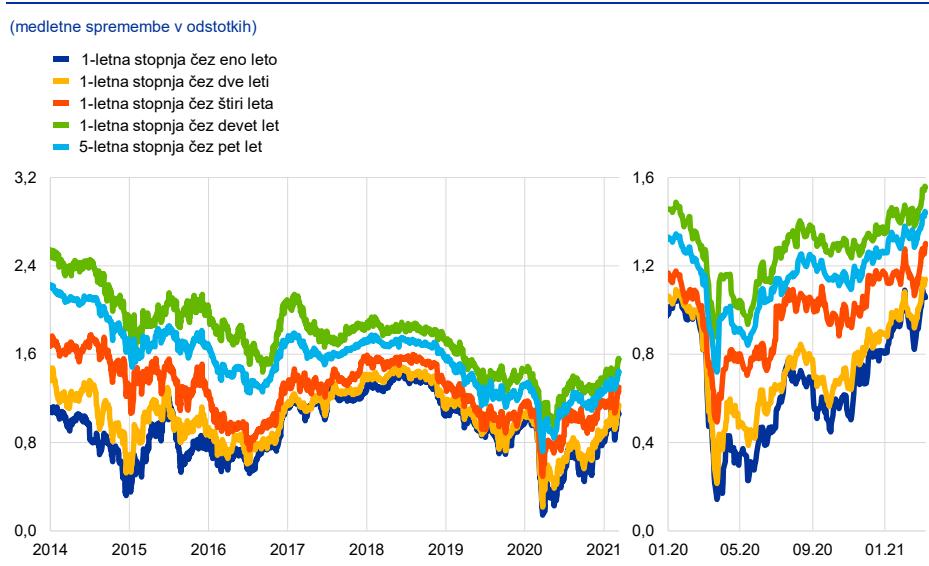
Zvišanje tržnih kazalnikov inflacijskih pričakovanj za euroobmočje v obravnavanem obdobju je predvsem odraz treh svetovnih dejavnikov, med katerimi so: izboljšanje dojemanja tveganj zaradi začetka cepljenja proti COVID-19 in nižanja stopnje okužb; ponovne javnofinančne spodbude v ZDA, ki jih je pripravila Bidenova administracija; živahno okrevanje cen primarnih surovin. V prvem delu obravnavanega obdobja so se kratkoročni in srednjeročni kazalniki tržnih inflacijskih pričakovanj rahlo zvišali, nato pa

⁹ Sheme za ohranjanje delovnih mest so najverjetneje prispevale tudi k vztrajni rasti profitnih marž. Čeprav so profitne marže v zadnjem četrtletju nekoliko zmanjšale, so še naprej beležile vztrajno rast glede na globino recesije. Glej okvir z naslovom »[Vloga profitnih marž pri prilagajanju na šok zaradi COVID-19](#)« v tej številki Ekomskega biltena.

so približno sredi februarja delno ponovno upadli v skladu s podobnimi mednarodnimi kazalniki. Vendar so se proti koncu meseca obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju ponovno zvišale. Do začetka marca so bili tako kratkoročni kot tudi srednjeročni tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj višji od ravni pred pandemijo. Vseeno pa so v zadnjem času obrestne mere v kratkoročnih in dolgoročnejših terminskih obrestnih zamenjavah na inflacijo še naprej zelo umirjene in ne nakazujejo, da se bo inflacija v bližnji prihodnosti vrnila na ciljno raven ECB. Anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj v določeni meri kažejo, da so se ustalil blizu zgodovinsko nizke ravni. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrletje 2021 (ki je bila izvedena na začetku januarja 2021) so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala nespremenjena na ravni 1,7%.

Graf 16

Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 10. marec 2021.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi bila skupna inflacija v prihodnjih mesecih nekoliko volatilna, a se bo v obdobju projekcij postopoma zviševala. Osnovna projekcija kaže, da bo skupna inflacija v letu 2021 v povprečju znašala 1,5%, v letu 2022 1,2% in v letu 2023 1,4% (graf 17). V primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija za inflacijo za leti 2021 in 2022 popravljena navzgor, za leto 2023 pa je ostala nespremenjena. Popravek navzgor v letu 2021 je odraz navzgor popravljene inflacije v skupini emergentov in začasnih dejavnikov, s katerimi je mogoče pojasniti nedavno okrepitev inflacije. Ko bo v srednjeročnem obdobju vpliv začasnih dejavnikov izpadel iz medletne stopnje, se bo inflacija v začetku leta 2022 predvidoma znižala na 1,0%, nato pa se bo v letu 2023 postopoma povečala na 1,4%. Inflacija brez emergentov in hrane bo po pričakovanjih v letu 2021 znašala 1,0% in v letu 2022 1,1%, nato pa se bo leta 2023 zvišala na 1,3%. Vpliv ameriškega javnofinančnega svežnja

na inflacijo v euroobmočju naj bi bil predvidoma zmeren, pri čemer naj bi kumulativni vpliv v obdobju projekcij znašal približno 0,15 odstotne točke.¹⁰

Graf 17

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 11. marca 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtek 2020 (dejanski podatki) in na zadnje četrtek 2023 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 16. februar 2021.

¹⁰ Več podrobnosti je v okviru 4 v članku z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)« na spletnem mestu ECB.

5

Denar in krediti

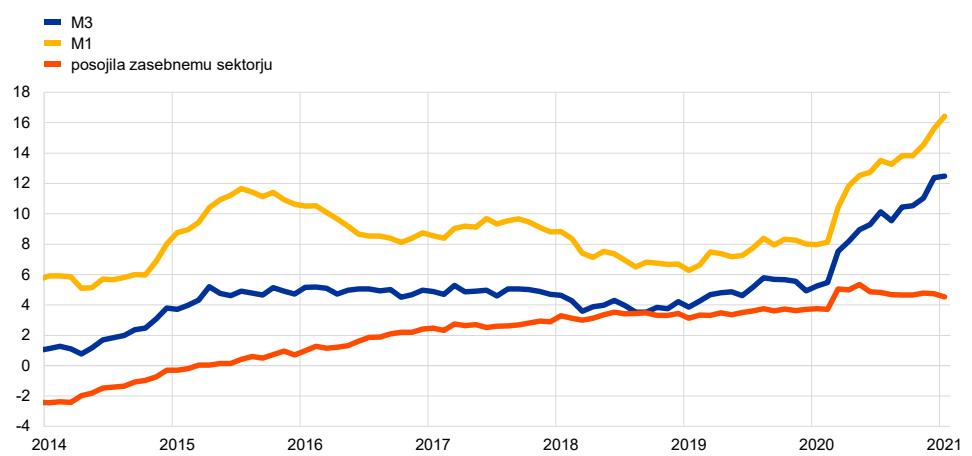
Na denarno dinamiko v euroobmočju je še naprej vplivala pandemija koronavirusa (COVID-19). Rast denarja se je januarja ustalila na visoki ravni, ker se nadaljuje povpraševanje podjetij in gospodinjstev po likvidnosti. Glavni vir ustvarjanja denarja so ostali domači krediti, največ pa so prispevali nakupi Eurosistema. Pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, javnofinančnih in nadzornih organov so še naprej podpirali bančno kreditiranje gospodarstva v euroobmočju po ugodnih pogojih. Obseg skupnega zunanjega financiranja podjetij se je v zadnjem četrtletju 2020 še naprej umirjal. Skupni stroški dolžniškega financiranja za podjetja so se od oktobra 2020 ustalili, ker so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in kapitala umirjali, obrestne mere bank za posojila pa so ostale stabilne.

Rast širokega denarja se je januarja ustalila na visoki ravni. Na denarno dinamiko je še naprej vplivala pandemija COVID-19, ki je povzročila izjemno povpraševanje po likvidnosti. Medletna stopnja rasti širokega denarnega agregata M3 je januarja dosegla 12,5%, potem ko je decembra 2020 znašala 12,4% (graf 18). Medletna stopnja rasti najlikvidnejšega denarnega agregata M1, ki obsega vloge čez noč in gotovino v obtoku, se je januarja še povečala na 16,4%, potem ko je decembra znašala 15,6%, in je tako močno prispevala k rasti agregata M3. Ta gibanja ne kažejo le kopiranje likvidnostnih pozicij v podjetjih in gospodinjstvih zaradi povečane negotovosti, ampak tudi – pri gospodinjstvih – prisilno varčevanje zaradi omejenih priložnosti za trošenje. Močna denarna rast je bila tudi rezultat obsežnih ukrepov pomoči, ki so jih sprejeli ECB in nadzorni organi ter vlade, da bi zagotovili zadostno likvidnost v gospodarstvu za spopadanje z ekonomskimi posledicami pandemije.

Graf 18

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2021.

Vloge čez noč so še naprej največ prispevale k rasti denarnega agregata M3.

Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je z decembrskih 16,3% januarja povečala na 17,1%. Zanimanje nedenarnih sektorjev za vloge čez noč je bilo odraz previdnosti in

zelo nizkih obrestnih mer, kar znižuje oportunitetne stroške imetja takih instrumentov. Rast vlog so spodbujale predvsem vloge v imetju podjetij in gospodinjstev. Pri podjetjih je bila rast vlog po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti in ukrepov pomoči, ki so jih zagotovile nacionalne vlade. Medletna stopnja rasti gotovine v obtoku se je z decembrskih 11,3% januarja povečala na 12,3%. Hkrati je bil prispevek drugih kratkoročnih vlog in tržnih instrumentov k medletni rasti M3 še naprej skromen, in sicer v skladu z nizko ravnjo obrestnih mer in ravnanjem vlagateljev, ki so iskali donose.

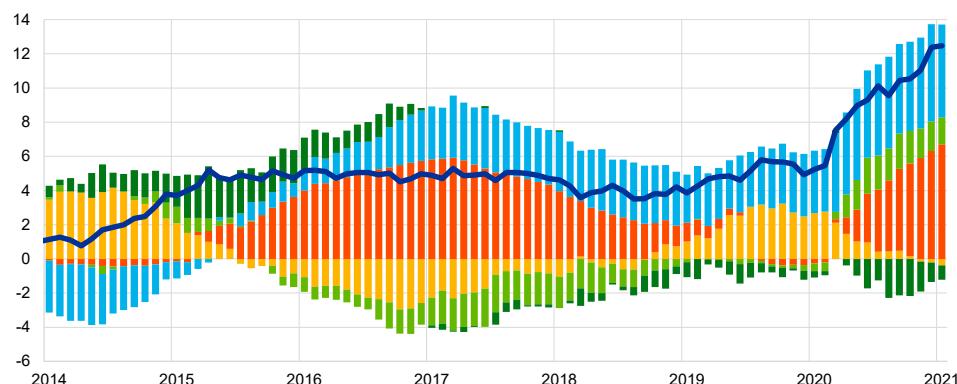
Glavni vir ustvarjanja denarja so ostali domači krediti, največ pa so prispevali nakupi Eurosistema. Od oktobra 2020 so bili glavni dejavnik rasti agregata M3 Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcev v grafu 19). Drugi največji prispevek k rasti M3 je bila rast kreditov zasebnemu sektorju, vendar se je ta prispevek zmanjševal (glej modri del stolpcev v grafu 19). V zadnjih mesecih se je umiril tok kreditov iz bančnega sektorja (razen Eurosistema) javnemu sektorju (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 19). Neto zunanjih tokov so bili leta 2020 na splošno uravnoteženi (glej rumeni del stolpcev v grafu 19), medtem ko so dolgoročnejše finančne obveznosti in druge protipostavke negativno vplivale na rast denarja (glej temnozeleni del stolpcev v grafu 19). To je bilo zlasti posledica gibanja drugih protipostavk, zlasti repo pogodb, medtem ko so ugodni pogoji ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja še naprej spodbujali premeščanje v strukturi bančnega financiranja in povzročili neto odkup dolgoročnih bančnih obveznic.

Graf 19

M3 in protipostavke

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)

- M3
- neto zunanjí denarní tokov
- državni dolžniški vrednostni papirji v imetju Eurosistema
- krediti DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi
- krediti zasebnemu sektorju
- prilivci iz dolgoročnejších finančních obvezností in druge protipostavky



Vir: ECB.

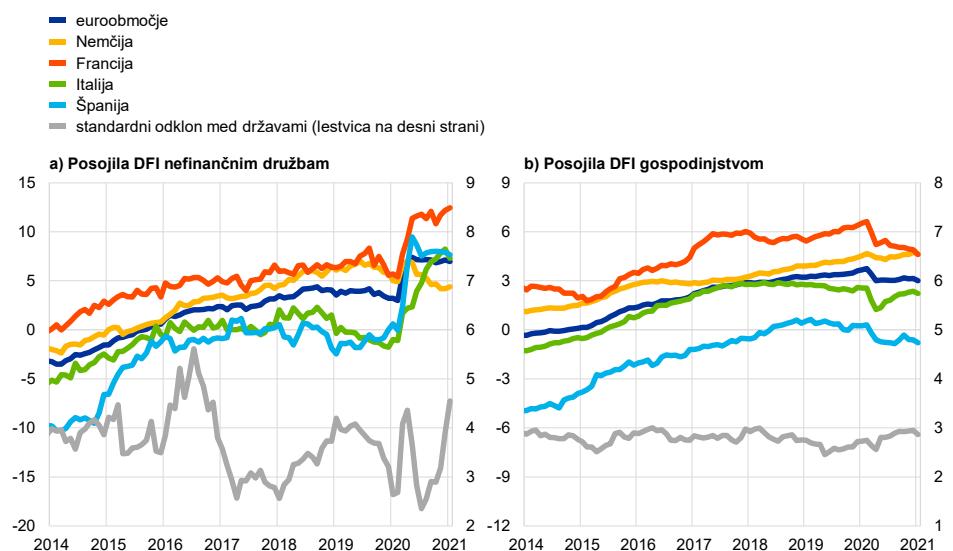
Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2021.

Rast posojil zasebnemu sektorju se je umirila. Medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju se je januarja zmanjšala na 4,5%, potem ko je decembra znašala 4,7%, vendar je ostala precej na vrednostjo izpred pandemije (graf 18). Medletna stopnja rasti posojil podjetjem je januarja znašala 7,0% (po 7,1% v decembru), rast posojil gospodinjstvom pa se je v tem obdobju zmanjšala s 3,1% na 3,0% (graf 20). Kratkoročna dinamika posojil podjetjem je ostala še naprej umirjena, mesečni tok financiranja pa je postal v januarju rahlo negativen, kar je posledica predhodnega kopičenja likvidnostnih rezerv, nizkega povpraševanja po posojilih za naložbene namene in prvih znakov zaostrovanja na strani ponudbe kreditov. Odvisnost podjetij od dolgoročnejših posojil se je še naprej povečevala na račun kratkoročnejših posojil.

Graf 20

Posojila DFI v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



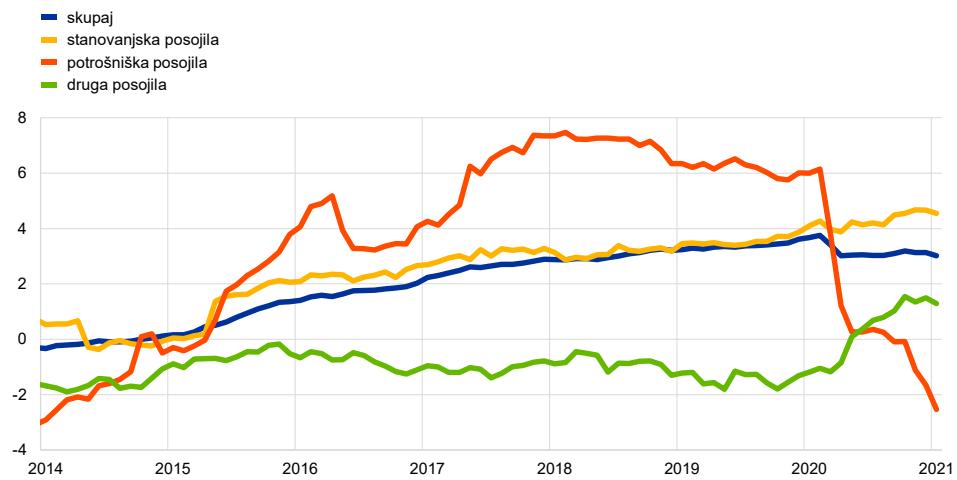
Vir: ECB.

Opombe: Posojila 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 januar 2021.

Umirila so se tudi skupna posojila gospodinjstvom. Medtem ko so stanovanjska posojila gospodinjstvom ostala od septembra 2020 na splošno stabilna (januarja je medletna stopnja rasti znašala 4,5%), so se potrošniška posojila še naprej strmo zmanjševala, začetek zmanjševanja pa je sопadel z začetkom pandemije (graf 21). Medletna stopnja rasti potrošniških posojil je do januarja upadla na -2,5%, potem ko je decembra znašala -1,7%. Veliko zmanjšanje te vrste posojil je povezano s krepitvijo ukrepov za zajezitev pandemije od novembra 2020. Nasprotno je medletna stopnja rasti drugih posojil gospodinjstvom po decembrisih 1,5% januarja znašala 1,3%. Kljub določenemu izboljšanju od maja 2020 so ostala gibanja v tej kategoriji posojil umirjena, kar je mogoče pojasniti zlasti s posojanjem malim podjetjem (samostojnim podjetnikom in nekorporativnim podjetjem). Medtem ko je upočasnitev gospodarske aktivnosti vplivala predvsem na mala podjetja, so tudi ta prejela državno pomoč pri pokrivanju finančnih potreb.

Graf 21**Posojila DFI gospodinjstvom po namenu**

(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opombe: Podatki o skupnih posojilih gospodinjstvom so prilagojeni za prodajo in listinjenje posojil. Zadnji podatki so za januar 2021.

V euroobmočju se je bruto zadolženost gospodinjstev, izračunana kot razmerje med skupno zadolženostjo in razpoložljivim dohodkom, v zadnjih četrtetjih še povečala in je močno presegla raven izpred pandemije. To je rezultat gospodarskih posledic pandemije, zaradi katerih se razpoložljivi dohodek zmanjšuje, po državah pa so bila gibanja različna. Hkrati se je močno povisala stopnja varčevanja gospodinjstev, kar je posledica kombinacije prisilnega varčevanja zaradi manjše potrošnje, ki je bila rezultat zaprtja javnega življenja, in preventivnega varčevanja po padcu zaupanja potrošnikov in povečanju negotovosti.

Banke so lahko še naprej izkorisčale ugodne pogoje financiranja, vendar povečano kreditno tveganje obremenjuje njihove bilance in dobičkonosnost.

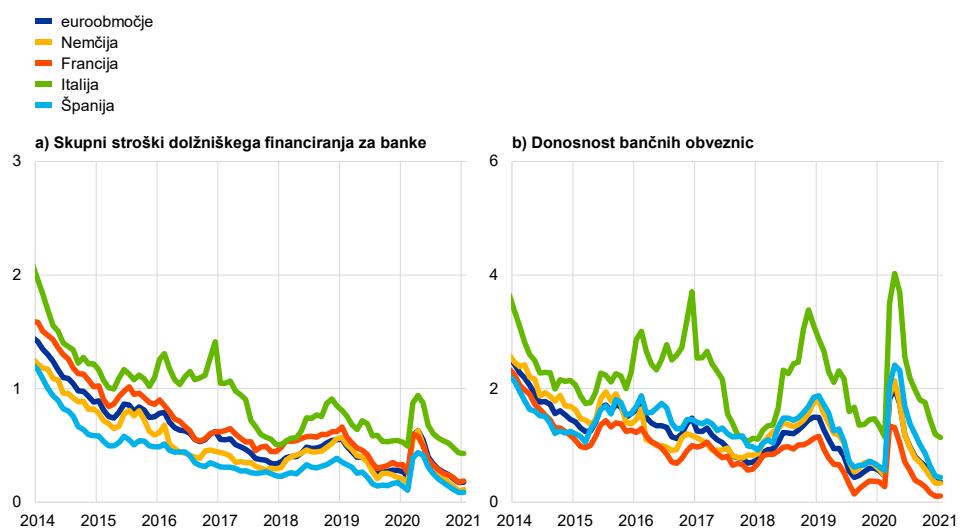
Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so ostali nižji od ravni pred pandemijo tudi zaradi pomoči denarne politike (glej graf 22). Program nakupa vrednostnih papirjev in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji sta potiskala stopnje donosa navzdol, banke pa so tržno financiranje delno nadomestile s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja po zelo ugodnih pogojih. Oba dejavnika sta spodbujala tudi ugodne tržne razmere za izdajo bančnih obveznic. Cene kritih bančnih obveznic neposredno podpira tretji program nakupa kritih obveznic. Poleg tega so depozitne obrestne mere bank v euroobmočju, kar predstavlja večji del bančnega financiranja, januarja 2021 ostale nespremenjene na rekordno nizki ravni in s tem prispevale k ugodnim pogojem dolžniškega financiranja v okolju učinkovitega prenosa negativnih obrestnih mer. Banke v euroobmočju so od nastopa krize zaradi COVID-19 nefinančnim družbam vse pogosteje zaračunavale negativne obrestne mere za bančne vloge. Hkrati ima velik del bančnega financiranja z vlogami, zlasti z vlogami prebivalstva, še vedno ničelno obrestno mero ali večjo od nič, kar zmanjšuje neto obrestne marže bank. Pričakovane izgube iz kreditov zaradi poslabšanja kreditne sposobnosti posojiljemalcev in nizke dobičkonosnosti bank bodo verjetno negativno vplivale na zmogljivost bank, da izvajajo finančno posredništvo in pokrivajo izgube. Kot je pokazala anketa o bančnih posojilih v

euroobmočju januarja 2021, so banke v zadnjem četrtletju 2020 zaradi ocene povečanega tveganja ob pandemiji ponovno zaostrike svoje kreditne standarde.

Graf 22

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

(skupni stroški financiranja z vlogami in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja; v odstotkih na leto)



Vir: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2021.

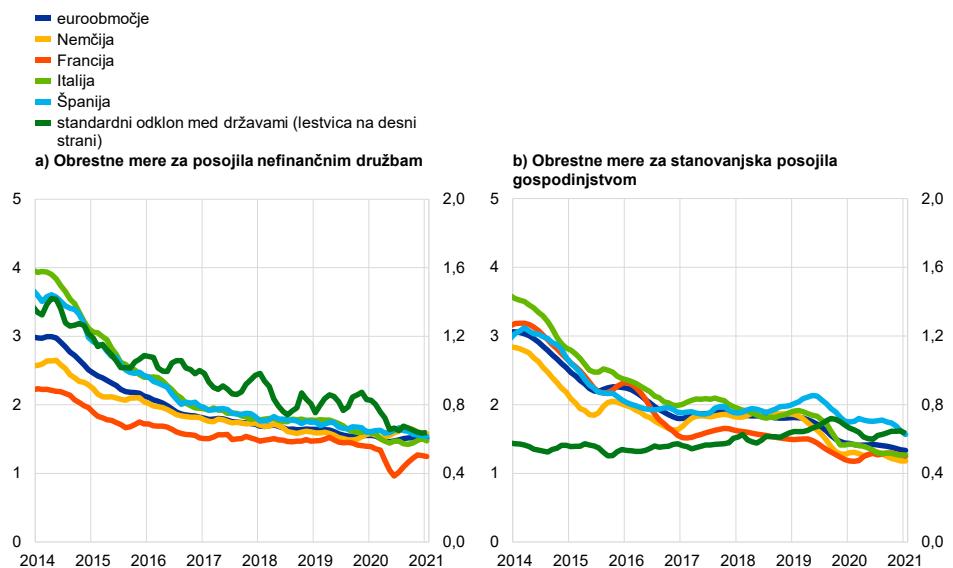
Obrestne mere bank za posojila so bile še naprej stabilne blizu najnižjih vrednosti.

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem so decembra znašale 1,51%, za stanovanjska posojila gospodinjstvom pa so se zmanjšale na novo najnižjo vrednost (1,33%) (glej graf 23). To je bilo zabeleženo v vseh državah euroobmočja. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je povečal, vendar je ostal manjši kot pred pandemijo. Obstaja zaskrbljenost, da bodo resne in dolgorajne gospodarske posledice pandemije za prihodke podjetij, zaposlitvene obete gospodinjstev in splošno kreditno sposobnost kreditojemalcev povzročile pritiske na zviševanje obrestnih mer bank za posojila. Nepretiran odziv obrestnih mer bank za posojila na pandemijo do zdaj je posledica dveh dejavnikov. Prvič, ukrepi, ki so jih sprejeli ECB, bančni nadzorniki in države, so odtehtali prociklični vpliv pandemije na ponudbo kreditiranja. Pri tem bodo ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja še naprej ustvarjale pritiske na zmanjševanje obrestnih mer za posojila. Drugič, obrestne mere bank za posojila so ponavadi kratkoročno manj odzivne, ker banke začasno absorbirajo nihanja v stroškovnih komponentah, da bi obdržale razmerje s strankami.

Graf 23

Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah v euroobmočju

(v odstotkih na leto, 3-mesečna drseča sredina)



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2021.

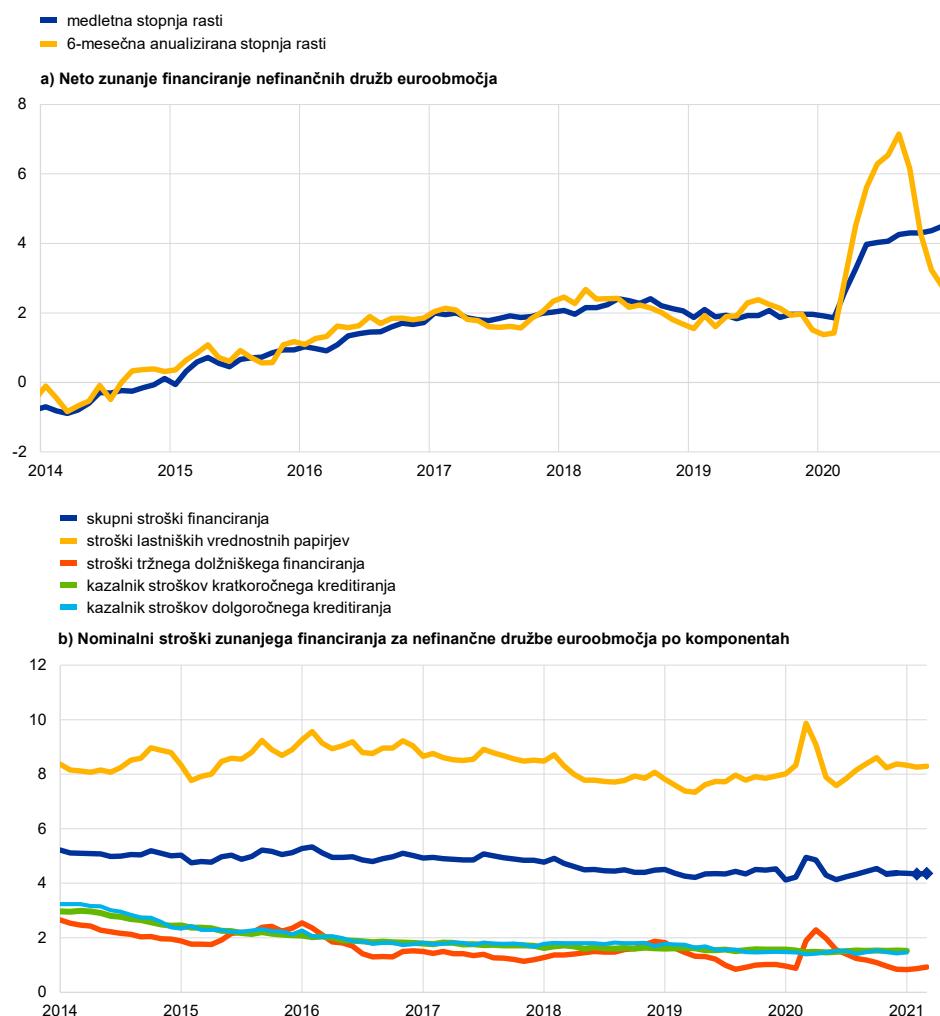
Obseg skupnega zunanjega financiranja podjetij se je v zadnjem četrtletju 2020 še naprej stabiliziral. Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je v zadnjih mesecih rahlo povečala (na 4,5% decembra 2020), kratkoročnejša dinamika financiranja pa se je še naprej umirjala z najvišjih vrednosti, zabeleženih poleti 2020 (slika (a) v grafu 24). To je mogoče pojasniti z nižjo rastjo bančnega posojanja nefinančnim družbam in z zmanjšanim neto izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev podjetij. Medtem je bilo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, in delnic, ki ne kotirajo na borzi, večinoma stabilno. Upočasnitve je bila predvsem posledica dveh dejavnikov: prvič, podjetja so nakopičila precejšnje likvidnostne rezerve v prvem valu pandemije, zato se je zmanjšala potreba po dodatnem izposojanju; drugič, neposredne potrebe podjetij po financiranju so se zmanjšale zaradi odloga načrtovanih investicij v osnovna sredstva po poslabšanju kratkoročnih gospodarskih obetov. Hkrati so zunanje tokove financiranja še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, ki vključujejo bančna posojila, izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniško financiranje, so konec januarja znašali 4,4% (slika (b) v grafu 24). Ta raven je bila okoli 60 bazičnih točk nižja od najvišje vrednosti iz marca 2020 in 20 bazičnih točk višja kakor junija 2020, ko je bila najnižja. Od konca oktobra 2020 so se skupni stroški financiranja – zlasti zaradi nižjih stroškov tržnega dolžniškega financiranja in lastniških vrednostnih papirjev – zmanjšali za okoli 20 bazičnih točk. Za nekaj bazičnih točk so se zmanjšali tudi dolgoročni stroški bančnih posojil. Med koncem januarja in koncem referenčnega obdobja (10. marca 2021) so bili skupni stroški financiranja po ocenah stabilni, ker je rahlo povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja, ki je bilo posledica višje netvegane obrestne mere in samo malenkostnega zmanjšanja

razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, odtehtalo znižanje stroškov lastniških vrednostnih papirjev.

Graf 24

Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

(letni tokovi v milijardah EUR – slika a; v odstotkih na leto – slika b)



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

Opombe: Slika a: Neto zunanje financiranje je vsota posojil DFI, neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter zdrževanje denarnih sredstev. Slika b: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodri karo označi se nanašata na oceno skupnih stroškov financiranja za februar 2021 in marec 2021, če predpostavimo, da bodo obrestni meri bank za posojila ostale nespremenjene na ravni iz januarja 2021. Zadnji podatki za sliko a so za december 2020. Zadnji podatki za sliko b so za 10. marec 2021 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 5. marec 2021 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za januar 2021 pri stroških posojil (mesečni podatki).

Javnofinančna gibanja

Zaradi zelo strmega gospodarskega upada med pandemijo COVID-19 in močnega fiskalnega odziva naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po ocenah povečal z 0,6% BDP v letu 2019 na 7,2% BDP v letu 2020. Nato naj bi se po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB stopnja primanjkljaja v letu 2021 zmanjšala na 6,1% BDP in ob koncu obdobja projekcij v letu 2023 na 2,4% BDP. Čeprav bi se zaradi teh gibanj delež javnega dolga v euroobmočju v letu 2023 povečal na okrog 95% BDP, kar je okrog 11 odstotnih točk več kot pred krizo, je javnofinančni položaj verjetno manj prizadet, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazi pandemije. Kljub temu bo ambiciozna in usklajena naravnost javnofinančnih politik še naprej ključna. V ta namen bi se morala podpora s strani nacionalnih javnofinančnih politik zaradi šibkega povpraševanja podjetij in gospodinjstev ob še vedno trajajoči pandemiji in ukrepih za njeno zajezitev zagotavljati še naprej. Sveženj »EU naslednje generacije« bo imel pri tem ključno dopolnilno vlogo, saj bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in enakomernejšemu okrevanju, s tem pa se bosta povečala gospodarska odpornost in sposobnost gospodarstev EU za rast, zlasti če se sredstva namenijo za produktivno javno porabo in jih spremljajo strukturne politike, ki povečujejo produktivnost.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2020 močno poslabšal, nato pa postopoma izboljšal.¹¹ Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju naj bi se po ocenah zvišala z 0,6% BDP leta 2019 na 7,2% BDP leta 2020, nato pa naj bi se leta 2021 po napovedih znižala na 6,1%, leta 2022 še na 3,1% in leta 2023 na 2,4% (glej graf 25). Povečanje javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020 je večinoma posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov v podporo gospodarstvu v višini okrog 4¼% BDP, od česar največji del predstavlja dodatna poraba, zlasti v obliki transferjev in subvencij podjetjem in gospodinjstvom, med drugim prek programov subvencioniranja skrajšanega delovnega časa ali čakanja na delo. Povečanje primanjkljaja je tudi posledica velike negativne ciklične komponente, skladne z močnim upadom gospodarske aktivnosti v euroobmočju.¹² Na poznejše izboljšanje proračunskega salda naj bi najprej vplivalo izboljšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, saj naj bi bili stroški interventnih ukrepov predvidoma nižji kot leta 2020, dodatni ukrepi za okrevanje pa bodo financirani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«.¹³ V letu 2021 so vlade zaradi novega kroga omejitev za zajezitev pandemije podaljšale veljavnost interventnih ukrepov, povečale njihov obseg oziroma sprejele nove podporne ukrepe, kar po ocenah skupno znaša 3¼% BDP. K izboljšanju proračunskega salda, ki naj bi se po napovedih zgodilo v letu 2021, prispevajo tudi nižja plačila obresti in boljše

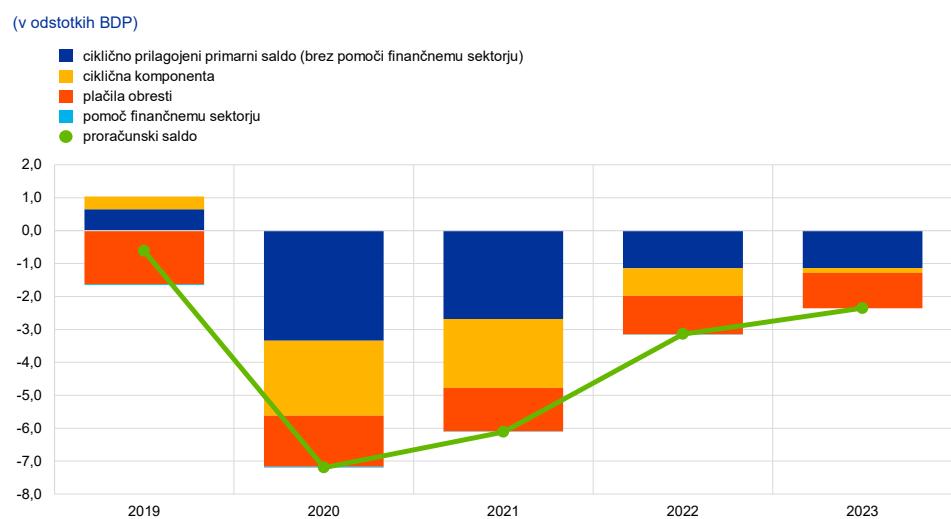
¹¹ Glej »Marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 11. marca 2021 na spletnem mestu ECB.

¹² Upoštevati je treba, da trenutno obstaja zelo visoka stopnja negotovosti glede razčlenitve proračunskih gibanj na cikel in trend.

¹³ Dodatni fiskalni ukrepi za okrevanje v vrednosti okrog 0,5% BDP za leto 2021 (ta vrednost se bo v obdobju projekcij večinoma ohranila) bodo financirani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«, s čimer se bo izboljšala prihodkovna stran državnih proračunov držav članic upravičenk. Skupni učinek na proračunski saldo bo v letih, ko se bodo nepovratna sredstva izplačevala, zaradi izravnalnega učinka višjih izdatkov nevtralen. Ta nepovratna sredstva pomenijo dodatno javnofinančno spodbudo glede na leto 2020.

ciklične komponente. Vendar pa naj bi se prispevek gospodarskega cikla precej izboljšal šele od leta 2022 in v celotnem obdobju projekcij ostal negativen. Ker je večina dodatnih interventnih ukrepov v zvezi s pandemijo, odobrenih za leto 2021, začasnih in bodo predvidoma odpravljeni, v letu 2022 prispevajo k izboljšanju ciklično prilagojenega primarnega salda.

Graf 25
Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmožju.

Javnofinančne napovedi spremišča izjemno velika negotovost, zlasti kar zadeva velikost, časovni okvir in sestavo javne porabe iz skладa »EU naslednje generacije«, splošneje pa tudi zato, ker se ekonomske politike sproti odzivajo na potek pandemije.

Agregatna naravnost javnofinančne politike je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna, v letu 2021 pa naj bi bila po prilagoditvi zaradi pričakovanega vpliva na prihodke, ki izhaja iz dejstva, da so države prejele nepovratna sredstva skладa »EU naslednje generacije«, približno nevtralna. Javnofinančna politika je bila v letu 2020 po ocenah zelo spodbujevalna na ravni 4,2% BDP. V letu 2021 naj bi bila po prilagoditvi zaradi nepovratnih sredstev skладa »EU naslednje generacije« na prihodkovni strani še vedno približno nevtralna.¹⁴ Pričakovano zaostrovjanje javnofinančne politike glede na zelo visoko raven podpore pred tem bo zato odloženo v letu 2022 (v višini 1,5 odstotne točke BDP), nato pa bo v letu 2023 ob predpostavki, po kateri se politika ne bo spremojala in temelji na ukrepih, upoštevanih v projekcijah, javnofinančna politika naravnana nevtralno. Kljub temu je v obdobju projekcij javnofinančna podpora gospodarskemu okrevanju še vedno velika, kar se kaže v še vedno močno negativnem skupnem primarnem javnofinančnem saldu, ki se bo v letu 2023 le postopno izboljšal na -1,3% BDP.

¹⁴ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih institucij na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Naravnost javnofinančne politike je treba dodatno prilagoditi, da bi se upošteval vpliv nepovratnih sredstev skладa »EU naslednje generacije« na prihodkovni strani (glej tudi prejšnjo opombo). Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmožju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

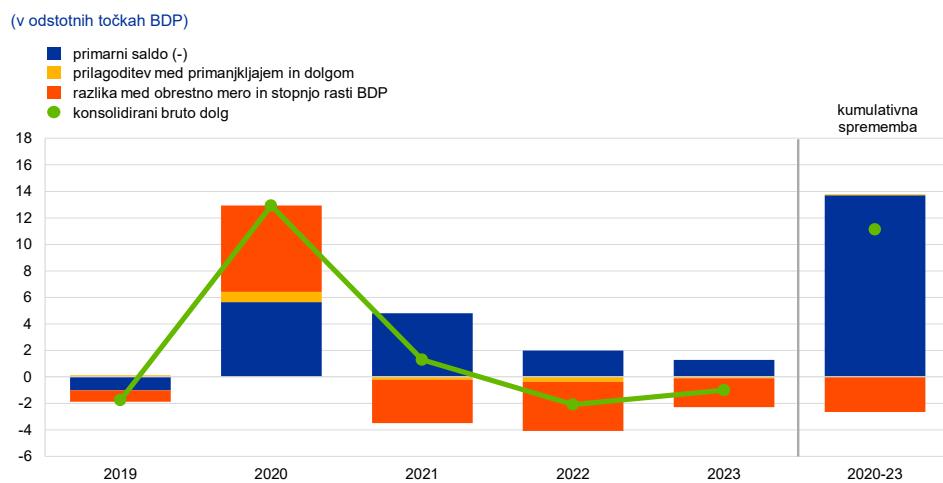
Države v euroobmočju poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna poroštva za posojila, katerih namen je krepiti likvidnostni položaj podjetij. Ta poroštva so v letu 2020 znašala skupno okrog 17% BDP celotnega euroobmočja, likvidnostno podporo pa naj bi zagotavljala tudi letos, pri čemer se po velikosti in stopnji uporabe med državami precej razlikujejo. Poroštva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo povzročila dodane javne izdatke v znesku, v katerem bodo uveljavljena, s čimer se bo povečal javni dolg.

Proračunski saldo je bil v letu 2020 boljši, kot je bilo predhodno predvideno, obeti za leto 2021 pa niso bili popravljeni. Od lanskih decembrskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema je bil proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP za leto 2020 popravljen za 0,8 odstotne točke navzgor. To je bilo predvsem posledica tega, da so bili diskrecijski fiskalni ukrepi, sprejeti kot odziv na pandemijo, nekoliko manj obsežni, kot je bilo prvotno predvideno, da so bili drugi dejavniki trošenja in nediskrecijski dejavniki popravljeni (kot se kaže v manj negativnem ciklično prilagojenem saldu) ter da je bil vpliv gospodarskega cikla rahlo manj negativen. Saldo v letu 2021 ni popravljen, pri čemer je vpliv gospodarskega cikla nekoliko ugodnejši in odtehta dodatne proračunske stroške večje nujne porabe (kot se kaže v popravku ciklično prilagojenega primarnega salda navzdol). Za leti 2022 in 2023 je bil saldo zaradi ugodnejših predvidenih prispevkov gospodarskega cikla in ciklično prilagojenega primarnega salda popravljen močno navzgor.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se je v letu 2020 močno povečal in naj bi v letu 2021 dosegel najvišjo vrednost (okrog 98% BDP), nato pa naj bi se v letu 2023 postopno zmanjšal na okrog 95%. Povečanje deleža javnega dolga v letih 2020 in 2021 za 12,9 oziroma 1,3 odstotne točke je predvsem posledica velikega primarnega primanjkljaja ter v letu 2020 zelo neugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. V letu 2020 je k povečanju prispevala tudi obsežna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom zaradi ukrepov, povezanih s pandemijo, kot je likvidnostna podpora podjetjem in gospodinjstvom. V letih 2022 in 2023 bodo vse manjši, še vedno pa precej velik primarni primanjkljaj ob predvidenem okrejanju gospodarske aktivnosti več kot odtehtali ugodni prispevki vse boljše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP (glej graf 26). Zato naj bi bil delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu obdobja projekcij leta 2023 za okrog 11 odstotnih točk višji od predkrizne ravni iz leta 2019 (84%). Vseeno je treba upoštevati, da je kriza nekoliko manj negativno vplivala na javnofinančni položaj, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazи krize. Skladno z lanskimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema naj bi denimo delež javnega dolga v razmerju do BDP dosegel najvišjo vrednost, ki je za več kot 3 odstotne točke višja kot v najnovejših projekcijah strokovnjakov ECB.

Graf 26

Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju.

Da bi se lahko euroobmočje premaknilo v fazo trajnega okrevanja, je še naprej ključno nadaljnje usklajevanje fiskalne politike. Da bi se omejil vpliv na temeljni fiskalni položaj držav, bi morali biti fiskalni ukrepi še naprej čim bolj začasne narave in še bolj ciljno usmerjeni v omejevanje trajnih negativnih posledic za gospodarstvo v euroobmočju. K vzdržnosti javnih finančnih bodo prispevali okrevanje, pričakovano v letu 2021, zlasti potem, ko bodo cepiva proti COVID-19 postopno na voljo večjemu deležu prebivalstva, pa tudi pogoji financiranja, ki naj bi bili še naprej spodbudni. Ključno ostaja, da države članice, potem ko bo gospodarska aktivnost dovolj okrevala, postopno zmanjšajo proračunska neravnovesja. Ta proces je mogoče pospešiti z odločnim premikom v smeri rasti prijaznejše sestave javnih finančnih in strukturnih reform, s katerimi bi se povečala sposobnost gospodarstev držav euroobmočja, da okrepijo rast. Mechanizem za okrevanje in odpornost v okviru instrumenta »EU naslednje generacije« je lahko pri tem v pomembno oporo, zlasti s pospešitvijo zelenega in digitalnega prehoda.

Okvirji

1

Gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA v letu 2020

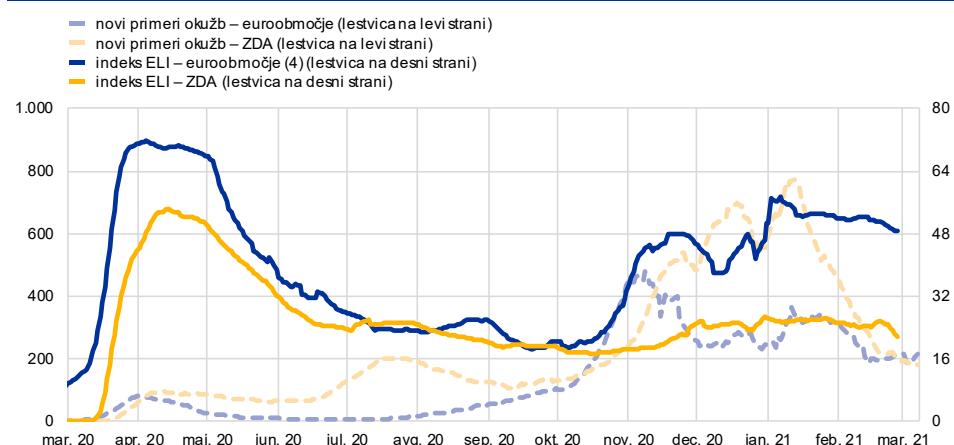
Pripravili Malin Andersson, Cristina Checherita-Westphal, Ramon Gomez-Salvador, Lukas Henkel in Matthias Mohr

Pandemija koronavirusa (COVID-19) je globoko prizadela tako euroobmočje kot tudi ZDA. Čeprav je ZDA dosegla pozneje kot euroobmočje in je gostota prebivalstva tam manjša, je bilo število novih primerov COVID-19 v ZDA na splošno višje kot v euroobmočju, še zlasti od sredine novembra 2020 do konca februarja 2021. Višja incidenca v ZDA lahko kaže na učinkovitost ukrepov za zaprtje javnega življenja, kot je merjena z indeksom ELI (Effective Lockdown Index) družbe Goldman Sachs (graf A).¹ Podobno kot je bilo v ZDA manj omejitev kot v euroobmočju, je bila tam verjetno večja tudi kratkoročna odzivnost gospodarstva na spodbujevalne ukrepe politik. V luči teh dejavnikov v tem okvirju primerjamo gospodarska gibanja v euroobmočju in ZDA, s poudarkom na letu 2020.

Graf A

Okužbe s koronavirusom v euroobmočju in ZDA in učinkovitost ukrepov za zaprtje javnega življenja

(lestvica na levi strani: novi primeri okužb na 1 milijon ljudi, 7-dnevno drseče povprečje; lestvica na desni strani: indeks učinkovitosti zaprtij javnega življenja (ELI))



Vir: izračuni strokovnjakov ECB, Oxford Economics in Goldman Sachs.

Opombe: Indeks učinkovitosti ukrepov za zaprtje javnega življenja (Effective Lockdown Index) družbe Goldman Sachs je kombinacija indeksa strogosti vladnih ukrepov v odziv na pandemijo COVID-19, ki ga izračunava univerza Oxford (COVID-19 Government Stringency Index), in podatkov o mobilnosti, ki jih zbirja družba Google. Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2021 za nove primere obolenosti za COVID-19 in na 26. februar 2021 za indeks ELI. Euroobmočje(4) se nanaša na s paritetom kupne moči tehtane indekse za Nemčijo, Francijo, Italijo in Španijo.

V letu 2020 je realni BDP bolj upadel v euroobmočju kot v ZDA, k čemur je lahko prispevalo več dejavnikov. Strožji ukrepi za zaprtje javnega življenja v euroobmočju so verjetno pomembno prispevali k močnejšemu upadu BDP, vendar so bile med drugim lahko pomembne tudi razlike v gospodarski strukturi, sposobnosti

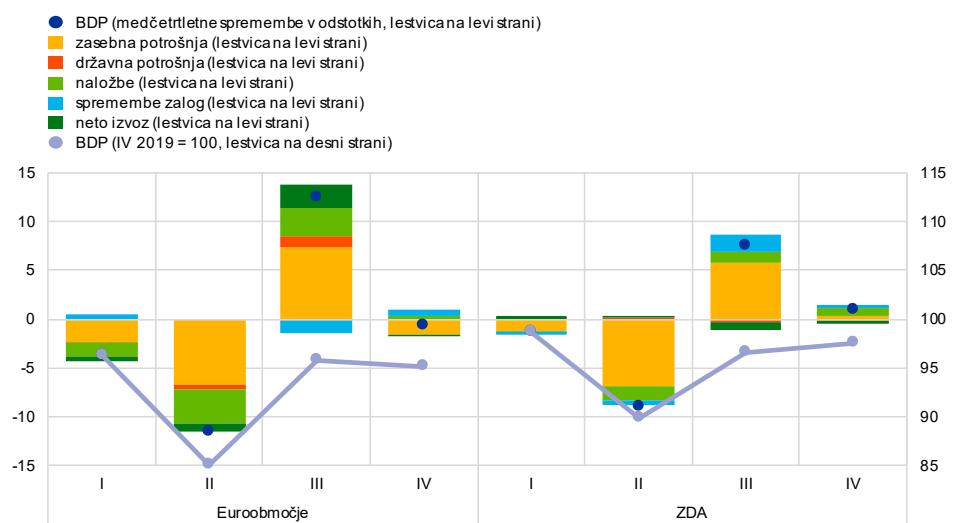
¹ Glej Aron, J. in Muellbauer, J., »The US excess mortality rate from COVID-19 is substantially worse than Europe's«, VoxEU, 29. september 2020.

gospodarstva za rast in odzivih javnih organov, pa tudi razlike v času, ko je prišlo do posameznih valov pandemije. Kumulativni izpad aktivnosti v četrtem četrtletju 2020 glede na raven pred krizo je v euroobmočju znašal 4,9%, v ZDA pa 2,4% (graf B). Po podatkih za leto 2019 so v obeh regijah približno tri četrtine realne dodane vrednosti prispevale bolj prizadete storitvene dejavnosti, samo 15% (euroobmočje) oziroma 11% (ZDA) pa predelovalne dejavnosti. Gledano po komponentah povpraševanja je zasebna potrošnja v obeh regijah k BDP vse leto prispevala približno podobne zneske, čeprav je bilo v ZDA zagotovljene skoraj dvakrat več podpore dohodkom. To bi lahko pomenilo, da so manj obsežni, a bolj ciljno usmerjeni ukrepi v euroobmočju (tj. s programi skrajšanega delovnega časa) uspešno preprečili še večji upad potrošnje. V prvih dveh četrtletjih 2020 so podjetja v euroobmočju odložila več načrtovanih naložb kot v ZDA in se očitno močneje odzivala na povečano negotovost, zmanjševanje povpraševanja in zniževanje dobička. Po drugi strani so se v drugi polovici leta naložbe v euroobmočju kumulativno odbile močneje kot v ZDA. Izvoz je bil v prvi polovici leta 2020 močneje prizadet v euroobmočju, ker je gospodarstvo izpostavljeneno Kitajski in vzhodni Evropi, medtem ko je ZDA v prvi polovici leta močneje prizadelo šibkejše zunanje povpraševanje iz Kanade in Latinske Amerike, zatem pa iz euroobmočja (in ostale Evrope). Na splošno je bil prispevek neto trgovinske menjave manjši v ZDA kot v euroobmočju.

Graf B

Komponente realnega BDP in izdatkov v euroobmočju in ZDA v letu 2020

(lestvica na levi strani: četrtletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: IV 2019 = 100)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB, Eurostat in US Bureau of Economic Analysis.

Leta 2020 je bil diskrecijski odziv javnofinančne politike na krizo COVID-19 zelo obsežen tako v euroobmočju kot tudi v ZDA, vendar je bil v ZDA večji (graf C). V euroobmočju je javnofinančni odziv obsegal zlasti subvencije in transferje podjetjem in gospodinjstvom, vključno s programi za ohranitev delovnih mest.² Podpora gospodinjstvom je bila glavni element javnofinančne politike tudi v ZDA, in sicer predvsem v obliki neposrednih transferjev in nadomestil za brezposelnost. Rast

² Za pregled ukrepov pomoči v državah euroobmočja glej članek z naslovom »[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

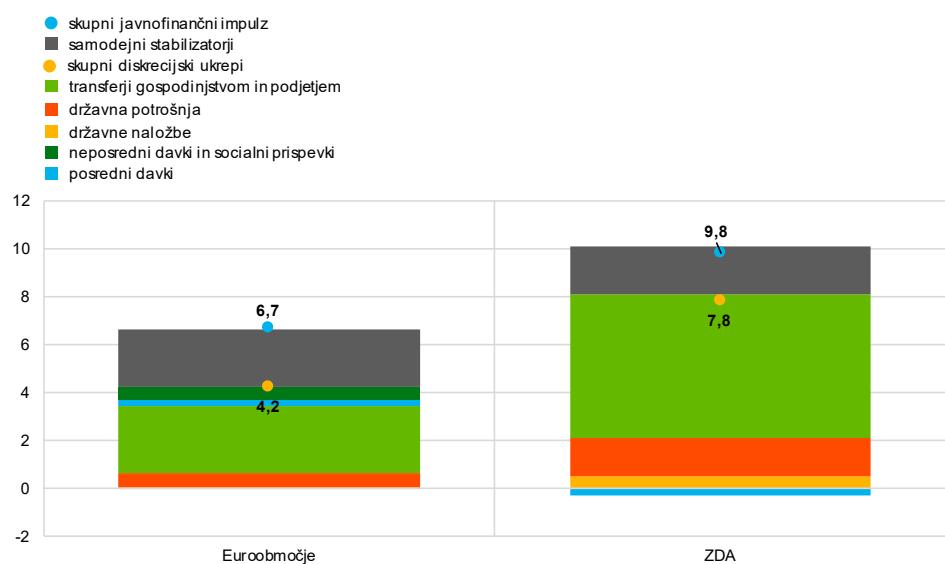
državne potrošnje je bila v ZDA večja kot v euroobmočju in je obsegala močnejše povečanje izdatkov za zdravstveno varstvo. Na splošno je težko konsistentno primerjati ukrepe v obeh regijah, a po ocenah je diskrecijska komponenta javnofinančnega odziva na pandemijo v euroobmočju znašala okrog 4%, v ZDA pa okrog 7%.

Če upoštevamo tudi vpliv samodejnih stabilizatorjev, se celotni javnofinančni impulz v euroobmočju v letu 2020 približa impulzu v ZDA. Samodejni stabilizatorji, za katere se kot približek uporablja spremembica ciklične komponente in drugih dejavnikov, so bili po ocenah večji v euroobmočju.³ Skupaj z diskrecijskimi ukrepi njihov javnofinančni učinek v euroobmočju znaša blizu 7% BDP, v ZDA pa okrog 10%. Skupni javnofinančni impulz oziroma splošneje proračunska cena pandemije ustreza ocenjeni spremembi primarnega salda od leta 2019 do leta 2020. Zadržki glede teh primerjav so potrebni predvsem zato, ker podatki niso popolnoma konsistentni, napovedi niso bile pripravljene v istem času, uporabljene metode se nekoliko razlikujejo, dokončni podatki o proračunski porabi v letu 2020 pa še niso na voljo.

Graf C

Javnofinančni impulz v odziv na pandemijo v euroobmočju in ZDA v letu 2020

(prispevki v odstotnih točkah k spremembam razmerja med primarnim proračunskim saldom in BDP)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB, [Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje in ocene strokovnjakov Eurosistema za diskrecijske ukrepe v euroobmočju](#); IMF World Economic Outlook, oktober 2020, za ZDA.

Opombe: Skupni javnofinančni impulz se nanaša na postavke, ki vplivajo na proračunski saldo, kar zajema diskrecijske javnofinančne ukrepe v odziv na krizo COVID-19 in samodejne stabilizatorje (za katere se kot približek uporablja spremembica ciklične komponente in drugih dejavnikov). Skupni javnofinančni impulz približno ustreza spremembi primarnega salda širše opredeljene države med letoma 2019 in 2020. Za euroobmočje so za enako obravnavo vseh držav nekatere deli programov za ohranitev delovnih mest (povezani s splošnimi pravili) v Belgiji in Nemčiji vključeni v diskrecijske ukrepe.

³ Samodejni javnofinančni stabilizatorji so povezani z elementi, vgrajenimi v državne prihodke in odhodke, ki zmanjšujejo nihanje gospodarske aktivnosti brez diskrecijskega državnega posredovanja. Za več podrobnosti o obsegu in učinkovitosti samodejnih stabilizatorjev, vključno s primerjavo z ZDA, glej članek z naslovom »[Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020. V praksi je težko v celoti razlikovati med samodejnimi stabilizatorji in diskrecijskimi ukrepi. Nekatere ukrepe je mogoče obravnavati praktično kot samodejne stabilizatorje, medtem ko drugi nediskrecijski dejavniki (kot je upad ali nenadno povečanje prihodkov) navadno niso zajeti v ciklični komponenti.

Tako v euroobmočju kot tudi v ZDA je bila zagotovljena dodatna likvidnostna podpora. Vlade so sprejele različne oblike likvidnostne podpore za podjetja, ki so v euroobmočju obsegale poroštva za posojila v skupnem obsegu 17% združenega BDP držav članic (5,7% v ZDA).⁴ Drugi ukrepi likvidnostne podpore v euroobmočju so bili v obliki precejšnjih odlogov plačila davkov in v obliki kapitalskih injekcij.

Odziv denarne politike je bil obsežen, vendar močnejši v ZDA kot v euroobmočju. Kar zadeva denarno politiko, sta se sicer tako ECB kot tudi ameriška centralna banka Federal Reserve System odločno odzvali na pandemični šok, vendar sta v ZDA znižanje obrestne mere za zvezna sredstva z 1,50%–1,75% na 0%–0,25% in depreciacija ameriškega dolarja zagotovila dodatno gospodarsko spodbudo.

V euroobmočju je stopnja brezposelnosti ostala večinoma nespremenjena, ker so bili številni delavci vključeni v programe za ohranitev delovnih mest, v ZDA pa se je zvišala zaradi tistih odpuščanj, ki so bila začasne narave (graf D).⁵ V euroobmočju bi zaposlenost upadla precej bolj, če bi vsi delavci, ki so bili vključeni v programe za ohranitev delovnih mest, kot kažejo rumeni deli stolpcov v grafu D, postali brezposelni ali delovno neaktivni. Zaradi teh programov se brezposelnost in delovna neaktivnost v euroobmočju nista povečali v enaki meri kot v ZDA. Ob koncu četrtega četrtletja 2020 je bila zaposlenost v euroobmočju za 1,9% nižja kot v četrtem četrtletju 2019, v ZDA pa se je v istem obdobju znižala za 5,5%, saj je bilo z novimi zaprtji javnega življenja v euroobmočju ponovno vključenih več delavcev v programe za ohranitev delovnih mest, v ZDA pa se je okrevanje zaposlovanja upočasnilo.⁶ Zaradi programov za ohranitev delovnih mest se je v euroobmočju bolj zmanjšalo število opravljenih delovnih ur.

⁴ Na agregatni ravni euroobmočja so se ta poroštva uporabljala razmeroma malo.

⁵ Glej članek z naslovom »[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

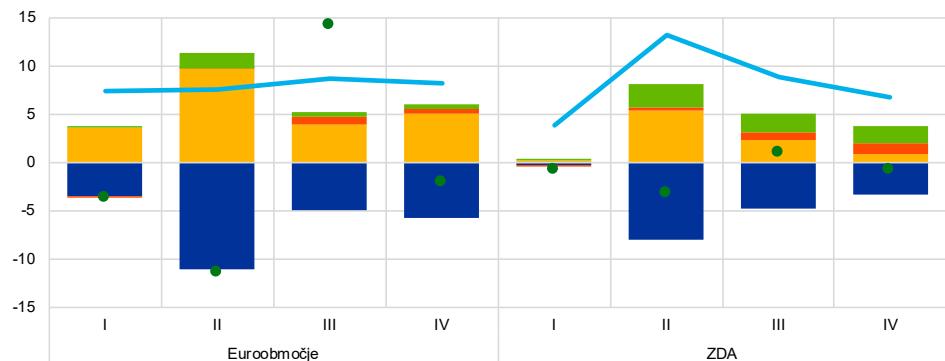
⁶ Brez začasnih odpuščanj, ki približno ustrezajo programom za ohranitev delovnih mest v euroobmočju, stopnja brezposelnosti v ZDA v letu 2020 pada pod 5%.

Graf D

Gibanja na trgu dela v euroobmočju in ZDA v letu 2020

(prispevki v odstotnih točkah k četrletnim odstotnim spremembam delovno sposobnega prebivalstva; odstotki delovne sile; četrletne spremembe v odstotkih)

- skupna zaposlenost (brez programov za ohranitev delovnih mest), prispevki v odstotnih točkah
- programi za ohranitev delovnih mest (euroobmočje) začasno brezposelni (ZDA), prispevki v odstotnih točkah
- brezposelnost, prispevki v odstotnih točkah
- delovno neaktivni, prispevki v odstotnih točkah
- stopnja brezposelnosti, odstotek delovne sile
- povprečno število opravljenih delovnih ur, medčetrtletne spremembe v odstotkih



Viri: izračuni strokovnjakov ECB, Eurostat in US Bureau of Economic Analysis.

Opombe: Za euroobmočje modri del stolpcev ne vključuje zaposlenih delavcev v programih za ohranitev delovnih mest. Za ZDA rdeči del stolpcev ne vključuje začasno brezposelnih delavcev.

Med pandemijo se je stopnja skupne in osnovne inflacije v euroobmočju in ZDA močno znižala zaradi zniževanja cen nafte in velikega upada povpraševanja.

Osnovna inflacija je v ZDA v prvi polovici leta hitreje upadla in se zatem zmerno zvišala, v euroobmočju pa je najprej zmerno upadla in v drugi polovici leta ostala nizka, kar je deloma posledica začasnega znižanja DDV v Nemčiji (graf E). Tako v euroobmočju kot tudi v ZDA so k znižanju osnovne inflacije največ prispevale postavke, na katere negativno vpliva vzdrževanje socialne razdalje. Najbolj so bile prizadete potovalne storitve in prevoz ter oblačila in obutev.⁷ Prispevek drugega blaga k inflaciji je bil v ZDA pozitiven, v euroobmočju pa negativen (graf E).⁸ S popravkom za vpliv nemškega znižanja DDV bi bil upad harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin brez energentov in hrane (HICPX) v euroobmočju v drugi polovici leta 2020 manj izrazit, vendar bi bil indeks še vedno daleč pod ravnimi izpred pandemije.⁹

⁷ V euroobmočju so mednarodna potovanja povzročila večino negativnega vpliva potovanj na inflacijo; glej okvir z naslovom »[Prices for travel during the COVID-19 pandemic: is there commonality across countries and items?](#)« *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

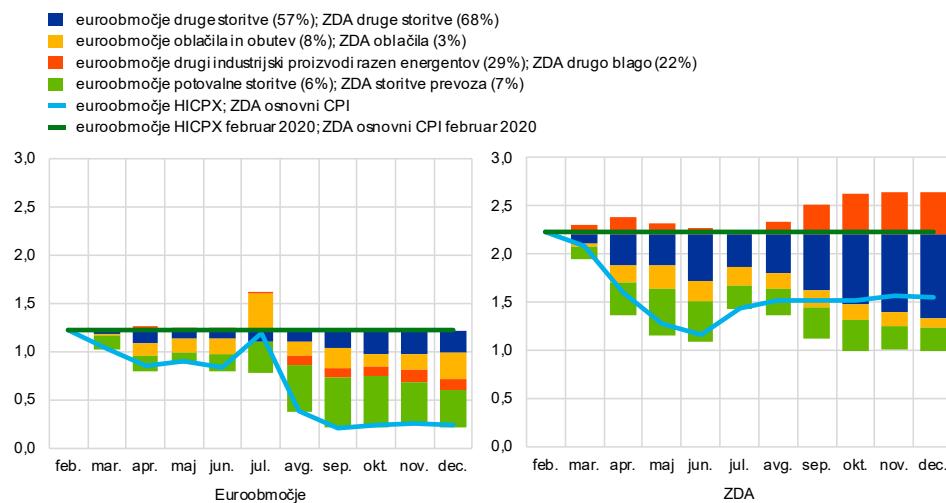
⁸ Deloma je razlike v stopnjah inflacije mogoče pojasniti z razlikami v utežih postavk v košarici. Vseeno ni verjetno, da bi s temi razlikami lahko v celoti pojasnili različna gibanja od začetka pandemije. Tako na primer inflacija v skupini drugih industrijskih proizvodov razen energentov v Evropi upada (tudi zaradi nemškega znižanja DDV), v ZDA pa je prispevek inflacije v skupinah razen oblačil in obutve v zadnjih mesecih pozitiven. Za vpliv sprememb uteži v indeksu HICP na inflacijo v euroobmočju v letu 2021 glej okvir 6 v tej številki Ekonomskega biltena.

⁹ Glej npr. graf 8 v *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

Graf E

Osnovna inflacija v euroobmočju in ZDA v letu 2020

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah glede na februar 2020)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB, Eurostat in US Bureau of Economic Analysis.

Opombe: Deleži v košarici so navedeni v oklepaju. Za euroobmočje HICPX pomeni HICP brez energentov in hrane. Za ZDA osnovni indeks CPI izključuje cene hrane in energentov. zadnji podatki se nanašajo na december 2020.

Zaključimo lahko, da so strožji ukrepi zaradi pandemije in do določene mere tudi nižja raven javnofinančne podpore v euroobmočju v primerjavi z ZDA morda prispevali k temu, da so gospodarski rezultati v euroobmočju drugačni kot v ZDA. Inflacija je bila v euroobmočju nižja, kar je deloma mogoče pripisati posebnim dejavnikom, kot je začasno znižanje davka na dodano vrednost v Nemčiji. Politike v euroobmočju so bolj podpirale zaposlenost, v ZDA pa je bil večji poudarek na širših dohodkovnih politikah.

2

Obseg razpoložljivega kapitala v euroobmočju od začetka pandemije COVID-19

Pripravil Julien Le Roux

V tem okvirju so obravnavana najnovejša gibanja in glavni dejavniki, ki vplivajo na obseg razpoložljivega kapitala v euroobmočju. Obravnavna vlogo, ki jo imajo naložbe ter amortizacija in izločitev osnovnih sredstev pri pojasnjevanju gibanja obsega razpoložljivega kapitala. Kaže tudi, v kolikšni meri so nedavna dogajanja podobna tistim med veliko finančno krizo in pozneje državno dolžniško krizo v euroobmočju.¹ Analiza temelji predvsem na četrtnih ocenah obsega razpoložljivega kapitala, ki jih pripravlja Evropska centralna banka (ECB). Ocene temelijo na modelu omejene optimizacije ob uporabi letnih podatkov Eurostata (z odlogom dveh let) in tehnik časovne dezagregacije.² Zato je treba zlasti nedavne podatke in analizo obravnavati previdno, saj je mogoče, da bodo v prihodnje bistveno popravljeni.

Obseg razpoložljivega kapitala je ključni dejavnik pri analizi ponudbene strani. Zato je analiza sprememb v osnovnem kapitalu ključna pri ocenjevanju vpliva na potencialno rast med krizo zaradi COVID-19.³ Poleg tega je pri ocenjevanju gibanj produktivnosti dela pomemben tudi kapital na delavca oziroma kapitalska intenzivnost. Zato je gibanje obsega razpoložljivega kapitala v zadnjem obdobju pomembno za analizo srednjeročnega in dolgoročnega vpliva, ki ga ima kriza zaradi COVID-19 na dejavnike na strani ponudbe in potencialno rast.

Rast realnega obsega razpoložljivega kapitala med krizo zaradi COVID-19 se je po ocenah zmerno zmanjšala. Po vztrajnem povečevanju od začetka leta 2017 se je rast realnega obsega razpoložljivega kapitala v euroobmočju v drugem in tretjem četrletju 2020 povečala za 1,0% medletno, kar je sledilo 1,1-odstotni rasti v prvem četrletju 2020 (graf A). Relativno stabilno stanje kapitala prikriva vpliv, ki ga ima lahko kriza na vrednost kapitala. Asimetričnost pandemičnega šoka v posameznih sektorjih lahko pomeni znatne izgube vrednosti osnovnega kapitala po sektorjih. Letalski prevozniki so na primer že odpisali vrednost nekaterih sredstev.⁴ Učinek vrednotenja se vsaj kratkoročno ne pokaže v obsegu razpoložljivega kapitala. Poleg tega omejen vpliv krize na osnovni kapital prikriva veliko heterogenost po različnih vrstah osnovnih

¹ V tem okvirju je obravnavan obseg razpoložljivega javnega in zasebnega kapitala. Vendar pa večino osnovnega kapitala in naložb v euroobmočju sestavljajo zasebna sredstva (približno 85 % tako naložb kot osnovnega kapitala).

² Glej Hofmeister, Z., in van der Helm, R., »[Estimating non-financial assets by institutional sector for the euro area](#)«, *Statistics Paper Series*, št. 23, ECB, maj 2017. Metodologija temelji predvsem na časovni dezagregaciji letnega obsega razpoložljivega kapitala, pri čemer se četrtnete bruto investicije v osnovna sredstva uporabljajo kot kazalnik četrtnete dinamike. Casovna dezagregacija je uporabljena ob prvi razliki letnega obsega razpoložljivega kapitala; pridobljeni četrtni obseg razpoložljivega kapitala (vključno z napovedanimi zadnjimi četrttletji) se nato uravnoteži, kot je potrebno za zagotavljanje uravnotežene aktive po sektorski matriki. Če letni podatki o osnovnem kapitalu niso na voljo zaradi dvoletnega zamika pri objavi, se ti pridobjijo z uporabo metode stalne inventarizacije (MSI) ali tako imenovane »enačbe akumulacije kapitala«. Če količniki za zadnja leta niso na voljo, se ekstrapolirajo na podlagi preteklih gibanj, »inverzne« metode MSI ali informacij strokovnjakov.

³ Glej članek z naslovom »[The impact of COVID-19 on potential output in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2020.

⁴ Glej »[All you need to know about aircraft values in 2021](#)«, International Bureau of Aviation, februar 2021.

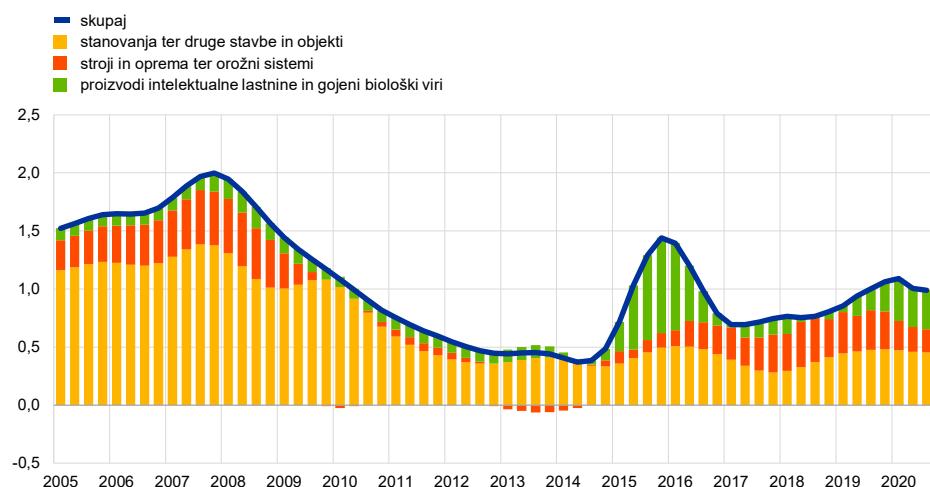
sredstev. Na ravni sredstev so stroji in oprema po eni strani ter proizvodi intelektualne lastnine po drugi strani znatno prispevali k zmanjšanju realnega osnovnega kapitala. Nasprotno je bil prispevek stanovanj ter drugih stavb in objektov k upočasnitvi bolj umirjen (graf A).

Graf A

Dosedanja vztrajna rast obsega razpoložljivega kapitala

Prispevek osnovnih sredstev k rasti realnega obsega razpoložljivega kapitala

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Eurostata.

Rast realnega obsega razpoložljivega kapitala je od izbruha pandemije na splošno ostala razmeroma stabilna. Če pogledamo prvi četrtletji 2020 ter poskušamo narediti nekaj primerjav z dogajanjem med krizo v letih 2008 in 2011, je to zahtevna naloga. Kriza COVID-19 še ni končana ter se po naravi razlikuje od velike finančne krize in državne dolžniške krize, ki sta kot gospodarski krizi izhajali iz finančne krize. Pandemija najbolj ogroža storitvene dejavnosti, nekoliko manj pa vpliva na najbolj kapitalsko intenzivne sektorje, kot so predelovalne dejavnosti. Po veliki finančni krizi se je rast obsega razpoložljivega kapitala medletno v povprečju postopoma zmanjšala z več kot 1,5% pred letom 2008 na približno 0,4% v obdobju 2011–2014 (graf A). Rast obsega razpoložljivega kapitala je bila spet zabeležena šele na začetku leta 2014, k čemur je prispevala okrepitev strojev in opreme ter proizvodov intelektualne lastnine. Vendar pa takšna srednjeročna do dolgoročna gibanja po krizi zaradi COVID-19 še niso vidna. Kriza COVID-19 je tako kot v letih 2008 in 2011 tudi zdaj močno prizadela rast kapitala v obliki strojev in opreme (graf B). Nasprotno naložbe v stanovanja ter druge zgradbe in objekte do zdaj ostajajo vztrajne – enako kot v letih 2008 in 2011. Vendar je imela kriza leta 2008 dolgoročne negativne posledice. Pri proizvodih intelektualne lastnine so primerjave z veliko finančno krizo zapletene zaradi selitve prihodkov od prodaje in neopredmetenih sredstev večnacionalnih podjetij v nekaterih državah v zadnjih letih.⁵ Po treh četrtletjih krize, ki

⁵ V zadnjih letih je več velikih multinacionalnih družb na Irsko preselilo svoje korporativne dejavnosti, zlasti osnovne proizvode intelektualne lastnine. S tem je prodaja (proizvodnja), ustvarjena z uporabo intelektualne lastnine, močno prispevala k irskim naložbam in obsegu razpoložljivega kapitala. Glej Khder, M., in Montornès, J., »The impact of multinationals' transfers on Irish GDP«, Eco NotePad, št. 202, Banque de France, februar 2021.

jih je bilo mogoče opazovati, je upadanje stanja osnovnih sredstev v obliki proizvodov intelektualne lastnine večje kot v letih 2008 in 2011, vendar je tudi izhodišče više (graf B).

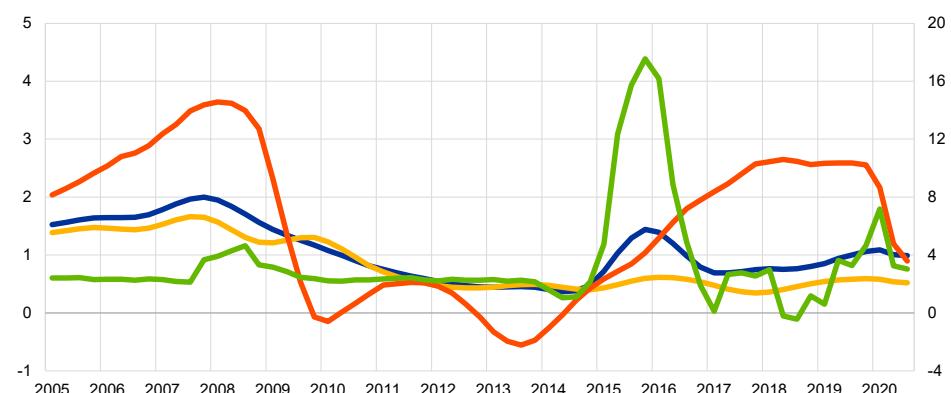
Graf B

Skupna rast obsega razpoložljivega kapitala in heterogenost rasti po vrstah osnovnih sredstev

Rast realnega obsega razpoložljivega kapitala po vrstah sredstev

(medletne spremembe v odstotkih)

- skupaj
- stanovanja ter druge stavbe in objekti
- stroji in oprema ter orodni sistemi
- proizvodi intelektualne lastnine in gojeni biološki viri (lestvica na desni strani)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podatkov Eurostata.

Umirjen padec rasti obsega razpoložljivega kapitala je verjetno posledica manjših naložb, ki jih je delno odtehtala nekoliko nižja amortizacija.⁶ Bruto investicije v osnovna sredstva so se v euroobmočju v prvi polovici leta 2020 zmanjšale, kar je negativno vplivalo na osnovni kapital. Razpoložljivi prvotni podatki (čeprav okvirni) kažejo, da so nižje amortizacijske stopnje spodbujale gibanje obsega razpoložljivega kapitala.

Šok zaradi pandemije COVID-19 je negativno vplival na stanje osnovnih sredstev v euroobmočju predvsem zaradi manjših naložb. Kljub spodbudnim pogojem financiranja je visoka stopnja negotovosti negativno vplivala na naložbene odločitve, predvsem na poslovne naložbe. Z manjšim domačim povpraševanjem in vse nižjimi poslovnimi maržami se znižujejo investicijski izdatki. Skupne bruto investicije v osnovna sredstva so se v drugem četrtletju 2020 zmanjšale za 20% na medletni ravni, v tretjem četrtletju 2020 pa za 4,3%. Pandemija je ostro zavrla naložbe, medtem ko je bil upad v času velike finančne krize počasnejši in manj strm (graf C, slika (a)).

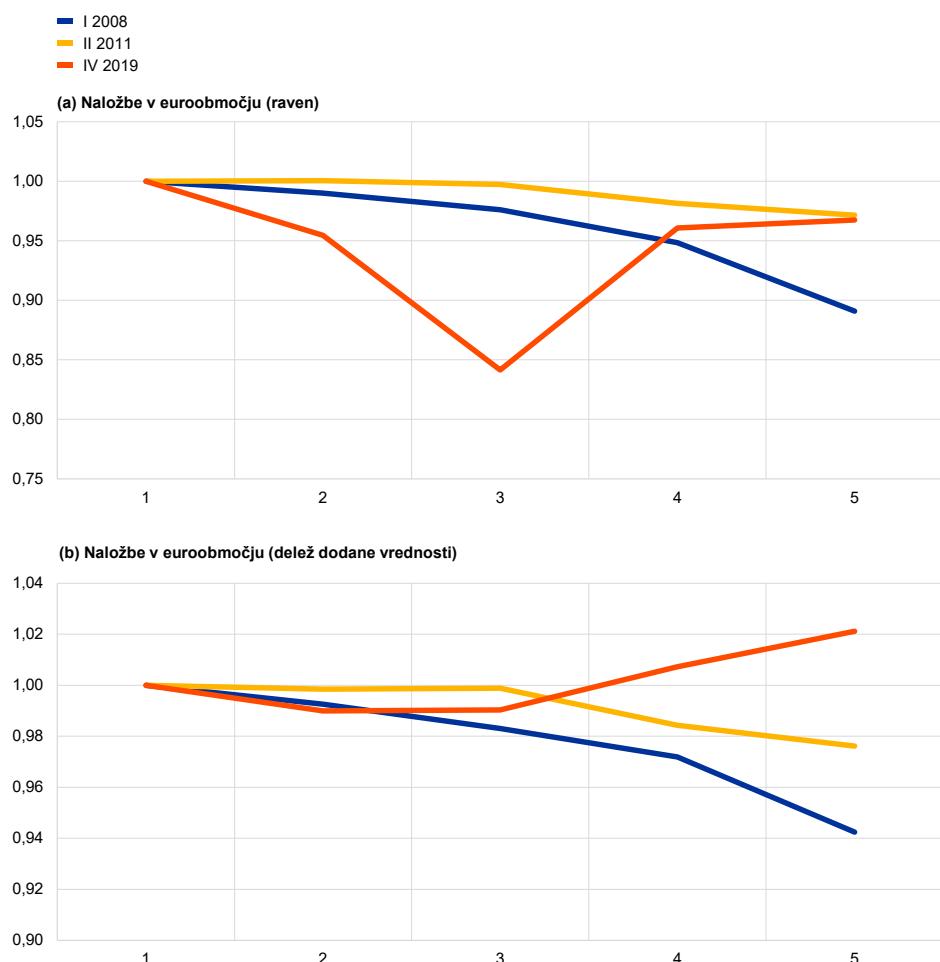
⁶ Ocene neto obsega razpoložljivega kapitala na splošno temeljijo na metodi stalne inventarizacije, ki jo je mogoče približno oceniti z enačbo akumulacije kapitala, ki povezuje neto obseg razpoložljivega kapitala (NCS_t) z naložbami ($GFCF$ (bruto investicije v osnovna sredstva) $_t$), odpisi in amortizacijskimi stopnjami δ_t ter prevrednotenjem β_t : $NCS_t = (1 - \delta_t + \beta_t)NCS_{t-1} + GFCF$ (bruto investicije v osnovna sredstva) $_t$. Zaradi poenostavitev tako imenovana amortizacijska stopnja v tem okvirju vključuje izrabljena (ali odpisana) sredstva in tudi potrošnjo osnovnih sredstev, kar predstavlja obrabo sredstev, potrebnih za proizvodnjo.

Kljub rekordno nizki rasti naložb v prvi polovici leta 2020 zmanjšanje rasti naložb ni bil tako močno, kot bi lahko pričakovali. Spremembe naložb so po obsegu ponavadi večje od sprememb v dodani vrednosti – pojavi, ki se imenuje »učinek pospeševalnika«. Učinek pospeševalnika med krizo COVID-19 ni deloval. Leta 2020 so bile spremembe naložb v največjih državah euroobmočja po obsegu primerljive z dodano vrednostjo (graf C, slika (b)).⁷ Vztrajnost bruto investicij v osnovna sredstva je mogoče pojasniti z več dejavniki. Nefinančne družbe so v pandemijo na splošno vstopile s trdnimi bilancami, kreditni kanal pa jim je ostal odprt. Omejevanje socialnih stikov in delo na daljavo bosta verjetno povečala potrebo po naložbah v digitalno tehnologijo. Poleg tega lahko reorganizacija dobavnih verig prinese nove naložbene priložnosti. Ti dejavniki so prispevali k vztrajni rasti obsega razpoložljivega kapitala.

Graf C

Padec naložb v euroobmočju: primerjava s preteklimi obdobji recesije

(os x: četrtletja; os y: odstotne točke)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje gibanje skupnih bruto investicij v osnovna sredstva med posameznimi recesijami, pri čemer ima prvo četrtletje pred recesijo vrednost ena. Četrtletje pred recesijo je prikazano v legendi. Irska je zaradi visoke volatilnosti, ki je v zadnjih letih vplivala na naložbe na Irskem, izvzeta iz vzorca.

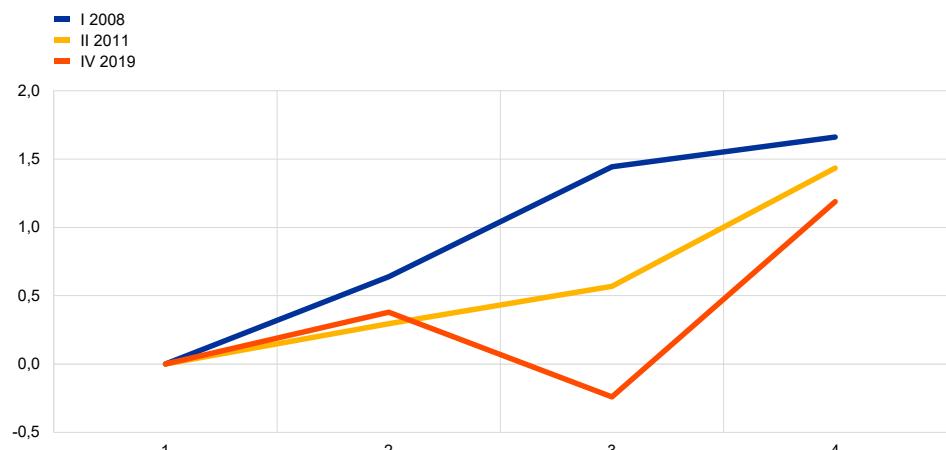
⁷ Glej »Economic outlook - February 2021«, Institut national de la statistique et des études économiques, Paris, str.30–31.

Nižja amortizacijska stopnja je delno odtehtala zmanjšan vpliv naložb na osnovni kapital. Teoretično bi lahko imel COVID-19 drugačen vpliv na odpis sredstev in amortizacijo. Po eni strani lahko zaradi likvidacije podjetij prihaja do izločitve nekaterih osnovnih sredstev še pred koncem njihove življenske dobe. Po drugi strani pa se lahko življenska doba obstoječih sredstev podaljša zaradi manj intenzivnega izkoriščanja, če se niso uporabljala zaradi ukrepov za zajezitev pandemije. Po mnenju nekaterih naj bi bila amortizacija kapitala prociklična in povezana z obdobji večjega ohranjanja kapitala v obdobjih upada.⁸ Nekateri podatki v prvih treh četrtletjih 2020 kažejo, da je prevladovala manjša obraba obratnih sredstev, kar je povzročilo zmanjšanje amortizacije osnovnih sredstev. Iz podatkov o obsegu razpoložljivega kapitala in naložbah je mogoče pridobiti stopnjo amortizacije, ki se je v prvih četrtletjih 2020 kljub določeni stopnji negotovosti zmanjšala v euroobmočju in v največjih državah. Poleg tega se je leta 2020 zmanjšala potrošnja osnovnih sredstev, ki ne predstavlja odpisa osnovnih sredstev⁹ (graf D). Odraža manjšo uporabo in obrabo proizvodnih zmogljivosti. Medtem pa obstoječi ukrepi v obliki poroštva za posojila in delnega pokrivanja stroškov plač v okviru programov skrajšanega delovnega časa verjetno ščitijo podjetja pred likvidacijo in preprečujejo odpis osnovnih sredstev. Zato se zdi, da je tudi stopnja amortizacije vsaj začasno spodbudila gibanje obsega razpoložljivega kapitala.

Graf D

Padec potrošnje osnovnih sredstev: primerjava s preteklimi obdobji recesije

Potrošnja osnovnih sredstev na enoto dodane vrednosti v največjih državah euroobmočja
(os x: četrtletja; os y: odstotne točke)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje skupne spremembe potrošnje osnovnih sredstev na enoto dodane vrednosti, pri čemer ima prvo četrtletje pred recesijo vrednost ena. Četrtletje pred recesijo je prikazano v legendi. Graf zaradi volatilnosti nekaterih podatkovnih serij ali odsotnosti podatkov v nekaterih državah predstavlja splošne spremembe v Nemčiji, Franciji, Italiji in Španiji.

Kar zadeva dolgoročne posledice krize COVID-19 za razpoložljivi kapital v prihodnje, je negotovost velika, zlasti glede večjih strukturnih sprememb.
Dvoletni zamik pri objavi uradnih statističnih podatkov o obsegu razpoložljivega

⁸ Albonico, A., Pappa, E., in Sarantis, K., »Capital maintenance and depreciation over the business cycle«, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 39, št. C, Elsevier, 2014, str. 273–286.

⁹ Potrošnja osnovnih sredstev v euroobmočju v povprečju predstavlja polovico amortizacije kapitala, preostali del pa so odpisana osnovna sredstva.

kapitala otežuje oceno nedavnih in sedanjih sprememb. Po eni strani ni mogoče izključiti, da bi lahko pandemija dolgoročno negativno vplivala na obseg razpoložljivega kapitala. Konec ciljno usmerjenih podpornih ukrepov bi lahko povzročil vse več stečajev podjetij ter zmanjšanje obsega kapitala in manjšo rast naložb. Po drugi strani lahko pandemija sproži ali pospeši strukturne spremembe v gospodarstvu. Sveženj »EU naslednje generacije« bo na primer še naprej podpiral nacionalna naložbena prizadevanja. Tudi drugi dolgoročni dejavniki bi lahko močno vplivali na obseg razpoložljivega kapitala. Podnebne spremembe naj bi na primer povzročile obnovitev obsega razpoložljivega kapitala. Nedavna letna anketa Evropske investicijske banke (EIB) med podjetji ugotavlja, da dve podjetji od treh v EU že investirata ali načrtujeta naložbe v obvladovanje posledic vremenskih dogodkov in zmanjšanje emisij ogljika.¹⁰

¹⁰ Glej »[EIB Group survey on investment and investment finance 2020](#)«, Evropska investicijska banka, 1. december 2020.

3

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 4. novembra 2020 do 26. januarja 2021

Pripravila Daniel Gybas in Christian Lizarazo

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020.

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 4. novembra 2020 od 26. januarja 2021 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje). Svet ECB je 10. decembra uvedel več prilagoditev denarne politike. Tako je obseg nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) povečal za 500 milijard EUR na skupno 1.850 milijard EUR ter obdobje izvajanja teh nakupov podaljšal za devet mesecev, tj. vsaj do konca marca 2022. Poleg tega so bile ponujene tri dodatne ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), obdobje, v katerem veljajo precej ugodnejši pogoji, pa je bilo podaljšano za dvanajst mesecev do junija 2022. Izčrpen pregled teh ukrepov je predstavljen v [osmi številki Ekonomskega biltena iz leta 2020](#).

Raven centralnobančne likvidnosti v bančnem sistemu se je v obravnavanem obdobju še naprej povečevala. To je bilo zlasti posledica nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in programa PEPP ter poravnave šeste operacije iz tretje serije operacij CUODR III v kombinaciji z zmernim zmanjšanjem neto avtonomnih likvidnostnih dejavnikov.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 18,2 milijarde EUR na 2.026,3 milijarde EUR.

Zmanjšanje na raven, ki je nižja kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, tj. v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, je bilo posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov za 20,1 milijarde EUR na 1.881,5 milijarde EUR, ki je odtehtalo zmersko povečanje obveznih rezerv za 1,8 milijarde EUR na 144,8 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A).

Na zmanjšanje neto avtonomnih dejavnikov je po drugi strani vplivalo predvsem zmanjšanje vlog države, tako da se je trend naraščanja od marca 2020 deloma obrnil. Vloge države so se zmanjšale za 141,1 milijarde EUR (oziroma za 19%) na 588,7 milijarde EUR. Kljub znižanju z rekordno visoko ravni iz septembra 2020 so na splošno še vedno več kot dvakrat višje od povprečne ravni (213,1 milijarde EUR) v enakem obdobju (4. november–26. januar) v prejšnjih letih (2020, 2019 in 2018). Izjemno hitro rast vlog države med marcem in septembrom 2020 je verjetno spodbudil spremenjen način, kako so vlade držav euroobmočja upravljale denarna sredstva med krizo zaradi COVID-19. Čeprav bi lahko upad vlog države v obravnavanem obdobju pomenil začetek procesa normalizacije, bo tak proces še naprej občutljiv na dinamiko koronavirusne krize. Zmanjšanje vlog države je bilo delno

odtehtano s povečanjem bankovcev v obtoku (za 31,8 milijarde EUR na 1.416,7 milijarde EUR) in drugih avtonomnih dejavnikov (za 32,0 milijarde EUR na 915,7 milijarde EUR). Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se skupno zmanjšali za 77,4 milijarde EUR na 2.921,0 milijarde EUR, kar je bilo delno odtehtano z zmanjšanjem avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti, in sicer za 57,2 milijarde EUR na 1.039,8 milijarde EUR. K zmanjšanju je prispevala nižja neto aktiva v eurih. V celoti gledano se je neto umikanje likvidnosti zaradi avtonomnih dejavnikov zmanjšalo za 20,1 milijarde EUR na 1.881,5 milijarde EUR. V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 4. november 2020–26. januar 2021				Prejšnje obravnavano obdobje: 22. julij 2020– 3. november 2020			
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 4. november– 15. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. december– 26. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.921,0	(−77,4)	2.966,1	(−56,7)	2.875,8	(−90,3)	2.998,3	(+149,0)
Bankovci v obtoku	1.416,7	(+31,8)	1.403,9	(+14,8)	1.429,4	(+25,5)	1.384,9	(+27,3)
Vloge države	588,7	(−141,1)	647,0	(−101,9)	530,3	(−116,7)	729,7	(+146,7)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	915,7	(+32,0)	915,2	(+30,4)	916,1	(+1,0)	883,7	(−25,1)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	2.850,3	(+287,6)	2.816,7	(+163,3)	2.883,9	(+67,2)	2.562,7	(+529,6)
Obvezne rezerve²⁾	144,8	(+1,8)	144,0	(+0,4)	145,5	(+1,5)	142,9	(+2,6)
Odprta ponudba mejnega depozita	561,2	(+125,8)	535,4	(+74,7)	586,9	(+51,5)	435,4	(+104,8)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najblizujo 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) »Obvezne rezerve« so pojasniljevalna postavka, ki je v bilanci stanja Eurosistema ni, zato se ne smejo vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 4. november 2020–26. januar 2021					Prejšnje obravnavano obdobje: 22. julij 2020– 3. november 2020	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 4. november– 15. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. december– 26. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.039,8 (−57,2)	1.092,9 (−3,1)	986,7 (−106,2)	1.097,0 (+41,6)			
Neto tuja aktiva	856,8 (−8,4)	865,1 (+0,7)	848,6 (−16,5)	865,2 (−42,1)			
Neto aktiva v eurih	183,0 (−48,8)	227,8 (−3,8)	138,1 (−89,7)	231,8 (+83,7)			
Instrumenti denarne politike	5.437,7 (+395,1)	5.369,6 (+184,7)	5.505,8 (+136,2)	5.042,6 (+744,3)			
Operacije odprtrega trga	5.437,7 (+395,1)	5.369,6 (+184,7)	5.505,8 (+136,2)	5.042,6 (+744,3)			
Avkijski postopki	1.773,9 (+125,9)	1.754,9 (+45,8)	1.792,9 (+38,0)	1.648,0 (+435,5)			
Operacije glavnega refinanciranja	0,4 (−0,9)	0,5 (−0,8)	0,3 (−0,2)	1,3 (+0,7)			
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,9 (−0,7)	0,9 (−0,3)	0,9 (−0,0)	1,6 (−0,6)			
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	22,5 (−17,9)	29,3 (−4,7)	15,7 (−13,6)	40,4 (−242,4)			
Tretnja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	1.724,2 (+141,5)	1.699,0 (+49,8)	1.749,4 (+50,4)	1.582,7 (+890,8)			
Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (−228,6)			
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	25,9 (+3,9)	25,3 (+1,8)	26,6 (+1,3)	22,1 (+15,7)			
Dokončni portfelji	3.663,8 (+269,2)	3.614,7 (+138,9)	3.712,9 (+98,2)	3.394,6 (+308,8)			
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,5 (−0,0)	0,5 (−0,0)	0,5 (−0,0)	0,5 (−0,2)			
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,8 (−0,1)	2,8 (−0,0)	2,7 (−0,0)	2,8 (−0,1)			
Tretji program nakupa kritih obveznic	287,3 (+1,5)	286,8 (−0,0)	287,8 (+1,0)	285,8 (+3,5)			
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	28,6 (−4,5)	28,6 (−3,4)	28,6 (+0,0)	33,1 (−3,6)			
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	29,7 (+0,1)	29,9 (+0,6)	29,6 (−0,3)	29,6 (−1,2)			
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.337,1 (+53,9)	2.329,0 (+29,0)	2.345,2 (+16,2)	2.283,2 (+53,1)			
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	249,9 (+17,6)	247,9 (+9,7)	252,0 (+4,1)	232,3 (+15,3)			
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	727,9 (+200,6)	689,4 (+103,0)	766,5 (+77,1)	527,3 (+242,0)			
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (−0,0)	0,0 (−0,0)			

Vir: ECB.

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 4. november 2020–26. januar 2021					Prejšnje obravnavano obdobje: 22. julij 2020– 3. november 2020		
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 4. november– 15. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. december– 26. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	2.026,3	(−18,2)	2.017,5	(−53,2)	2.035,0	(+17,5)	2.044,5	(+109,8)
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	1.881,5	(−20,1)	1.873,5	(−53,6)	1.889,5	(+16,0)	1.901,6	(+107,3)
Presežna likvidnost ³⁾	3.411,4	(+413,4)	3.352,1	(+238,0)	3.470,8	(+118,7)	2.998,0	(+634,5)

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 4. november 2020–26. januar 2021					Prejšnje obravnavano obdobje: 22. julij 2020– 3. november 2020		
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 4. november– 15. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. december– 26. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	−0,50	(+0,00)	−0,50	(+0,00)	−0,50	(+0,00)	−0,50	(+0,00)
EONIA ¹⁾	−0,475	(−0,01)	−0,471	(−0,00)	−0,478	(−0,01)	−0,468	(−0,01)
€STR	−0,559	(−0,01)	−0,556	(+0,00)	−0,562	(−0,01)	−0,553	(−0,01)

Vir: ECB.

Opombe: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

1) Od 1. oktobra 2019 izračunano kot eurska kratkoročna obrestna mera (ESTR) plus 8,5 bazične točke. Razlike v spremembah pri obrestni meri EONIA in €STR so posledica zaokroževanja.

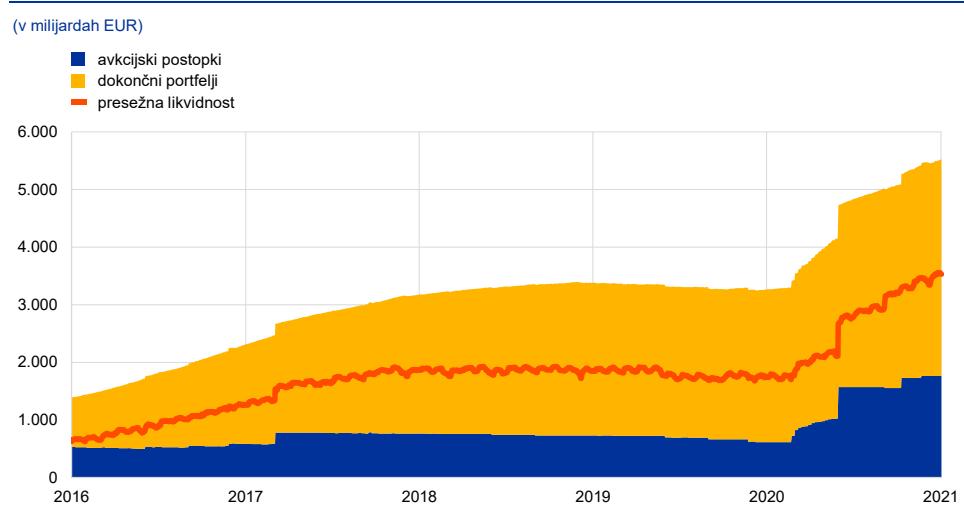
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 395,1 milijarde EUR na 5.437,7 milijarde EUR (glej graf A). Okrog 68% povečanja likvidnosti je posledica sedanjih neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP,

medtem ko preostalih 32% izhaja iz kreditnih operacij, predvsem dodelitve v okviru šeste operacije iz tretje serije CUODR v decembru.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 26. januar 2021.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 125,9 milijarde EUR, predvsem zaradi poravnave šeste operacije iz tretje serije CUODR. Povprečno povečanje likvidnosti za 141,5 milijarde EUR z operacijami v okviru tretje serije CUODR je bilo deloma odtehtano z zapadlostjo oziroma prostovoljnimi predčasnimi odplačili v okviru druge serije CUODR, saj so se nasprotne stranke z operacij v okviru druge serije CUODR preusmerile k operacijam v okviru tretje serije CUODR. Zapadlosti in odplačila v okviru druge serije CUODR so v povprečju znašali 17,9 milijarde EUR. Izredne neciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO) so prispevale dodatnih 3,9 milijarde EUR. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej le postransko vlogo, pri čemer se je povprečna uporaba obeh rednih operacij refinanciranja od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 1,6 milijarde EUR na 1,3 milijarde EUR.

Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji dokončni portfelji povečali za 269,2 milijarde EUR na 3.663,8 milijarde EUR.

Povprečna imetja v izrednem programu ob pandemiji so znašala 727,9 milijarde EUR, kar pomeni povečanje za 200,6 milijarde EUR v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju. Nakupi v okviru izrednega programa ob pandemiji so predstavljali daleč največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 53,9 milijarde EUR na 2.337,1 milijarde EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povprečnim povečanjem za 17,6 milijarde EUR na 249,9 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 413,4 milijarde EUR na 3.411,4 milijarde EUR (glej graf A). Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 287,6 milijarde EUR na 2.850,3 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 125,8 milijarde EUR na 561,2 milijarde EUR. Delno izvetje imetij presežne likvidnosti iz negativnega obrestovanja po obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita po dvostopenjskem sistemu velja samo za stanja na tekočih računih. To je ekonomska spodbuda bankam, da imajo rezerve na tekočem računu namesto v odprti ponudbi mejnega depozita, in sicer največ do najvišjega zneska, ki je po dvostopenjskem sistemu obrestovanja izvet iz negativne obrestne mere. Stanja, ki presegajo izvzeti znesek, pogosto ostanejo v odprti ponudbi mejnega depozita zaradi operativne praktičnosti oziroma regulativne obravnave.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se v obravnavanem obdobju od prejšnjega obravnavanega obdobja ni bistveno spremenila. €STR je v obravnavanem obdobju znašala povprečno –55,9 bazične točke, v primerjavi s povprečno vrednostjo –55,3 bazične točke v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, zato se je gibala in se bo še naprej gibala vzporedno z €STR. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

4

Vpliv zaježitvenih ukrepov med pandemijo COVID-19 po sektorjih in po državah

Pripravila Niccolò Battistini in Grigor Stoevsky

Ukrepi, sprejeti za zaježitev pandemije koronavirusa (COVID-19), so leta 2020 različno vplivali na gospodarsko aktivnost po sektorjih in po državah

euroobmočja. Prepovedi javnih prireditev, strogi ukrepi omejevanja gibanja in omejitve številnih dejavnosti spomlad 2020 so dramatično vplivali na gospodarstvo, pri čemer se je BDP euroobmočja v prvi polovici leta zmanjšal za 15%. Od takrat so se javni organi, gospodinjstva in podjetja naučili, kako se najbolje odzvati na bolj ciljno usmerjene ukrepe za zaježitev pandemije in omilitev njihovih posledic za gospodarstvo. Še vedno je prisotna precejšnja negotovost glede poteka pandemije, ukrepov za njeno zaježitev in s tem povezanega vpliva na gospodarstvo. V teh okoliščinah ta okvir obravnava heterogen vpliv ukrepov za zaježitev COVID-19 na gospodarstvo po sektorjih in v petih največjih državah euroobmočja ter proučuje, kako se je ta vpliv sčasoma spremjal.¹

V vseh analiziranih državah euroobmočja so bile najbolj prizadete dejavnosti, kjer je potreben socialni stik. Gospodarska struktura posameznih držav (sektorska sestava in stopnja odprtosti), ukrepi za zaježitev pandemije (podnacionalna in medsektorska sestava politik), odzivi ekonomske politike in institucionalne značilnosti so med državami leta 2020 povzročili precej heterogene gospodarske izgube (graf A).² Nemčija in Nizozemska sta v primerjavi z euroobmočjem zabeležili manjše skupne gospodarske izgube, ker rekreacijske dejavnosti predstavljajo manši delež skupne realne bruto dodane vrednosti (BDV) v Nemčiji (20% leta 2019 v primerjavi z 22,5% v euroobmočju kot celoti), v obeh pa so bile te manj prizadete.³ Zmanjšanje aktivnosti je bilo večje v Španiji in Italiji, Francija pa je bila približno usklajena z euroobmočjem kot celoto. Ker so bile razmeroma velike izgube v Italiji deloma tudi posledica gibanja zunanjega povpraševanja, je neposreden škodljiv vpliv približno primerljiv s povprečjem za euroobmočje (kot je prikazano spodaj).

¹ Analizirani sektorji pokrivajo celotno gospodarstvo, in sicer kmetijstvo (A po klasifikaciji gospodarskih dejavnosti NACE Rev.2); druga industrija (B, D in E); predelovalne dejavnosti (C); gradbeništvo (F); trgovina, promet in gostinstvo (G, H in I); informacijske in komunikacijske dejavnosti (J); finančne in zavarovalniške dejavnosti (K); poslovanje z nepremičninami (L); strokovne in tehnične dejavnosti (M in N); dejavnosti javne uprave (O, P in Q); kulturne in razvedrilne dejavnosti (R, S, T in U).

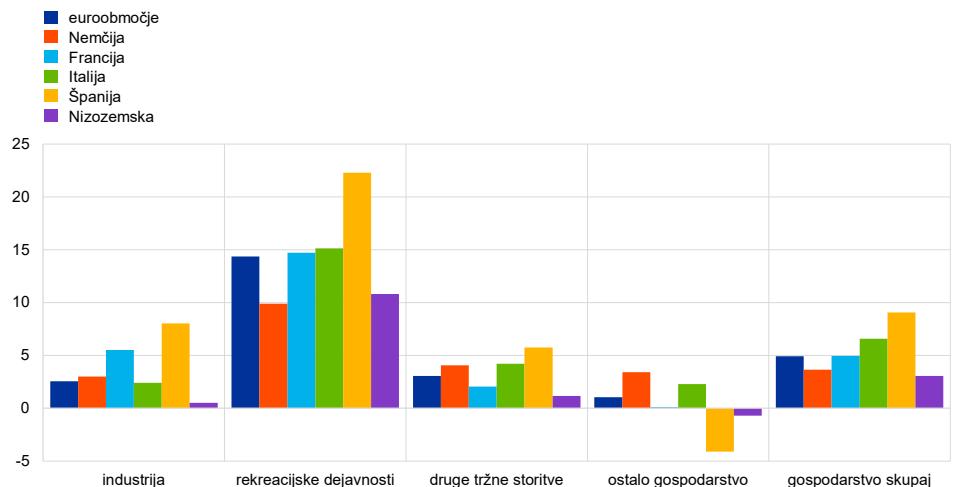
² Pregled, kako različni so bili po državah diskrecijski javnofinančni ukrepi, povezani s COVID-19, je v članku z naslovom »[The initial fiscal policy responses of euro area countries to the COVID-19 crisis](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021. Analiza vpliva institucionalnih značilnosti na učinkovitost zaježitvenih politik po državah je v publikaciji »[Lessons learnt or squandered? The evolving policy response and effectiveness of measures to deal with the pandemic](#)«, OECD, v pripravi.

³ Manjše ekonomske izgube na področju rekreacijskih dejavnosti v Nemčiji in na Nizozemskem so med drugim rezultat manjših negativnih posledic zaradi motenj mednarodnega turizma v teh dveh državah v primerjavi z drugimi velikimi državami euroobmočja. Glej okvir z naslovom »[Gibanja v turističnem sektorju med pandemijo COVID-19](#)«, *Ekonomskega biltena*, številka 8, ECB, 2020, in okvir z naslovom »[Vpliv omejitve gibanja zaradi pandemije COVID-19 na trgovino s potovalnimi storitvami](#)«, *Economic Bulletin*, številka 4, ECB, 2020.

Graf A

Gospodarske izgube po sektorjih v petih največjih državah euroobmočja

(izguba realne BDV v IV 2020 kot odstotek ravni BDV v IV 2019)



Viri: Eurostat, Hale, T., in drugi, (glej opombo 4). Eurosistem in izračuni ECB.

Opomba: Industrija obsega sektorje B, C, D, E in F po klasifikaciji NACE Rev.2; rekreacijske dejavnosti obsegajo sektorje G, H, I, R, S, T in U; druge tržne storitve obsegajo sektorje J, K, L, M in N; ostalo gospodarstvo obsega A, O, P in Q; gospodarstvo skupaj se nanaša na realni BDP.

Za kvantificiranje neposrednih posledic ukrepov za zaježitev koronavirusa smo uporabili model medsektorske vektorske avtoregresije (VAR). Pri sektorskih podatkih za euroobmočje in petih največjih državah se uporablja formalni ekonometrični pristop. Ekonometrični okvir primerja sektorsko aktivnost, merjeno z realno BDV, s približkom za strogost nacionalnih omejevalnih ukrepov (indeks OSI, Oxford Stringency Index), ki je po državah primerljiv.⁴ Za kontroliranje različne gospodarske strukture v državah euroobmočja z vidika proizvodnih mrež in stopnje odprtosti so v modelu sektorske aktivnosti povezane tudi z merilom tujega povpraševanja za posamezne države.⁵ To nam omogoča ugotoviti neposreden vpliv nacionalnih zaježitvenih politik po posameznih sektorjih ter hkrati kontrolirati za vpliv zunanjih dejavnikov, kot so motnje v globalnih dobavnih verigah, ker so različni sektorji različno izvozno usmerjeni.

⁴ Glej Hale, T., Angrist, N., Cameron-Blake, E., Hallas, L., Kira, B., Majumdar, S., Petherick, A., Phillips, T., Tatlow, H., in Webster, S., »Oxford COVID-19 Government Response Tracker«, Blavatnik School of Government, 2020. Skupni indeks OSI za euroobmočje se izračuna kot povprečje indeksa OSI za leto 2019, tehtano z BDP, za 18 držav euroobmočja (informacije za Malto niso na voljo). Vsak nacionalni indeks OSI je sestavljen indeks, ki združuje različne politike omejevanja in zapiranja, kot so zapiranje šol in omejevanje gibanja. Indeks OSI je na voljo samo na nacionalni ravni in ne zajema različnih zaježitvenih ukrepov po regijah v posamezni državi.

⁵ Tuje povpraševanje za posamezno državo je izpeljano na podlagi tehtanega povprečja obsega uvoza trgovinskih partneric in je merilo, ki se uporablja v makroekonomskih napovedih strokovnjakov ECB/Eurosistema. Glej okvir z naslovom »[Mednarodno okolje](#)«, *Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje*, ECB, marec 2021, »[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)«, ECB, julij 2016, ter Hubrich, K., in Karlsson, T., »[Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises an overview](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 108, ECB, marec 2010.

Model upošteva možnost, da se bodo gospodarske posledice ukrepov za zaježitev COVID-19 sčasoma spreminja. Spremembe izhajajo iz procesa učenja, in sicer tako v primeru javnih organov, ki prilagajajo strukturo ukrepov na podnacionalni in sektorski ravni, kot tudi v primeru gospodinjstev in podjetij, ki se prilagajajo, da bi čim bolj zmanjšala ekonomske izgube. V tem okvirju so predstavljeni rezultati na podlagi ocenjene sektorske elastičnosti (konstantne in časovno spremenljive), ki nam omogoča ugotoviti občutljivost celotnega gospodarstva (realnega BDP) na strogost zaježitvenih ukrepov.⁶ Gibanje časovno spremenljive elastičnosti odraža proces pridobivanja izkušenj gospodarskih subjektov in vztrajnost škodljivih posledic omejitev.⁷

Medtem ko so domači zaježitveni ukrepi močno vplivali na rekreacijske dejavnosti, so na zmanjšanje proizvodnje večinoma vplivali zunanji dejavniki.

Rekreacijske dejavnosti, vključno s trgovino, prometom, gostinstvom, umetnostjo in razvedrilnimi dejavnostmi, izkazujejo največjo (absolutno) elastičnost na spremembe indeksa OSI, kar kaže, da so to sektorji, na katere so zaježitveni ukrepi najbolj vplivali (graf B). Medtem ko so prvi ukrepi omejevanja gibanja prizadeli tudi proizvodne obrate, je bil povprečen vpliv omejevalnih ukrepov leta 2020 razmeroma majhen, kjer je dejavnost v tem sektorju v dokaj veliki meri odvisna od gibanj na področju zunanjega povpraševanja. Visoka elastičnost proizvodnje do zunanjega povpraševanja (ki ni prikazano) odraža visoko stopnjo odprtosti tega sektorja do mednarodne trgovine. To nakazuje na dodatne stroške motenj v globalnih dobavnih verigah v začetnih fazah pandemije in pojasnjuje močno okrevanje sektorja potem, ko je mednarodna trgovina v drugi polovici leta 2020 znova okrevala. Videti je, da kmetijstvo izkazuje negativno elastičnost in so omejitve v povprečju celo prinesle koristi, in sicer verjetno zaradi tega, ker proizvodni proces v kmetijstvu terja malo socialnih stikov in ga podpira vztrajno povpraševanje.

⁶ Rezultati za realni BDP so pridobljeni s tehtanjem rezultatov za posamezne sektorje z deležem skupne realne BDV v zadnjem četrletju 2019.

⁷ Ocena temelji na podatkih o realni BDV za posamezne države in sektorje od prvega četrletja 1995 do zadnjega četrletja 2020. Formalno se lahko medsektorski model VAR, ocenjen ločeno za vsako državo, predstavi, kot sledi:

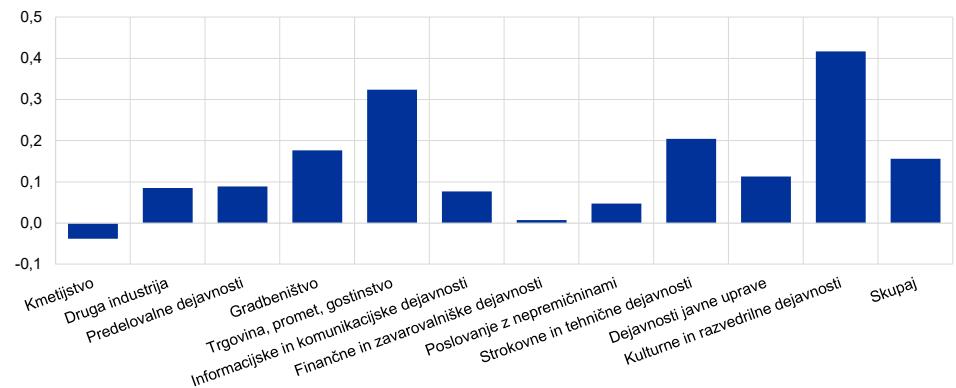
$$Y_t = A + BY_{t-1} - C_t \Delta s_t + DW_t + u_t \\ C_t = C_{t-1} + e_t$$

Kjer se Δ nanaša na prve diference in $Y_t = [y_{1,t}, \dots, y_{s,t}, \dots, y_{11,t}]$ pomeni vektor medčetrtletnih stopenj rasti realne sektorske BDV v četrletjut. Napaka modela u_t zajame preostale skupne ekonomske učinke, ki vplivajo na sektorsko gospodarsko aktivnost in niso neposredno povezani z zaježitvenimi ukrepi ali zunanjim povpraševanjem. Poleg tega je A vektor konstantnih parametrov, ki se nanaša na povprečno stopnjo rasti BDV za posamezne sektorje. B je matrica avtoregresivnih parametrov, ki upoštevajo dinamiko v sektorju in med sektorji, C_t in se nanaša na vektor parametrov za konstantne ali časovno spremenljive elastičnosti posameznih sektorjev glede na prve razlike s_t , tj. ekonomske učinek. Pot elastičnosti zajema tudi učinke učenja. Spremenljivke s_t so strogost zaježitvenih ukrepov, katerih približki so povprečni indeksi OSI v četrletju t . Uporaba modela v obdobju napovedi terja predpostavke prihodnjih vrednosti indeksa OSI in časovno spremenljive elastičnosti. Ko dobimo konstantne ocene elastičnosti s standardnimi tehnikami, uporabimo Kalmanov filter za oceno časovno spremenljivih občutljivosti, za katere se predpostavlja, da sledijo naključnemu sprehodu. Predpostavka, da koeficienti sledijo naključnemu sprehodu stohastičnega procesa je v makroekonomski literaturi običajna. Glej med drugim temeljno delo King, R., Plosser, C., Stock, J., in Watson, M., »Stochastic Trends and Economic Fluctuations,« *American Economic Review*, zvezek 81, številka 4, 1991, str. 819–840.

Graf B

Elastičnost sektorjev v euroobmočju do strogosti zaježitvenih ukrepov

(vpliv zmanjšanja indeksa OSi (Oxford Stringency Index) za 1 točko na medčetrtletno rast realne bruto dodane vrednosti (BDV) v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Hale, T., in drugi, op. cit., Eurosystem, O*NET in izračuni ECB.

Opombe: Navedene sektorske elastičnosti so ocenjene z medsektorskim modelom VAR s konstantnimi parametri. »Skupaj« se nanaša na realni BDP.

Zaježitveni ukrepi so vplivali predvsem na sektorje, ki ne omogočajo dela na daljavo in v katerih je veliko medsebojnih stikov. Heterogenost neposrednega vpliva omejitev bi lahko odražala različne značilnosti posameznih sektorjev, vendar pa najnovejši podatki kažejo, da so imeli ukrepi socialnega distanciranja večji vpliv na sektorje, v katerih je manj možnosti za delo na daljavo (tj. na delovna mesta, ki ne omogočajo dela na daljavo). Med temi sektorji so bile najbolj prizadete dejavnosti z večjo frekvenco osebnega dela v skupinah ali osebnih stikov s strankami (tj. delovna mesta, na katerih je veliko medsebojnih stikov).⁸ To potruje pozitivna korelacija med ocenjeno sektorsko elastičnostjo in indeksom delovnih mest, ki ne omogočajo dela na daljavo (graf C: modre pike), razen kmetijstva, ter pozitivna korelacija med elastičnostjo in indeksom delovnih mest, ki ne omogočajo dela na daljavo in v katerih je veliko medsebojnih stikov (graf C: rumene pike), vključno s kmetijstvom.⁹

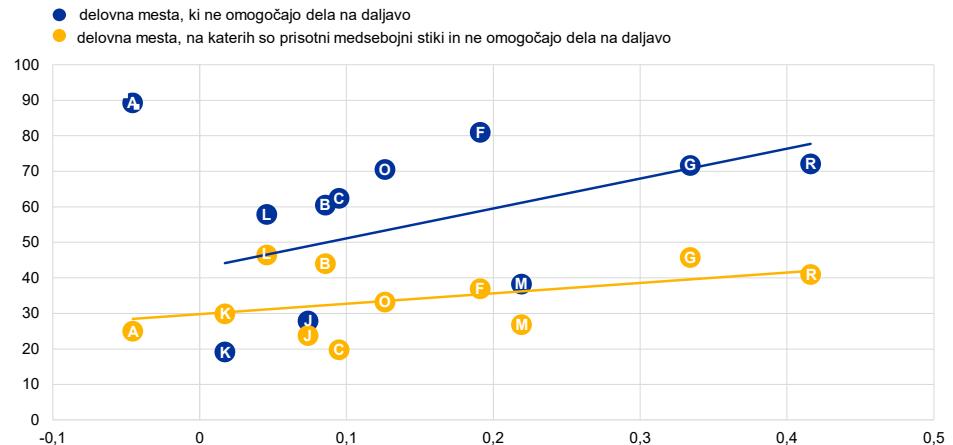
⁸ Glej Dingel, J., in Neiman, B., »How Many Jobs Can be Done at Home?«, *Discussion Papers*, številka 14584, CEPR, april 2020; Koren, M., in Pető, R., »Business disruptions from social distancing«, *PLoS ONE*, september 2020.

⁹ Kmetijstvo je panoga, ki ne omogoča dela na daljavo, vendar v njej ni veliko stikov, zato se v prvi korelaciiji obravnava kot izjema.

Graf C

Korelacija sektorske elastičnosti z vrstami delovnih mest v euroobmočju

(os x: sektorska elastičnost, odstotne točke; os y: delež delavcev na delovnih mestih, ki ne omogočajo dela na daljavo in v katerih je prisotnih veliko stikov, delovna mesta, ki ne omogočajo dela na daljavo, v odstotkih)



Viri: Eurostat, Hale, T., in drugi, op. cit., Eurosystem, O*NET in izračuni ECB.

Opombe: Navedene sektorske elastičnosti so ocenjene z medsektorskim modelom VAR s konstantnimi parametri. Ozake z eno črko se nanašajo na naslednje sektorje: kmetijstvo (A); druga industrija (B); predelovalne dejavnosti (C); gradbeništvo (F); trgovina, promet, gostinstvo (G); informacijske in komunikacijske dejavnosti (J); finančne in zavarovalniške dejavnosti (K); poslovanje z nepremičninami (L); strokovne in tehnične dejavnosti (M); dejavnosti javne uprave (O); kulturne in razvedrilne dejavnosti (R). Podrobni podatki o delovnih mestih temelijo na podatkovnem nizu O*NET (glej O*NET OnLine, National Center for O*NET Development, 2020). Indeks delovnih mest, ki ne omogočajo dela na daljavo, je pripravljen kot 100 minus indeks delovnih mest, ki omogočajo delo na daljavo, v Dingel, J., in Neiman, B., op. cit. Indeks delovnih mest, na katerih je veliko medsebojnih stikov in ki ne omogočajo dela na daljavo, sta pripravila Koren, M., in Pető, R., op. cit., tako, da sta kombinirala indeks delovnih mest, ki ne omogočajo dela na daljavo, s sestavljenim indeksom dela v skupinah z osebnim stikom, stikom s strankami, fizično prisotnostjo in komunikacijo. Ti podrobni podatki so združeni v 11 sektorjev na podlagi utreži dodane vrednosti za klasifikacijo NACE rev.2, dvomesnje ravni iz podatkovne zbirke World Input-Output Database za leto 2014 za euroobmočje. Neprekinitena modra črta kaže trend med sektorsko elastičnostjo in delovnimi mesti, ki ne omogočajo dela na daljavo, za vse sektorje razen kmetijstva. Neprekinitena rumena črta kaže trend med sektorsko elastičnostjo in delovnimi mesti, v katerih je prisotnih veliko medsebojnih stikov in ne omogočajo dela na daljavo, v vseh sektorjih.

Vpliv zajezitvenih ukrepov je bil po državah različen in se je sčasoma spremenjal, ko so se gospodarski subjekti naučili, kako se spoprijeti z omejitvami.

Ta vidik zajemajo ocenjene časovno spremenljive elastičnosti (graf D). Zaradi hitrega širjenja pandemije je bil v prvi polovici leta 2020 vpliv učenja majhen, kot kaže močno povečanje občutljivosti aktivnosti v okolju zaostrovanja omejitev. To je bilo skupno večini sektorjev (graf D, slika a), zlasti sektorju rekreacijskih dejavnosti in industrije (vključno s predelovalnimi dejavnostmi, gradbeništvom in drugo industrijo), večini držav (graf D, slika b), zlasti v Španiji. Nasprotno je bil vpliv učenja večji v drugi polovici leta 2020. V tretjem četrletju so se elastičnosti močno povečale ob rahljanju omejitev, kar je omogočilo močno ponovno oživitev aktivnosti. Proses učenja se je še okrepil v zadnjem četrletju, ko so elastičnosti strmo padle v okolju ponovnega zaostrovanja ukrepov, kar je ublažilo krčenje gospodarske aktivnosti. Ta učinek je bil razmeroma močan v industriji ter v Nemčiji in na Nizozemskem. Čeprav informacije dokazujejo postopno učenje, model ne more določiti, ali so bili glavni dejavnik bolj ciljno usmerjeni (ali lokalizirani) zajezitveni ukrepi, ki so jih izvajali organi oblasti, ali pa so bili odzivi gospodinjstev in podjetij boljši.¹⁰ Čeprav so bile stopnje omejevanja na splošno primerljive, manjše gospodarske izgube v Nemčiji in na Nizozemskem kažejo razmeroma majhno ocenjeno elastičnost, večje izgube v Španiji pa kažejo višjo elastičnost. Rezultati tudi kažejo, da je bil povprečni škodljivi gospodarski vpliv

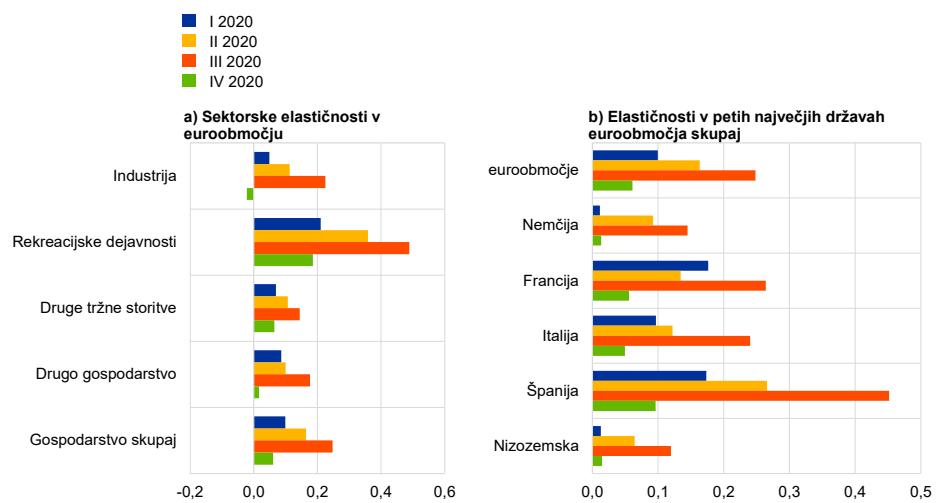
¹⁰ Odzivi obsegajo prakse, katerih namen je minimizirati motnje v aktivnosti. Motnje lahko povzroči med drugim prostovoljno socialno distanciranje zaradi povečevanja števila okužb in zamud pri cepljenju. Glej tudi poglavje 2 v »World Economic Outlook«, Mednarodni denarni sklad, oktober 2020.

omejevanja v Franciji in Italiji leta 2020 na splošno primerljiv z ocenjenim vplivom na euroobmočje kot celoto.

Graf D

Ocenjene elastičnosti v euroobmočju skozi čas

(vpliv zmanjšanja indeksa OSI za 1 točko na medčetrtletno rast realne BDV v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Hale, T., in drugi, op. cit., Eurosistem in izračuni ECB.

Opomba: Gospodarstvo skupaj se nanaša na realni BDP.

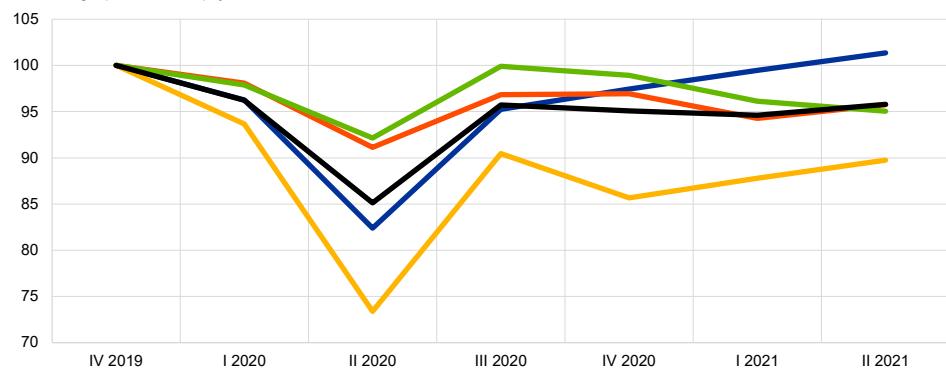
Okrevanje gospodarske aktivnosti bo v prvi polovici leta 2021 po pričakovanjih ostalo heterogeno po sektorjih, s čimer se bo spremenila struktura aktivnosti. Z medsektorskim modelom VAR je mogoče razčleniti dinamiko realne rasti BDP iz marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB na dinamiko realne BDV za posamezne sektorje (graf E). Dinamika odraža pretekle medsektorske interakcije in ocenjene elastičnosti, predvideno zunanje povpraševanje in omejitve zaradi pandemije ter predvideni vpliv zaježitvenih ukrepov v prihodnje. V skladu s temi rezultati naj bi zaradi pandemije kratkoročno najbolj trpele rekreacijske dejavnosti, ki bodo do sredine leta 2021 za okoli 10% pod predkrizno ravnijo. Druge (nerekreacijske) tržne storitve naj bi bile po napovedih za okoli 4% pod predkrizno ravnijo. Nasprotno bo industrija po napovedih v sedanji fazi pandemije še naprej uspešna in bo v drugem četrtletju 2021 presegla raven iz zadnjega četrtletja 2019 za okoli 1%. Na splošno takšne na mehanskem modelu temelječe ekstrapolacije predvidevajo nadaljnje prerazporejanje aktivnosti med tržnimi storitvami, tako da se umikajo od sektorjev, v katerih je več medosebnih stikov, v smeri sektorjev, na katere manj vplivajo socialno distanciranje in zaježitveni ukrepi.

Graf E

Razčlenitev realnega BDP po sektorjih v euroobmočju

(indeks: IV 2019 = 100)

- industrija
- rekreacijske dejavnosti
- druge tržne storitve
- drugo gospodarstvo
- gospodarstvo skupaj



Viri: Eurostat, Hale, T., in drugi, op. cit., izračuni Eurosistema in ECB.

Opomba: Gibanje po sektorjih, predvideno v modelu, temelji na napovedih iz marca 2021 za realni BDP ter zunanje povpraševanje v prvem in drugem četrletju 2021.

Če povzamemo, je imelo omejevanje pandemije COVID-19 različne ekonomske posledice po sektorjih in po državah v različnih časovnih obdobjih. Ciljno usmerjeni zajezitveni ukrepi in vedenjski odzivi gospodarskih subjektov so pomagali omejevati ekonomske stroške omejitve. V prihodnje bo ekonomski učinek zajezitvenih ukrepov po sektorjih vsaj kratkoročno verjetno še naprej zelo različen.

5 Vloga profitnih marž pri prilagajanju na šok zaradi COVID-19

Pripravila Elke Hahn

Profitne marže so sestavni del domačih cen in so vplivale tudi na odzivanje inflacije v euroobmočju na šok zaradi koronavirusa (COVID-19). Rast deflatorja BDP je ostala v prvi polovici leta 2020 okrepljena kljub strmemu upadu gospodarske aktivnosti. Ta okvir kaže, da je bilo gibanje profitnih marž, izraženih kot dobiček na enoto proizvoda (tj. bruto poslovni presežek na enoto BDP), med krizo izjemno, tudi v primerjavi s preteklimi recesijami, ter da so marže določale gibanje inflacije, merjene z deflatorjem BDP. Okvir analizira tudi verjetne vire neobičajnega odzivanja profitnih marž in obravnava gibanje podrobnejših kazalnikov dobička v glavnih institucionalnih sektorjih od začetka krize.

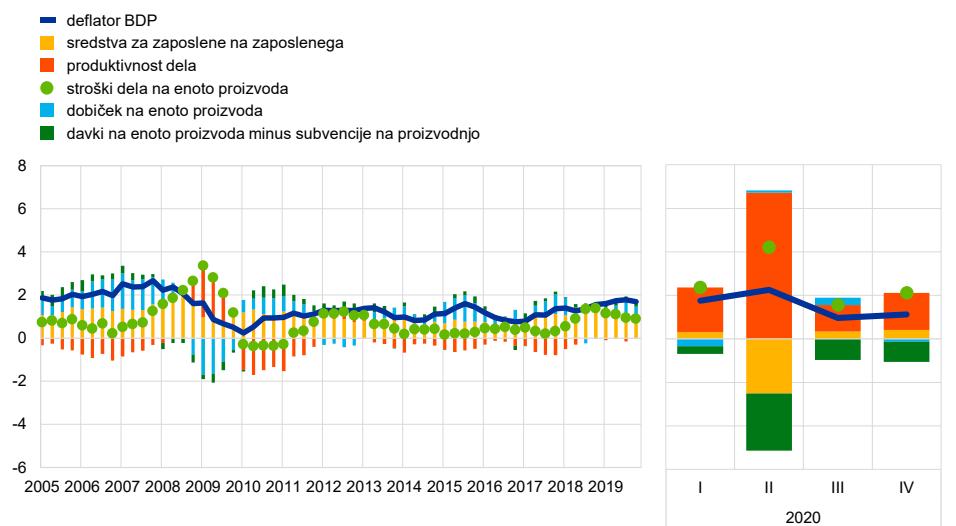
Gibanje deflatorja BDP in komponent je od začetka krize zaradi COVID-19 izjemno (graf A). Kljub recesiji se je medletna stopnja rasti deflatorja BDP povečala z 1,8% v prvem četrletju 2020 na 2,3% v drugem četrletju, nato pa se je v naslednjih dveh četrletjih zmanjšala na približno 1,0%. To je bila največja sprememba med dvema četrletnjema v zgodovini serije. Vendar se zdi, da grba v dinamiki deflatorja BDP ni posledica dejanskih sprememb domačih cenovnih pritiskov, ampak je predvsem odraz statističnega merjenja.¹ Obenem tudi spremembe v komponentah deflatorja BDP daleč presegajo spremembe v preteklih križah. Stroški dela na enoto proizvoda so namreč v drugem četrletju zabeležili strmo začasno povečanje, davki na enoto proizvoda minus subvencije na proizvodnjo pa so imeli izjemno velik negativen prispevek k deflatorju BDP. Slednje je odraz vladnih podpornih ukrepov v kontekstu šhem za ohranjanje delovnih mest, medtem ko je v tretem in zadnjem četrletju manjša uporaba teh šhem zaradi odbaja gospodarske aktivnosti povzročila precejšnje

¹ Deflator BDP, impliciran v nacionalnih računih, je izpeljan tako, da se nominalni BDP deli z realnim BDP (po verižnem obsegu). Zato ga je mogoče analizirati po izdatkovni, prihodkovni in proizvodni strani BDP. Razčlenitev deflatorja BDP po proizvodni strani kaže, da je k povečanju medletne stopnje rasti deflatorja BDP v drugem četrletju 2020 prispeval predvsem deflator sektorja »javne uprave, obrambe, izobraževanja, zdravstva in socialnega varstva«. Deflator javnega sektorja se je v drugem četrletiju povečal zato, ker nominalni proizvod ni upadel toliko kot realni proizvod. Številni nacionalni statistični uradi so imeli spriko krize zaradi COVID-19 težave pri merjenju netržnega proizvoda, Eurostat pa so pozvali, naj zagotovi usmeritve na tem področju (glej »[Guidance on non-market output in the context of the COVID-19 crisis](#)«, Eurostat, maj 2020). Po teh usmeritvah odstopanje od konvencionalnega pristopa na podlagi »vsote stroškov« pri merjenju proizvoda v tekočih cenah zaradi začasnih sprememb v aktivnosti ni upravičeno in je treba še naprej upoštevati pravne zahteve Evropskega sistema računov (ESR 2010). S tem je zagotovljen tudi harmoniziran pristop v vseh državah članicah EU. Dejstvo, da je s sedanje perspektive v drugem četrletju 2020 prišlo do nepričakovanega gibanja deflatorja javnega sektorja, bi bilo lahko deloma posledica nezadostnih informacij, ki so bile takrat na voljo statističnim uradom. Ni mogoče izključiti, da bodo ti rezultati v poznejših objavah o BDP in v dokončnih letnih rezultatih za leto 2020, ki bodo na voljo pozneje leta 2021, popravljeni.

zmanjšanje tega prispevka.² Sheme za ohranjanje delovnih mest so znatno vplivale tudi na gibanje profitnih marž med krizo, kot je opisano v nadaljevanju.³

Graf A Deflator BDP in komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2020.

Skupni dobiček je med krizo zaradi COVID-19 strmo upadel tako v sektorju nefinančnih družb kot tudi v sektorju gospodinjstev (graf B). Bruto poslovni presežek nefinančnih družb in bruto raznovrstni dohodek manjših nekorporativnih podjetij, zajetih v sektorju gospodinjstev, ki skupaj predstavlja približno tri četrtine dobička celotnega gospodarstva, sta se v drugem četrtletju 2020 znatno zmanjšala, zmanjšanje pa je bilo veliko večje kot med veliko finančno krizo.⁴ V tretjem četrtletju 2020 je bil nadoknaden velik del zmanjšanja dobička v prejšnjem četrtletju. Enako velja za večino bolj specifičnih kazalnikov dobička, ki so na voljo za sektor nefinančnih družb. Le neto zadržani dobiček, ki se je v zadnjih letih gibal razmeroma ugodno, je ostal na skromnejši ravni.

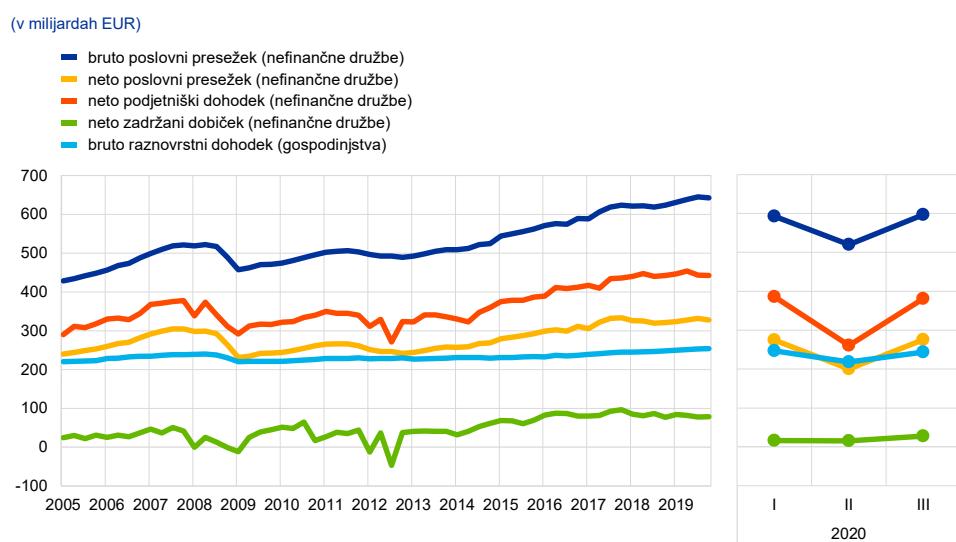
² Evidentiranje vladnih podpornih ukrepov v nacionalnih računih se med državami v euroobmočju razlikuje zaradi načina, kako vlade zagotavljajo podporo. V nekaterih državah se podpora zagotavlja kot subvencija delodajalcem, ki jo nato prenesajo na zaposlene v obliki nadomestila. To pomeni zmanjševanje komponente deflatorja BDP »davki na proizvodnjo minus subvencije na proizvodnjo« in primerljivo povečevanje sredstev za zaposlene na zaposlenega.

³ Več informacij o vplivu shem za ohranjanje delovnih mest na plače je v okviru z naslovom »Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic« v članku z naslovom »[The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

⁴ Bruto poslovni presežek sektorja gospodinjstev se tu ne upošteva, saj se nanaša predvsem na dejavnosti lastniško zasedenih stanovanj.

Graf B

Dobiček v sektorju nefinančnih družb in v sektorju gospodinjstev



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorice.

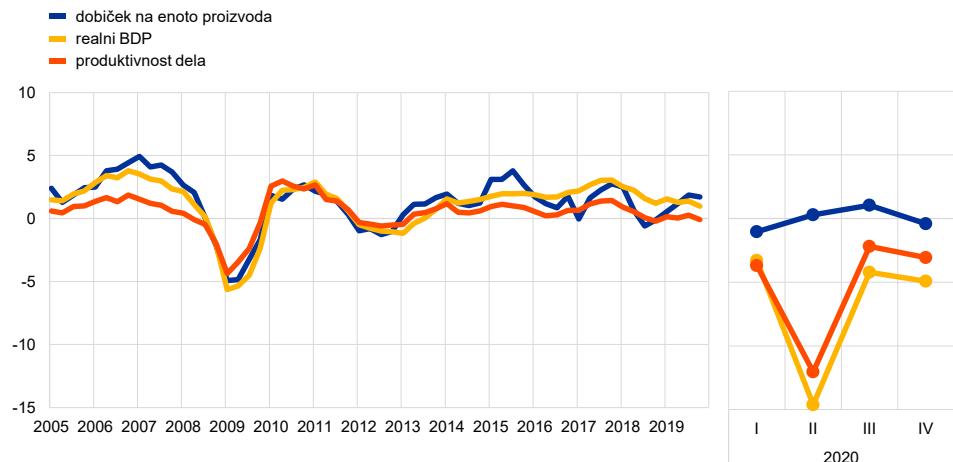
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2020.

Kljub splošnemu upadu dobička je dobiček na enoto proizvoda beležil vztrajno rast glede na globino recesije. Gibanje dobička na enoto proizvoda je zelo ciklično in ponavadi tesno sledi gibanju cikličnih kazalnikov, kot sta BDP in produktivnost dela (graf C). Vendar se je v drugem četrtletju 2020 tipično ciklično sogibanje dobička na enoto proizvoda in realne gospodarske aktivnosti prekinilo. To je jasno razvidno iz primerjave gibanj med veliko finančno krizo in po njej. V drugem četrtletju 2020 je bil dobiček na enoto proizvoda šibek, vendar je bil precej bolj vztrajen, kot bi lahko sklepali iz značilnega cikličnega sogibanja, saj je kljub velikemu padcu BDP celo nekoliko pozitivno prispeval k deflatorju BDP. V tretjem in zadnjem četrtletju 2020 je dobiček na enoto proizvoda ostal šibek in izgubil povezavo s strmim cikličnim preobratom, vendar je bil še vedno višji, kot bi lahko sklepali iz cikličnih razmer, kot se na primer kažejo v gibanju BDP. Čeprav je statistično merjenje verjetno pomembno vplivalo na gibanje dobička na enoto proizvoda, s tem ne moremo pojasniti njegove vztrajne rasti.

Graf C

Dobiček na enoto proizvoda, BDP in produktivnost dela

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2020.

Empirične ugotovitve, ki temeljijo na preteklih recesijah, kažejo na nelinearnost in relativno manjše ciklično prilagajanje dobička na enoto proizvoda med recesijo kot med konjunkturo (graf D).⁵ Rezultati vektorskega avtoregresivnega modela z mejnimi vrednostmi kažejo, da ima šok na strani povpraševanja razmeroma manjši vpliv na inflacijo v recesiji kot v konjunkturi, in sicer zaradi manjšega odzivanja dobička na enoto proizvoda, takšno gibanje pa je bilo zabeleženo tudi med krizo zaradi COVID-19.⁶ Z ocenjeno nelinearnostjo odzivanja dobička na enoto proizvoda je mogoče tudi pojasniti, zakaj se je inflacija v preteklih recesijah znižala manj, kot nakazujejo linearni modeli, kar se imenuje tudi »odsotnost dezinflacije«. Vseeno je vztrajnost profitnih marž med krizo zaradi COVID-19 izjemna, tudi v primerjavi s preteklimi recesijami.

⁵ Glej Hahn, E., »The wage-price pass-through in the euro area: does the growth regime matter?«, *Working Paper Series*, št. 2485, ECB, oktober 2020.

⁶ Kar zadeva šok na strani ponudbe, v empirični analizi ni bilo ugotovljeno nelinearno gibanje med recesijo in konjunkturo.

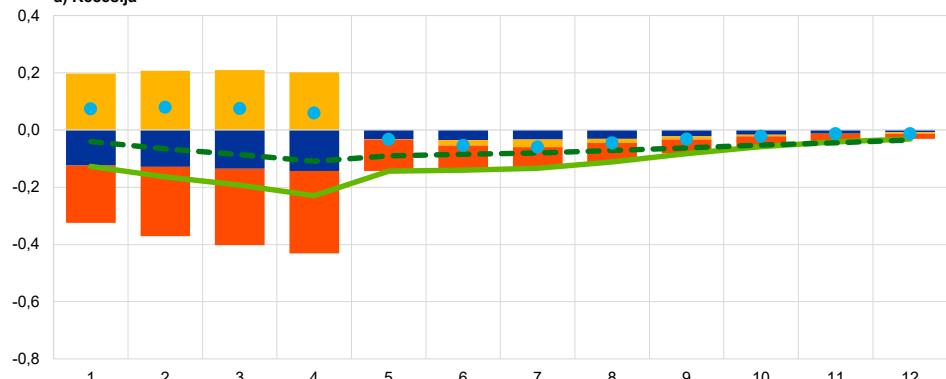
Graf D

Odzivanje deflatorja BDP in komponent ter inflacije brez energentov in hrane na neugodne šoke na strani povpraševanja v recesiji in konjunkturi

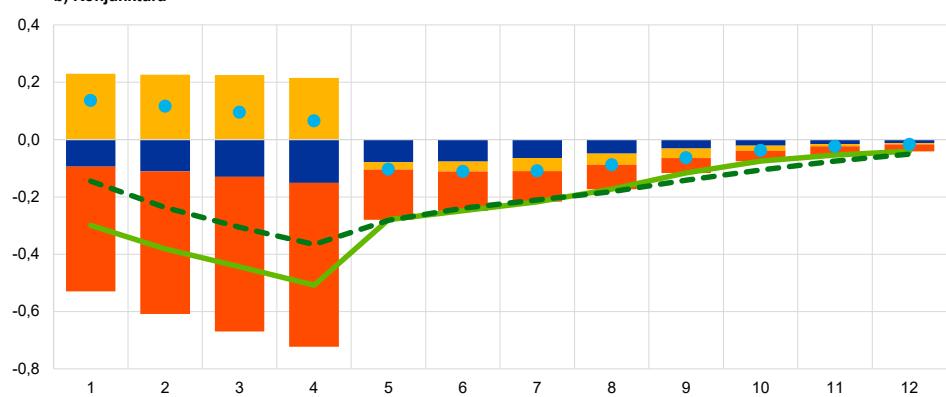
(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- sredstva za zaposlene na zaposlenega
- produktivnost dela
- dobiček na enoto proizvoda
- deflator BDP
- stroški dela na enoto proizvoda
- inflacija brez energentov in hrane

a) Recessija



b) Konjunktura



Vir: Hahn, E. (2020).

Opombe: Os x se nanaša na časovni razpon impulznega odzivanja v četrletnjih. Velikost šoka na strani povpraševanja ustreza 1-odstotnemu zmanjšanju realnega BDP v prvem letu. Predpostavlja se, da se posredni davki brez subvencij sorazmerno odzivajo na realni BDP, tako da ta komponenta ne prispeva k spremembam deflatorja BDP.

Sheme za ohranjanje delovnih mest so imele pomembno vlogo pri vztrajni rasti dobička na enoto proizvoda med krizo zaradi COVID-19.⁷ Podjetja v zgodnji fazi gospodarskega upada si na splošno prizadevajo ohraniti delavce, tudi na račun nižjih profitnih marž. Pritiske na zniževanje profitnih marž je mogoče ublažiti z vladnimi programi podpore za plače. Takšni programi so bili med krizo zaradi COVID-19 veliko bolj razširjeni kot v prejšnjih recesijah, s čimer je verjetno mogoče pojasniti vztrajno rast profitnih marž v sedanji krizi v primerjavi s preteklimi recesijami.

Če zaključimo: čeprav se je dobiček med krizo zaradi COVID-19 zmanjšal bolj kot v prejšnjih recesijah, je bil glede na gospodarsko aktivnost zelo vztrajen. To je v tem obdobju prispevalo k zmanjšanju pritiskov na zniževanje inflacije.

⁷ Več informacij o shemah za ohranjanje delovnih mest je v članku z naslovom »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

Velika vztrajnost profitnih marž med to krizo je verjetno posledica običajne vztrajnosti profitnih marž v recesiji in rezultat shem za ohranjanje delovnih mest. Ker bodo sheme za ohranjanje delovnih mest verjetno ostale v veljavi, dokler se kriza zaradi COVID-19 nadaljuje, je mogoče pričakovati, da bodo profitne marže ostale razmeroma vztrajne glede na gibanje gospodarske aktivnosti.

Uteži v indeksu HICP za leto 2021 in njihov vpliv na merjenje inflacije

Pripravili Eduardo Gonçalves, Lukas Henkel, Omilos Kouvasas, Mario Porqueddu in Riccardo Trezzi

Pandemija koronavirusa (COVID-19) in z njo povezani ukrepi za omejitev gibanja so od začetka leta 2020 povzročili izjemno velike spremembe v strukturi potrošnje. Gospodinjstva so povečala relativni delež izdatkov za nekatere kategorije v košarici HICP in ga za druge zmanjšala. V tem okvirju so predstavljene spremembe v potrošnji in njihov vpliv na merjenje inflacije.

Uteži v indeksu HICP za leto 2021 so bile posodobljene na podlagi podatkov, ki odražajo tudi potrošnjo gospodinjstev v letu 2020.¹ Indeks HICP je zasnovan na podlagi fiksne košarice, pri čemer se uteži v indeksu HICP prilagodijo na začetku vsakega leta, da odražajo potrošnjo gospodinjstev v prejšnjem letu. Uteži v indeksu HICP ostanejo fiksne do decembra vsakega leta.² Ker se struktura potrošnje gospodinjstev običajno spreminja postopno, na izračun trenutne inflacije navadno nima velikega vpliva dejstvo, da se za izračun uporablajo deleži potrošnje iz prejšnjega leta (namesto iz tekočega leta). Vendar pa za obdobje pandemije COVID-19 to pomeni, da uteži v indeksu HICP, s katerimi se je v letu 2020 pripravljala medletna inflacija, niso ustrezno odražale velikih sprememb v trošenju gospodinjstev, ki jih je povzročila pandemija. Velike spremembe v potrošnji gospodinjstev v letu 2020 se tako zdaj odražajo v najnovejših utežeh v indeksu HICP, s katerimi se izračunava stopnja inflacije v letu 2021.³

Najnovejše letne uteži v indeksu HICP, ki so bile uvedene na začetku leta 2021, kažejo velike spremembe v vseh kategorijah. Graf A prikazuje vrednosti uteži v indeksu HICP, s katerimi se pripravlja inflacija v letih 2020 in 2021, in sicer po posebnih agregatih in njihovi pretekli porazdelitvi v obdobju 2012–2019 (sive »prečke«). Uteži so se najbolj zmanjšale pri storitvah, predvsem pri rekreaciji in prometu, najbolj pa se je povečala utež v postavkah hrane in pri stanovanjskih storitvah.⁴ Velikost sprememb je mogoče bolje pojasniti s porazdelitvijo preteklih sprememb (leva stran v grafu A). V nekaterih kategorijah so te spremembe doslej brez primere. V skoraj vseh postavkah je sprememba v letu 2021 daleč izven 75-odstotnega intervala preteklih sprememb, mnoge spremembe pa so precej izven

¹ Več informacij je v [metodološken pojASNILU Eurostata](#). V kolikšni meri so nacionalni statistični uradi te napotke upoštevali, se med državami razlikuje.

² HICP je Laspeyresov indeks, ki se izračunava z letnim veriženjem indeksov za 13 mesecev (od decembra do decembra). December vsakega leta je mesec prekrivanja oziroma veriženja, ko se novi in stari košarici dobrin določi cena ter se ustrezno uskladijo indeksi. Več podrobnosti je v [metodološkem priročniku Eurostata glede HICP](#) in v pravnih zahtevah, kot so opisane v členu 3 [izvedbene uredbe glede HICP](#).

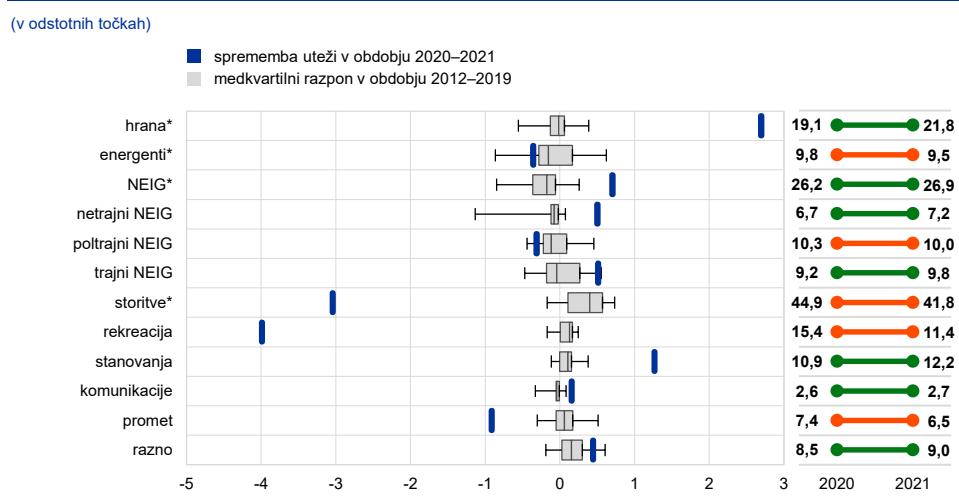
³ Za prejšnje analize ECB na tem področju glej [Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic, Economic Bulletin, številka 7, ECB, 2020](#), in [Inflation measurement in times of economic distress, Economic Bulletin, številka 3, ECB, 2020](#).

⁴ Uteži potrošnje v indeksu HICP so relativne uteži. Zato se utež postavke poveča, ne samo če se izdatki v tej postavki povečajo bolj kot skupni izdatki (kot na primer v postavkah hrane v letu 2020), ampak tudi če izdatki ostanejo približno enaki in gospodinjstva zmanjšajo skupne izdatke (kot na primer za stanovanjske storitve v letu 2020).

pretekle meje. Utež za rekreacijo se je na primer spremenila za okrog 20 standardnih odklonov pretekle porazdelitve.

Graf A

Uteži v indeksu HICP: ravnih in porazdelitv preteklih sprememb



Viri: Eurostat in izračuni avtorjev.

Opombe: Graf prikazuje uteži v indeksu HICP v letih 2020 in 2021 (na desni strani). Zelena/rdeča črta kaže, ali so se uteži povečale/zmanjšale. Graf prikazuje tudi spremembe uteži (modre črtice na levi strani) in njihovo preteklo porazdelitev (sive »prečke« na levi strani). Kategorije, označene z »*«, pomenijo glavne posebne agregate. Kategorije, ki niso označene, so podagregati, ki so vključeni v glavne agregate. Sive »prečke« predstavljajo mediano, 25. centil, 75. centil, najnižjo in najvišjo vrednost pretekle porazdelitve. NEIG pomeni »industrijski proizvodi razen energentov«. Pretekli razponi temeljijo na vzorcu za obdobje od leta 2012 (prvo leto, ko so bile na voljo letne uteži v indeksu HICP) do leta 2019.

Spremembe uteži so prispevale k zvišanju inflacije v januarju 2021. Graf B

prikazuje spremembe uteži potrošnje in s tem povezane spremembe stopnje inflacije po podrobnih kategorijah potrošnje.⁵ Velikost krogcev kaže utež potrošnje v indeksu HICP za leto 2021. Postavke, pri katerih se je delež potrošnje najbolj zmanjšal, v povprečju kažejo največje znižanje inflacije.⁶ Intuitivno je ob spremembah uteži za leto 2021 v indeksu HICP večja utež trenutno dodeljena kategorijam s stopnjo inflacije, višjo od povprečja, manjša utež pa je dodeljena postavkom s stopnjo inflacije, ki je nižja od povprečja. Zato spremembe uteži privedejo do višje agregirane stopnje inflacije, kot bi bila, če se deleži potrošnje ne bi spremenili.

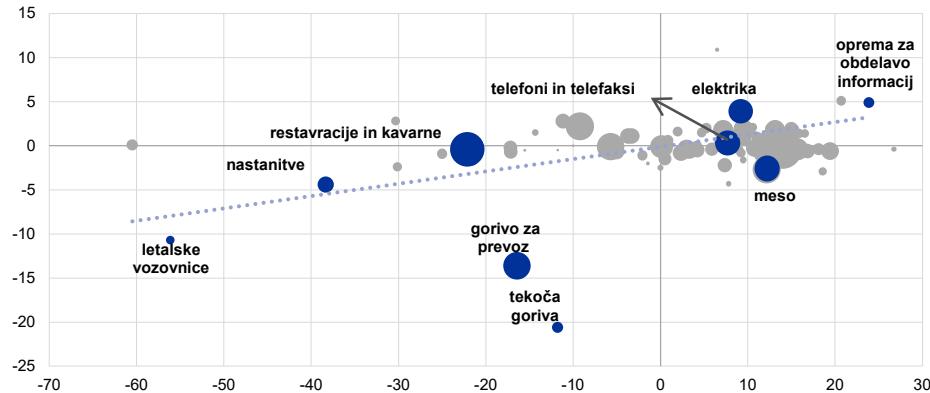
⁵ Graf B prikazuje postavke v indeksu HICP na štirimestni ravnih agregiranja v klasifikaciji individualne potrošnje po namenu. Pri indeksu HICP se uporablja sistem klasifikacije individualne potrošnje po namenu, več podrobnosti pa je v [metodološkem priročniku Eurostata glede HICP](#).

⁶ Če se namesto spremembe medletne stopnje inflacije med januarjem 2020 in januarjem 2021 upošteva medletna stopnja inflacije v januarju 2021, dobimo zelo podobne rezultate.

Graf B

Spremembe uteži v indeksu HICP in inflacija po podrobnih kategorijah potrošnje

(os x: odstotna sprememba uteži v indeksu HICP med letoma 2020 in 2021; os y: sprememba medletne stopnje inflacije med januarjem 2020 in januarjem 2021)



Viri: Eurostat in izračuni avtorjev.

Opombe: Graf prikazuje korelacijo med sprememboto uteži v indeksu HICP (os x) in spremembo medletne stopnje inflacije (os y). Vsak krogec predstavlja postavko v indeksu HICP na štirimestni ravnini agregiranja v klasifikaciji individualne potrošnje po namenu. Krogci so prikazani v merilu, ki je skladno z utežmi v indeksu HICP za leto 2021. Modri krogci so izbrane postavke. Modra črtana črta predstavlja linearno ujemanje podatkov.

S hipotetičnimi vrednostmi je mogoče kvantificirati, kakšen vpliv so imele spremembe uteži na zvišanje stopnje inflacije v januarju 2021. Na podlagi objavljenih stopnji inflacije za januar 2021 smo sestavili hipotetični indeks HICP, pri čemer nismo uporabili uteži za leto 2021, ampak za leto 2020 (graf C).⁷ Razlika med objavljeno stopnjo inflacije (modri stolpci) in hipotetično stopnjo inflacije (rumeni stolpci) na zgornji sliki v grafu C kaže vpliv novih uteži na agregirano inflacijo. Skupna inflacija je okrog 0,3 odstotne točke višja od hipotetične stopnje inflacije. Stopnja inflacije brez energentov in hrane je okrog 0,4 odstotne točke višja, ker je vpliv uteži na inflacijo v skupini hrane in energentov majhen. Vseeno pa se vpliv med državami razlikuje, kot je prikazano na spodnji sliki v grafu C.⁸

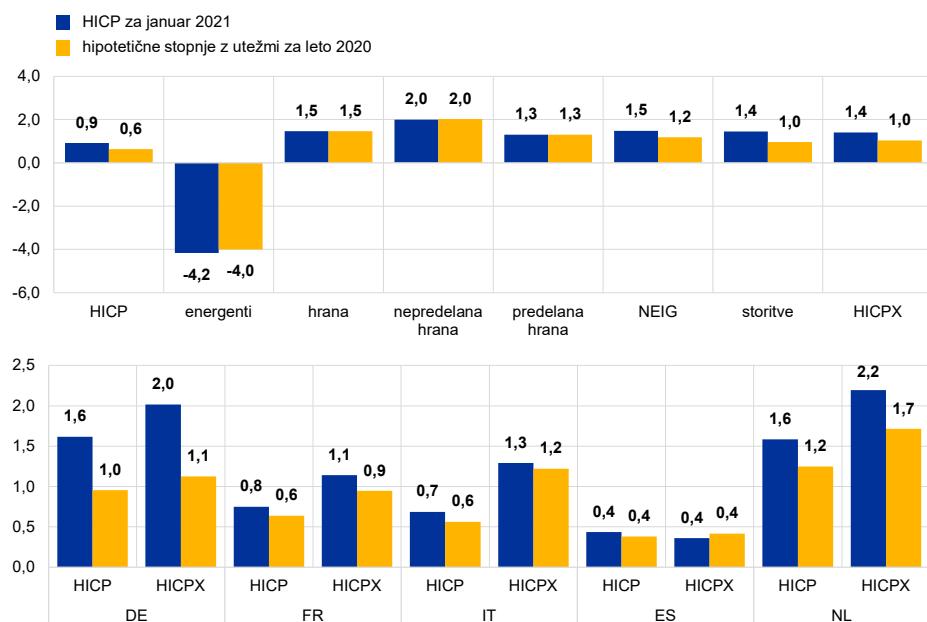
⁷ Da bi reproducirali povsem enako metodologijo glede HICP, smo za hipotetične vrednosti uporabili podatke na petmestni ravnini agregiranja v klasifikaciji individualne potrošnje po namenu.

⁸ Razlike v vplivu uteži med državami lahko nastanejo zaradi dveh dejavnikov. Prvič, zaradi velikosti sprememb uteži v posameznih kategorijah na ravnini države. Razlike v spremembah uteži med državami lahko odražajo različna gibanja strukture potrošnje, hkrati pa tudi postopek posodabljanja uteži, ki ga izvajajo nacionalni statistični uradki, in v kolikšni meri se je v tem postopku ustrezno upoštevala struktura potrošnje v letu 2020. Drugič, razlike med državami lahko odražajo tudi različno stopnjo inflacije na ravnini kategorij, na kar vplivajo tudi spremembe uteži.

Graf C

Objavljene medletne stopnje inflacije in hipotetične stopnje inflacije

(v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni avtorjev.

Opombe: Graf prikazuje medletno stopnjo inflacije v januarju 2021 (modri stolpci) in hipotetične stopnje, sestavljene z utežmi za leto 2020 (rumeni stolci). NEIG pomeni »industrijski proizvodi razen energentov«. HICPX pomeni »inflacija brez energentov in hrane«.

Spremembe uteži bodo še naprej vplivale na stopnjo inflacije tekom celega leta 2021. Velikost in znak vpliva uteži na medletno inflacijo se tekom prihodnjih mesecev lahko spremenita. Medtem ko so se januarja 2021 uteži v kategorijah z nadpovprečno stopnjo inflacije povečale, stopnja inflacije v teh kategorijah morda ne bo še naprej nadpovprečna tekom celega leta. Ker se dinamika cen v posameznih kategorijah spreminja iz meseca v mesec, se v skladu s tem spreminja tudi vpliv uteži na medletno inflacijo. Ker se za indeks HICP uporablja veriženje, bi to potencialno lahko okrepilo vpliv.⁹ Veriženje indeksov na nizki (visoki) ravni indeksa pomeni, da se sami indeksi morda ne bodo v celoti vrnili na prejšnje ravni, tudi ko se bodo uteži in cene vrnila na raven pred pandemijo. To se je na primer zgodilo s podindeksom goriva za prevoz, ki je bil na nizki ravni, ko so se indeksi verižili (decembra 2020). Vzporedno se je utež zmanjšala, s čimer so se prihodnji prispevki te postavke k indeksu energentov znižali na najnižjo raven. To bi spet lahko privedlo do tega, da se indeks energentov ne bo v celoti vrnil na prejšnjo raven, tudi če se bodo na prejšnjo raven vrnil cene in uteži.

Uteži v indeksu HICP bodo v naslednjih nekaj letih najverjetnejše naprej bolj kot običajno vplivale na merjenje inflacije. Leta 2020 se je zaradi pandemije precej spremenil vzorec trošenja gospodinjstev, te spremembe pa se v celotnem letu 2021 odražajo v utežeh v indeksu HICP za leto 2021 in posledično tudi v izmerjeni inflaciji.

⁹ Veriženje je metodološka posledica indeksa cen, pri čemer se uteži redno posodabljajo. Kot je pojasnjeno v članku z naslovom [Chain linking over December and methodological changes in the HICP: view from a central bank perspective](#): »Generally, the value in a linking period – month or year – affects a chain-linked time series from the point in time at which the recent index is linked to that value. Chain-linked index series are “path dependent”, i.e. affected by the values of each linking period, which have a permanent impact on the time series.«, *Statistics Paper Series*, ECB, februar 2021.

Dolgoročneje gledano bi se uteži v kategorijah košarice HICP lahko ponovno precej spremenile leta 2022, odvisno od tega, ali in kako se bodo vzorci trošenja (ponovno) prilagodili v luči pričakovanega gospodarskega okrevanja in prihodnjega poteka pandemije COVID-19.

7

Za učinkovito izvajanje svežnja ukrepov EU v podporo okrevanju

Pripravila Nico Zorell in Sander Tordoir

Čeprav je pandemija koronavirusa (COVID-19) skupni šok, ki je prizadel vse države euroobmočja, gospodarske posledice niso enake v vseh državah. Upad realnega BDP med zadnjim četrtletjem 2019 in drugim četrtletjem 2020, ki je v večini držav pomenil spremembo od rekordno visoke do rekordno nizke ravni, je v državah euroobmočja znašal med 5% in 22% (glej graf A).¹ Heterogene negativne posledice šoka zaradi pandemije COVID-19 so odraz različne dinamike javnega zdravja in različnih zaježitvenih ukrepov v posameznih državah, pa tudi ekonomskih dejavnikov, kot so sektorska specializacija gospodarstva, odpornost trga dela in trga proizvodov ter različno velik fiskalni manevrski prostor.² Po projekcijah evropskih in mednarodnih institucij obstaja tveganje, da bodo razlike vztrajale tudi v fazi okrevanja in srednjeročno negativno vplivale na dohodkovno konvergenco v euroobmočju.

Graf A

Sprememba realnega BDP med zadnjim četrtletjem 2019 in drugim četrtletjem 2020

(v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Opomba: EA pomeni euroobmočje.

Instrument Evropske unije za okrevanje, ki se imenuje »EU naslednje generacije« in je v veljavi od 19. februarja 2021, je odprt novo poglavje v odzivu evropskih politik na pandemijo COVID-19.³ Glavni cilj instrumenta je podpreti okrevanje in ustvariti temelje za bolj zeleno, bolj digitalno in odpornejše evropsko gospodarstvo. V ta namen je Evropska komisija pooblaščena, da v imenu EU na

¹ Podobne razlike je mogoče opaziti pri odzivu zaposlenosti na šok zaradi pandemije COVID-19. Glej članek z naslovom »The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

² Zaradi koronavirusne krize so se povečale tudi makroekonomske ranljivosti v državah euroobmočja, kot je Evropska komisija dokumentirala v zadnjem poročilu o mehanizmu opozarjanja. Komisija v poročilu zlasti opozarja na povečano zadolženost javnega in zasebnega sektorja, šibke obete za rast in slabosti podjetniškega sektorja. Glej Evropska komisija, »Alert mechanism report 2021«, november 2020.

³ Podrobnosti o upravljanju sklada »EU naslednje generacije« in o javnofinancnih vidikih so predstavljene v okviru z naslovom »Javnofinancne posledice svežnja ukrepov EU v podporo okrevanju«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2020.

kapitalskih trgih zbere do 750 milijard EUR (okrog 5% BDP EU). Ta finančna sredstva je mogoče uporabiti za nepovratna sredstva v višini do 390 milijard EUR in za posojila v višini do 360 milijard EUR, ki bodo državam članicam EU izplačana do konca leta 2026. Osrednji element v okviru instrumenta za okrevanje je mehanizem za okrevanje in odpornost s skupnimi sredstvi v višini 672,5 milijarde EUR. Z razdelitvenim ključem v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost je večja fiskalna podpora namenjena državam, ki so v krizi zaradi COVID-19 bolj ranljive in jih je ta huje prizadela. Da bi države članice prejele podporo, morajo pripraviti načrte za okrevanje in odpornost, ki vključujejo program naložb in reform, v katerem se upoštevajo priporočila posameznim državam, izdana v okviru evropskega semestra.⁴ V načrtih morajo imeti pomembno mesto cilji glede podnebja in digitalizacije. Države članice bi morale najmanj 37% predvidenih izdatkov nameniti podnebnim ciljem, z najmanj 20% celotnih naložb pa bi morale podpreti digitalno preobrazbo. Sredstva iz mehanizma za okrevanje in odpornost bodo izplačana v obrokih, potem ko bodo doseženi mejniki in cilji, opredeljeni v odobrenih načrtih.

Sveženj ukrepov v podporo okrejanju lahko, če se bo izvajal učinkovito, prispeva k hitrejšemu, močnejšemu in enakomernejšemu gospodarskemu okrejanju, hkrati pa spodbuja odpornost gospodarstva euroobmočja in sposobnost za rast. Instrument za okrevanje naj bi precej spodbudil povpraševanje, zlasti v državah, ki so velike neto prejemnice finančnih sredstev. Dejstvo, da se 13% teh sredstev izplača kot predujem, kaže na pomen, ki ga evropski nosilci odločanja pripisujejo stabilizacijskemu vidiku. V srednjeročnem obdobju bi lahko naložbeni in reformni projekti, financirani iz sklada »EU naslednje generacije«, spodbujali odpornost, potencial za rast in konvergenco gospodarstva v euroobmočju. Sveženj za okrejanje bi tako prispeval k temu, da se denarna, javnofinančna in strukturna politika, čeprav se v euroobmočju izvajajo neodvisno, izvajajo tako, da se medsebojno krepijo. Z blažitvijo heterogenih negativnih posledic pandemije COVID-19 bi lahko sveženj za okrejanje prispeval tudi k povečanju učinkovitosti denarne politike v euroobmočju.

Učinkovitost svežnja ukrepov v podporo okrejanju bo odvisna od doseganja ustreznega ravnovesja med naložbami in reformami, ki se medsebojno krepijo. Pri tem je izjemno pomembno, da se nacionalni načrti za okrejanje in odpornost temeljito ocenijo, s čimer se preveri, ali v celoti izpolnjujejo ocenjevalne kriterije, določene v zadevni uredbi EU. Priporočila posameznim državam, izdana v okviru evropskega semestra, ter zakonodaja EU na področju podnebja in digitalizacije, kot je taksonomija EU o trajnostnih dejavnostih,⁵ so lahko koristno vodilo pri določanju prednostnih nalog na področju naložb in reform. Zaradi minimalnih ciljnih izdatkov v okviru mehanizma za okrejanje in odpornost, namenjenih podnebju in digitalizaciji, ter zahteve, da se s sredstvi iz tega mehanizma financirajo dodatne naložbe, se lahko raven ambicij še poveča. Večja usmerjenost sklada »EU naslednje generacije« v produktivne naložbe kot pa v tekoče izdatke na splošno pomeni, da bo njegov

⁴ Evropski semester je okvir, znotraj katerega se usklajujejo ekonomske politike po vsej Evropski uniji. Več podrobnosti je na spletni strani [The European Semester in your country](#).

⁵ Glej [Uredbo \(EU\) 2020/852](#) Evropskega parlamenta in Sveta z dne 18. junija 2020 o vzpostavitvi okvira za spodbujanje trajnostnih naložb ter spremembi Uredbe (EU) 2019/2088.

potencialni vpliv na dolgoročno rast verjetno izrazitejši.⁶ Iz sklada bodo vsako leto izplačana nepovratna sredstva v povprečni višini okrog 1% BDP. Za primerjavo, javne naložbe so v letu 2019 znašale 3% BDP euroobmočja. Ambiciozne in ciljno usmerjene reforme v nacionalnih načrtih za okrevanje in odpornost lahko dodatno okrepijo potencial za rast, konvergenco in odpornost. Veliko informacij dokazuje, da je mogoče razlike v srednjeročni rasti med državami euroobmočja delno pripisati razlikam v gospodarski strukturi in institucijah.⁷ Poleg tega lahko države, ki imajo na tem področju pomanjkljivosti, ob skupnem šoku utripijo do dvakrat tolikšen upad gospodarske aktivnosti kot najuspešnejše države.⁸ Reformni del mehanizma za okrevanje in odpornost lahko tako prispeva k ustvarjanju dolgoročnih dodatnih koristi z vidika rasti in odpornosti proti šokom. Načrti z jasnim in ambicioznim naložbenim in reformnim stebrom so lahko učinkovitejši od seštevka posameznih delov. Vpliv dodatnih javnih naložb na rast bi lahko prispeval k izravnavi morebitnih kratkoročnih makroekonomskih stroškov, povezanih z nekaterimi strukturnimi reformami.⁹ Hkrati bi se lahko z dobro ciljno usmerjenimi strukturnimi reformami zmanjšala upravna ozka grla pri javnih naložbah in spodbudile zasebne naložbe, s tem pa povečal učinek sklada »EU naslednje generacije«.¹⁰

Da bi zagotovili pravočasno in učinkovito črpanje sredstev za okrevanje, namenjenih produktivni javni porabi, bi bilo treba posebno pozornost nameniti krepitvi upravne zmogljivosti in zmanjšanju ozkih gril pri izvajanju. Evropska komisija pričakuje, da bo okrog 20% vseh sredstev iz sklada »EU naslednje generacije« izplačanih v letih 2021 in 2022, preostanek pa do konca leta 2026. Predvidena hitrost izplačevanja sredstev iz tega sklada je precej višja kot pri strukturnih sredstvih v rednem proračunu EU. Cikel večletnega finančnega okvira EU traja sedem let, čeprav lahko dejansko izplačevanje poteka v obdobju moratorija, ki sega nekaj let v naslednje obdobje.¹¹ Vendar pa je bilo v zadnjih dveh ciklih večletnega finančnega okvira manj kot 50% strukturnih sredstev EU, namenjenih državam euroobmočja, izplačanih v obdobju, primerljivem z obdobjem sklada »EU naslednje generacije«, tj. v šestih letih (glej graf B). Hitrost črpanja se je precej razlikovala tudi med državami euroobmočja. Sedanja pandemija COVID-19 bi lahko zaradi omejevanja upravnih virov povzročila, da bo črpanje sredstev dodatno oteženo. Zaenkrat še ni znano, ali bo zato, ker mehanizem za okrevanje in odpornost temelji na nacionalnih in ne regionalnih upravnih organih, ima široke prednostne naloge in ne vključuje zahtev po sofinanciranju, črpanje sredstev hitrejše kot pri običajnih projektih proračuna EU. Tudi če bi to držalo, je hitrost črpanja nepopolno merilo učinkovite in

⁶ Glej Bańkowski, K., Ferdinandusse, M., Hauptmeier, S., Jacquinot, P., in Valenta, V., »[The macroeconomic impact of the Next Generation EU instrument on the euro area](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 255, ECB, Frankfurt na Majni, januar 2021.

⁷ Glej Masuch, K., Moshammer, E., in Pierluigi, B., »[Institutions, public debt and growth in Europe](#)«, *Working Paper Series*, št. 1963, ECB, september 2016.

⁸ Glej Sondermann, D., »[Towards more resilient economies: the role of well-functioning economic structures](#)«, *Working Paper Series*, št. 1984, ECB, november 2016. Prav tako je verjetneje, da bodo ob šoku globok gospodarski upad doživele države euroobmočja, v katerih so že prisotne makroekonomske ranljivosti. Glej Sondermann, D., in Zorell, N., »[A macroeconomic vulnerability model for the euro area](#)«, *Working Paper Series*, št. 2306, ECB, avgust 2019.

⁹ V zvezi s tem sta ključna prednostno razvrščanje ter natančno zaporedje naložb in reform.

¹⁰ Glej Consolo, A., Langiulli, M., in Sondermann, D., »[Business investment in euro area countries: the role of institutions and debt overhang](#)«, *Applied Economics Letters*, 26(7), 2019.

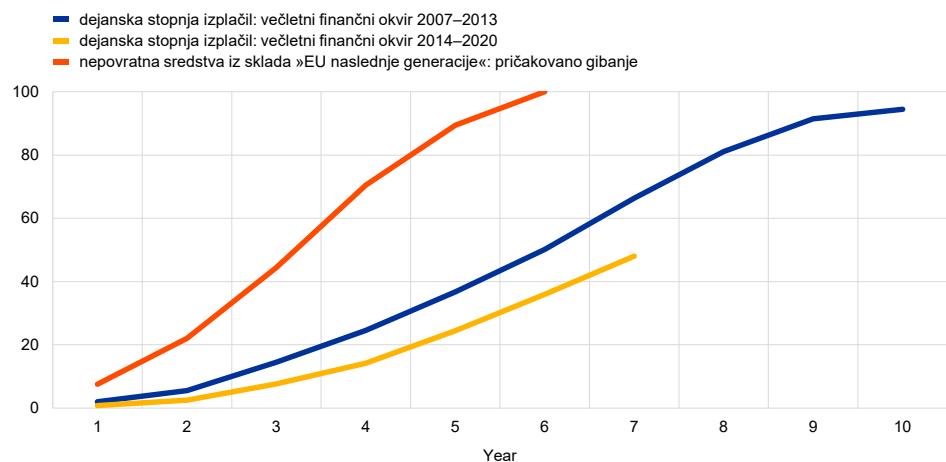
¹¹ Obdobje moratorija je pri večletnem finančnem okviru za obdobje 2014–2020 trajalo tri leta v nasprotju z dvoletnim obdobjem moratorija pri večletnem finančnem okviru za obdobji 2007–2013 in 2021–2027.

uspešne uporabe sredstev EU. Kot je izpostavilo Evropsko računsko sodišče, je lahko zaradi hitjenja s črpanjem sredstev EU proti koncu proračunskega cikla EU poraba sredstev potratna.¹² To kaže, da sta kakovost in zmogljivost javne uprave verjetno odločilna dejavnika pri uspešni uporabi sredstev iz skладa »EU naslednje generacije« ter bi lahko bila obetavno področje za reformo. Čeprav bo lahko trajalo še nekaj časa, preden se bo potencial reform javnega sektorja za povečanje zmogljivosti razkril v celoti, bi bilo mogoče omejitve nacionalnih zmogljivosti omiliti z učinkovito uporabo Instrumenta Evropske komisije za tehnično podporo, zlasti v srednjeročnem obdobju.¹³ Ta instrument lahko državam članicam pomaga pri upravljanju življenjskega cikla naložbenih in reformnih projektov ter prispeva k krepitvi sposobnosti priprave, izvajanja, spremljanja in ocenjevanja. Podobno bi lahko izvajanje olajšala in pospešila zakonodaja EU z vzpostavitvijo harmonizirane in jasne pravne infrastrukture.

Graf B

Pretekle stopnje izplačil sredstev iz strukturnih skladov EU in predvidene stopnje izplačil sredstev iz skладa »EU naslednje generacije«

(v odstotkih)



Viri: Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB na podlagi Darvas, Z., »Will European Union countries be able to absorb and spend well the bloc's recovery funding?«, Bruegel Blog, 24. september 2020.

Opombe: Leto 1 je prvo leto zadevnega programa, tj. 2007 pri večletnem finančnem okviru 2007–2013, 2014 pri večletnem finančnem okviru 2014–2020 in 2021 pri skladu »EU naslednje generacije«. Večletni finančni okvir 2007–2013 vključuje Kohezijski sklad, Evropski sklad za regionalni razvoj in Evropski socialni sklad, medtem ko slednji v večletni finančni okvir 2014–2020 ni vključen. Stopnja izplačila iz večletnega finančnega okvira je delež skupnega zneska, v proračunu EU namenjenega državi članici, ki ga je izplačala Komisija. V izračunih v zvezi z večletnim finančnim okvirom so zajeta samo države euroobmočja (netehano povprečje). Gibanje nepovratnih sredstev iz skладa »EU naslednje generacije« prikazuje izplačila, ki jih pričakuje Evropska komisija.

Pri zagotavljanju učinkovitega izvajanja svežnja ukrepov v podporo okrevanju bi lahko imeli ključno vlogo tudi ustrezni nacionalni sistemi kontrole in revizije.

Kot je poudarjeno v smernicah Evropske komisije državam članicam za pripravo načrtov za okrevanje in odpornost, bi lahko taki sistemi kontrole vključevali

¹² Glej Evropsko računsko sodišče, »Ukrepi Komisije in držav članic v zadnjih letih programskega obdobja 2007–2013 so obravnavali slabo črpanje sredstev, vendar so bili premalo osredotočeni na rezultate«, Posebno poročilo, št. 17, 2018.

¹³ Ključen cilj **Instrumenta za tehnično podporo** je podpirati države članice pri pripravi in izvajaju načrtov za okrevanje in odpornost, denimo z zagotavljanjem strokovnega znanja, kadrov in usposabljanja. Instrumentu so v sedanjem proračunskem obdobju EU namenjena finančna sredstva v višini 864 milijonov EUR.

previdnostne ukrepe za preprečevanje korupcije, goljufij in nasprotja interesov.¹⁴ K nemotenemu izvajanju naložbenih in reformnih projektov bi lahko ugodno prispevali tudi pravočasen zaključek postopkov v zvezi z vplivi na okolje ter dobro opredeljeni postopki sodelovanja med centralnimi in lokalnimi upravami, s katerimi bi preprečili spore o pristojnosti. Ob ustrezni osredotočenosti na te vidike bi se skupni makroekonomski učinek svežnja za okrevanje verjetno povečal.

¹⁴ Glej Evropska komisija, »Guidance to Member States recovery and reconciliation plans«, *Staff Working Document (2021) 12 final*, 22. januar.

Članki

1 Monetary policy and inequality

Prepared by Maarten Dossche, Jiří Slačálek and Guido Wolswijk

1 Introduction

The issue of economic inequality began to receive increased attention after the global financial crisis. During that period, the increase in unemployment, the heterogeneous evolution of house and stock prices, and the fall in interest rates all affected households in very different ways. Income and wealth inequality has risen in most advanced economies since the early 1980s, with some countries now seeing levels comparable to those recorded at the start of the 20th century, raising increasing concerns regarding the political and economic consequences of that trend.¹⁵

More recently, there has also been a greater focus on the interaction between monetary policy and inequality. In response to the global financial crisis, monetary policy embarked on a prolonged period of monetary accommodation, with unconventional measures (such as forward guidance and asset purchases) being used to lower and flatten the yield curve. As such measures tend to have a larger impact on the price of long-term assets than changes in short-term interest rates, this has given rise to concerns that monetary policy is mainly benefiting wealthier households.¹⁶ In addition, given the growing recognition that the pass-through of monetary policy is dependent on the distribution of income and wealth, central banks have begun to pay more attention to the heterogeneity of households.¹⁷ These developments have been supported by a wealth of new academic research on the role that household heterogeneity plays in the transmission of macroeconomic shocks and policies.¹⁸

This article reviews the latest evidence on economic inequality and its interaction with monetary policy, with a particular focus on the euro area.

Section 2 analyses both secular trends and cyclical fluctuations in the distribution of

¹⁵ See Piketty, T., *Capital in the Twenty-First Century*, Harvard University Press, 2013. Differences in income and wealth are typically correlated with various economic characteristics (such as people's level of education, professional experience and skills). However, those economic characteristics are not the only drivers of economic inequality. People's income and wealth are also correlated with various sociological characteristics (such as their age, gender, race, marital status and religion). In addition, public policies (e.g. as regards tax, education, housing and urbanisation) and social norms (e.g. discrimination) interact with those economic and sociological characteristics. Thus, the drivers of inequality are manifold and lie at the intersection of economics, sociology and public policy.

¹⁶ Inequality was, for example, one of the topics that came up most at listening events organised in the context of the review of the ECB's monetary policy strategy, with many participants arguing that monetary policy should play a more prominent role in addressing inequality. See the ECB's summary report on that listening exercise: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview001.en.html>

¹⁷ See Yellen, J., "Macroeconomic Research After the Crisis", speech delivered at the Federal Reserve Bank of Boston, 14 October 2016.

¹⁸ See, for example, Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T. and Wolf, C., "When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 32, 2017, pp. 1-75.

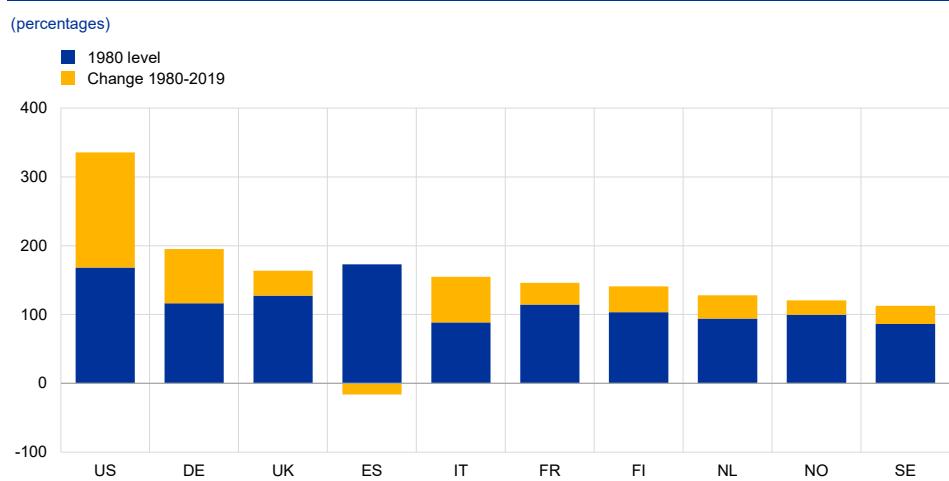
income and wealth in the euro area (a distinction that matters, since the interaction between monetary policy and inequality is arguably fairly cyclical in nature). Section 3 then considers the channels through which monetary policy may affect the distribution of income and wealth, looking at them from both a theoretical and an empirical perspective. Section 4 looks at how heterogeneity in household income and wealth affects the transmission of monetary policy to household spending. And Section 5 summarises the implications of these findings for monetary policy, as well as considering a number of aspects that require further research.

2 Analysis of trends and cycles in inequality

Secular trends in income and wealth inequality

In most advanced economies, income inequality has increased since the 1980s. This trend is illustrated by Chart 1, which shows the pre-tax national income of the top 10% of households as a percentage of the pre-tax national income of the bottom 50% of households. We can see that income inequality is substantially higher in the United States than it is in the European countries in that chart. What is more, the United States also saw the strongest increase over the period 1980-2019. By contrast, the three Nordic countries (Finland, Norway and Sweden) have relatively low levels of income inequality. It is also noticeable that only one country – Spain – saw a decline in income inequality over the period in question.

Chart 1
Income inequality 1980-2019



Source: World Inequality Database.

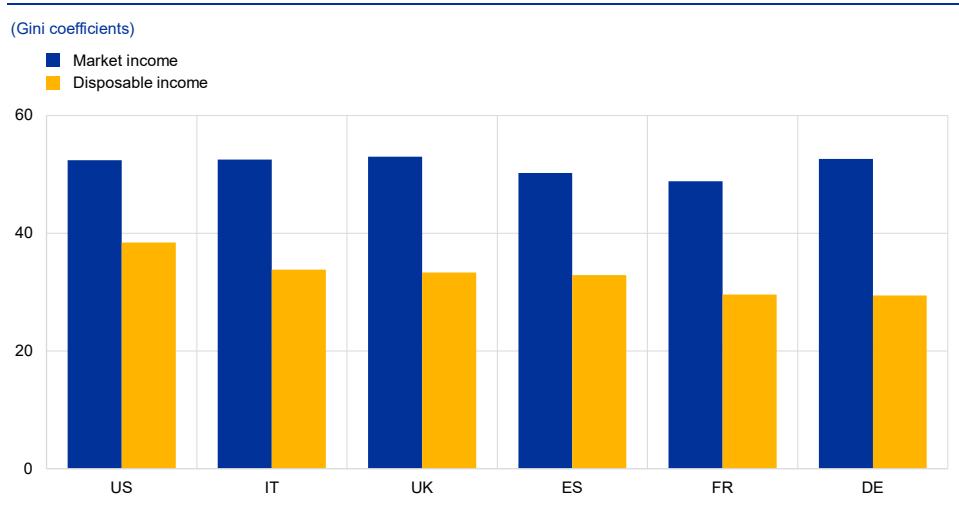
Notes: This chart shows the pre-tax national income of the top 10% of households as a percentage of the pre-tax national income of the bottom 50% of households. Pre-tax national income is defined as the sum of all pre-tax personal income flows accruing to owners of labour and capital, before taking account of the operation of tax/transfer systems, but after taking account of the operation of pension systems.

Income taxation and government transfers have a dampening effect on income inequality, with the precise nature of that impact varying across countries on the basis of their tax systems. If we compare the distribution of disposable income

with that of market income for the four largest euro area countries, the United Kingdom and the United States (Chart 2), the dampening effect of direct taxation (e.g. via progressive income taxes) and transfers is evident. The degree of income inequality is indicated by the Gini coefficient, which measures the extent to which the distribution of income among individuals/households deviates from a perfectly equal distribution, with a value of 0 indicating absolute equality and a value of 100 signalling full inequality (whereby the top income group receives all income). Most notably, we can see that the amount of income redistribution carried out by the government is far higher in the European countries (average decline of 20 basis points in the Gini coefficient) than it is in the United States (decline of 14 basis points). However, it is not clear, *a priori*, to what extent the higher degree of redistribution in Europe can explain the more limited *increase* in income inequality in the European countries in question (as shown in Chart 1). Two recent studies concluded that the difference between Europe and the United States in terms of the increase in income inequality is driven mainly by market income – i.e. income *before* redistribution.¹⁹

Chart 2

Reduction of Gini coefficients through governments' direct taxes and transfers



Source: Standardized World Income Inequality Database, versions 8 and 9.²⁰

Notes: This chart is based on data for 2017. Market income is broadly defined as income before tax and transfers; disposable income is defined as income after tax and transfers that is available for spending and saving.

Consumption is substantially less concentrated than net wealth, which may suggest that economic well-being is more evenly distributed than wealth.

Consumption inequality is sometimes regarded as a better indicator of the standard of living and welfare than income or wealth-based measures.²¹ As Chart 3 shows, the Gini coefficient of consumption expenditure is typically lower than that of disposable income, reflecting the fact that higher-income households have a higher saving rate.

¹⁹ See Blanchet, T., Chancel, L. and Gethin, A., “[Why is Europe more equal than the United States?](#)”, *WID Working Papers*, No 2020/19, 2020; and Bozio, A., Garbinti, B., Goupille-Lebret, J., Guillot, M. and Piketty, T., “[Predistribution vs. Redistribution: Evidence from France and the U.S.](#)”, *CEPR Discussion Papers*, No 15415, 2020.

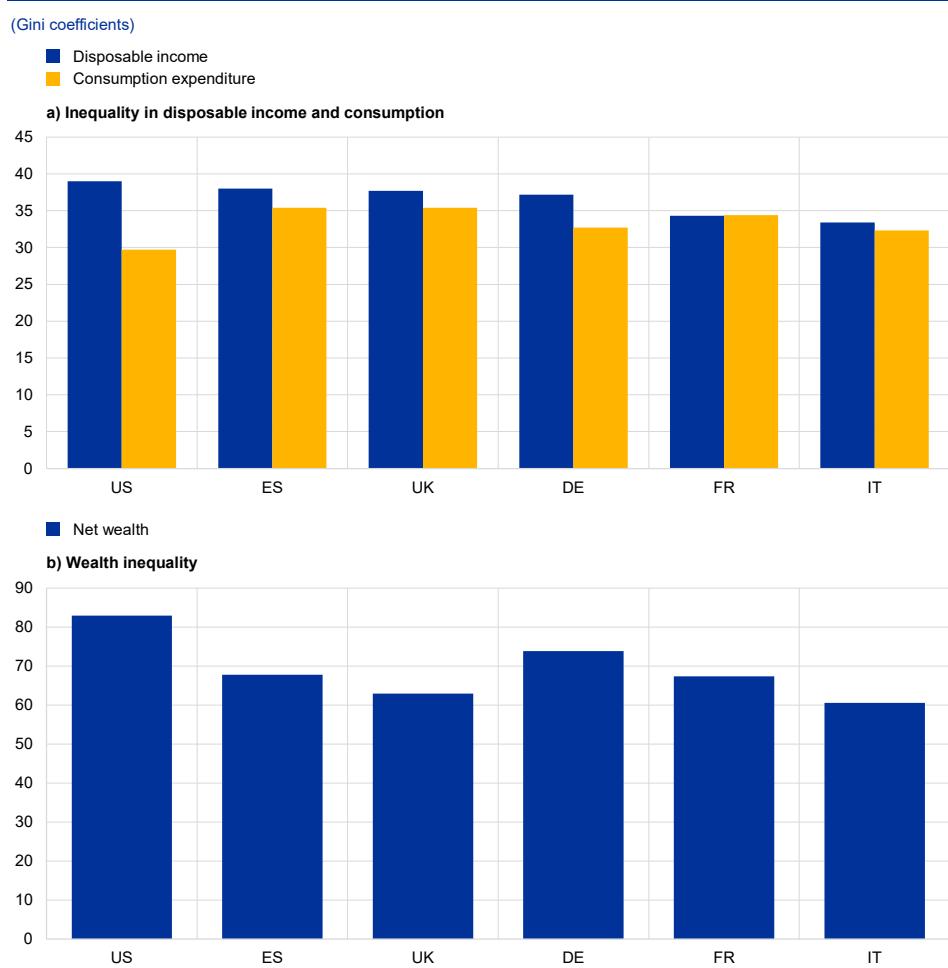
²⁰ See Solt, F., “[The Standardized World Income Inequality Database, Versions 8-9](#)”, 2019.

²¹ See Attanasio, O. and Pistaferri, L., “[Consumption Inequality](#)”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 30(2), 2016, pp. 3-28. The authors of that article also warn against focusing on total consumption, on the basis that consumption baskets tend to differ greatly across socio-economic groups.

The recent rise in wealth inequality has been shown to be a result not only of higher (gross) saving rates, but also of higher returns for wealthier households, suggesting that greater concentration of capital income may be an important driver of wealth inequality.²² The Gini coefficient of net wealth, which is defined as assets (housing, deposits, bonds, equity, etc.) minus liabilities (mortgages, personal loans, etc.), is almost double that of consumption.

Chart 3

Gini coefficients of disposable income, consumption and net wealth



Sources for panel a: Standardized World Income Inequality Database, versions 8 and 9 (net income), for the United States; World Income Inequality Database for consumption in Italy; Eurostat (based on EU Statistics on Income and Living Conditions (EU-SILC)) for all other data.

Sources for panel b: 2020 ECB Household Finance and Consumption Survey (HFCS) for euro area countries; UK Office for National Statistics for the United Kingdom; World Inequality Database (net personal wealth) for the United States.

Note on panel a: Data for European countries relate to the latest available EU-SILC reference year, which is between 2013 and 2018.

Note on panel b: All data relate to 2017.

The main factors driving increases in inequality include globalisation, technological progress and changes in taxation. Globalisation and skill-biased technological change have adversely affected the wages and employment of

²² See Fagereng, A., Guiso, L., Malacrinò, D. and Pistaferri, L., “[Heterogeneity and persistence in returns to wealth](#)”, *Econometrica*, Vol. 88, 2020, pp. 115-170; and Fagereng, A., Holm, M.B., Moll, B. and Natvik, G., “[Saving Behavior Across the Wealth Distribution: The Importance of Capital Gains](#)”, *NBER Working Papers*, No 26588, 2019.

lower-skilled labour and benefited higher-skilled labour and owners of capital.²³ At the same time, declines in the progressivity of the tax system have contributed to increases in post-tax inequality.²⁴ A recent study summarised potential drivers of inequality at the various economic stages – i.e. policies in the pre-production stage focusing on people entering the workforce (e.g. as regards access to education or the job market), production policies affecting workers (e.g. as regards unionisation or the minimum wage), and post-production policies redistributing income.²⁵ Its findings suggest that the rise in income and wealth inequality has been driven mainly by structural policies (e.g. policies on education, taxation and market regulation).

Excessive inequality may entail macroeconomic costs and dampen economic growth. For example, to the extent that it reflects inequality of access to education or finance, economic growth may suffer as a result of the economy failing to use its full potential. Moreover, aggregate demand may be depressed as a result of higher-income households having a lower propensity to consume.²⁶ Indeed, empirical studies seem to conclude that very high levels of inequality may well curb economic growth in advanced economies.²⁷ However, while redistributive policies (e.g. higher tax rates) may limit the degree of inequality, they may also cause distortions that reduce overall welfare. Thus, the socially optimal degree of economic inequality is not easy to determine, reflecting the complex nature of the interaction between its various drivers.

Monetary policy is not likely to be a substantial driver of increases in inequality, but it should not ignore them either. Advanced economies have tended to adopt fairly similar monetary policy strategies in the period since the 1980s, so it seems unlikely that monetary policy is helping to drive the cross-country variation that has been observed. Nevertheless, monetary policy may still need to take those developments into account, especially if they consistently depress aggregate demand or place downward pressure on the natural rate of interest.²⁸ Governments have instruments at their disposal that are better suited to addressing excessive levels of inequality, such as taxation (e.g. progressive taxes on income, wealth and inheritance), transfers, market regulation, and access to education and health services.

²³ See Bourguignon, F., “[World changes in inequality: an overview of facts, causes, consequences and policies](#)”, *BIS Working Papers*, No 654, 2017; and Rodrik, D., *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, 1997.

²⁴ See Chancel, L., “[Ten facts about inequality in advanced economies](#)”, *WID Working Papers*, No 2019/15, 2019.

²⁵ See Blanchard, O. and Rodrik, D. (eds.), *Combating Inequality: Rethinking Government's Role*, MIT Press, 2021.

²⁶ See, for example, Mian, A., Straub, L. and Sufi, A., “[Indebted Demand](#)”, mimeo, Harvard University, 2019, which looks at the marginal propensity to consume out of permanent income.

²⁷ See, for instance, the overview in Ostry, J., Berg, A. and Tsangarides, C., “[Redistribution, Inequality, and Growth](#)”, *IMF Staff Discussion Notes*, No SDN/14/02, 2014.

²⁸ See Rachel, L. and Summers, L., “[On Secular Stagnation in the Industrialized World](#)”, *Brookings Papers on Economic Activity*, spring 2019, pp. 1-54.

Inequality and the business cycle

The cyclicality of income inequality differs across countries, while wealth inequality tends to be procyclical. While lower-income households tend to be more affected by recessions as a result of the greater sensitivity of their labour income (see below), higher-income households tend to be more exposed to the business cycle as a result of capital income (e.g. profits) making up a larger percentage of their total income. Since the distribution of labour and capital income differs across countries, the cyclicality of income inequality can also differ.²⁹ Wealth inequality, on the other hand, tends to be mostly procyclical. The procyclicality of profits and equity prices means that equities are not conducive to smooth consumption over the business cycle. With only wealthier households being willing to shoulder such risk (in exchange for a risk premium), that procyclicality helps to explain both the limited levels of participation in the stock market and the substantial equity premium.³⁰ Consequently, the cyclical properties of certain asset prices can become a longer-term determinant of wealth inequality.

The cyclical sensitivity of earnings differs across households, which gives macroeconomic stabilisation policies a role to play in averting longer-term increases in inequality. Chart 4 reports “worker betas” for the euro area, which measure the elasticity of labour income in relation to changes in aggregate GDP growth.³¹ As the chart shows, the labour income of workers in lower-income households is more sensitive to changes in GDP growth (see also Box 1, which focuses specifically on the coronavirus (COVID-19) crisis). For those workers, the welfare costs of business cycles are likely to be substantial, especially as they are less able to smooth consumption as a result of their tighter liquidity and credit constraints. Overall, the cyclical behaviour of earnings suggests that macroeconomic stabilisation policies – whether monetary or fiscal – can play an important role in dampening cyclical increases in income inequality. To the extent that cyclical job losses lead to persistent or even permanent scars on people’s labour market opportunities, these policies can also help to mitigate income and wealth inequality in the longer term.³²

²⁹ See Clemens, M., Eydam, U. and Heinemann, M., “[Inequality over the Business Cycle – The Role of Distributive Shocks](#)”, *DIW Discussion Papers*, No 1852, 2020.

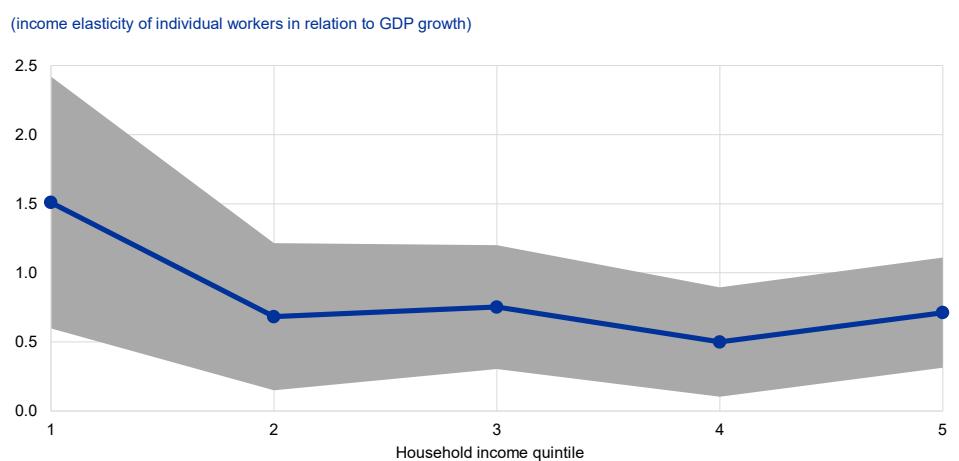
³⁰ See Guvenen, F., “[A Parsimonious Macroeconomic Model for Asset Pricing](#)”, *Econometrica*, Vol. 77, 2009, pp. 1711-1750.

³¹ See Castañeda, A., Díaz-Giménez, J. and Ríos-Rull, J.-V., “[Exploring the income distribution business cycle dynamics](#)”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 42, 1998, pp. 93-130; and Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J. and Yogo, M., “[Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk](#)”, *American Economic Review*, Vol. 107(5), 2017, pp. 398-403. See also the box entitled “[Household income risk over the business cycle](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2019. While this pattern may be somewhat less pronounced at the level of the euro area as a whole, that box documents significant variation across larger euro area countries, which may potentially be related to differences in labour market institutions.

³² See Heathcote, J., Perri, F. and Violante, G., “[The Rise of US Earnings Inequality: Does the Cycle Drive the Trend?](#)”, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 37, Supplement 1, 2020, pp. S181-S204.

Chart 4

"Worker betas" across the income distribution in the euro area



Source: "Household income risk over the business cycle", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2019.

Notes: This chart is based on average data for Germany, Spain, France and Italy. It indicates the estimated elasticity of labour income in response to changes in aggregate GDP growth across the household income distribution. Individuals are sorted into income quintiles on the basis of their household income in the two previous years to avoid any spurious correlation between exposure and sorting.

Household income is based on EU-SILC variable HY020 (total disposable household income) in the longitudinal data file, with the EU-SILC longitudinal data file clone from the GSOEP being used for Germany. The grey shading indicates 95% confidence intervals.

Box 1

COVID-19 and income inequality in the euro area

Prepared by Maarten Dossche, Aleksandra Kolndrekaj and Jiří Slačálek

While the COVID-19 pandemic has severely reduced the economic well-being of all households, its effects have varied depending on households' occupations and the structure of their expenditure. This box presents evidence for the euro area on the basis of household-level data on labour income, consumption and saving.

The adverse implications for labour income have been particularly pronounced for younger workers, women and households with lower levels of income. Panel a of Chart A shows, for each age category, the percentage of total employees that work in sectors which have been directly affected by the lockdown restrictions imposed on account of the virus.³³ Those measures have particularly affected sectors where physical distancing rules are difficult to follow, such as hospitality, travel, arts and entertainment. Panel a documents two findings: first, that employees in lockdown-affected sectors are more likely to be younger workers, with the pandemic having an especially strong impact on employees under the age of 25; and second, that women are substantially more likely to work in sectors that have been affected by the lockdown (a finding that holds across nearly all age brackets). Correspondingly, as panel b shows, the effect of COVID-19 is regressive across the income distribution, with the unemployment risk being skewed towards households in lower quintiles. These results are consistent with evidence from other countries indicating that the pandemic is likely to aggravate household inequality. For example, several studies conducted in the United States and the United Kingdom have shown that the percentage of employees working in sectors affected by

³³ The following sectors are classified as being subject to lockdown measures: wholesale and retail trade, and the repair of motor vehicles and motorcycles; transport and storage; accommodation and food service activities; and arts, entertainment and recreation (in line with Joyce, R. and Xu, X., "Sector shutdowns during the coronavirus crisis: which workers are most exposed?", Briefing Note BN278, Institute for Fiscal Studies, 2020).

lockdown measures is particularly high for individuals in the lower part of the income distribution.³⁴ As a result, the pandemic is likely to amplify existing income inequalities, in line with the findings for previous pandemics.³⁵

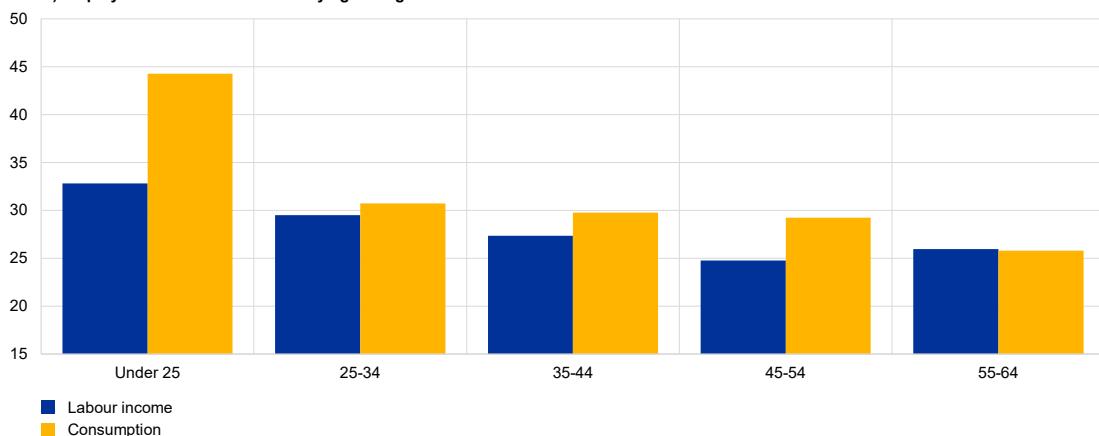
Chart A

Impact of COVID-19 broken down by age, gender and income quintile

(percentages)

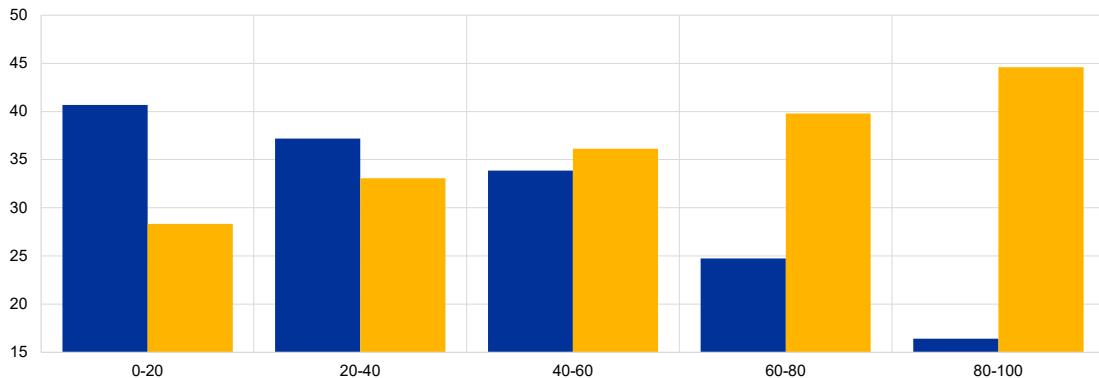
■ Male
■ Female

a) Employees in lockdown sectors by age and gender



■ Labour income
■ Consumption

b) Income and consumption exposed to lockdown measures by income quintile



Source for panel a: EU-SILC (2017 data for Ireland and Slovakia; 2018 data for all other countries).

Sources for panel b: EU-SILC (2017 data for Ireland and Slovakia; 2018 data for all other countries) and Eurostat Household Budget Survey.

Notes on panel a: This panel shows, for each age category, the percentage of total employees (broken down by gender) that are working in lockdown sectors. The following sectors are considered to be subject to lockdown measures: wholesale and retail trade, and repair of motor vehicles and motorcycles; transport and storage; accommodation and food service activities; and arts, entertainment and recreation (sectors G, H, I and R respectively in the Statistical Classification of Economic Activities in the European Community (NACE classification)).

Notes on panel b: This panel shows, for each income quintile, the percentage of total income and consumption that is exposed to lockdown measures. Exposed consumption includes spending on restaurant food, transport services, holidays, hotels and cultural services, as well as postponable spending (such as purchases of motor vehicles, clothing, footwear, furnishings and furniture).

In contrast to labour income, the decline in household consumption has been particularly pronounced in the upper parts of the income distribution, with high-income households strongly reducing their spending on non-essentials, which make up almost 45% of the total expenditure of households in the

³⁴ See Béland, L.-P., Brodeur, A. and Wright, T., “COVID-19, Stay-At-Home Orders and Employment: Evidence from CPS Data”, *IZA Discussion Papers*, No 13282, May 2020; Mongey, S., Pilossoph, L. and Weinberg, A., “Which workers bear the burden of social distancing policies?”, *Covid Economics*, Issue 12, 2020, pp. 69-86; and Joyce, R. and Xu, X., op. cit.

³⁵ See Furceri, D., Loungani, P., Ostry, J. and Pizzuto, P., “Will Covid-19 affect inequality? Evidence from past pandemics”, *Covid Economics*, Issue 12, 2020, pp. 138-157.

top quintile.³⁶ Those households have made a disproportionate contribution to the substantial increase seen in the aggregate saving rate, both because goods and services affected by lockdown measures make up a larger percentage of their total consumption, and because their income has been less affected.

Fiscal policies, combined with the ECB's monetary policy measures, have helped to mitigate the economic fallout from the COVID-19 crisis. While the ECB's accommodative monetary policy has ensured favourable financing conditions for the whole economy, targeted fiscal transfers (e.g. job retention schemes) have softened the blow for those households that have been most affected.

3 Monetary policy and household inequality

How does monetary policy affect income and wealth inequality?

The economic literature has identified three main channels through which a change in the monetary policy stance can have distributional consequences for household wealth and income. The first is the savings remuneration (and cost of debt) channel, which stems from differences in the size and composition of household balance sheets. Because of those differences, a change in interest rates will have opposing effects on the economic conditions of net borrowers and net savers. The second is the asset price channel, which stems from the heterogeneity of household portfolios and the diverse capital gains (or losses) that are produced when the monetary policy stance changes. In this respect, asset price movements induced by expansionary policies are more likely to benefit the wealthy (and, in some cases, the middle class) to the extent that they hold longer-term assets (as explained in more detail in Box 3). The third channel relates to household income and arises because the elasticity of employment relative to the business cycle is heterogeneous across individuals and dependent on individual characteristics.

Monetary policy and inequality: empirical evidence from the euro area

Net interest income reacts differently across households in response to a reduction in the interest rate. This mainly depends on the extent to which households' interest-bearing assets have short maturities and their mortgages have adjustable rates.³⁷ As the estimates in Chart 5 show, the net interest income of poorer households has not been greatly affected by the fall in interest rates, since they tend to have low levels of both debt and interest-bearing assets. In contrast, the net interest

³⁶ "Non-essentials" are defined here as items that are subject to lockdown measures, which include spending on restaurant food, transport services, holidays, hotels and cultural services, as well as postponable spending (such as purchases of motor vehicles, clothing, footwear, furnishings and furniture).

³⁷ See Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109(6), 2019, pp. 2333-2367; and Tzamourani, P., "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households", *European Economic Review*, forthcoming.

income of middle-class households has increased as interest rates have declined, mainly because they have relatively high levels of mortgage debt. Finally, richer households have recorded a net loss of interest income, since they tend, on average, to be less indebted.³⁸ Thus, the direct impact of lower interest rates does not seem to increase income inequality.

Chart 5

Changes in net interest income across the income and wealth distribution



Source: Dossche et al., op. cit.

Notes: "Rich" households are defined as the top 20% of the net wealth distribution (financial and non-financial wealth); "middle-class" households are the 60% of the overall population that are at the top of the income distribution of non-rich households; "poor" households are the 20% of the overall population that are at the bottom of the income distribution of non-rich households.

An easing of monetary policy affects household labour income via two main channels.

The first involves unemployed people finding jobs – and generally experiencing a substantial increase in income as a result (the earnings heterogeneity channel).³⁹ The probability of this outcome depends on people's demographic characteristics (age, level of education, marital status, number of children, etc.). The second involves increases in the wages of employed individuals (the income composition channel).

The easing of monetary policy through the ECB's asset purchase programme (APP) has substantially reduced the unemployment rate in the lower part of the income distribution.⁴⁰ Panel a of Chart 6 estimates the decline in the unemployment rate which can be attributed to the APP for each of the five quintiles of the income distribution, calculating those declines four quarters after the APP shock (which is represented here by an unanticipated drop in the interest rate term spread – the difference between long and short-term interest rates – of 30 basis points). The aggregate decline in the unemployment rate (which totals around 0.7 percentage

³⁸ See Dossche, M., Hartwig, J. and Pierluigi, B., "The redistribution of interest income in the euro area, 2007-2019", mimeo, 2020.

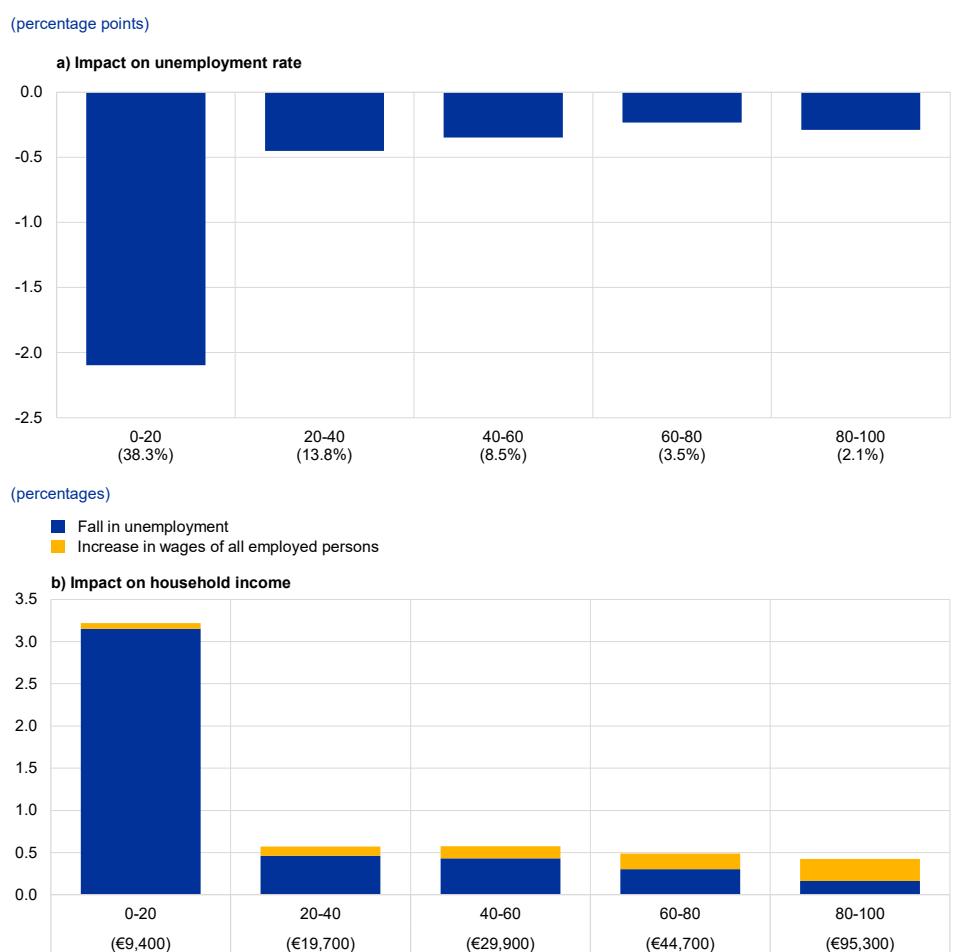
³⁹ Similarly, workers who avoid being made redundant do not experience a loss of income (which they would otherwise do).

⁴⁰ See Lenza, M. and Slačálek, J., "How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area", *Working Paper Series*, No 2190, ECB, October 2018. For more information on the APP, see: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

points) affects individuals very differently, mainly benefiting households with incomes in the lowest quintile. Their unemployment rate falls by more than 2 percentage points, while the unemployment rates of all other income quintiles fall by less than 0.5 percentage points.

Chart 6

Impact of monetary easing via the APP



Source: Lenza, M. and Slačálek, J., op. cit.

Notes: Panel a shows the decline in the unemployment rate for the various quintiles of the household income distribution four quarters after the materialisation of the APP shock. The figures in parentheses in that panel show the initial unemployment rate for each quintile. Panel b shows the percentage change in mean income for the various quintiles, as well as breaking that change down into the extensive margin (earnings heterogeneity channel) and the intensive margin (increase in wages). The figures in parentheses in that panel show the initial level of mean gross household income for each quintile. For the purposes of this chart, the euro area has been modelled by aggregating data for Germany, Spain, France and Italy.

The decline in unemployment is found to be a substantial driver of wage increases across the income distribution, particularly in the lower quintiles.

Panel b of Chart 6 breaks the overall increase in mean income down into (i) the part that is due to the decline in unemployment (the earnings heterogeneity channel) and (ii) the part that is due to the increase in wages for all workers (the income composition channel). The earnings heterogeneity channel has a particularly strong impact in the bottom quintile, where wage growth plays a very small role. However, it also accounts for the bulk of the total impact on income in three of the other four quintiles (with the top quintile being the exception).

Overall, the labour market impact of the APP is estimated to result in some reduction in income inequality. Changes in unemployment rates substantially affect household incomes, with incomes increasing considerably on account of households either starting to or continuing to earn wages (instead of receiving unemployment benefits). The mean income of the lowest quintile rises by more than 3%, while those of other quintiles increase by around 0.5%.

The APP also has an impact on the distribution of wealth via the portfolio composition channel. The APP boosts the value of some household assets (stocks, bonds and housing), which affects around two-thirds of all households who hold them. Because stocks are mostly held by wealthier households, an increase in stock prices tends, by itself, to lead to an increase in wealth inequality. However, that increase is offset by the parallel rise in house prices. Housing is fairly evenly distributed across euro area households, with a large percentage (around 60%) owning their main residence.⁴¹ Moreover, housing accounts for around 70-80% of the total value of all household assets.⁴² When the effects on stock prices and house prices are combined, the Gini coefficient of net wealth – a broad measure of inequality – remains broadly unchanged.

These findings are consistent with the growing body of literature estimating the distributional effects of monetary policy.⁴³ Two recent studies, for example, concluded that the overall effect that unconventional monetary policy measures have had on income and wealth inequality has been fairly small.⁴⁴ The Deutsche Bundesbank, meanwhile, has concluded that non-standard monetary policy measures have probably reduced income inequality, while their impact on the distribution of wealth is less clear.⁴⁵ For the Portuguese economy, the Banco de Portugal has found that while increases in house prices tend to reduce wealth inequality, rises in the value of self-employment businesses and marketable financial wealth increase it.⁴⁶ Meanwhile, recent work focusing on cross-racial differentials in the United States has found that while an accommodative monetary policy stance tends to reduce

⁴¹ See Adam, K. and Tzamourani, P., “[Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area](#)”, *European Economic Review*, Vol. 89, 2016, pp. 172-192.

⁴² The impact on households also varies depending on the structure and size of their assets and liabilities: while highly leveraged households (who often have low levels of net wealth) benefit more than wealthy households, households with few assets gain very little (or nothing at all).

⁴³ See, for example, Colciago, A., Samarina, A. and De Haan, J., “[Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality: A Survey](#)”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 33, 2019, pp. 1199-1231.

⁴⁴ See Casiraghi, M., Gaiotti, E., Rodano, L. and Secchi, A., “[A ‘reverse Robin Hood’? The distributional implications of non-standard monetary policy for Italian households](#)”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 85, 2018, pp. 215-235; and Bunn, P., Pugh, A. and Yeates, C., “[The Distributional Impact of Monetary Policy Easing in the UK Between 2008 and 2014](#)”, *Staff Working Papers*, No 720, Bank of England, 2018. The first of those two papers, which uses Italian data, also finds that non-standard measures do not hurt savers, as the decline in the remuneration of assets is offset by support for labour income and capital gains.

⁴⁵ See Deutsche Bundesbank, “[Distributional Effects of Monetary Policy](#)”, *Monthly Report*, September 2016, pp. 13-36.

⁴⁶ See Banco de Portugal, “[Distribution Mechanisms of Monetary Policy in the Portuguese Economy](#)”, *Economic Bulletin*, May 2017, pp. 93-110.

cross-racial differences in unemployment (and thus earnings), it exacerbates wealth differentials.⁴⁷

Box 2

Monetary policy and regional inequality

Prepared by Sebastian Hauptmeier, Féderic Holm-Hadulla and Katerina Nikalexi

In many parts of the world, the economic fortunes of poorer and richer regions have diverged in recent years. In Europe, for example, regional disparities have intensified since the start of EMU, notably on account of hysteresis following the global financial crisis.⁴⁸ A recent paper confirms that divergent dynamics emerged in the euro area after the financial crisis, in that the upper parts of the income distribution experienced a solid recovery following the contraction in 2009, whereas the lower parts experienced continued declines in GDP per capita.⁴⁹ Moreover, a recent box in the Economic Bulletin documents the same type of divergence in labour markets.⁵⁰

That increase in regional inequality has attracted attention, but the contribution made by monetary policy has not yet been considered. Most of the debate has focused on tax and transfer systems or underlying shifts in economic structures as the key forces shaping the dynamics of regional inequality.⁵¹ However, it is natural to wonder whether those forces have been exacerbated or mitigated by economic policies at the macro level. And of the various policy domains, monetary policy is an interesting candidate, given its important role in steering macroeconomic outcomes over the last decade.

In that context, this box seeks to shed light on the dynamic impact that exogenous changes in short-term policy rates have had on the GDP of cities and other regional units in the euro area. In deriving those exogenous changes, the empirical model that is used here controls for key macroeconomic variables (such as euro area GDP and HICP inflation) that typically form part of the central bank reaction function. Thus, the identification strategy posits that, controlling for macro conditions, monetary policy does not respond to economic activity at the regional level.

The results point to pronounced heterogeneity in the regional patterns of monetary policy transmission. For instance, panel a of Chart A compares the dynamic response of regional output to a monetary policy shock at the 5th and 95th percentiles of the distribution. In both parts of the distribution, output expands following the rate cut, but the expansion is much stronger at the lower end. Moreover, that gap widens over time. Indeed, while output in the upper part of the distribution returns to its previous level, the impact on output proves to be persistent in the lower part. As a consequence, the easing of monetary policy mitigates regional inequality and policy tightening aggravates it.

⁴⁷ See Bartscher, A., Kuhn, M., Schularick, M. and Wachtel, P., “[Monetary Policy and Racial Inequality](#)”, *CEPR Discussion Papers*, No 15734, January 2021. The main reason for the adverse effect on wealth differentials is that black households in the United States are less likely to hold equity and own a house than white households.

⁴⁸ See Hudecz, G., Moshammer, E. and Wieser, T., “[Regional disparities in Europe: should we be concerned?](#)”, *ESM Discussion Papers*, No 13, July 2020.

⁴⁹ See Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. and Nikalexi, K., “[Monetary policy and regional inequality](#)”, *Working Paper Series*, No 2385, ECB, March 2020.

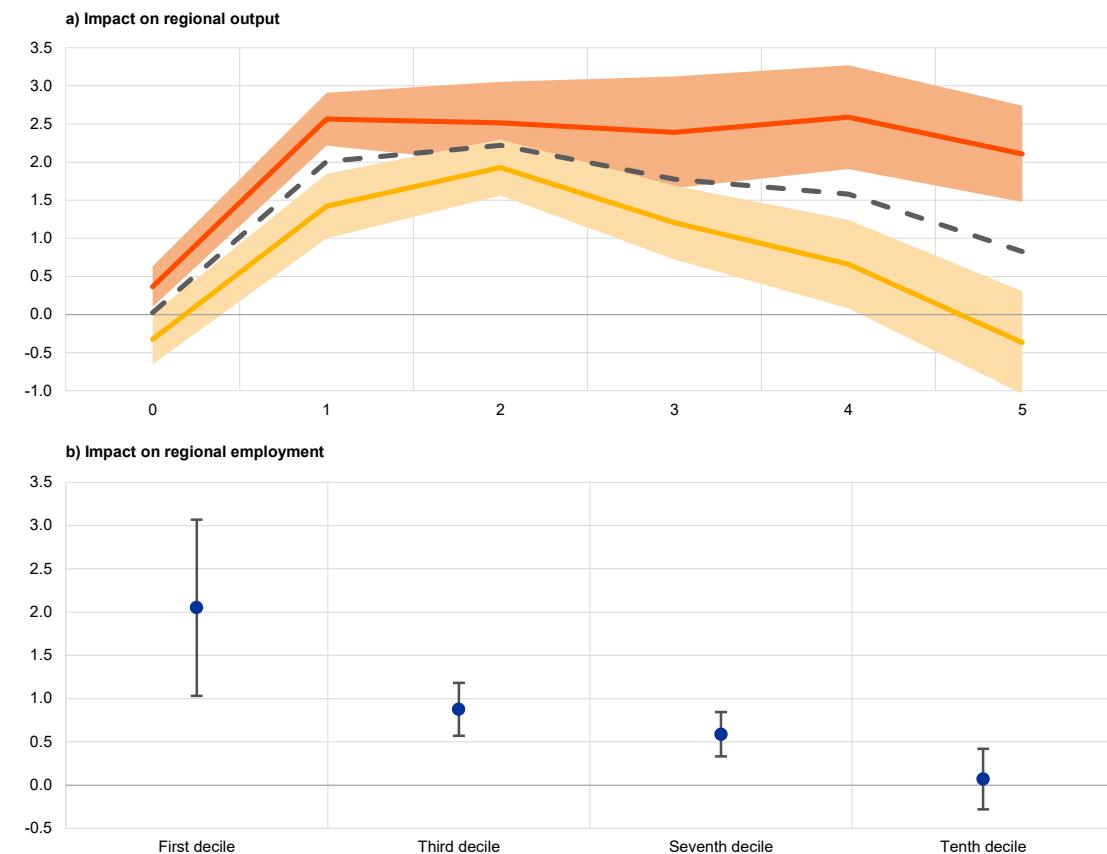
⁵⁰ See the box entitled “[Regional labour market developments during the great financial crisis and subsequent recovery](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020.

⁵¹ See Austin, B., Glaeser, E. and Summers, L., “[Saving the Heartland: Place-Based Policies in 21st Century America](#)”, *Brookings Papers on Economic Activity*, spring 2018.

Chart A

Impact of monetary policy at regional level

(percentages)



Source: Hauptmeier et al., op. cit.

Notes on panel a: This panel shows the impact that a 100 basis point interest rate cut has on regional GDP (in percentages). The horizontal axis indicates the IRF horizon (in years). Lines denote point estimates, and shaded areas denote 90% confidence intervals. The red line depicts estimates for the 95th percentile of the conditional distribution of GDP at regional level; the yellow line depicts the 5th percentile; the dashed line depicts the mean.

Notes on panel b: This panel shows the impact that a 100 basis point interest rate cut has on employment five years later (in percentages) across various deciles of the distribution of regional per capita GDP. Dots indicate point estimates; bars denote 90% confidence intervals. Regions are defined in accordance with Eurostat's NUTS 3 classification.

These findings illustrate the role that is played by the distributional effects of monetary policy (including along geographical lines). Moreover, while discussions regarding the unequal geographical impact of euro area monetary policy typically focus on cross-country differences, this analysis shows that the issue of geographical heterogeneity runs deeper than that: interregional heterogeneity becomes more accentuated at more granular geographical levels, and that heterogeneity, in turn, profoundly alters the implications of a given monetary policy stance in different parts of the economy.

In line with a long-standing body of literature,⁵² Hauptmeier et al. (op. cit.) point to labour markets as a likely driver of such developments: employment's response to monetary policy shocks is particularly persistent, and long-lasting effects are particularly pervasive across the distribution of regional per capita GDP. As panel b of Chart A shows, statistically significant and economically relevant employment effects can still be seen five years after a monetary policy shock, right up to the seventh decile of the distribution of regional per capita GDP. Overall, these findings add to a growing body of

⁵² See, for instance, Blanchard, O. and Summers, L., "Hysteresis and the European Unemployment Problem", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 1, 1986, pp. 15-78.

literature suggesting that monetary policy may trigger long-lasting effects, with greater implications for welfare than if it merely smoothed out temporary fluctuations in economic activity.⁵³

4 Heterogeneity and the transmission of monetary policy to household spending

Whereas the previous section focused on the impact that monetary policy has on income and wealth inequality, this section looks at the ways in which the distribution of income and wealth shapes the transmission of monetary policy to households. Specifically, it estimates the manner in which the transmission of monetary policy to consumption varies across individual households on the basis of the structure of their income and wealth, their marginal propensity to consume (MPC) and the ways in which their income responds to aggregate shocks.

Direct and indirect transmission channels for monetary policy

The effects that monetary policy has on individual households can be grouped together in two broad categories: *direct* and *indirect*.

Direct effects are the immediate, partial-equilibrium consequences of the change in interest rates. These include the impact that the different interest rate paths have on households' net financial income (net interest rate exposure). This is often the main channel highlighted by commentators. It is heterogeneous across households, depending on the composition of their asset and liability portfolios. For example, a reduction in policy rates will reduce interest payments for households with outstanding debt (as explained above), especially if their loans have variable rates. It will also reduce the financial income of households that are not indebted, but hold short-maturity assets (whose real returns will temporarily fall). A second direct effect of monetary policy involves changes to households' saving incentives (intertemporal substitution). This effect is also heterogeneous, since it mostly applies to households that have a stock of liquid savings and are therefore able to temporarily adjust them without paying large transaction costs.

Indirect effects operate through the general equilibrium responses of prices and wages (and thus labour income and employment). When policy rates are reduced, the resulting direct increase in household expenditure (and investment by firms) leads to an increase in output and exerts upward pressure on employment and wages. This indirect effect, which works via the increase in labour income (especially in the lowest quintile, as described in the previous section), leads to additional increases in aggregate demand. It, too, will have heterogeneous consequences to the extent that different sources of earnings (e.g. wages versus income from private

⁵³ See, for example, Blanchard, O., "Should we reject the natural rate hypothesis?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 32(1), 2018, pp. 97-120; and Jordà, Ò, Singh, S.R. and Taylor, A.M., "The Long-Run Effects of Monetary Policy", *NBER Working Papers*, No 26666, 2020.

businesses) or different pools of unemployed workers (e.g. low versus high-skilled individuals) display differing degrees of elasticity in their response to the change in aggregate expenditure.

Empirical estimates for the euro area

The economic literature is increasingly finding evidence that individual households behave differently in terms of the ways in which their consumption responds to income shocks – i.e. that households differ in their marginal propensity to consume.⁵⁴ Authors have found it useful to classify households on the basis of the amount of liquid assets that they hold. Households with few liquid assets tend to have large MPCs, and they are often described as “hand-to-mouth”, because they tend to consume all of their income.⁵⁵ They can be either “poor” (if they do not own any assets) or “wealthy” (if they have positive illiquid wealth (e.g. they own their home), but have very limited liquid assets and large spending commitments (e.g. a sizable mortgage)).⁵⁶ In contrast, unconstrained (or “non-hand-to-mouth”) households behave in line with the permanent income hypothesis: their spending patterns remain essentially unchanged in response to a transitory increase in income. On the basis of that classification, 10% of euro area households are “poor hand-to-mouth”, 12% are “wealthy hand-to-mouth” and 78% are “non-hand-to-mouth”.

In order to estimate the size of the various transmission channels to consumption, we need both aggregate and micro-level data on household portfolios and income.⁵⁷ As regards aggregate data, vector autoregressive models can be used to estimate the manner in which aggregate earnings and asset prices respond to monetary policy. In addition, micro-level data are necessary in order to quantify households’ exposure to interest rate risk, inflation risk, asset prices and labour income risk.

As Chart 7 shows, spending by hand-to-mouth households increases more strongly than spending by non-hand-to-mouth households in response to an easing of monetary policy. A 100 basis point cut in real interest rates increases consumption by poor hand-to-mouth households by almost 1% and increases

⁵⁴ Studies have tended to approach this issue in one of two ways. The first involves examining real life events (such as unexpected tax rebates for households), measuring the consumption response to income shocks using survey data (see, for example, Jappelli, T. and Pistaferri, L., “The Consumption Response to Income Changes”, *Annual Review of Economics*, Vol. 2, 2010, pp. 479-506). The second involves surveys, whereby individuals are asked how their spending would respond in hypothetical or actual scenarios (see, for example, Jappelli, T. and Pistaferri, L., “Fiscal Policy and MPC Heterogeneity”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 6(4), 2014, pp. 107-136; and Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L. and Van Rooij, M., “Asymmetric Consumption Effects of Transitory Income Shocks”, *The Economic Journal*, Vol. 129, Issue 622, 2019, pp. 2322-2341).

⁵⁵ Essentially, hand-to-mouth households hold either (i) positive net liquid assets that are worth less than two weeks of income or (ii) negative net liquid assets that are worth less than two weeks of income minus their credit limit.

⁵⁶ See, for example, Kaplan, G., Moll, B. and Violante, G., “Monetary Policy According to HANK”, *American Economic Review*, Vol. 108(3), 2018, pp. 697-743; and Weidner, J., Kaplan, G. and Violante, G., “The Wealthy Hand-to-Mouth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 48, spring 2014, pp. 77-153.

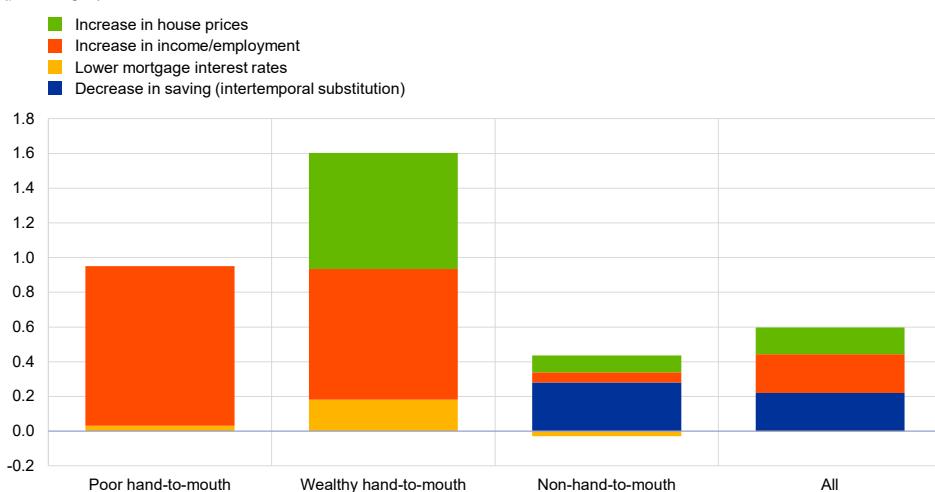
⁵⁷ This section summarises the main results of Slačálek, J., Tristani, O. and Violante, G., “Household Balance Sheet Channels of Monetary Policy: A Back of the Envelope Calculation for the Euro Area”, *Journal of Economic Dynamics & Control*, Vol. 115, 2020, Article 103879.

consumption by wealthy hand-to-mouth households by 1.6%, while consumption by other households increases by just 0.5%.

Chart 7

Estimated impact on consumption of a 100 basis point cut in real interest rates in the euro area

(percentages)



Source: Slačálek et al., op. cit.

Notes: This chart shows the impact that a 100 basis point cut in real interest rates has on consumption one year later, breaking that impact down into (i) the standard intertemporal substitution effect (which reduces saving), (ii) the cash flow channel resulting from the decline in mortgage interest rates, (iii) the income channel resulting from increases in employment and wages, and (iv) the housing wealth effect caused by increases in house prices. The size of those effects varies depending on households' wealth. In the euro area, 10% of households are poor hand-to-mouth, 12% are wealthy hand-to-mouth and 78% are non-hand-to-mouth. For the purposes of this chart, the euro area has been modelled by aggregating data for Germany, Spain, France and Italy.

When monetary policy is eased, consumption by hand-to-mouth households is mostly stimulated via indirect effects, while consumption by non-hand-to-mouth households is mostly stimulated via the intertemporal substitution channel. The impact of indirect effects is heavily skewed towards hand-to-mouth households, as they tend to have lower incomes and benefit disproportionately from the new jobs and the corresponding employment income. The effect that this channel has on consumption is amplified because those households have larger MPCs than other households. The intertemporal substitution channel plays a major role for non-hand-to-mouth households that have significant stocks of savings, while the other transmission channels (operating through changes in house prices and, in particular, changes in net financial income) play a smaller role in quantitative terms.⁵⁸

Accounting for differences across households is important when assessing the impact that monetary policy has on aggregate consumption. In general, monetary policy has only a temporary impact on the economy, with its effects tending to dissipate in the long run. Thus, other factors, such as globalisation or the ways in which individual tax systems redistribute income and wealth (e.g. by means of progressive taxation), will tend, in the long run, to be more important drivers of

⁵⁸ House prices affect consumption primarily via the easing of collateral constraints, allowing households to borrow more in order to finance consumption. The impact of this effect is skewed towards constrained households (see, for example, Paiella, M. and Pistaferri, L., “[Decomposing the Wealth Effect on Consumption](#)”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 99(4), October 2017, pp. 710-721).

inequality than monetary policy. However, our results indicate that monetary policy can indeed be effective in supporting household consumption during downturns.

Box 3

Capital gains, welfare and consumption

Prepared by Maarten Dossche and Dimitris Georgarakos

The recent lowering of interest rates by means of the reduction of policy rates and net asset purchases has contributed to capital gains for longer-term assets.⁵⁹ This raises two questions. First, to what extent have those capital gains contributed to wealth inequality? And second, to what extent have they generated wealth effects on consumption, thereby stimulating aggregate activity? Economic theory suggests that finding answers to these questions may not be particularly straightforward.

It is not true, for example, that equity holders always benefit via capital gains when interest rates fall.⁶⁰ Indeed, one needs to look at whether their assets have longer durations than their liabilities. Unhedged interest rate exposures (UREs) – the difference between all maturing assets and liabilities at a given point in time – are the best measure of households' balance sheet exposure to interest rate changes. People whose financial wealth is invested primarily in short-term deposits tend to have positive UREs, while those with large variable rate mortgage liabilities tend to have negative UREs. A fall in interest rates redistributes wealth away from the first group towards the second.

Importantly, liabilities also include consumption plans, and assets also include human capital. Thus, capital gains resulting from lower interest rates have no effect on households whose dividend streams are equal to their planned consumption. Instead, lower interest rates benefit households who hold long-term assets for the purpose of financing short-term consumption (e.g. older households who hold equity shares or long-term bonds), through the capital gains that they generate. And they hurt households who finance a long-term consumption stream (e.g. retirement) using short-term assets (e.g. pre-retirement income), by lowering the rate at which they can invest their earnings. These conclusions have been derived from a stylised model, and some of the underlying assumptions may not, in practice, always apply (e.g. owing to bequest motives). Overall, however, economic theory makes it clear that even if two different households hold the same amount of wealth and their wealth is composed in exactly the same way, the welfare effects of capital gains on their portfolios may vary, depending on their consumption and investment plans.

Likewise, rising house prices on account of a fall in interest rates should generate a heterogeneous wealth effect on consumer spending. One should expect to see older home-owning households increasing their consumption when house prices rise.⁶¹ Again, however, households will alter their consumption in different ways, depending on their investment plans. A recent study provides

⁵⁹ See Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., "Asset Purchase Programmes and Financial Markets: Evidence from the Euro Area", *International Journal of Central Banking*, forthcoming.

⁶⁰ See Auclert, A., op. cit.; and Moll, B., "Comment on Hubmer, Krusell and Smith (2020), 'Sources of U.S. Wealth Inequality: Past, Present, and Future'", *NBER Macroeconomics Annual*, forthcoming. Note, however, that increases in equity prices on account of higher expected dividends will always increase the welfare of equity holders, regardless of whether they plan to buy, sell or keep their portfolios unchanged.

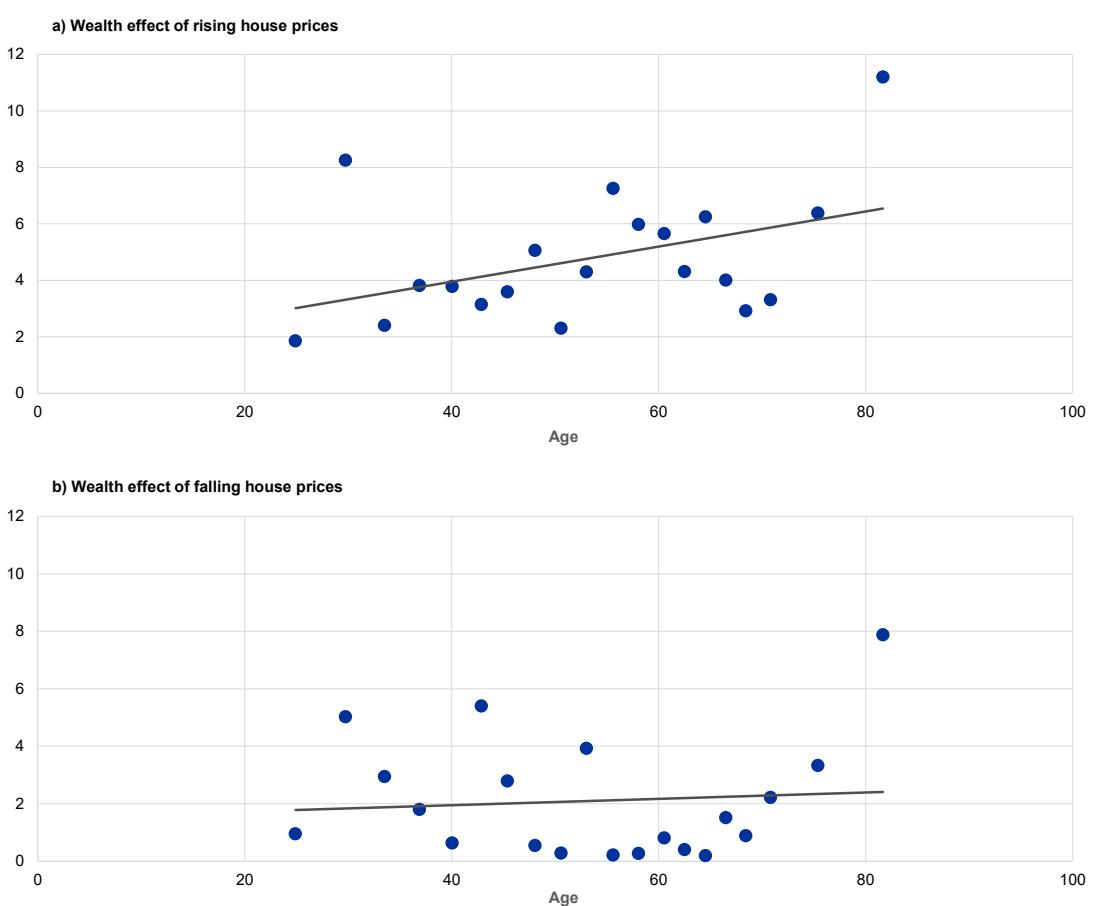
⁶¹ See Campbell, J. and Cocco, J., "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, 2007, pp. 591-621. Younger renting households will not necessarily reduce their consumption, as the present value of their human capital (which is a long-term asset) is likely to rise in a similar way to house prices. However, if house prices increase on account of higher rents, younger households can be expected to reduce their consumption if their wages (i.e. the returns on their human capital) remain unchanged.

empirical confirmation of those intuitive conclusions.⁶² Using survey data from the Netherlands, it finds significant heterogeneity in wealth effects, with more than 90% of homeowners reporting no reaction to either positive or negative housing wealth shocks. This corresponds to an average wealth effect of between 2% and 5%, in line with econometric estimates linking changes in aggregate housing wealth with aggregate realised consumption.⁶³ Moreover, it also finds, in line with economic theory, that the wealth effects of rising house prices are larger for older households (panel a of Chart A). Finally, it finds that the increase in consumption which stems from a positive housing wealth shock is greater (in absolute terms) than the decline in consumption which is triggered by a negative shock of an equal size (panel b of Chart A). This is consistent with the existence of a collateral channel mechanism over and above the pure wealth effect. Increases in the value of people's homes allow additional borrowing and spending, while declines in value do not necessarily require households to reduce their borrowing, given that the loan-to-value constraint is only binding at the time of the loan's origination.

Chart A

The relationship between wealth effects and age

(percentages)



Source: Christelis et al., op. cit. in footnote 48.

⁶² See Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Pistaferri, L. and Van Rooij, M., "Heterogeneous Wealth Effects", *CEPR Discussion Papers*, No 14453, 2020.

⁶³ See the article entitled "Household wealth and consumption in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2020.

Overall, recent literature suggests that capital gains and greater wealth inequality on account of declines in interest rates do not automatically translate into increases in the welfare or consumption of benefiting households. In order to acquire a thorough understanding of the interaction between monetary policy and inequality, more research needs to be carried out into the role played by households' investment plans in this regard.⁶⁴

5 Conclusion

In many advanced economies, inequality has been on the rise for several decades, mainly as a result of factors other than monetary policy. While income and wealth inequality have tended to rise in most advanced economies, there is significant cross-country heterogeneity, both in the extent to which inequality has increased and in the current levels of inequality. In the euro area, for example, income and wealth inequality are both generally lower than in the United States. While some drivers of rising inequality are common to most countries (e.g. globalisation), policies other than monetary policy have been key in explaining those cross-country differences. After all, most advanced economies have, since the 1980s, tended to adopt fairly similar monetary policy frameworks, with inflation remaining low and stable. What is more, to the extent that cyclical job losses lead to permanent scars on people's employability, monetary policy has actually helped to prevent longer-term increases in income and wealth inequality on account of the business cycle.

Indeed, the easing of monetary policy would seem, overall, to have dampened economic inequality in recent years. The direct effects of such easing are heterogeneous as a result of differences in households' ownership of housing and, accordingly, the prevalence of mortgages. More importantly, the easing of monetary policy clearly has an inequality-reducing impact via its indirect effects, resulting in increased employment for lower-income households in particular. While the ECB has neither the mandate nor the instruments that it would need to specifically target the distribution of income and wealth, its current policies generally seem to have an equalising impact through their contribution to macroeconomic stabilisation.

The heterogeneity of households plays a key role in the transmission of monetary policy. As households differ substantially in terms of the composition of their wealth, the sensitivity of their income to the business cycle, and their propensity to consume, the distribution of income and wealth plays a key role in shaping the transmission of monetary policy to economic activity and inflation. While recent improvements to models and data have contributed to a better understanding of this part of the monetary transmission channel, several puzzles remain (as Box 3 showed). Consequently, the ECB continues, like many other central banks, to invest in new macroeconomic models and data sources in order to improve its understanding of the ways in which its policies affect inequality and the manner in which household heterogeneity shapes the transmission of its policies.

⁶⁴ As emphasised in Moll, B., op. cit.

2

Making sense of consumers' inflation perceptions and expectations – the role of (un)certainty

1 Introduction

Prepared by Aidan Meyler and Lovisa Reiche

Understanding households' inflation expectations is important for monetary policymakers

This article presents and analyses data on euro area consumers' quantitative inflation perceptions and expectations

Inflation expectations play a key role in the monetary transmission mechanism. Other things being equal, when economic agents anticipate that inflation will increase, they perceive the real interest rate to fall. As a result, they spend more and save less to optimise their consumption and investment over a long horizon. Inflation expectations also play an important role in the wage and price-setting process and are thus an important determinant of future inflation. Therefore, understanding the nature of economic agents' inflation expectations and how they are formed is crucial for monetary policymakers.¹

This article analyses consumers' inflation expectations using data available from the European Commission Consumer Survey (ECCS). There are several ways of measuring inflation expectations: they can be derived from financial market instruments, surveys of professional forecasters and business or household surveys. This article focuses on consumer inflation perceptions and expectations taken from the harmonised ECCS.² These data go back to 1985. However, up to 2004 the data only provide qualitative information on respondents' perceptions and expectations on the direction and speed of price changes. Quantitative data on the magnitude of inflation were collected systematically in the ECCS from 2004 onwards.³ This analysis helps address some of the more puzzling stylised facts of these inflation expectations, namely that: (a) the average perception/expectation has tended to be systematically above, although co-moving with, actual inflation; (b) there is an apparent negative correlation between inflation expectations and economic sentiment; (c) there is substantial heterogeneity both across countries and across individuals in terms of the levels of inflation expectations.

¹ See, for example, Draghi, M., [Introductory Statement](#), European Central Bank, 22 October 2015 and Yellen, J., ["Comments on Monetary Policy at the Effective Lower Bound"](#), *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, Vol. 49, No 2, Fall, 2018, pp. 573-579.

² Consumer inflation perceptions relate to perceived price changes in the past, and consumer inflation expectations refer to expected price changes in the future.

³ These data were made publicly available in aggregated form for the EU and the euro area and include breakdowns by socio-economic category following a study by Arioli R., Bates, C., Dieden, H., Duca, I., Friz, R., Gayer, C., Kenny, G., Meyler, A. and Pavlova, I., ["EU Consumers' Quantitative Inflation Perceptions and Expectations: An Evaluation"](#), *European Economy - Discussion Paper*, No 038, European Commission Directorate General Economic and Financial Affairs, November 2016. They have been reported quarterly since early 2019 by the European Commission in its European Business Cycle Indicators (EBCI) publication. See also European Commission, ["New data set on consumers' quantitative estimates of past and expected inflation in the euro area and the EU"](#), European Business Cycle Indicators (EBCI) – 1st Quarter 2019, *Technical Paper*, No 31, pp. 17-22, 12 April. The data are available for download [here](#) (under Consumers – Qualitative and Quantitative Inflation perceptions).

Inflation perceptions and expectations are linked to sociodemographic characteristics and to economic sentiment

Some of the stylised facts of consumer inflation expectations can be explained by sociodemographic characteristics and economic sentiment. Our analysis confirms previous findings in the literature that consumers are likely to have higher inflation perceptions and expectations if they are younger, female, have lower levels of formal education and belong to lower income groups.⁴ Furthermore, we confirm that consumers that report being in a better financial situation and who have positive expectations about the economy as a whole are associated with lower inflation expectations, and that this also holds when controlling for sociodemographic factors.⁵

We also offer explanations for both the bias in quantitative inflation expectations vis-à-vis actual inflation and their negative relationship with economic sentiment. The bias seems to be related to the fact that agents who are more uncertain typically report their inflation expectations using round figures (in multiples of five). Furthermore, those who have a negative attitude about the economy as a whole also tend to be more uncertain about the inflation outlook and to report higher inflation expectations. This explains why reported inflation expectations might increase in periods of economic uncertainty.

In exploring these issues, this article is structured as follows. Section 2 provides an overview of aggregate euro area consumers' inflation perceptions and expectations. Section 3 describes the framework for looking at inflation expectations through the lens of uncertainty. Section 4 examines the impact of specific sociodemographic characteristics and economic sentiment variables on the likelihood that individuals are uncertain about inflation and thus report rounded expectations. Section 5 discusses how the (un)certainty framework helps explain reported inflation expectations, and Section 6 concludes.

⁴ For a first assessment (of Swedish consumers), see Jonung, L., "Perceived and Expected Rates of Inflation in Sweden", *The American Economic Review*, Vol. 71(5), 1981, pp. 961-968; and for a more recent overview of the euro area, see Arioli et al. (2016, op. cit.). A study by Bryan, M. and Venkata, G., "The Demographics of Inflation Opinion Surveys", *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, October 2001, argues that these differences cannot be explained purely by different consumption baskets across these different socio-economic groups.

⁵ This has been pointed out for Italian consumers in Del Giovane, P., Fabiani, S. and Sabbatini, R., "What's behind "inflation perceptions"? A survey-based analysis of Italian consumers", *Temi di discussione (Working papers)*, No 655, Banca d'Italia, January 2008; and for the European level by Ehrmann, M., Pfajfar, D. and Santoro, D., "Consumers' Attitudes and Their Inflation Expectations", *International Journal of Central Banking*, February 2017, pp. 225-259.

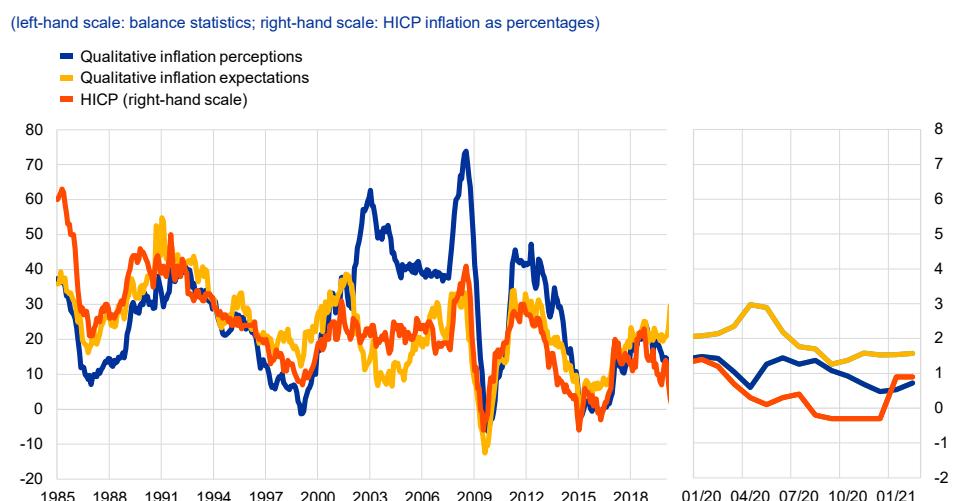
2 The nature of consumers' inflation expectations

Consumers' qualitative inflation perceptions and expectations broadly co-move with actual inflation, but there are some noteworthy divergences

Consumers' qualitative inflation perceptions and expectations have tended to broadly co-move with actual inflation. The qualitative responses to the questions on inflation perceptions and expectations are summarised using a balance statistic.⁶ The broad upswings and downswings in inflation and their turning points are relatively well matched by the balance statistics (Chart 1). The most noticeable divergence is in consumers' inflation perceptions following the introduction of the euro notes and coins. More recently, in March and April 2020, as the first wave of the coronavirus (COVID-19) pandemic and related lockdowns impacted European economies, there was an unprecedented divergence between consumers' inflation perceptions and their expectations, with the former falling, but the latter rising (Box 1). However, a significant drawback of these qualitative measures is that there is no direct way of mapping these onto quantitative perceptions and expectations.

Chart 1

Changes in euro area consumers' qualitative inflation perceptions and expectations and actual HICP inflation



Average quantified inflation perceptions and expectations have been significantly higher than actual inflation

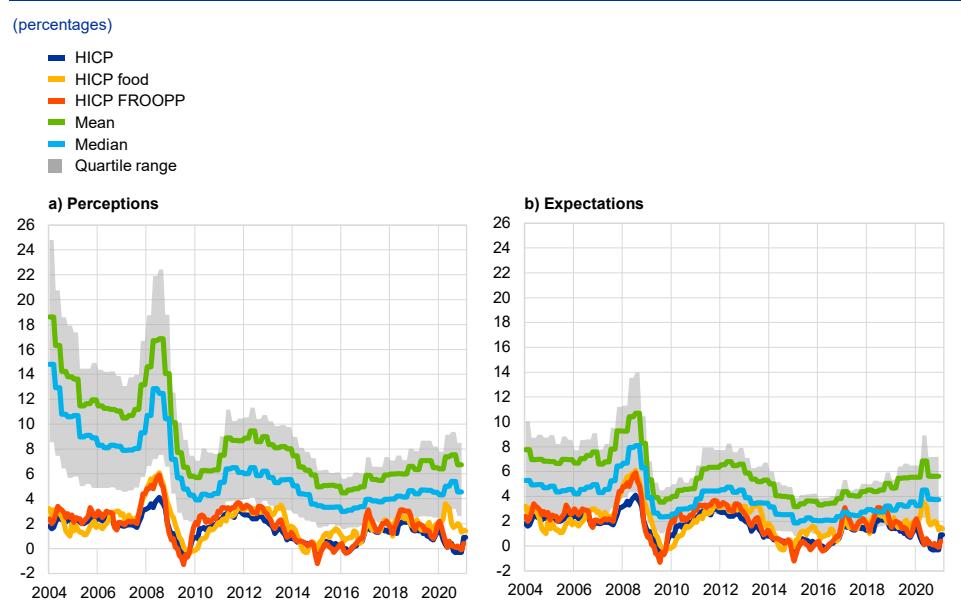
When asked to quantify their inflation perceptions and expectations, consumers, on average, tend to report significantly higher figures than actual inflation. Chart 2 presents the quantitative inflation perceptions and expectations reported by euro area consumers in the ECCS. For perceptions, the mean since 2004, at 8.7%, is substantially above the average HICP inflation over the same period

⁶ For consumers' qualitative inflation perceptions, the balance statistic is calculated using replies to the question "How do you think that consumer prices have developed over the last 12 months? They have: (a) risen a lot; (b) risen moderately; (c) risen slightly; (d) stayed about the same or (e) fallen". Respondents may also respond "don't know". For consumers' qualitative inflation expectations, the balance statistic is calculated in response to the question "By comparison with the past 12 months, how do you expect that consumer prices will develop in the next 12 months? They will: (a) increase more rapidly; (b) increase at the same rate; (c) increase at a slower rate; (d) stay about the same; (e) fall". Respondents may also respond "don't know". For both perceptions and expectations, the balance statistic is calculated as $a + (b/2) - (d/2) - e$, where $a-e$ are the percentages of consumers responding with a, b, d and e.

(1.5%).⁷ The lower quartile (i.e. the 25th percentile) averaged 3.6%, which is also substantially above actual inflation. While the degree of over-quantification is lower for expectations, it is still substantial. The mean since 2004 has been 5.7% (3.8% for the median). The lower quartile has averaged 2.0%, which indicates that approximately 75% of consumers reported inflation expectations higher than 2%.

Chart 2

Changes in euro area consumers' quantitative inflation perceptions and expectations and different measures of inflation



Sources: European Commission DG-ECFIN and Eurostat.

Notes: The grey shading represents the inter-quartile range (i.e. the range from the first to the third quartile) of consumers' quantitative inflation perceptions and expectations. FROOPP refers to "frequent out-of-pocket purchases". The latest observations are for February 2021 (HICP and HICP food), January 2021 (HICP FROOPP) and the fourth quarter of 2020 (perceptions and expectations).

The correlation with actual inflation has tended to be slightly lagging for perceptions and broadly contemporaneous for expectations

The peak correlation with actual inflation has tended to be slightly lagging for inflation perceptions and broadly contemporaneous for inflation expectations.

While this should be the case for perceptions, in the case of expectations, if consumers were able to anticipate inflation, one would expect to see the peak correlation with some lead (i.e. the peak correlation of expectations would be with inflation some months ahead). Table 1 shows that the contemporaneous correlation of quantitative expectations with different measures of HICP inflation over the period 2004-2020 is somewhat higher than for quantitative perceptions, while the reverse holds for the qualitative figures. Overall, however, no single expectation or perception measure correlates more than the others with actual inflation across all HICP measures and time periods. Over the most recent five-year period (the figures in brackets in Table 1), the correlation of the quantitative estimates with actual inflation is relatively low, except for food price inflation. This reflects in part a structural break in the data for Germany in May 2019 (owing to a change to the survey mode – see footnote 16), as well as the impact of the coronavirus pandemic in 2020 (Box 1).

⁷ This is also the case when considering the median (which can attenuate the impact of outliers) with an average of 6.2%. Over the past five years (2016-2020) the mean (6.0%), median (4.1%) and lower quartile (2.3%) of inflation perception are also above average actual inflation (1.0%).

Table 1

The contemporaneous correlation of consumers' qualitative and quantitative inflation perceptions and expectations with various measures of inflation

(correlation coefficients)	Perceptions qualitative	Perceptions quantitative	Expectations qualitative	Expectations quantitative
HICP inflation	0.85 [0.74]	0.68 [0.17]	0.78 [0.59]	0.82 [0.06]
HICP FROOPP	0.79 [0.74]	0.62 [0.21]	0.76 [0.60]	0.78 [0.10]
HICP food inflation	0.83 [0.57]	0.65 [0.61]	0.73 [0.79]	0.81 [0.69]

Source: ECB staff calculations.

Notes: Contemporaneous correlation coefficients over the period 2004-2020. Numbers in brackets denote the correlation over the five-year period 2016-2020. FROOPP refers to "frequent out-of-pocket purchases".

3 Looking at consumers' inflation expectations through the lens of uncertainty

Rounding is a practicable measure of uncertainty

The apparent rounding observed in consumers' quantitative inflation expectations points to uncertainty in reported inflation expectations.

A considerable share of euro area consumers reports their quantitative expectations (and perceptions) using round numbers (most notably multiples of 5 and 10), while other consumers report to single digits or even to decimals. Chart 3 shows noticeable peaks at 0%, 5%, 10%, 15% and 20%, with a smaller distribution of respondents reporting to single digits. The modal responses of this latter group are around 2%-3% and thus not as biased as the aggregate numbers.⁸ According to communications and linguistics theory, round numbers –typically multiples of five or of ten, depending on the context – are frequently used to convey that a quantitative expression should be interpreted as imprecise. We use the “round numbers suggest round interpretations” principle to identify the existence of an uncertainty channel which may influence reported inflation expectations.⁹

⁸ The broad pattern of some consumers rounding to multiples of 5 and others reporting to single digits or decimals has also been observed for US and Japanese data on consumer expectations. For the United States, see Binder, C., “Measuring uncertainty based on rounding: New method and application to inflation expectations”, *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, Vol. 90(C), 2017, pp. 1-12; and for Japan, see Abe, N. and Ueno, Y., “The Mechanism of Inflation Expectation Formation among Consumers”, *RCESR Discussion Paper Series*, No DP16-1, Hitotsubashi University, March 2016.

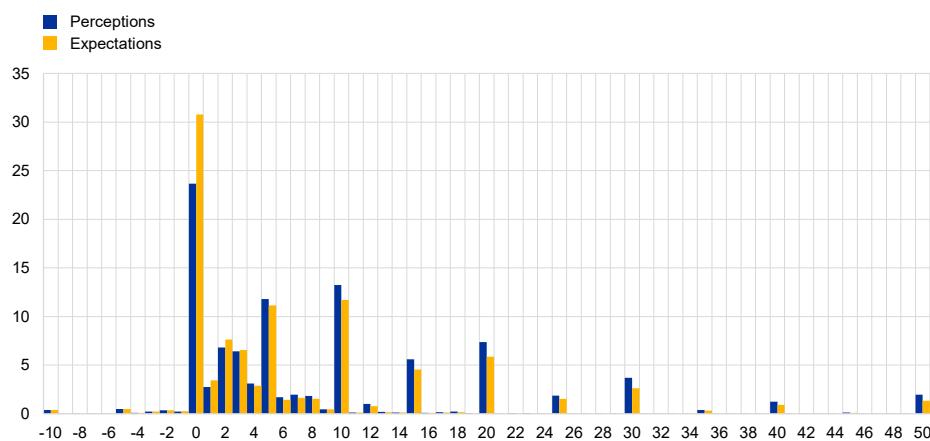
⁹ For additional references to the communications and linguistics literature, see Binder (2017, op. cit.) and Krifka, M., “Approximate Interpretations of Number Words: A Case for Strategic Communication” in Hinrichs, E. and Nerbonne, J. (eds.), *Theory and Evidence in Semantics*, Stanford: CSLI Publications, 2009. Consumer inattention has also been used to explain some of the stylised features of observed consumers' inflation expectations (see, for example, Kamdar, R., “The Inattentive Consumer: Sentiment and Expectations”, *Meeting Papers*, No 647, Society for Economic Dynamics, 2019, pp. 109-132). However, it is difficult to reconcile inattention with the increased rounding that is observed at times of heightened uncertainty (when consumers should be more attentive than normal).

Chart 3

Distribution of responses (2004-2020)

Histogram of responses from -10% to +50%

(y-axis: frequency of response as percentages)



Sources: European Commission DG-ECFIN and ECB staff calculations.

Note: Histogram constructed at integer level.

The uncertainty framework is flexible enough to accommodate different periods of inflation

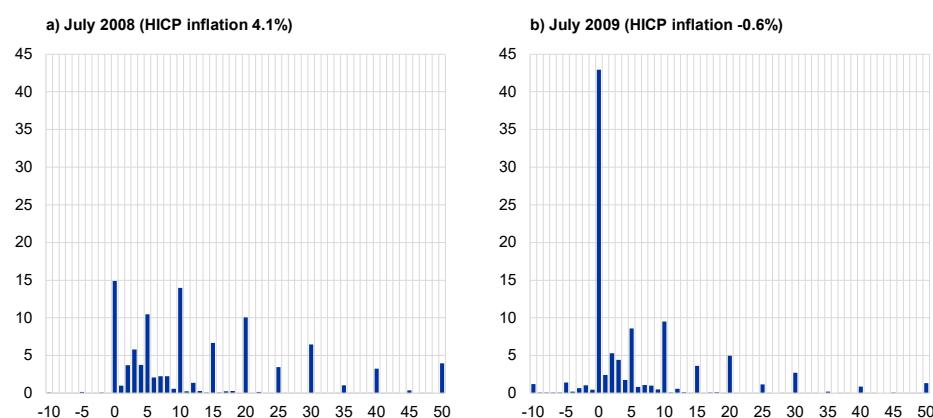
The uncertainty framework is flexible enough to help provide an understanding of average inflation expectations over the period 2004-2020, as well as in specific periods when inflation has been relatively high and relatively low respectively. For instance, the left panel of Chart 4 shows the distribution of quantitative inflation expectations in July 2008 (when overall HICP inflation was 4.1%). At this time, there were noticeable peaks at multiples of 10 as high as 50%, while the share of respondents reporting 0% inflation was relatively low. Among those who reported to single digits or even more precisely, the modal answer was 3%-4%. One year later, in July 2009, when overall HICP inflation had declined to -0.6%, the overall distribution shifted significantly to the left and there was a very strong peak in those reporting 0%, as well as some reporting negative values.

Chart 4

Distribution of responses at specific points in time

Histogram of responses from -10% to +50%

(percentages)

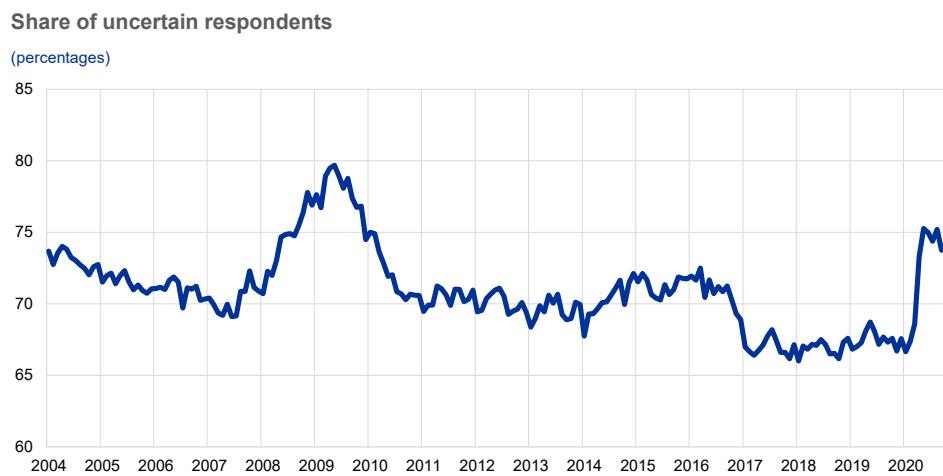


Sources: European Commission DG-ECFIN and ECB staff calculations.

The uncertainty framework (and in particular rounding behaviour) allows the share of uncertain consumers in every month to be calculated. The overall distribution of quantitative expectations is seen as a composite of three categories of reporting, namely in (i) digits and decimals, which are not multiples of five or ten, (ii) multiples of five, which are not multiples of ten, and (iii) multiples of ten. Those reporting in digits and decimals can, on average, be considered more “certain”, whereas those reporting in multiples of five and ten can be considered “uncertain”. The respective shares of each group in the overall survey population can be derived for each survey month.¹⁰ On average, approximately one-third of respondents are more certain, while two-thirds are more uncertain (report to multiples of 5 or 10). These weights fluctuate but show notable increases in the share of uncertain respondents around the time of the global financial crisis and, more recently, since the onset of the coronavirus pandemic (Chart 5).

Chart 5

Increase in uncertainty during periods of economic distress



Sources: European Commission DG-ECFIN and ECB staff calculations.

Notes: The chart shows the share of individuals that report in multiples of five and ten when asked about their inflation expectations. The latest observation is for September 2020.

Inflation estimates co-move strongly with actual inflation, suggesting consumers are knowledgeable about broad inflation regimes

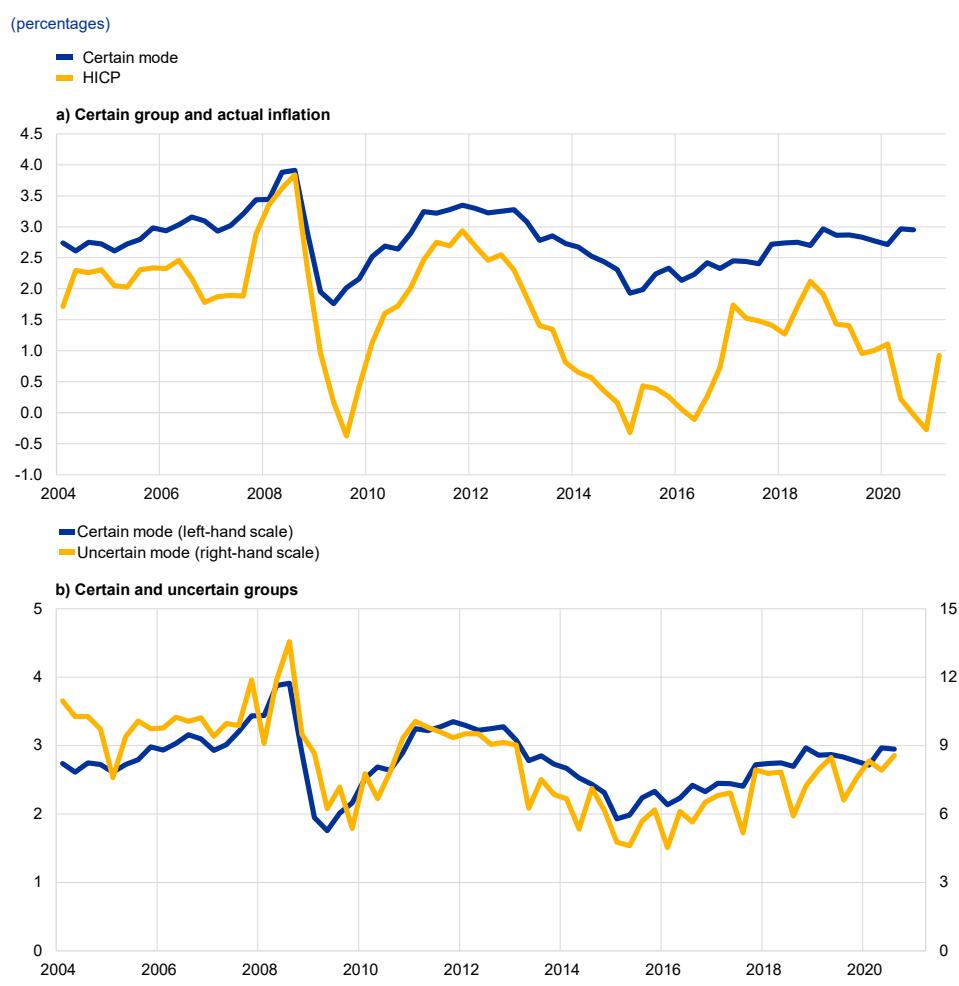
While uncertain respondents may not precisely quantify inflation, they appear able to capture the broad developments in inflation. The upper panel of Chart 6 shows that the modal expectations of certain consumers are not too far off, and evolve broadly along with, actual inflation. The lower panel shows that, although the modal expectations of consumers who are more uncertain are substantially higher than those who are certain (shown on different axes), they co-move very closely.¹¹ This suggests that, while less certain consumers may find it hard to precisely articulate their inflation expectations, they are able to distinguish low and high inflation just as well as more certain consumers. Thus, even if their level of expected inflation is biased with respect to actual inflation, the changes over time correlate closely.

¹⁰ As a portion of those reporting in multiples of five might be more “certain”, fitting distributions to the data allows the share of uncertain consumers to be calculated by adding the relative weights of groups (ii) and (iii). In technical terms, a mix of three log-normal distributions, on supports of (i) single digits, (ii) multiples of five, and (iii) multiples of ten, are fitted using maximum likelihood methods. For more details, see Arioli et al. (2016, op. cit.).

¹¹ The mode shows the highest portion (or most common part) of the distributions. As the distributions tend to have long right-hand tails, their means tend to be above the mode.

Chart 6

Modal inflation expectations of the “certain” group and the “uncertain” group



Box 1

Consumers’ inflation expectations during the COVID-19 pandemic – applying the uncertainty framework

During the early months of the first wave of the coronavirus (COVID-19) outbreaks and lockdowns in Europe, there was an extraordinary movement in consumers’ inflation expectations, in particular compared with that for perceptions. In March and April 2020 consumers’ quantitative inflation expectations rose, while their quantitative perceptions fell slightly and, for the first time, mean expectations for future inflation were higher than perceptions of past inflation.¹² However, this divergence was short-lived, as by June the differential between perceptions and expectations had reverted to around the level observed in the months prior to the start of the pandemic.

¹² There were also unprecedented developments in the qualitative estimates. The balance statistic for consumers’ perceptions of past inflation fell between February and April 2020, whereas that for expectations of future inflation rose. The balance statistic for inflation perceptions fell from 14.2 in February to 5.9 in April, whereas that for expectations of future inflation rose from 21.1 in February to 29.2 in April. The difference between the qualitative perceptions and expectations balance statistics reached its lowest level (-23.3) since the early 1990s.

It is challenging to reconcile these movements in inflation perceptions and expectations between February and June with actual inflation developments. While overall HICP inflation fell from 1.2% in February to 0.3% in April (in line with the movements in perceptions, but not those in expectations), it stood at 0.3% in June (neither explaining the reversion in perceptions nor that in expectations). The annual rate of change in the so-called FROOPP (frequent out-of-pocket purchases) index showed a broadly similar evolution, although it declined slightly more sharply than overall inflation between February and April (from 1.8% to 0.6%). It also stood at the same rate (0.6%) in June as in April, and thus cannot explain the reversion in perceptions or expectations. The annual rate of change in food prices rose from 2.1% in February to 3.6% in April, before easing over the following months. These developments in food price inflation could therefore potentially partly explain the changes in expectations but not the changes in perceptions.

Viewing consumers' quantitative inflation perceptions and expectations through the lens of uncertainty can help explain their apparently puzzling evolution. Chart A shows the change in the share of consumers reporting specific inflation perceptions and expectations in April 2020. For perceptions, there was a noteworthy increase in the share reporting unchanged prices (i.e. zero inflation), which is largely in line with actual inflation, which fell close to zero. For expectations, there was a decline in the share of consumers reporting zero or digits from 1%-4%, with noticeable increases in those reporting multiples of five (in particular 10%, 15%, 20%, 25% and 30%). Thus, when viewed through the uncertainty lens and the use of rounded numbers, it is possible to rationalise the simultaneous decrease in perceptions (in line with actual inflation) and increase in expectations (an uncertainty shock).¹³

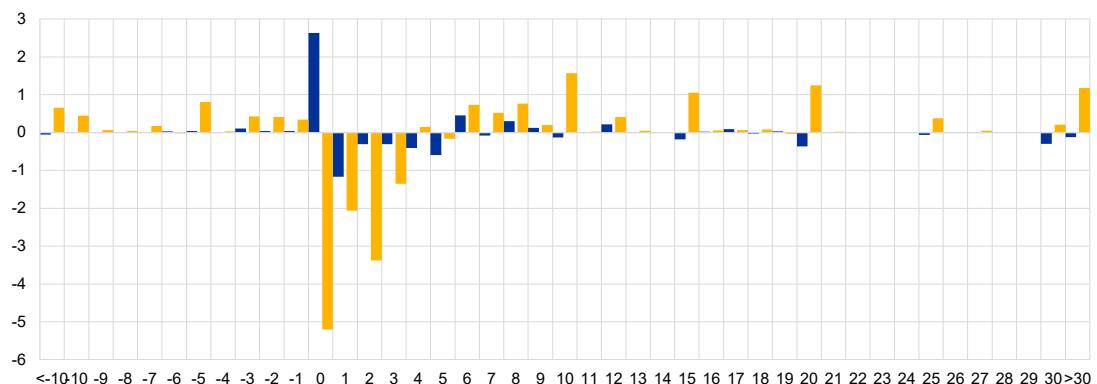
Chart A

Changes in inflation perceptions and expectations from March to April 2020

Changes in histogram of responses from -10% to +30%

(percentage points)

- Change in perceptions
- Change in expectations



Sources: European Commission DG-ECFIN and ECB staff calculations.

Note: The chart shows the changes in the share of respondents for each answer from March to April 2020.

¹³ This assessment is broadly in line with that from a specific survey carried out by the Banca d'Italia between April and May 2020, in which it was reported that the role of pessimism is evident in that expected inflation was higher among respondents that expected a significant reduction in their income. For further details, see “[Italian households' assessments and expectations during the current public health emergency](#)”, Annual Report for 2019, Banca d’Italia, pp. 69-71.

Sociodemographic and opinion characteristics can be shown to partially determine consumer (un)certainty

4 What determines whether individuals are (un)certain?

Whether a consumer is certain about price developments can depend on sociodemographic characteristics and economic sentiment. To analyse this, we look at the “probability that a consumer is certain” about inflation and try to explain this using a range of sociodemographic and economic sentiment variables.¹⁴ The sociodemographic variables include characteristics, such as age, level of formal education, gender and income quartile. In addition, sentiment indicators are used, which take the form of expressed economic opinions on the expected personal financial and general economic situation, a qualitative inflation assessment about inflation in the next 12 months and opinions on unemployment development, as well as on the timing of purchases and savings. Selected results are displayed in Chart 7 and Chart 8. On average, and other things being equal, a higher income and higher level of formal education contribute positively to an individual’s estimated probability of being certain. Certainty increases further with age and if respondents are male. At the same time, respondents tend to be less certain if they are more negative about their personal finances, the general economic situation including unemployment and their ability to purchase and save.¹⁵ These patterns hold robustly across most time periods and euro area countries in our sample.

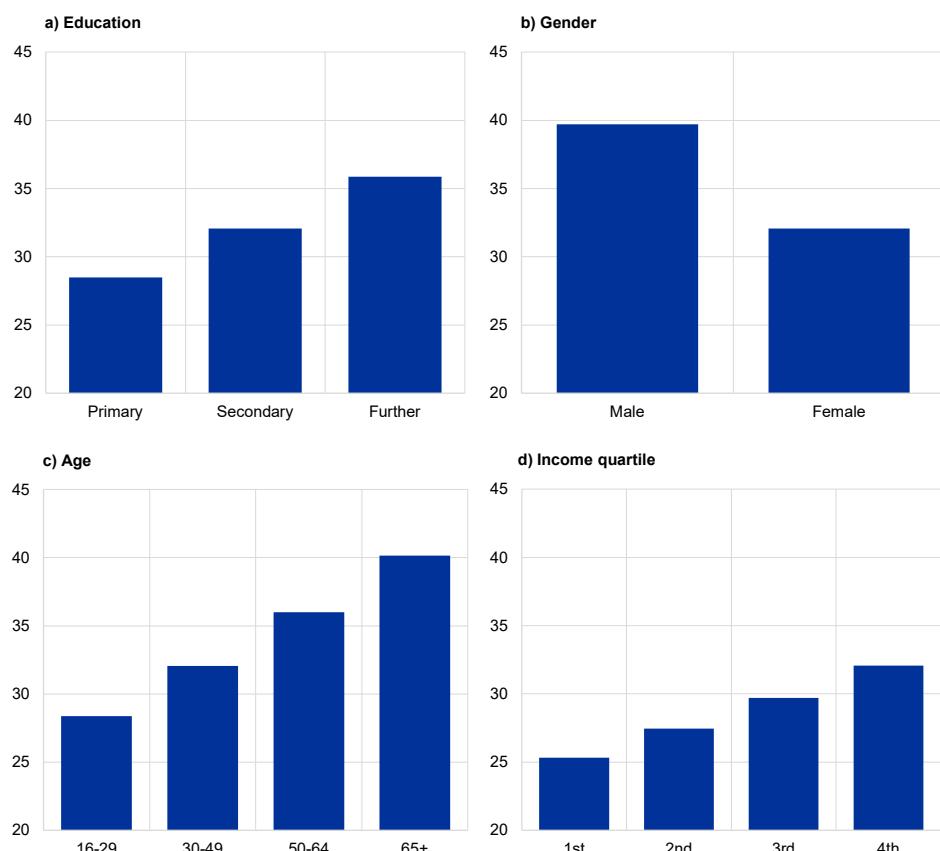
¹⁴ Similarly to Section 3, the measure of (un)certainty used in this study is based on the rounding of quantitative inflation expectations. If an estimate is a multiple of 5, the respondent is classified as “uncertain”, while all others are classified as being “certain”. This creates a binary variable which allows the probability that a consumer is certain about inflation expectations/perceptions given their characteristics to be estimated. The estimation then follows a maximum likelihood regression using a logit functional form. Potential misclassification in the dependent variable is accounted for, given that individuals may either be certain but still respond in multiples of five, or may be uncertain but reply with a digit that is not a multiple of five. The method is identical to that proposed in Hausman, J., Abrevaya, J. and Scott-Morton, F., “*Misclassification of the dependent variable in a discrete response setting*”, *Journal of Econometrics*, Vol. 87(2), 1998, pp. 239-269.

¹⁵ In addition, the level of actual inflation (measured by the overall HICP) and GDP growth in the respective time period and geography is included to capture more structural differences in the panel of respondents. It is found that a higher level of actual inflation and the qualitative level of expected inflation reduces overall certainty.

Chart 7

Estimated probability that a consumer is certain about inflation expectations
– sociodemographics

(percentages)



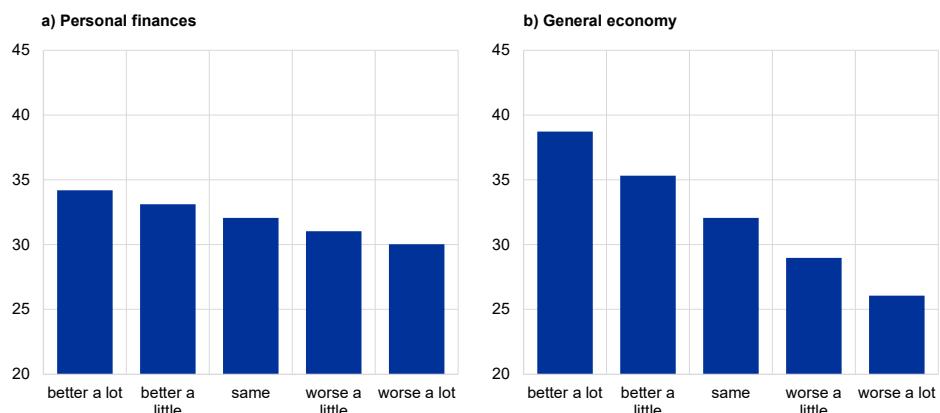
Sources: European Commission DG-ECFIN, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The charts display the estimated probability that an individual is certain about inflation by subcategory of each variable, assuming modal values for all other variables. All estimated effects are statistically significant at the 99% confidence level.

Chart 8

Estimated probability that an individual is certain about inflation expectations
– economic sentiment

(percentages)



Sources: European Commission DG-ECFIN, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The charts display the estimated probability that an individual is certain by subcategory of each variable, assuming modal values for all other variables. All estimated effects are statistically significant at the 99% confidence level.

The correlation between uncertainty and inflation expectations holds across countries

The probability that an individual is certain about inflation expectations differs significantly across euro area countries. The upper panel of Chart 9 shows that those countries where consumers are estimated to be more certain also have a lower mean inflation expectation across the time periods. While there is also some correlation between the mean inflation expectation and the average rate of actual inflation (see the lower panel of Chart 9), it is much lower. This suggests that the certainty channel plays an important role in explaining the differences in reported inflation expectations across countries in our sample.¹⁶ However, thus far, the analysis has simply identified sociodemographic characteristics and economic sentiment indicators that suggest whether consumers may be more or less uncertain about their inflation expectations. How much these factors contribute to reported inflation expectations is considered below.

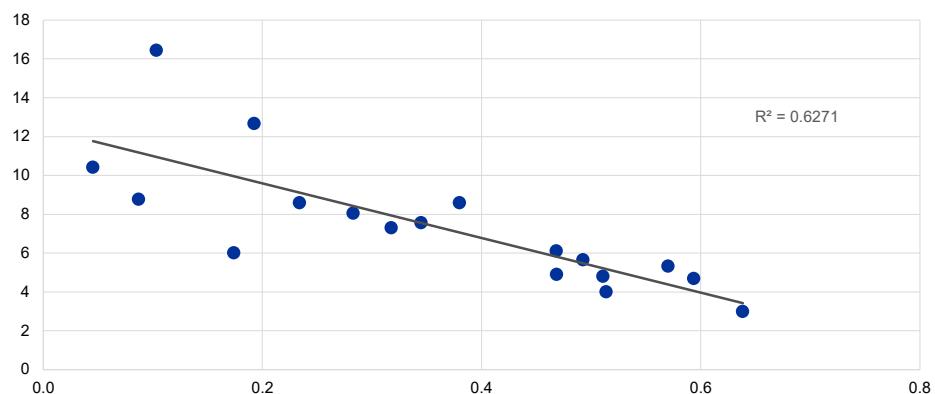
¹⁶ Note that “certainty” (as measured in rounding) can be affected by the survey mode and design in each country. For example, switching from phone to online surveys might have an impact on the propensity of people to respond in much larger (and often rounded) numbers, seemingly increasing “uncertainty”. For example, in May 2019 Germany changed its survey mode from face-to-face interviews in respondents’ homes to an online survey with Computer Aided Web Interviewing (CAWI), which resulted in a significant increase in the share of respondents reporting rounded estimates. In addition, when responding to the survey, some countries do not allow for respondents to provide decimals, while others may cap responses (for example, at less than 20). This could impact the observed certainty for a given country.

Chart 9

Negative relationship between certainty and inflation expectations across countries

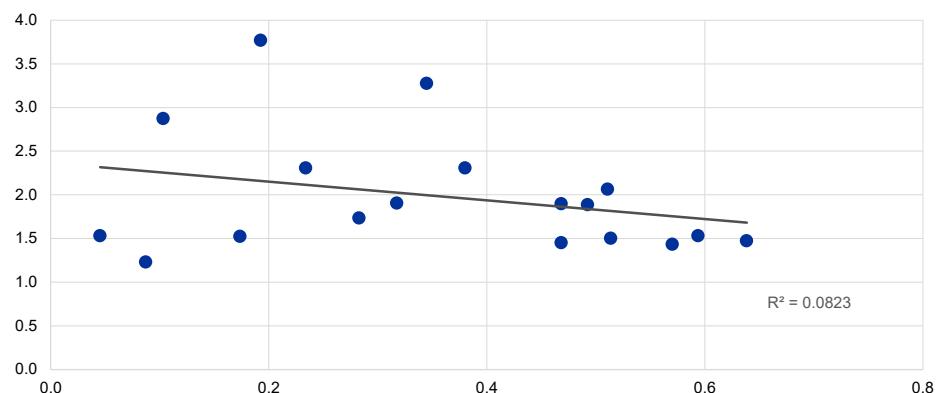
(x-axis: estimated probability that a consumer is certain about inflation for a modal individual in each country; y-axis: mean inflation expectation (January 2004 – September 2020))

a) Mean inflation expectations



(x-axis: estimated probability that a consumer is certain about inflation for a modal individual in each country; y-axis: mean HICP (January 2004 – September 2020))

b) Mean inflation



Sources: European Commission DG-ECFIN, Eurostat and ECB staff calculations.

Notes: The probability that an individual is certain is estimated using the same modal individual, assuming different nationalities. The mean inflation expectation describes the mean of the individually weighted means for each survey month. The 18 dots represent all euro area countries, except for Ireland where consistent data on the quantitative question are only available since May 2016.

5 Does this (un)certainty framework help explain and foster greater understanding of inflation expectations?

A large part of consumers' inflation overestimation can be explained by consumer uncertainty

The role of (un)certainty in consumers' quantitative inflation expectations is estimated with a model. First, the linear effects of sociodemographic and economic sentiment variables on quantitative inflation expectations are estimated.¹⁷ Moreover, to control for potentially different macroeconomic environments, actual inflation (HICP), inflation forecasts by Consensus Economics and GDP growth by country and time are incorporated. The (un)certainty framework is then used to split the sample.

¹⁷ A simple linear regression framework is used with the response to the two quantitative questions as the dependent variable respectively. This implies an assumption of linear effects which is deemed justified given that individuals respond in rather broad categories and since it facilitates interpretation of the results.

Consumer characteristics allow us to develop a model of inflation expectations that fits the data well

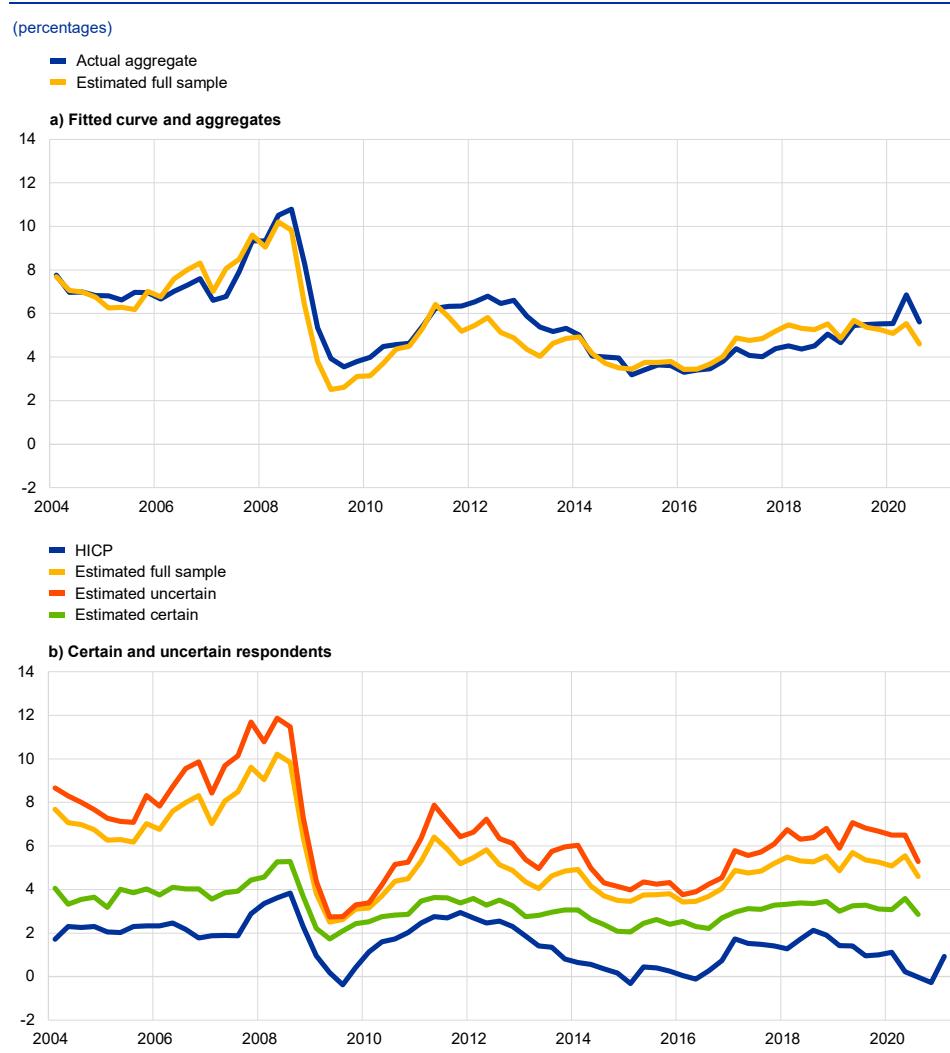
This makes it possible to show whether the effect of these sociodemographic and economic opinion variables differs between more and less certain consumers.

At the aggregate level, this model replicates stylised facts on the impact of sociodemographics and economic sentiment on inflation expectations.¹⁸ This study finds that the same characteristics described in the previous section as contributing to greater uncertainty (for example, lower age, lower income group and lower formal education or a worse economic sentiment and a lower ability to save) also contribute to higher expectations. This appears intuitive, given that rounded numbers (i.e. 5, 10 and 15) are typically a lot higher than the reported digits with a median of 2 over the reference period. The fitted values from the model closely match the actual measured inflation expectations. Using this model to estimate the inflation expectation of an “average” person (i.e. mean values in all categories) and averaging across countries for the whole sample period yields a value close to the measured mean expectations (Chart 10, Panel a).

¹⁸ See, for example, Jonung (1981, op. cit.); Bryan and Venkata (2001, op. cit.); Arioli, et al. (2016, op. cit.); Del Giovane, Fabiani and Sabbatini (2009, op. cit.); Ehrmann, Pfajfar and Santoro (2017, op. cit.).

Chart 10

Estimated inflation expectations – fitted versus survey results



The large gap between actual and expected inflation can be explained by uncertainty measured in rounding

Dividing the sample into the “certain” and “uncertain” groups explains a large part of the so-called inflation expectation conundrum, i.e. the overestimation of inflation in consumer surveys.¹⁹ Applying the above model to each group separately shows that sociodemographic and sentiment variables have a smaller impact on the inflation expectations of the “certain” group (Table 2). The difference in inflation expectations between the “certain” and “uncertain” groups is visualised in Chart 10, panel b and estimated over all time periods separately. It suggests that the differential in inflation estimates observed between socioeconomic groups and respondents of diverging economic assessments can at least in part be explained by

¹⁹ A study by Abildgren, K. and Kuchler, A., “[Revisiting the inflation perception conundrum](#)”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 67, 2021 describes the issue of overestimation bias in inflation perceptions and expectations across countries and time periods, and suggests various explanations. The term “inflation perceptions conundrum” is coined in that article but is also found here to be equally applicable in the context of expectations.

the different levels of certainty these groups of respondents have. These results also hold in a model version that controls for perceptions, given their strong link with expectations.²⁰ However, it should be noted that even consumers who are certain overestimate inflation. Therefore, the certainty channel should not be considered in isolation from other hypothesised reasons, including psychological aspects of loss aversion, seasonality and the idea that consumers might have in mind different and very heterogeneous baskets (including house prices, for instance) when estimating inflation.²¹

Table 2
Contribution of “certainty” to the level of inflation expectations

		All respondents	Certain respondents	Uncertain respondents
Sociodemographic	Age	-0.35	-0.08	-0.40
	Education	-0.51	-0.12	-0.62
	Female	1.03	0.19	1.23
	Income	-0.22	-0.07	-0.26
Sentiment	Personal finances	0.97	0.38	1.16
	Economic situation	1.19	0.50	1.47
	Unemployment	-1.15	-0.33	-1.51
	Purchases	-0.01*	0.01*	-0.06
	Savings	0.36	0.15	0.43
	Ability to save	0.41	0.16	0.49
Macroeconomic	HICP inflation	0.72	0.48	0.76
	HICP forecast	1.55	0.58	1.69
	GDP growth	0.13	0.04	0.19
R^2		0.21	0.16	0.21
Number of individuals		2,522,504	842,807	1,679,697

Source: ECB staff calculations.

Notes: * denotes not statistically significant at the 99% confidence level. All other coefficients are statistically significant at the 99% level. The coefficients show the relative magnitude and direction of a unit change in one of the individual variables on the inflation expectations, holding all other variables at a constant level. For example, holding all other factors constant, being female increases inflation perceptions by 1.03 percentage point when estimated for the whole sample, 1.23 when estimated for uncertain respondents and 0.19 when estimated for certain respondents. Note that, contrary to the other sentiment questions, for the question on unemployment, a low (high) value implies a negative (positive) situation. For more details on the wording of the questionnaire, see the European Commission's [User Guide](#).

6 Conclusion

Inflation (un)certainty is an important framework for analysing consumers' quantitative inflation expectations

Inflation (un)certainty is a channel that sheds light on some of the more puzzling aspects of reported quantitative inflation expectations. First, the

²⁰ In Duca-Radu, I., Kenny, G. and Reuter, A., “[Can consumers' inflation expectations help stabilise the economy?](#)”, *Research Bulletin*, No 79, European Central Bank, 12 January 2021. ECCS data are used to examine the link between inflation expectations and consumption. This study finds that the raw relationship between readiness to spend and inflation expectations is, on average, negative and quite unstable. They attribute this to the unobserved factors and consumer-specific characteristics which may have an impact on reported inflation expectations. When inflation expectations are normalised (based on the current inflation perception), it finds a more stable and positive relationship with the readiness to spend.

²¹ For a summary of the available literature, see Abildgren and Kuchler (2021, op. cit.).

(un)certainty lens helps explain why we can observe high estimated aggregates despite rather low inflation. This is because in conditions of uncertainty many consumers report rounded numbers, whereby they often quantitatively overestimate inflation. Second, since rounding is more prevalent in some sociodemographic groups, it also helps explain why we observe higher levels of inflation perceptions and expectations for specific population characteristics. However, it should be borne in mind that, although consumers who are less certain may not precisely quantify future inflation, their expectations identify relatively low and high inflation in a similar manner to more consumers who are more certain and in broad alignment with the actual inflation cycle.

The reported negative correlation between the economic outlook and inflation estimates may be caused by increased uncertainty

Furthermore, the uncertainty channel is also a possible explanation for the negative correlation sometimes observed between the economic outlook and inflation expectations. It thus offers an alternative perspective to the view that this negative correlation is a so-called supply-side interpretation of inflation, whereby individuals interpret an increase in expected inflation as unambiguously adverse.²² We show that this correlation could reflect increased uncertainty, which, in turn, increases reported inflation expectations.

However, there remain aspects of consumers' inflation expectations that cannot be addressed using the data considered in this article. For instance, as we do not observe the same individual over time, it is challenging to understand how expectations are formed and the extent of their economic impact. In the future, the ECB's Consumer Expectations Survey (CES), which was launched as a pilot in 2020 and has a genuine panel structure, could offer a more in-depth view of consumer expectations over time, their formation and how consumers understand and react to monetary policy.²³

²² Candia, B., Coibion, O. and Gorodnichenko, Y., "Communication and the Beliefs of Economic Agents", paper presented at Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Economic Policy Symposium, 28 August 2020.

²³ For more information, see the [ECB Consumer Expectations Survey](#).

3

The paradox of banknotes: understanding the demand for cash beyond transactional use

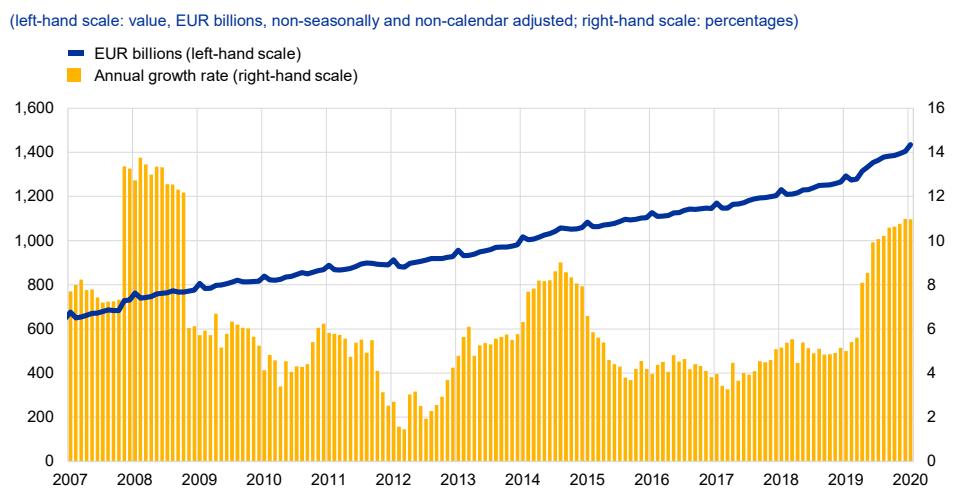
Prepared by Alejandro Zamora-Pérez

1 Introduction

A phenomenon referred to as the “paradox of banknotes”¹ has been observed in the euro area; in recent years, the demand for euro banknotes has constantly increased while the use of banknotes for retail transactions seems to have decreased. Recent payment surveys indicate that the share of cash transactions in the euro area has decreased. This, together with ongoing digitalisation in retail payments, might have been expected to lead to a decrease in the demand for cash.² However, this reduction in demand has not occurred. In fact, the number of euro banknotes in circulation has increased since 2007 (see Chart 1). This seemingly counterintuitive paradox can be explained by demand for banknotes as a store of value in the euro area (e.g. euro area citizens holding cash savings) coupled with demand for euro banknotes outside the euro area. This article will use the available evidence to explain this phenomenon in more detail.

Chart 1

Euro banknote circulation



The growth in circulation of euro banknotes has been strong since they were introduced, even when considering the ratio of euro banknotes to GDP, or to the

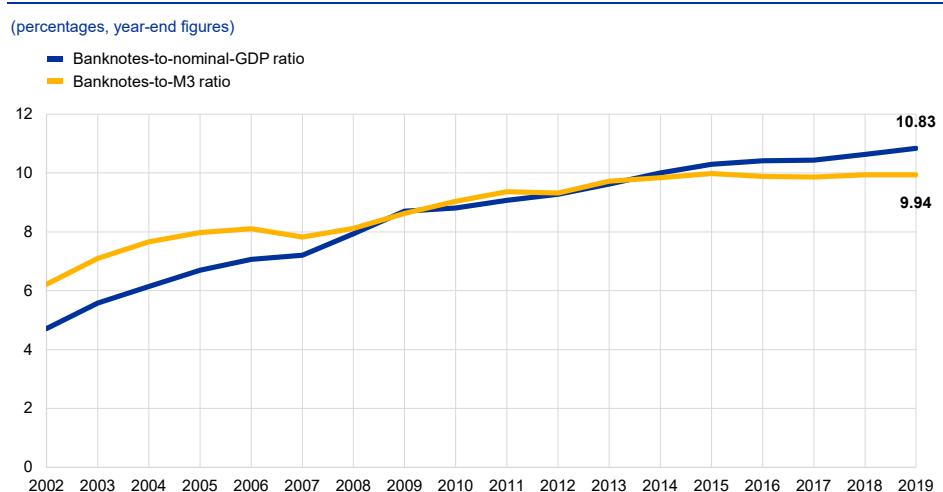
¹ This phenomenon has also been observed with other currencies, particularly those with a strong foreign demand; the term was coined in Bailey, A., “Banknotes in Circulation: Still Rising: What does this Mean for the Future of Cash?”, Speech at the Banknote 2009 Conference, Washington DC, 2009.

² For simplicity, specific references to coins (2% of euro cash value) are not made throughout this article.

broad monetary aggregate M3.³ This growth in circulation has intensified during the coronavirus (COVID-19) pandemic. At the end of 2020, the value of euro banknotes in circulation amounted to €1,435 billion, increasing by 11% from €1,293 billion in 2019 (Chart 1). Due to the COVID-19 pandemic, this annual growth rate was exceptionally high when compared with previous years (5% annual growth in the past 10 years on average). The only time the growth rate was higher was during the months following the Lehman Brothers collapse in September 2008.⁴ However, the growth of euro banknote circulation has been remarkably strong since they were introduced even when compared to some other macroeconomic magnitudes; for example, the ratios of euro banknotes to nominal gross domestic product (NGDP) and to M3 have increased over the years (see Chart 2), amounting to 10.83% and 9.94% at the end of 2019, respectively. This suggests there are unique determinants behind the high demand for euro banknotes, other than the development of the activity of the domestic economy (NGDP) and distinct from factors influencing other monetary assets/liabilities (M3).

Chart 2

Euro banknotes over euro area nominal gross domestic product and M3



Sources: ECB.

Notes: The latest observation was made in December 2019.

Understanding the drivers of increasing banknote circulation is important for central bank core activities such as cash and liquidity management, retail payment strategies and monetary policy. Central bank cash and liquidity management activities can be improved by a good understanding of the demand for cash. For instance, if cash is widely used as a safe haven during times of potential market turbulence, it may be mandatory to hold substantial strategic contingency stocks of banknotes to meet extraordinarily high demand during periods of crisis.⁵ Furthermore, understanding the demand for cash can shape well-informed retail payment strategies, for example by enabling projections for the future use of means of

³ M3 or “broad money” is the sum of currency in circulation, deposits and other liquid monetary liabilities

⁴ This and other events influencing the value of banknotes in circulation are described in the article entitled “[Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, Frankfurt am Main, 2018.

⁵ See Panetta, F., “[Beyond monetary policy – protecting the continuity and safety of payments during the coronavirus crisis](#)”, *The ECB Blog*, 28 April 2020.

payments, or even assessing the potential demand of a cash-like central bank digital currency (CBDC). In addition, the size and growth of some components of cash demand have relevant implications when assessing the monetary policy stance and its implementation in a low interest rate environment.⁶

To shed light on the paradox of banknotes, it is important to identify the main uses of banknotes, although this is a difficult endeavour because cash usage is mostly unobservable. The value of euro banknotes in circulation can be broken down into three components: the value of banknotes (a) held for domestic transactions, (b) stored domestically and (c) demanded outside the euro area (both for transactions and as a store of value). Estimating the size of these components is key to understanding the paradox of banknotes. However, making such estimations is a highly complicated process because cash is used anonymously. The data collected by the European Central Bank (ECB) refers only to flows of banknotes through the central and commercial banks, so only a small part of the cash cycle is observable. There are also grey areas where it is impossible to define when a banknote is held for transactions or as a store of value. Nevertheless, it is possible to learn about the different uses of banknotes through direct (i.e. surveying cash users) and indirect approaches. These will be explored in the present article in Sections 2 and 3. Section 4 will address the COVID-19 developments during 2020, remarking on the importance of cash during crises.

2 Transactional use of cash in the euro area

Estimates of the value of banknotes held for transactions in the euro area can be produced using indirect approaches but these are subject to limitations.

Indirect approaches use available ECB data on euro cash coupled with a set of assumptions to produce estimates of the portion of the value of banknote circulation used for domestic transactions. However, the reliability of these methods depends on the particular assumptions employed, and therefore they should be considered with an appropriate level of caution. The following looks at three approaches: (i) the seasonal method, (ii) the return frequency method and (iii) an analysis of the issuance of the Europa Series (i.e. the second series of euro banknotes). These provide insights as to the size and nature of domestic transactional demand for banknotes.

The seasonal method indicates that in 2019 between 13% and 30% of the value of banknote circulation was held for the purpose of euro area transactions, yielding a central estimate of 21.5% (€280 billion). The share of banknote circulation used for euro area transactions can be estimated using the seasonal method.⁷ This method exploits the strong monthly seasonality of banknote demand to divide total circulation into domestic transactional demand and the rest of the demand components (domestic store of value and foreign demand). This means that estimates

⁶ See Assenmacher, K., Seitz, F. and Tenhofen, J., “[The use of large denomination banknotes in Switzerland](#), International Cash Conference 2017 War on Cash: Is there a Future for Cash? Deutsche Bundesbank, Constance, 2017, pp. 148-199.

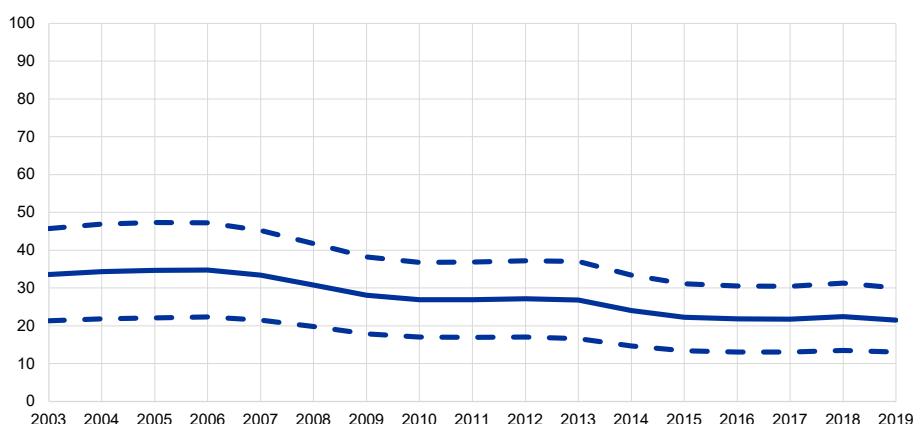
⁷ A formal description of the method, as used in this section, can be found in *ibid.*, pp. 148-199. Vault cash and the €10-banknote circulation, corrected for carrying capacity (see more of this below), are selected as benchmarks.

of this decomposition are produced by comparing the seasonality of total banknote circulation with the seasonality of a benchmark variable that is purely transactional.⁸ As the reliability of this method strongly depends on the benchmark, two series were selected to produce an upper and a lower bound. Results indicate that, in 2019, between 13% and 30% of the value of euro banknote circulation was used for transactions in the euro area (see Chart 3). The central estimate of 21.5% (€280 billion) is considered to be a good approximation⁹ but should still be interpreted with caution. It is also worth noting that both benchmarks indicate that the share of circulation used for domestic transactions has decreased over the years.

Chart 3

Estimates of the share of value of euro banknotes held for domestic transactions according to the seasonal method

(percentage of total circulation)



Sources: Author's calculation, ECB.

Note: The solid line represents the central estimate and the dashed lines represent the lower and upper bound. The latest observation was made in December 2019.

According to the return frequency method, in 2019 between 15% and 25% of the value of euro banknote circulation was held for transactions in the euro area, yielding a central estimate of around 20% (€260 billion). Different denominations of euro banknotes return to Eurosystem central banks at varying frequencies.¹⁰ Banknotes returning less often are partly circulating in domestic channels more distant from central banks and partly stored domestically or held abroad. As with the seasonal method, it is possible to produce an upper and lower bound of the active circulation by using the return frequency of purely transactional denominations as benchmarks

⁸ The seasonality of domestic cash transactions cannot be observed. Benchmark variables that have been used to effectively capture domestic cash transactions are small denominations like the €10 banknote or vault cash; see the article entitled "[Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years](#)", op. cit., and Bartzsch, N., Rösl, G. and Seitz, F., "Currency movements within and outside a currency union: The case of Germany and the euro area", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 53, No 4, Elsevier, Amsterdam, 2013, pp. 393-401.

⁹ The seasonality of transactional demand is likely to be underestimated for the €10 banknote series (not all €10 banknotes are used for transactions) and overestimated for vault cash series (safety stocks during peak demand periods heighten the seasonality).

¹⁰ The return frequency for a certain denomination is the number of returned banknotes over a year divided by that year's average circulation; for a detailed explanation, see the article entitled "[Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years](#)", op. cit.

(making two extreme assumptions). This is narrower than the interval estimated using the seasonal method.

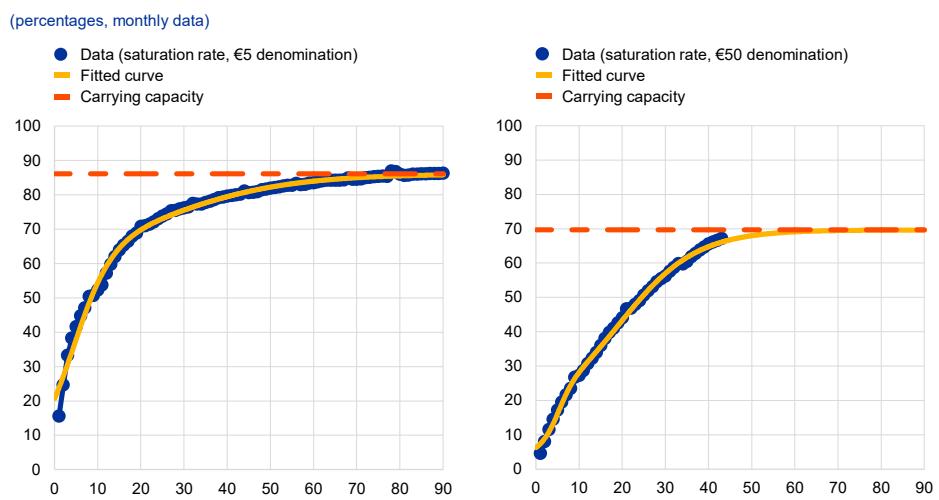
An analysis of the introduction of the second series of euro banknotes provides further information on how the different denominations of banknotes circulate. The introduction of the second series of euro banknotes and the subsequent replacement of the first series provides valuable information. The saturation rates of different banknote denominations (i.e. number of banknotes of the second series in circulation over total number of banknotes from the first and second series) follow a specific type of pattern which can be analysed by fitting curves to the data.¹¹ Chart 4 illustrates this for €5 (typically transactional, like the €10 and €20 denominations) and €50 denominations (used for transactions but also as a store of value domestically and abroad like other high value denominations €100 and €200). An interesting pattern emerges: the curves start flattening before the new series saturate 100% of the circulation, reaching a steady-state saturation rate called the “carrying capacity”. This means that a portion of banknotes from the first series may never return to the Eurosystem because they may be either permanently stored domestically or – as is perhaps more likely – lost or held abroad. For low (typically transactional) denominations one would expect that most banknotes return to the central bank. They exhibit a higher carrying capacity (around 86% and 89%) than higher-value denominations (for example, the €50 has a projected carrying capacity of 70%). Also, as one would expect, the €5 denomination (mostly used for transactions) has a steeper curve, meaning that it reaches the carrying capacity quicker than the €50 (used for transactional purposes but also as a store of value both domestically and abroad).¹² These patterns are also observable with other denominations. This shows that the higher the value, the higher the likelihood that a banknote is used as a store of value domestically or abroad; similarly, the higher the value, the higher the likelihood it is held as a store of value for a long time.

¹¹ Logistics models that assume circulation can be divided into two distinct compartments provide the best fit. This matches the intuitive assumption that a portion of banknotes actively circulate and return quickly to the central bank, while others return more slowly as they are circulating in distant channels or stored.

¹² This simple graphical analysis can be made more precise by interpreting the first and second derivatives of the curves. This enables accurate assessment of when the return of banknotes for the different denominations accelerates and decelerates.

Chart 4

Analysis of the €5 and €50 banknote saturation rates



Source: ECB and author's calculations; latest observation November 2020.

Notes: The saturation rate is the number of banknotes of the second series in circulation over total number of banknotes.

A recent ECB household survey¹³ shows that the total value of cash transactions by citizens in 2019 amounted to €1,993 billion and that cash is still the most used means of (retail) payment, although the share of cash payments has decreased. Although indirect methods can provide valuable estimates of the use of cash for transactions domestically, direct methods such as payment surveys are necessary to supplement our indirect knowledge. As explained in more detail in Box 1, the cited ECB survey shows that, in 2019, cash was the most used means of payment in the euro area for point-of-sale (POS) and person-to-person (P2P) transactions and non-negligible in other types of transactions. However, the share of cash payments has decreased in the past three years by six percentage points. According to the survey, euro cash has been used for 117 billion physical and online transactions, corresponding to a value of €1,993 billion.

Box 2

Domestic transactional use of cash, evidence from the SPACE survey

Prepared by Chiara Litardi and Alejandro Zamora-Pérez

The ECB Study on Payment Attitudes by Consumers in the Euro Area (SPACE)¹⁴ shows the relevant role of cash in daily transactions; 72% of the transactions at the point of sale (POS)¹⁵ (representing 47% in value terms) and 83% of person-to-person (P2P) transactions (57% in value) are made in cash.¹⁶ The significant difference between number of transactions and value is due to the more

¹³ See “Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)”, ECB, Frankfurt am Main, December 2020.

¹⁴ ibid.

¹⁵ The POS category is the most common type of person-to-business payment and it includes transactions at: supermarkets; small shops for day-to-day items (e.g. bakery, drug store); street vendors or markets (e.g. newspaper, florist); shops selling durable goods (e.g. clothing, toys, electronics); petrol stations; restaurants; bars; cafés; hotels; venues for culture, sport or entertainment; vending or ticketing machines; offices of public authorities or post offices; services outside the home (e.g. hairdresser, dry cleaning); and all other physical locations.

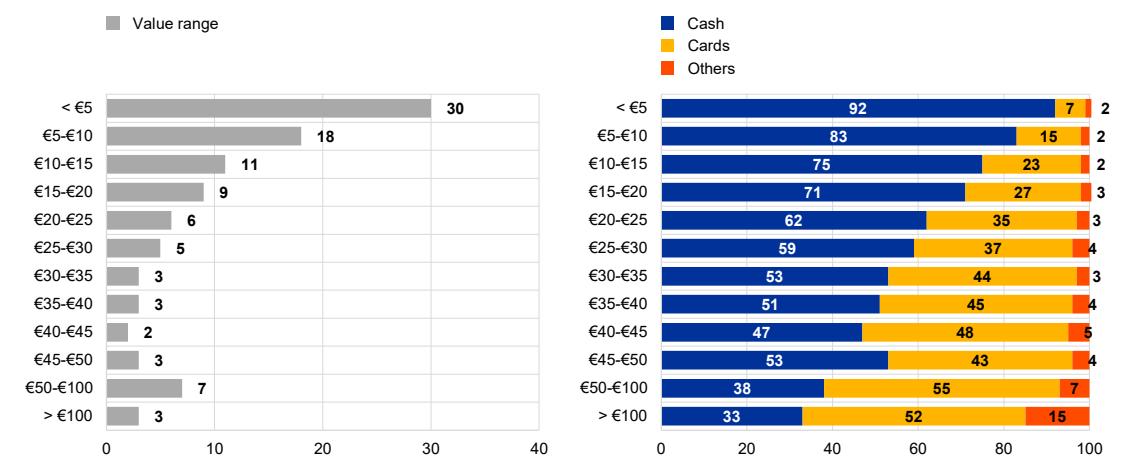
¹⁶ Considering POS and P2P combined it is 73% in number and 48% in value.

frequent use of cash for low-value transactions. For both POS and P2P combined, payments below €15 represent most of the transactions made as shown in Chart A (left-hand panel). 92% of payments below €5 are made in cash while only 33% of transactions above €100 (which represent only 3% of all POS and P2P transactions) are paid in cash (see Chart A, right-hand panel).

Chart A

Use of payment instrument at POS and P2P, by value range

(x-axis: percentage, share in all transactions; y-axis: value, transactions)



Sources: ECB, De Nederlandsche Bank, Dutch Payments Association and Deutsche Bundesbank.

Even if cash is the most used means of payment in POS and P2P transactions, its usage compared to other payment instruments has decreased in the last three years when a similar survey was conducted¹⁷. Since 2016, the share of cash payments has decreased by six percentage points both in terms of number of transactions and value, both for POS (from 78% of transactions and 53% of value three years ago) and P2P (from 89% of transactions and 63% of value).

Other person-to-business payments where cash is used are the recurring payments such as to pay electricity bills, telephone bills or rent, with large differences across countries and types of service. Around 6% of citizens in the euro area pay electricity bills in cash, with a high variability across countries (ranging from 1% to 38%). The use of cash is lower for rent (4%) and phone bills (5%), also with significant differences in euro area countries.

As a means for transaction, the use of cash for business-to-person payments is non-negligible, although it has declined since 2016. According to SPACE, 13% of euro area citizens still get some regular income in cash. Around one in ten respondents received up to half or more than half of their income in cash. In terms of occupation, self-employed citizens receive income in cash more often; on average, 26% of them have received at least part of their income in this way.

¹⁷ See Esselink, H. and Hernandez, L., "The use of cash by households in the euro area", Occasional Paper Series, No 201, ECB, Frankfurt am Main, November 2017.

3 The non-transactional demand of banknotes

The central estimates of the previous section suggest that around 80% of the value of banknotes in circulation was not actively used for domestic transactions in 2019, and this share has risen over the years. The following section will present the available evidence on the remaining components of cash demand, namely foreign demand and domestic store of value.

The circulation of euro banknotes outside the euro area

A recent comprehensive study¹⁸ on the foreign demand for banknotes suggests that between 30% and 50% of the value of euro banknotes was held abroad in 2019 and this share has been increasing in recent years. In December 2019 the total cumulated (i.e. net) euro banknotes shipped in and out of the euro area via banking channels only represented 13% of total banknote circulation in terms of value. However, the study clarifies that there are several channels through which banknotes can flow in and out of the euro area, such as non-registered remittances or tourism. This is why several indirect approaches were used to more accurately investigate this topic. According to a method developed by the ECB, in 2019 around 30% of the total value of banknotes in circulation was held abroad.¹⁹ This share goes up to 50% for the same year when using the seasonal (estimates for 2018) and age of banknote methods (estimates for 2019). These two methods compare certain characteristics (such as seasonality or the lifespan of banknotes) of the euro banknote population with other, otherwise similar, reference countries' banknote populations.²⁰ Interestingly, both the ECB method and the seasonal method²¹ suggest that this share has been increasing over the years (from around 20% in 2008 to around 30% in 2018 and from over 35% in 2008 to over 50% in 2018, respectively). The wide interval resulting from the different methods reflects the complexity of estimating the size of the foreign demand component of euro banknotes. As explained in relation to the indirect approaches used in Section 2, the reliability of these methods depends on a variety of assumptions, and thus the results should be taken with a certain degree of caution.

There are many reasons why in developing and transition economies there is a high demand for national cash in general and foreign strong currencies in particular.²² The literature normally attributes the high use of cash in developing and transition countries to both supply-side problems (such as underdeveloped payment infrastructures and the lack of access to credible saving alternatives) as well as demand-side factors (lack of trust in banks, deeply entrenched habits or unfavourable perceptions towards electronic payments). For the use of US dollar outside the United States, it has been found that some of the factors that influence its foreign demand are

¹⁸ Lalouette, L., Zamora-Pérez, A., Rusu, C., Bartzsch, N., Politronacci, E., Delmas M., Rua, A., Brandi, M. and Naksi, M., “Foreign demand for euro banknotes”, *Occasional Paper Series*, No 253, ECB, Frankfurt am Main, 2021.

¹⁹ See “Estimation of euro currency in circulation outside the euro area”, ECB, April 2017.

²⁰ In the study, the chosen references were the Canadian dollar for the seasonal method and the Danish krone for the age of banknotes method. For more on both methods, see Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

²¹ The age of banknotes only provides an estimate for 2019 due to data unavailability.

²² A literature review can be found in Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

high historical inflation in those countries, size of the domestic market, global and local economic uncertainty and past dollar use. Recent evidence from a survey conducted regularly by the Oesterreichische Nationalbank (OeNB) also provides valuable findings on the determinants of euro banknote demand, although it is limited to central, eastern and south-eastern European economies. These determinants include limited trust in the local financial systems and in local currency, stronger individual preferences for cash, or expectations of the future adoption of the euro.

A macroeconometric model of euro banknote demand and quantitative and qualitative analyses of the determinants of euro net shipments find that mostly local factors (from countries demanding banknotes) influence foreign demand.²³ Different approaches indicate that the local economic activity of foreign countries has an impact on the overall demand for euro banknotes; also, local inflation, local unemployment and the nominal USD/EUR exchange rate influence euro net shipments. The influence seems to be mainly driven by medium- and high-denomination banknotes. Notably, apart from store-of-value and safe-haven asset demand, in some regions (Americas, Middle East, Asia and western non-EU countries) tourism seems to be the most important factor influencing demand.

The use of euro banknotes for domestic store of value

Between 27.5% and 50% of the value of banknote circulation is thought to be stored in the euro area in 2019, meaning that per-adult cash reserves (of euro area citizens as well as of banks and companies) range between €1,270 and €2,310. Using the estimates that around 20% of the value in circulation was used for domestic transactions and between 30% and 50% was held abroad, this means that in 2019 between 27.5% and 50% was used for store-of-value purposes in the euro area.²⁴ This implies that the amount of cash reserves per-adult ranged between €1,270 and €2,310. It should be stressed that this per-adult amount includes people's holdings, but also cash held by euro area monetary financial institutions (MFIs) and companies. This breakdown by sectors has not been determined so far.

Although cash held by MFIs in normal conditions is mostly held for transaction purposes, the developments of vault cash in recent years can provide a hint of the amount of cash used for store-of-value purposes. Generally, MFIs hold cash in their vaults mainly for the purpose of transactions. Chart 5 shows that, after the rate of the ECB's deposit facility went into negative territory (more obviously, when it was decreased in March 2016 from -0.3% to -0.4%) a visible break in the series can be observed, hinting that storing cash was made relatively more attractive. As vault cash was rather stable from 2009 to the moment when the deposit facility rate first became negative in June 2014, it is likely that most of the €30 billion (60%) increase from then until the end of 2019²⁵ was for the purpose of storing value. Despite its pronounced increase, vault cash only represented around 7% of total banknote circulation at the

²³ ibid.

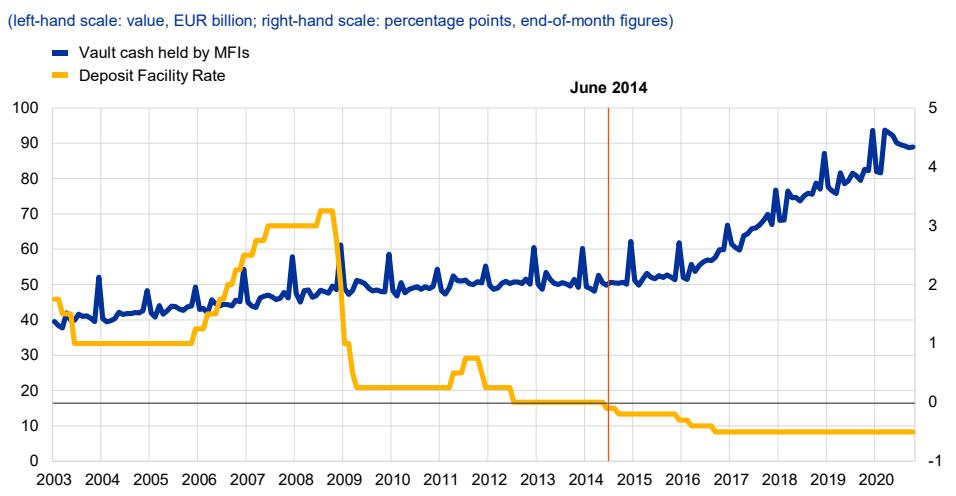
²⁴ These figures are calculated as a residual value from the previous estimates of the other components and the wide intervals reflect the uncertainty surrounding the previous calculations.

²⁵ Considering the seasonally adjusted series (i.e. removing the seasonal peak of December).

end of 2019 so it can by no means entirely explain the increase of domestic store of value usage.

Chart 5

Vault cash held by MFIs and Deposit Facility Rate



Source: ECB; latest observation October 2020.

In contrast to MFIs, there is neither available data on the precise amount of cash held by retailers and citizens, nor estimates on the trends of their cash holdings in recent years. At the same time, it is certain that the above change in the deposit facility rate did not affect companies (who mostly hold cash for transactions) and people living in the euro area in the same manner as it did MFIs, as neither people nor companies are able to deposit excess liquidity with the ECB. Nevertheless, as long as the opportunity cost of holding cash has decreased due to the low interest rate environment, people and companies might have been inclined to save more in cash than in other liquid assets yielding low interest. However, it is likely that, as is the case with other currencies that experienced a high increase in non-transactional demand, the low interest environment cannot fully explain the rise in demand. It is possible that other factors, such as increased uncertainty or the ageing of the population, may be at play.²⁶

Household surveys, such as SPACE, provide further evidence on cash reserves held by citizens but, due to the sensitivity of the questions, respondents are thought to underreport their cash holdings. This means that survey results must also be considered with an appropriate level of caution. Box 2 presents evidence from SPACE on cash reserves, as well as from a recent nationwide survey in Germany studying the motives of why German citizens save in cash.

²⁶ For example, see Jobst, C. and Stix H., "Doomed to Disappear? The Surprising Return of Cash Across Time and Across Countries", *CEPR Discussion Papers*, No 12327, September 2017, and Shirai, S. and Sugandi E. A., "What Explains the Growing Global Demand for Cash?", *ADBI Working Papers*, No 1006, Asian Development Bank Institute, Tokyo, September 2019.

Box 2

Domestic cash holdings of euro area citizens: evidence from two recent surveys

Prepared by Chiara Litardi and Alejandro Zamora-Pérez

Descriptive analysis of SPACE data on cash reserves by euro area citizens

SPACE data show that around one out of three respondents kept cash reserves at home in 2019, with sizeable differences across countries. 34% of respondents declare to hold cash reserves, while 62% declared that they don't hold any cash and 4% refused to answer. In some countries, up to 50% of respondents report keeping extra cash.

In 2019 most of the respondents holding cash at home answered that they held relatively small amounts; this suggests the bulk of citizens' cash holdings might be held by a reduced share of the population. Among those who responded that they put cash aside outside a bank, three out of four people (75%) had less than €500, while one out of ten (10%) kept between €500 and €1,000. A small portion of respondents declared high amounts, only 6% reported between €1,000 and €5,000 and 2% kept over €10,000. Some of the respondents who reported keeping cash at home refused to disclose how much cash they store (7%).

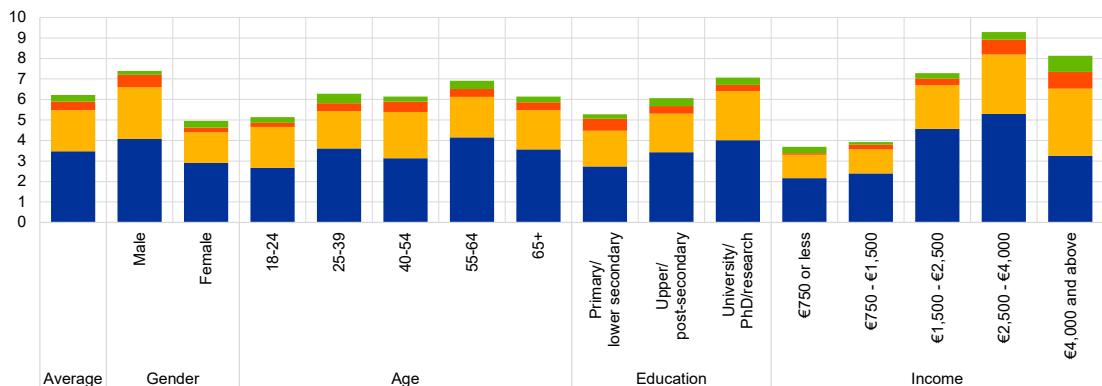
In the euro area, there are important differences across socio-demographic groups such as gender, education and income (see Chart A). Men are more likely to hold larger amounts than women and individuals with more education tend to hold higher amounts of cash than those with less education. However, this could be reflecting income inequalities within the above groups, as the survey shows that consumers with higher income level keep higher amounts of extra cash. Further research is needed to assess how the different variables influence cash holdings.

Chart A

Amount of cash reserves (€500 and above) by demographics

(Percentage of the overall population)

- €500 - €1,000
- €1,000 - €5,000
- €5,000 - €10,000
- > €10,000



Sources: ECB, De Nederlandsche Bank and Dutch Payments Association and Deutsche Bundesbank.

Notes: The data on average, gender and education are for the euro area (19 countries). The data for the income groups excludes the Netherlands (18 countries). Income group is defined as the monthly household income after taxes and social security.

Results from a German study

A recent study based on survey data from Germany²⁷ – a country that accounts for a large share of banknote circulation in the euro area – shows that individuals in Germany held an average of €1,364 in cash in 2018. To obtain this data, the survey employed a number of confidence-boosting measures to reduce the bias of underreporting the amounts of cash reserves and gain insight into other sensitive aspects. The average amount declared (€1,364) is close to the lower bound of holdings in the euro area provided in the main text of this section (€1,270), although the figures are not directly comparable as, among other aspects, the estimates in this article also consider holdings by banks and retailers.

Regression results point that age, income and employment status have an influence on holding cash reserves. Older people tend to hold more cash outside their wallets, although the increase of holdings by age is not linear (cash reserves seem to be accumulated until shortly before retirement). The average cash amount that individuals save rises with income, and the bulk of the value of cash holdings seems to be concentrated among the top percentiles of the income distribution. Among those working, the largest reserves are held by self-employed people.

The above study also looks at the reasons why people hoard cash: factors such as doubts about the security and reliability of technical systems had an impact, whereas tax motives were not a key factor. The study asked a set of indirect questions about tax morale to develop a set of tax honesty indicators without directly asking the respondents about these matters. Although 12% of respondents declared that tax motives can explain why people choose to hold cash, there is no correlation between tax honesty indicators and keeping cash aside. Some other factors, such as concerns about security and the reliability of technical systems, appear instead to influence the decision to keep cash outside the

²⁷ Eschelbach, M. and Schneider, F., “Cash hoarding by German households – an empirical analysis of how much cash they store and why”, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main, July 2020.

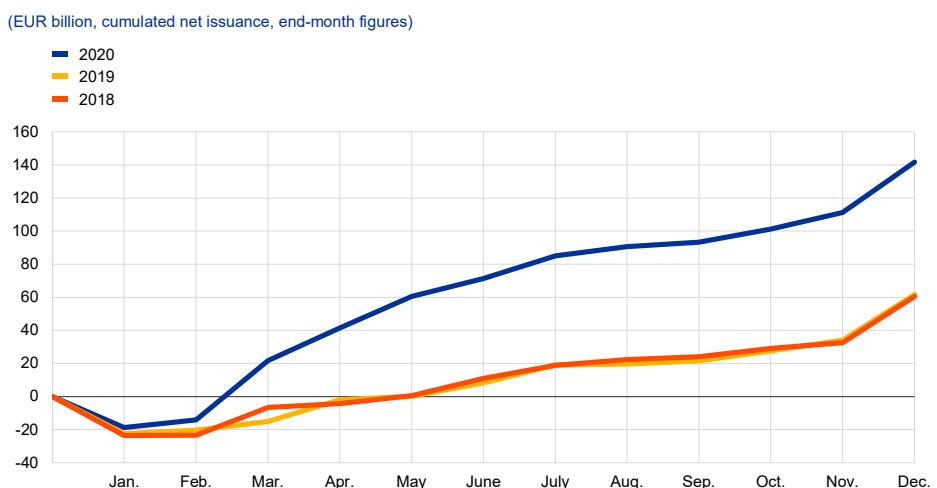
wallet. Moreover, those who reported having doubts about technical systems tended to hold relatively large amounts.

4 The increase in banknote issuance during crises: the case of the COVID-19 pandemic

During 2020 the increase in banknote circulation was abnormally high due to the COVID-19 pandemic, a trend that has also been observed in other crises periods. During different types of crises, people tend to increasingly demand cash, and the COVID-19 crisis was no exception (see Box 3). Chart 6 shows the net issuance of euro banknotes in 2020 and compares it with the previous two (normal) years. After the negative issuance at the beginning of the year (when, after Christmas, returned banknotes are always higher than issued banknotes), net issuance in 2020 started deviating from the normal growth rate once the COVID-19 pandemic spread across Europe. In the two previous years, net issuance in December was around €61 billion, while in 2020 it was over €141 billion (an €80 billion difference representing an increase of over 130%).

Chart 6

Cumulated net issuance of euro banknotes in 2020 compared with previous years



Source: ECB; latest observation December 2020.

Box 3 Cash and crises

Prepared by Gerhard Rösl and Franz Seitz

It has been observed globally that, in the past, an important driver of high increases in cash holdings has been rising cash demand due to crises.²⁸ As can be seen in Chart A, cash demand has

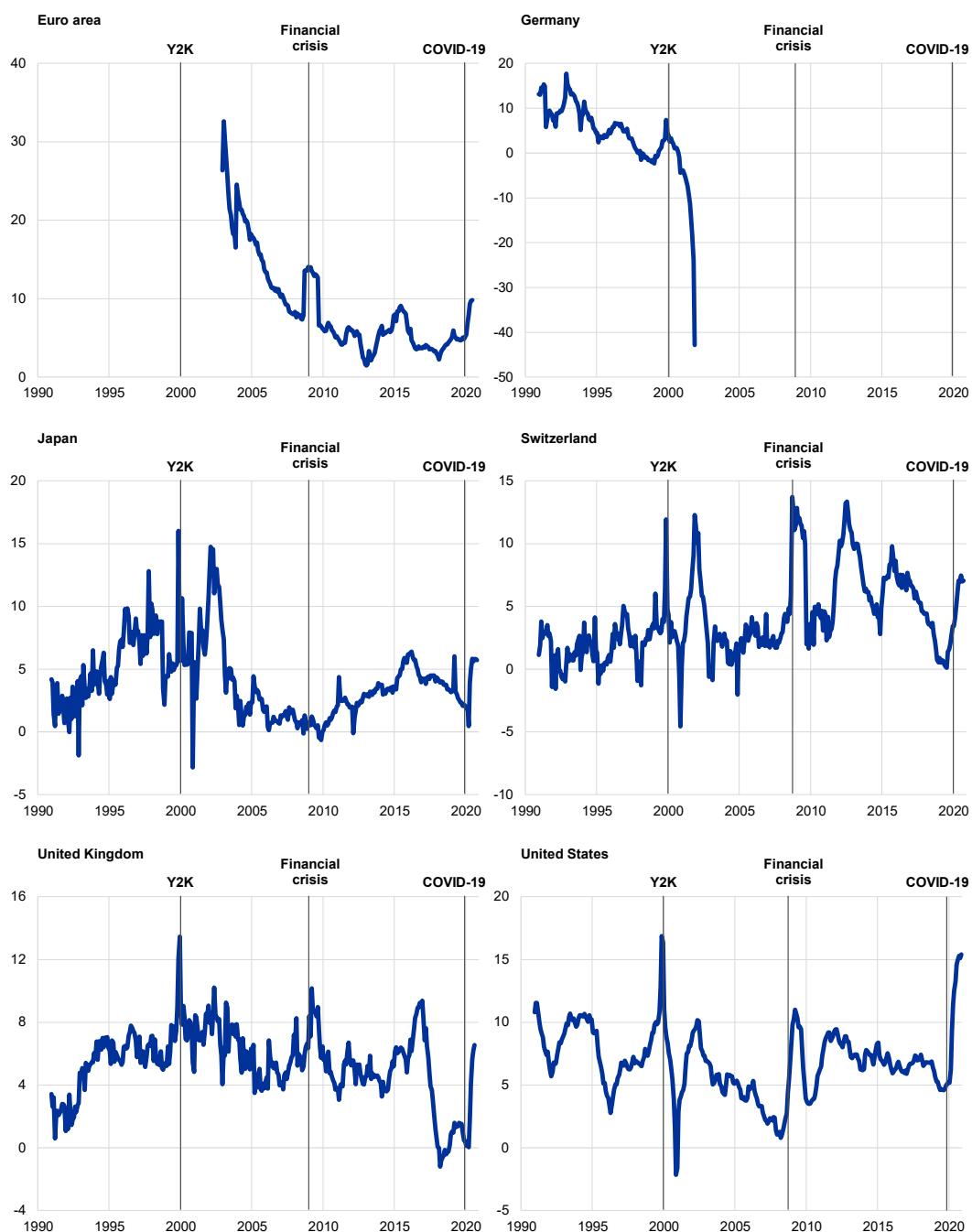
²⁸ A more thorough analysis of the relationship between cash and crises can be found in Rösl, G. and F. Seitz, "Cash and Crises: No surprises by the virus", *IMFS Working Papers*, No 150, Institute for Monetary and Financial Stability, Frankfurt, 2021.

increased in major currency areas during all the included crises, sometimes quite drastically. In what follows, we cover historical examples worldwide that point at the importance of cash during crises by distinguishing between three different types of crisis, namely (a) technological crises (such as the Y2K crisis), (b) financial market crises (like the great financial crisis of 2008/9) and (c) natural disasters (such as earthquakes, hurricanes or the ongoing COVID-19 pandemic).

Chart A

Annual growth rates of cash in selected countries

(local currency)



Source: Relevant national central banks.

Notes: Data refer to cash or banknotes in circulation.

The huge increase in the global demand for cash during the technological crisis around the turn of the year 2000 (Y2K) was caused by a heightened uncertainty. At that time, it was feared that the re-setting of computer program dates in order to adjust for the new millennium would have led to a shutdown of important institutions like public utilities, but also the smooth functioning of payment systems and cash withdrawals from ATMs were in question. The surge in cash in circulation (see Chart A) around the millennium was thus driven by transaction and precautionary motives as well as the desire to store value. For example, in the United States cash issuance of both small and large denominations increased by an annual rate of more than 20% at the end of 1999, whereas cash demand for Swiss francs concentrated mainly on high denominations (annual growth rate: 14%) probably reflecting a strong increase in foreign demand.²⁹ Domestic demand for cash around Y2K was often also fuelled by an increase in banks' vault cash, especially in the United States.

After the collapse of Lehman Brothers in October 2008, the resulting financial turmoil in the United States quickly scaled up to a global financial crisis which led to a visible increase in cash demand. In the United States, where the financial crisis originated, but also in the euro area, in Switzerland and in the United Kingdom, cash issuance went up considerably. In Japan, in contrast, which was not as heavily hit by the crisis, neither overall cash issuance nor single yen denominations showed an unusual increase. This time, store of value was obviously the dominant motive behind cash demand as especially the larger denominations increased (in the United States, the euro area, Switzerland and the United Kingdom). In the first three currency areas, this was due to domestic and foreign demand for the respective currencies.

The outbreak of COVID-19 led to a drastic downturn for the world economy in 2020, resulting in a stark decrease in turnover at the point of sale. However, global cash in circulation increased exceptionally. Regarding the demand for small and large banknote denominations, interesting differences emerged. In the United States as well as in the euro area, annual growth rates of small banknote transaction balances exceeded those of the largest denominations in mid-2020, whereas the opposite was true for banknote issuances in Switzerland and Japan.

To summarise, crisis periods have fostered cash demand in the past regardless of what kind of crisis occurs. This points to the important role that physical cash seems to play in successful crisis management.

The transactional demand for cash has decreased while contactless payments have increased, according to a 2020 ECB survey on consumers' perceptions during early stages of the pandemic. The survey to measure the impact of the pandemic on cash trend (IMPACT survey) provides an indication as to changes in payment behaviour during the first stages of the COVID-19 pandemic³⁰. Although around half of the respondents reported using cash and cards in a similar manner as they had before the crisis, around 40% declared that they were using contactless payment cards more often. The same share (40%) of respondents declare that they were using cash much less often or somewhat less often. The latter group of respondents were also asked about their expected behaviour after the pandemic;

²⁹ See, e.g. Assemacher, K., Seitz, F. and Tenhofen, J., "The demand for Swiss banknotes: some new evidence", *Swiss Journal of Economics and Statistics*, Vol. 155, No 14, Springer, 2019.

³⁰ However, it is not directly comparable to the SPACE survey. Further, some figures in the main text were from questions admitting multiple answers. See for more detail "Study on Payment Attitudes by Consumers in the Euro Area", op. cit.

around 87% indicated that they would continue to pay less often in cash when the pandemic is over. This would point towards a further decrease in transactional demand for cash, although researchers have observed that consumer perceptions or self-reported preferences are normally not indicative of payment behaviour.³¹ Hence, further survey evidence after the pandemic is needed to assess whether these findings will be consolidated after the pandemic.

Reduced banknote flows in and out of Eurosystem central banks indicate that active circulation has decreased, suggesting a higher precautionary demand possibly due to increased uncertainty and reduced mobility³². Although during other crises there was an increase in the gross issuance of euro banknotes, during the COVID-19 pandemic it decreased compared to previous levels. The high increase in net issuance (gross issuance minus returns) is because the number of banknotes returning to the central bank decreased even more than gross issuance. This indicates that banknotes are circulating less actively than in the previous year, reflecting an impulse to keep cash reserves for precautionary savings, as well as corroborating a weaker transactional demand. Reasons for this behaviour could include increased uncertainty and reduced mobility (leading households to hold higher amounts, thereby reducing the need to go to a cash dispenser).

Euro banknote shipments data suggests that foreign demand did not account for a sizeable share of this increase, which indicates that it could be mostly due to precautionary motives within the euro area. The cumulated net shipments of euro banknotes abroad in 2020 was negative, meaning that more banknotes returned from abroad than those that were issued. This indicates that demand for banknotes from outside the euro area did not contribute to high demand. Informal channels, such as tourism or remittances, most likely did not contribute either, as these activities also decreased during the pandemic. This means that most of the demand was coming from domestic (euro area) precautionary savings.

5 Conclusions

The first step to understanding the paradox of banknotes is to acknowledge the importance of demand for cash for store-of-value purposes, as well as demand for euro banknotes outside the euro area. Although cash is still the most used means of payment at POS and P2P according to recent ECB surveys, the share of cash transactions versus other payment methods has decreased over time. However, cash demand has increased overall, and decomposing banknote circulation into its three components (euro area transactional demand, store of value inside the euro area and foreign demand) is key to explaining this increase. The share of the value of banknote circulation held for euro area transactions is thought to be between 20% and 22% (the upper and lowest bounds indicate this share may be between 13% to 30%, but these are based on extreme assumptions and central estimates are deemed

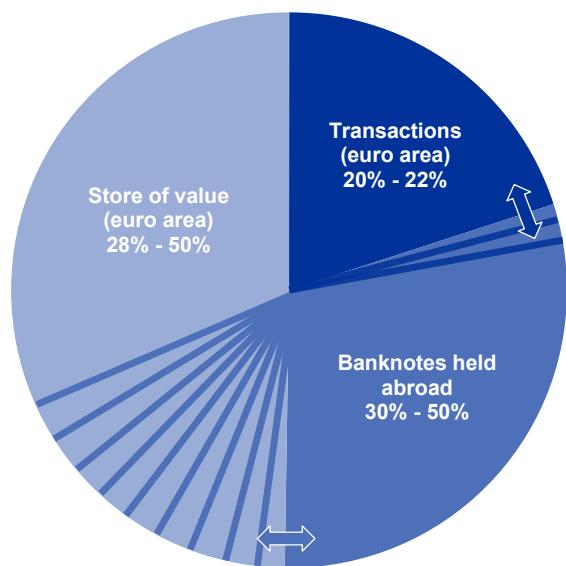
³¹ ibid.

³² In March 2020, during the start of the pandemic in Europe, gross issuance increased, which was partly associated with lockdown announcements and subsequent runs on basic food (associated with higher spending). However, the rate of growth of gross issuance decreased in the following months and has not yet returned to normal levels.

reasonable). This reduced share highlights the importance of the other two components of cash demand: the store-of-value demand inside the euro area (28% to 50% of total circulation value in 2019) and the foreign demand for euro banknotes (30% to 50% in 2019). The wide intervals of the estimates indicate a high uncertainty due to the fact that the ways people actually use cash is not directly observable. This means that such estimates should be considered with appropriate caution. Figure 1 depicts the estimated size of the different components of banknote demand.

Figure 1
Estimates of components of euro banknote circulation

(percentages, rounded figures without decimals)



Source: Author's calculations and Lalouette, L. et al., op. cit., 2021.

Notes: Percentage estimates refer to value of banknotes in circulation. For the share of domestic demand the central estimates of the seasonal and return frequency methods are used. The lower and upper bounds that result from extreme assumptions are not depicted for simplicity.

The COVID-19 pandemic has intensified the euro area demand for cash for precautionary purposes (i.e. as a store of value) while the transactional demand seems to have further decreased; it is still uncertain how cash would be used after the pandemic. Survey evidence and the reduced flows of banknotes in and out of the Eurosystem central banks suggest that the demand for cash transactions has decreased. As with other crises, the increase in cash demand has been driven by precautionary motives, although this demand has come mainly from inside the euro area. Further evidence will be needed in the future to assess how cash will be used once the pandemic is over.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3.6	3.0	1.3	0.6	6.7	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.8	2.2	1.4	0.3	6.0	1.3	2.1	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-	-3.3	-9.9	-4.8	2.3	-6.6	1.4	1.8	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2020 Q1	-3.4	-1.3	-2.9	-0.6	-9.7	-3.8	2.1	2.2	2.1	0.2	0.5	5.0	1.1
Q2	-6.6	-9.0	-19.0	-8.3	11.6	-11.6	0.9	1.6	0.4	0.2	0.1	2.7	0.2
Q3	8.1	7.5	16.1	5.3	3.0	12.5	1.3	1.7	1.2	0.2	0.2	2.3	0.0
Q4	-	1.0	1.0	3.0	2.6	-0.7	1.2	1.6	1.2	0.2	-0.8	0.1	-0.3
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	1.3	1.7	1.4	0.5	0.0	1.7	-0.3
Oct.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.2	0.7	-0.4	0.5	-0.3
Nov.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.2	0.3	-0.9	-0.5	-0.3
Dec.	-	-	-	-	-	-	1.2	1.6	1.4	0.6	-1.2	0.2	-0.3
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	1.4	0.7	-0.6	-0.3	0.9
Feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.9

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
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.8	4.5	3.2	5.9			
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.5	-0.3	-0.8			
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.6	-4.7	-4.6			
2020 Q1	46.1	47.9	47.4	44.4	42.0	44.2	46.7	45.9	46.0	-2.0	-2.0	-2.0			
Q2	37.9	37.3	30.5	31.5	52.6	31.3	40.6	36.9	35.0	-8.6	-8.6	-8.5			
Q3	52.0	53.1	57.5	45.6	54.7	52.4	52.6	51.7	49.0	7.8	8.7	6.8			
Q4	54.2	56.8	50.5	48.2	56.3	48.1	54.6	54.0	50.8	4.4	4.9	3.8			
2020 Sep.	53.0	54.3	56.5	46.6	54.5	50.4	53.1	53.0	51.0	7.8	8.7	6.8			
Oct.	54.2	56.3	52.1	48.0	55.7	50.0	53.7	54.3	50.4	7.3	8.1	6.4			
Nov.	54.8	58.6	49.0	48.1	57.5	45.3	55.3	54.7	51.6	5.7	6.7	4.6			
Dec.	53.5	55.3	50.5	48.5	55.8	49.1	54.7	53.1	50.4	4.4	4.9	3.8			
2021 Jan.	53.3	58.7	41.2	47.1	52.2	47.8	54.0	53.0	49.3	.	.	.			
Feb.	54.2	59.5	49.6	48.2	51.7	48.8	53.6	54.4	49.8	.	.	.			

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€ESTR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2020 Aug.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.48	-0.43	-0.36	0.25	-0.05
Sep.	-0.55	-0.47	-0.52	-0.49	-0.46	-0.41	0.24	-0.09
Oct.	-0.55	-0.47	-0.54	-0.51	-0.49	-0.47	0.22	-0.10
Nov.	-0.56	-0.47	-0.54	-0.52	-0.51	-0.48	0.22	-0.10
Dec.	-0.56	-0.47	-0.56	-0.54	-0.52	-0.50	0.23	-0.10
2021 Jan.	-0.56	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.22	-0.08
Feb.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.50	0.19	-0.09

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

2) The ECB published the euro short-term rate (€ESTR) for the first time on 2 October 2019, reflecting trading activity on 1 October 2019. Data on previous periods refer to the pre-€ESTR, which was published for information purposes only and not intended for use as a benchmark or reference rate in any market transactions.

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41
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
2020 Aug.	-0.58	-0.62	-0.66	-0.63	-0.37	0.25	0.58	0.30	-0.68	-0.71	-0.43	0.15
Sep.	-0.62	-0.64	-0.69	-0.71	-0.50	0.15	0.56	0.20	-0.69	-0.78	-0.58	-0.04
Oct.	-0.71	-0.75	-0.80	-0.81	-0.60	0.15	0.75	0.27	-0.81	-0.88	-0.68	-0.17
Nov.	-0.72	-0.72	-0.75	-0.75	-0.55	0.17	0.73	0.32	-0.75	-0.81	-0.62	-0.13
Dec.	-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 Jan.	-0.62	-0.70	-0.75	-0.74	-0.51	0.19	0.99	0.46	-0.78	-0.82	-0.58	-0.04
Feb.	-0.61	-0.65	-0.67	-0.55	-0.25	0.41	1.33	0.78	-0.69	-0.66	-0.26	0.32

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.

2.3 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
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
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
2020 Aug.	361.8	3,297.7	785.5	207.6	161.9	78.9	123.8	641.3	677.3	355.8	253.6	841.5	3,391.7	22,874.2
Sep.	359.2	3,260.7	800.6	215.7	162.0	75.4	119.0	638.1	669.1	347.2	245.9	822.8	3,365.5	23,306.9
Oct.	355.1	3,180.4	784.7	220.4	162.0	69.8	112.9	641.0	660.8	350.5	240.0	809.1	3,418.7	23,451.4
Nov.	377.7	3,391.8	824.1	238.4	167.0	80.5	130.3	692.7	653.1	364.4	249.2	820.1	3,549.0	25,384.9
Dec.	394.0	3,530.9	852.2	249.1	170.2	88.6	140.6	718.0	697.6	373.2	252.2	814.8	3,695.3	26,773.0
2021 Jan.	403.1	3,592.2	877.5	251.5	170.7	91.6	140.8	734.6	743.4	391.6	254.3	835.5	3,793.7	28,189.1
Feb.	410.0	3,667.1	873.5	258.5	168.5	90.7	146.1	751.4	785.6	372.8	253.9	851.8	3,883.4	29,458.8

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

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

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

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⁾								
					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					
2020 Feb.	0.02	0.36	0.33	0.70	5.62	16.60	5.48	5.58	6.13	2.20	1.43	1.54	1.38	1.36	1.71	1.41				
Mar.	0.02	0.36	0.31	0.64	5.60	16.19	5.47	5.45	5.88	2.06	1.39	1.54	1.35	1.35	1.65	1.39				
Apr.	0.02	0.36	0.23	0.73	5.38	16.06	3.60	5.50	5.54	1.99	1.30	1.54	1.35	1.43	1.67	1.43				
May	0.02	0.36	0.24	0.70	5.26	16.06	4.12	5.30	5.64	1.83	1.47	1.58	1.40	1.41	1.70	1.42				
June	0.02	0.35	0.23	0.71	5.28	16.02	4.41	5.14	5.57	1.87	1.44	1.64	1.38	1.39	1.68	1.42				
July	0.02	0.35	0.22	0.74	5.16	15.92	4.73	5.27	5.70	2.00	1.43	1.59	1.34	1.38	1.67	1.40				
Aug.	0.02	0.35	0.19	0.71	5.20	15.88	5.33	5.35	5.88	1.91	1.42	1.61	1.31	1.40	1.67	1.40				
Sep.	0.02	0.35	0.19	0.70	5.23	15.86	5.07	5.25	5.75	1.94	1.39	1.61	1.31	1.37	1.66	1.38				
Oct.	0.02	0.35	0.20	0.69	5.18	15.83	5.14	5.26	5.80	2.03	1.37	1.56	1.27	1.36	1.64	1.36				
Nov.	0.02	0.35	0.20	0.71	5.11	15.78	5.01	5.25	5.90	2.04	1.37	1.54	1.29	1.35	1.63	1.35				
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.72	4.99	15.78	4.93	5.08	5.71	1.93	1.35	1.52	1.27	1.33	1.62	1.32				
2021 Jan. ^(p)	0.01	0.35	0.21	0.68	5.01	15.80	4.85	5.32	5.87	1.91	1.35	1.50	1.29	1.35	1.60	1.33				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									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	15	
2020 Feb.	0.00	-0.12	0.32	2.05	1.99	2.30	2.11	1.58	1.54	1.41	1.11	1.21	1.25	1.52	
Mar.	0.00	-0.08	0.25	1.98	1.90	2.18	1.97	1.57	1.51	1.47	1.14	1.10	1.18	1.46	
Apr.	0.00	-0.06	0.31	1.97	2.00	1.16	1.70	1.61	0.92	1.48	1.22	1.12	1.26	1.47	
May	0.00	-0.10	0.39	1.89	1.87	1.21	1.62	1.54	0.86	1.56	1.23	1.07	1.31	1.46	
June	0.00	-0.12	0.32	1.94	1.89	1.50	1.79	1.55	1.13	1.50	1.23	1.17	1.42	1.49	
July	0.00	-0.18	0.27	1.86	1.98	1.86	1.87	1.60	1.31	1.51	1.24	1.17	1.38	1.52	
Aug.	0.00	-0.20	0.39	1.83	1.88	1.90	1.94	1.57	1.40	1.49	1.29	1.31	1.20	1.51	
Sep.	0.00	-0.20	0.26	1.88	1.95	2.11	1.94	1.55	1.43	1.49	1.22	1.32	1.31	1.52	
Oct.	0.00	-0.21	0.26	1.82	1.95	2.21	1.96	1.56	1.46	1.50	1.22	1.42	1.40	1.53	
Nov.	-0.01	-0.20	0.42	1.83	2.00	2.01	1.98	1.58	1.41	1.47	1.22	1.29	1.30	1.51	
Dec.	-0.01	-0.18	0.25	1.83	2.04	1.94	1.94	1.62	1.43	1.44	1.34	1.23	1.27	1.51	
2021 Jan. ^(p)	-0.01	-0.14	0.45	1.84	2.16	2.00	1.92	1.62	1.44	1.41	1.18	1.19	1.29	1.51	

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

2.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and initial maturity (EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; nominal values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment			10	11	12	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2018	1,217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,522	452	154	.	97	700	118	447	170	69	.	45	114	49
2020 Aug.	1,668	505	156	.	121	744	142	384	153	56	.	29	112	34
Sep.	1,690	511	165	.	113	754	146	453	181	63	.	43	126	40
Oct.	1,659	504	158	.	114	742	141	392	181	42	.	36	93	40
Nov.	1,626	493	153	.	116	731	132	393	193	39	.	37	83	41
Dec.	1,522	452	154	.	97	700	118	324	153	59	.	30	51	31
2021 Jan.	1,575	494	147	.	99	704	131	465	219	44	.	37	121	43
Long-term														
2018	15,744	3,687	3,162	.	1,247	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,312	3,817	3,398	.	1,321	7,151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,242	3,891	3,195	.	1,449	7,982	725	295	67	70	.	27	114	16
2020 Aug. 17,191	3,928	3,172	3,172	.	1,442	7,969	680	161	21	45	.	3	85	8
Sep. 17,286	3,946	3,179	3,179	.	1,460	8,006	694	315	65	80	.	27	124	19
Oct. 17,287	3,937	3,204	3,204	.	1,456	7,978	713	275	47	78	.	27	91	32
Nov. 17,267	3,915	3,187	3,187	.	1,456	7,987	722	218	42	62	.	18	79	17
Dec. 17,242	3,891	3,195	3,195	.	1,449	7,982	725	199	38	102	.	17	36	7
2021 Jan. 17,354	3,892	3,201	3,201	.	1,457	8,069	736	308	81	55	.	21	133	19

Source: ECB.

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

2.7 Growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares (EUR billions; percentage changes)

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs			Non- financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general gov- ern- ment			9	10	11		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Outstanding amount														
2018	16,961.3	4,191.4	3,332.0	.	1,318.6	7,445.8	673.5	7,023.4	465.0	1,099.2	5,459.2			
2019	17,594.9	4,366.8	3,578.5	.	1,405.9	7,557.2	686.5	8,587.9	538.4	1,410.6	6,638.9			
2020	18,763.9	4,343.3	3,348.5	.	1,546.3	8,682.6	843.1	8,442.0	460.7	1,351.3	6,630.0			
2020 Aug.	18,859.7	4,432.8	3,328.3	.	1,563.5	8,713.2	821.9	7,723.5	395.0	1,191.2	6,137.3			
Sep.	18,976.2	4,457.8	3,344.5	.	1,573.5	8,760.5	839.9	7,537.2	364.9	1,127.7	6,044.6			
Oct.	18,945.6	4,440.2	3,361.7	.	1,569.6	8,720.1	854.1	7,230.6	348.2	1,102.7	5,779.7			
Nov.	18,892.5	4,407.9	3,340.3	.	1,572.3	8,717.8	854.2	8,232.3	448.2	1,312.8	6,471.2			
Dec.	18,763.9	4,343.3	3,348.5	.	1,546.3	8,682.6	843.1	8,442.0	460.7	1,351.3	6,630.0			
2021 Jan.	18,928.9	4,385.3	3,347.8	.	1,555.8	8,773.2	866.7	8,327.8	437.5	1,344.7	6,545.6			
Growth rate														
2018	1.9	1.7	3.0	.	3.3	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.4			
2019	3.1	3.8	5.0	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0			
2020	7.4	1.2	2.6	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.0	1.1			
2020 Aug.	7.7	2.8	4.6	.	12.1	10.2	18.2	0.3	-0.1	0.5	0.3			
Sep.	7.9	2.7	4.3	.	11.7	10.6	21.2	0.6	-0.1	0.5	0.7			
Oct.	8.2	2.5	4.4	.	11.9	11.0	24.2	1.0	0.1	2.2	0.8			
Nov.	7.4	1.7	2.5	.	11.7	10.7	24.4	1.2	0.0	2.1	1.1			
Dec.	7.4	1.2	2.6	.	12.3	10.9	24.3	1.3	0.0	3.0	1.1			
2021 Jan.	7.4	0.2	2.9	.	11.5	11.3	25.4	1.4	0.0	4.3	1.0			

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2018	100.0	95.7	94.0	90.5	80.6	95.8	117.3	95.1
2019	98.2	93.3	92.9	88.7	78.9	93.1	115.5	92.4
2020	99.7	93.7	94.1	-	-	-	119.4	94.0
2020 Q1	97.5	91.8	92.4	88.0	78.2	92.9	115.2	91.2
Q2	98.8	93.1	93.2	88.6	81.6	93.8	118.1	93.3
Q3	101.2	94.9	95.3	90.0	78.7	94.5	121.7	95.6
Q4	101.3	94.9	95.3	-	-	-	122.3	95.7
2020 Sep.	101.6	95.0	95.6	-	-	-	122.5	95.8
Oct.	101.4	94.8	95.3	-	-	-	122.4	95.7
Nov.	100.7	94.4	94.7	-	-	-	121.6	95.2
Dec.	101.9	95.4	95.9	-	-	-	123.0	96.1
2021 Jan.	101.4	95.7	95.2	-	-	-	122.4	96.3
Feb.	100.8	95.3	94.5	-	-	-	121.5	95.8
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2021 Feb.	-0.7	-0.4	-0.7	-	-	-	-0.7	-0.5
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2021 Feb.	4.6	5.0	3.4	-	-	-	7.0	6.6

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2020 Q1	7.696	7.490	25.631	7.472	339.137	120.097	4.324	0.862	4.7973	10.669	1.067	1.103
Q2	7.808	7.578	27.058	7.458	351.582	118.410	4.503	0.887	4.8378	10.651	1.061	1.101
Q3	8.086	7.527	26.479	7.445	353.600	124.049	4.441	0.905	4.8454	10.364	1.075	1.169
Q4	7.901	7.559	26.667	7.443	360.472	124.607	4.505	0.903	4.8718	10.268	1.078	1.193
2020 Sep.	8.033	7.542	26.741	7.442	360.605	124.501	4.473	0.909	4.8602	10.428	1.079	1.179
Oct.	7.923	7.575	27.213	7.442	362.529	123.889	4.541	0.907	4.8747	10.397	1.074	1.178
Nov.	7.815	7.562	26.466	7.446	359.842	123.610	4.495	0.896	4.8704	10.231	1.079	1.184
Dec.	7.960	7.542	26.311	7.441	359.016	126.278	4.479	0.906	4.8703	10.174	1.081	1.217
2021 Jan.	7.873	7.565	26.141	7.439	359.194	126.308	4.533	0.893	4.8732	10.095	1.079	1.217
Feb.	7.814	7.573	25.876	7.437	358.151	127.493	4.497	0.873	4.8750	10.089	1.086	1.210
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2021 Feb.	-0.8	0.1	-1.0	0.0	-0.3	0.9	-0.8	-2.2	0.0	-0.1	0.6	-0.6
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2021 Feb.	2.4	1.6	3.3	-0.5	6.2	6.2	5.1	3.8	1.9	-4.5	2.0	10.9

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2019 Q4	27,829.5	27,882.0	-52.5	11,517.1	9,375.3	9,891.3	12,093.9	-85.5	5,693.1	6,412.8	813.6	14,759.7
2020 Q1	27,462.6	27,541.7	-79.1	11,265.3	9,318.6	8,883.9	11,121.5	-99.0	6,546.2	7,101.6	866.3	15,525.9
Q2	28,140.0	28,240.0	-100.0	11,316.2	9,503.7	9,854.1	11,939.3	-70.7	6,135.5	6,797.0	905.0	15,283.6
Q3	28,088.2	28,098.3	-10.1	11,165.5	9,335.2	9,972.6	12,062.8	-97.6	6,138.1	6,700.3	909.6	15,138.5
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2020 Q3	246.0	246.1	-0.1	97.8	81.8	87.3	105.6	-0.9	53.8	58.7	8.0	132.6
Transactions												
2020 Q1	608.6	594.5	14.1	-33.0	-59.8	-129.0	59.6	12.3	754.8	594.7	3.4	-
Q2	153.0	111.7	41.4	81.7	173.6	383.2	201.2	38.0	-353.1	-263.1	3.2	-
Q3	195.6	101.1	94.5	39.3	-15.8	86.8	113.7	-31.0	97.1	3.2	3.4	-
Q4	135.0	-11.0	146.0	-41.9	68.3	302.7	-210.8	-9.6	-118.3	131.5	2.1	-
2020 July	205.6	206.3	-0.7	64.1	39.9	9.5	59.0	5.1	127.4	107.5	-0.6	-
Aug.	48.9	-2.5	51.4	16.4	-7.5	57.8	33.4	-14.4	-12.2	-28.5	1.3	-
Sep.	-58.9	-102.8	43.8	-41.3	-48.3	19.5	21.3	-21.6	-18.2	-75.8	2.6	-
Oct.	166.5	134.1	32.4	13.2	-4.7	65.8	-18.5	-0.2	84.8	157.3	2.9	-
Nov.	219.9	188.7	31.2	34.8	100.6	85.8	-87.9	12.6	89.3	176.0	-2.6	-
Dec.	-251.4	-333.9	82.4	-89.9	-27.6	151.1	-104.5	-22.0	-292.4	-201.8	1.7	-
12-month cumulated transactions												
2020 Dec.	1,092.2	796.2	296.0	46.1	166.3	643.8	163.6	9.7	380.5	466.2	12.1	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2020 Dec.	9.7	7.0	2.6	0.4	1.5	5.7	1.4	0.1	3.4	4.1	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
	Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	11,588.3	11,120.3	6,222.7	2,369.0	2,431.4	1,178.2	746.0	500.7	97.2	468.0	5,575.9	5,107.9
2019	11,937.2	11,489.4	6,376.3	2,454.4	2,622.6	1,257.9	771.1	586.9	36.1	447.7	5,758.9	5,311.2
2020	11,317.6	10,865.7	5,894.3	2,552.8	2,433.4	1,205.6	678.7	542.0	-14.8	452.0	5,150.9	4,698.9
2020 Q1	2,912.3	2,818.1	1,537.3	626.8	645.4	309.7	174.8	159.3	8.5	94.2	1,389.7	1,295.5
Q2	2,599.7	2,519.4	1,343.3	629.7	540.9	272.6	142.1	124.5	5.5	80.3	1,108.2	1,027.9
Q3	2,898.3	2,760.8	1,527.4	645.3	615.7	309.3	179.1	125.5	-27.6	137.5	1,296.9	1,159.4
Q4	2,897.0	2,759.8	1,484.5	651.7	625.8	311.4	180.4	132.3	-2.2	137.2	1,350.1	1,212.9
as a percentage of GDP												
2020	100.0	96.0	52.1	22.6	21.5	10.7	6.0	4.8	-0.1	4.0	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q1	-3.8	-3.4	-4.5	-0.3	-5.9	-2.8	-9.5	-7.5	-	-	-3.7	-2.9
Q2	-11.6	-11.0	-12.6	-2.2	-16.1	-12.3	-18.9	-20.8	-	-	-18.8	-18.2
Q3	12.5	10.2	14.1	4.6	13.9	13.8	26.0	0.7	-	-	16.7	11.8
Q4	-0.7	-0.6	-3.0	0.4	1.6	0.2	0.8	6.0	-	-	3.5	4.1
annual percentage changes												
2018	1.9	1.9	1.5	1.2	3.2	3.8	3.7	1.2	-	-	3.6	3.7
2019	1.3	1.9	1.3	1.8	5.7	3.4	2.1	16.4	-	-	2.5	3.9
2020	-6.6	-6.4	-8.0	1.2	-8.3	-5.7	-12.8	-8.2	-	-	-9.4	-9.2
2020 Q1	-3.3	-1.7	-3.9	1.1	0.8	-2.8	-10.2	26.9	-	-	-3.1	0.3
Q2	-14.6	-14.0	-16.1	-1.5	-20.8	-14.5	-27.3	-25.4	-	-	-21.4	-20.6
Q3	-4.2	-4.1	-4.6	2.4	-4.6	-3.5	-8.4	-1.7	-	-	-9.0	-9.2
Q4	-4.9	-5.8	-7.6	2.5	-8.7	-2.8	-6.9	-21.8	-	-	-5.6	-7.6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2020 Q1	-3.8	-3.3	-2.4	-0.1	-1.3	-0.3	-0.6	-0.4	0.5	-0.5	-	-
Q2	-11.6	-10.7	-6.7	-0.5	-3.6	-1.3	-1.1	-1.1	0.0	-0.9	-	-
Q3	12.5	10.0	7.4	1.1	2.9	1.4	1.4	0.0	-1.4	2.5	-	-
Q4	-0.7	-0.6	-1.6	0.1	0.3	0.0	0.0	0.3	0.6	-0.1	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2018	1.9	1.8	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
2019	1.3	1.8	0.7	0.4	1.2	0.4	0.1	0.7	-0.5	-0.5	-	-
2020	-6.6	-6.1	-4.3	0.2	-1.8	-0.6	-0.8	-0.4	-0.3	-0.5	-	-
2020 Q1	-3.3	-1.7	-2.1	0.2	0.2	-0.3	-0.7	1.1	0.0	-1.6	-	-
Q2	-14.6	-13.6	-8.6	-0.3	-4.7	-1.5	-1.8	-1.4	0.0	-1.0	-	-
Q3	-4.2	-3.9	-2.5	0.5	-1.0	-0.4	-0.5	-0.1	-1.0	-0.3	-	-
Q4	-4.9	-5.6	-4.1	0.5	-2.0	-0.3	-0.4	-1.2	-0.1	0.7	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		12
Current prices (EUR billions)												
2018	10,384.2	174.6	2,052.2	528.1	1,964.0	500.5	476.9	1,167.2	1,207.0	1,957.5	356.2	1,204.0
2019	10,695.4	178.8	2,064.2	570.0	2,028.0	530.7	481.5	1,204.8	1,252.7	2,019.8	364.9	1,241.8
2020	10,186.0	176.8	1,930.7	558.2	1,779.9	536.1	473.2	1,214.9	1,157.0	2,045.2	314.0	1,131.6
2020 Q1	2,620.1	44.6	498.6	141.4	479.0	133.2	120.9	302.2	306.1	507.6	86.4	292.2
Q2	2,341.0	44.7	427.4	125.8	379.1	127.6	115.7	296.3	262.2	492.8	69.5	258.7
Q3	2,605.5	43.8	493.3	144.4	469.1	137.0	118.7	305.3	291.9	520.0	82.0	292.7
Q4	2,605.5	43.9	512.1	145.9	451.3	136.6	117.6	306.6	297.1	519.6	74.8	291.4
as a percentage of value added												
2020	100.0	1.7	19.0	5.5	17.5	5.3	4.6	11.9	11.4	20.1	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q1	-3.4	-2.1	-3.8	-3.4	-6.2	-1.3	-1.0	-1.1	-3.4	-2.1	-6.8	-6.9
Q2	-11.8	0.1	-14.9	-12.3	-21.3	-4.3	-2.1	-2.5	-15.0	-6.4	-23.6	-9.5
Q3	12.2	0.6	15.9	14.2	23.4	7.2	2.9	2.5	11.6	9.1	22.5	14.4
Q4	-0.7	0.6	2.9	0.0	-4.2	-0.5	-0.5	-0.1	0.8	-1.1	-11.8	0.0
annual percentage changes												
2018	1.9	-0.2	1.6	2.4	1.8	6.4	0.9	1.3	3.7	1.0	0.9	1.6
2019	1.3	1.0	-0.9	3.0	2.0	4.7	1.3	1.5	1.7	1.0	1.3	1.5
2020	-6.5	-1.0	-7.6	-5.8	-13.2	0.4	-1.2	-0.9	-9.0	-2.4	-17.7	-7.2
2020 Q1	-2.9	-1.6	-4.9	-3.1	-5.8	2.1	-0.5	0.4	-2.8	-1.4	-6.4	-6.3
Q2	-14.6	-1.3	-18.9	-14.8	-25.9	-4.6	-3.2	-2.4	-17.7	-7.8	-28.7	-15.2
Q3	-4.3	-0.6	-5.8	-3.2	-8.9	2.2	-0.5	-0.4	-8.3	0.4	-12.6	-3.7
Q4	-5.1	-0.9	-2.4	-3.2	-12.8	0.8	-0.8	-1.1	-7.6	-1.1	-23.2	-3.7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2020 Q1	-3.4	0.0	-0.7	-0.2	-1.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.4	-0.4	-0.2	-
Q2	-11.8	0.0	-2.9	-0.7	-3.9	-0.2	-0.1	-0.3	-1.8	-1.2	-0.8	-
Q3	12.2	0.0	2.9	0.8	3.8	0.4	0.1	0.3	1.3	1.9	0.6	-
Q4	-0.7	0.0	0.6	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.2	-0.4	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2018	1.9	0.0	0.3	0.1	0.3	0.3	0.0	0.1	0.4	0.2	0.0	-
2019	1.3	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.0	-
2020	-6.5	0.0	-1.5	-0.3	-2.5	0.0	-0.1	-0.1	-1.0	-0.5	-0.6	-
2020 Q1	-2.9	0.0	-0.9	-0.2	-1.1	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.2	-
Q2	-14.6	0.0	-3.7	-0.8	-4.9	-0.2	-0.1	-0.3	-2.1	-1.5	-1.0	-
Q3	-4.3	0.0	-1.1	-0.2	-1.7	0.1	0.0	0.0	-1.0	0.1	-0.4	-
Q4	-5.1	0.0	-0.5	-0.2	-2.4	0.0	0.0	-0.1	-0.9	-0.2	-0.8	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity											
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Persons employed															
<i>as a percentage of total persons employed</i>															
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.2	6.8		
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7		
2020	100.0	86.1	13.9	3.0	14.5	6.2	24.5	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6		
<i>annual percentage changes</i>															
2018	1.6	1.8	0.1	-0.4	1.5	2.7	1.5	3.9	-1.1	2.0	2.8	1.3	0.1		
2019	1.2	1.4	0.0	-2.0	0.8	2.0	1.3	3.6	-0.4	1.5	1.3	1.5	0.6		
2020	-1.6	-1.6	-2.0	-3.2	-1.9	0.4	-3.6	1.3	-0.7	-0.2	-2.4	0.7	-3.4		
2020 Q1	0.4	0.7	-1.5	-3.4	-0.4	1.1	0.3	2.5	-0.2	-0.2	0.7	1.2	-0.3		
Q2	-2.9	-3.0	-2.7	-4.0	-2.2	-0.9	-5.7	0.7	-1.1	-1.5	-4.5	0.1	-5.9		
Q3	-2.1	-2.0	-2.3	-3.1	-2.7	0.8	-4.2	0.9	-1.0	0.2	-3.5	0.6	-3.7		
Q4	-1.9	-2.0	-1.6	-2.3	-2.4	0.5	-4.8	1.2	-0.6	0.6	-2.3	0.8	-3.7		
Hours worked															
<i>as a percentage of total hours worked</i>															
2018	100.0	81.1	18.9	4.3	15.0	6.8	25.8	3.0	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1		
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.8	3.1	2.4	1.0	13.9	21.8	6.1		
2020	100.0	81.9	18.1	4.3	14.9	6.9	24.2	3.3	2.5	1.1	13.9	23.2	5.7		
<i>annual percentage changes</i>															
2018	1.7	2.1	0.0	0.1	1.4	3.3	1.5	4.1	-0.9	2.7	3.2	1.4	0.5		
2019	0.9	1.2	-0.4	-2.6	0.2	1.8	0.9	3.7	-0.2	1.4	1.1	1.3	0.4		
2020	-7.7	-7.0	-10.6	-3.5	-7.5	-6.0	-13.6	-1.7	-3.2	-6.6	-7.7	-2.0	-13.3		
2020 Q1	-3.9	-3.1	-7.3	-3.8	-4.5	-4.3	-5.7	0.9	-2.8	-4.9	-2.7	-1.7	-7.6		
Q2	-16.8	-15.6	-22.2	-6.8	-16.3	-17.5	-27.1	-5.7	-6.5	-16.8	-16.9	-6.4	-27.9		
Q3	-4.9	-4.7	-5.7	-1.9	-5.8	-0.9	-9.1	-2.0	-2.6	-3.2	-6.6	-0.2	-6.3		
Q4	-6.5	-6.1	-8.2	-2.4	-5.7	-2.8	-13.5	-0.9	-2.2	-2.6	-5.8	-0.9	-12.1		
Hours worked per person employed															
<i>annual percentage changes</i>															
2018	0.1	0.3	-0.1	0.6	-0.1	0.6	-0.1	0.2	0.2	0.7	0.4	0.1	0.3		
2019	-0.3	-0.2	-0.4	-0.6	-0.6	-0.2	-0.4	0.1	0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1		
2020	-6.2	-5.5	-8.8	-0.3	-5.8	-6.3	-10.3	-3.0	-2.5	-6.4	-5.4	-2.7	-10.2		
2020 Q1	-4.3	-3.8	-5.9	-0.4	-4.2	-5.4	-6.0	-1.6	-2.6	-4.7	-3.4	-2.8	-7.3		
Q2	-14.3	-13.0	-20.1	-2.9	-14.4	-16.8	-22.7	-6.4	-5.5	-15.6	-13.0	-6.5	-23.3		
Q3	-2.8	-2.7	-3.4	1.2	-3.2	-1.6	-5.1	-2.9	-1.6	-3.4	-3.3	-0.8	-2.7		
Q4	-4.6	-4.2	-6.7	0.0	-3.4	-3.3	-9.2	-2.2	-1.6	-3.2	-3.5	-1.7	-8.8		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾		
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender						
						Adult		Youth		Male		Female				
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% of total in 2019			100.0		82.0		18.3		51.3		48.7					
2018	162.486	3.7	13.203	8.1	3.8	10.814	7.3	2.390	16.8	6.803	7.8	6.400	8.5	2.1		
2019	163.200	3.5	12.233	7.5	3.3	9.999	6.7	2.234	15.6	6.269	7.2	5.963	7.9	2.3		
2020			12.706	7.8			6.9		17.1	6.514	7.5	6.192	8.2	1.8		
2020 Q1	162.385	3.4	11.852	7.3	3.1	9.617	6.5	2.235	15.8	6.028	6.9	5.824	7.7	1.9		
Q2	159.969	3.5	11.886	7.4	2.5	9.589	6.6	2.297	16.8	6.258	7.3	5.629	7.6	1.6		
Q3	162.001	3.6	13.373	8.3	3.1	10.769	7.3	2.604	18.5	6.832	7.9	6.540	8.7	1.7		
Q4			13.712	8.2			7.4		17.3	6.937	7.7	6.775	8.8	1.9		
2020 Aug.	-	-	14.219	8.7	-	11.553	7.7	2.666	18.9	7.201	8.2	7.018	9.2	-		
Sep.	-	-	14.167	8.6	-	11.621	7.7	2.545	18.0	7.117	8.1	7.050	9.2	-		
Oct.	-	-	13.745	8.4	-	11.312	7.5	2.433	17.4	6.911	7.9	6.834	9.0	-		
Nov.	-	-	13.332	8.1	-	10.952	7.3	2.379	17.2	6.719	7.7	6.613	8.7	-		
Dec.	-	-	13.274	8.1	-	10.903	7.3	2.371	17.2	6.723	7.7	6.550	8.6	-		
2021 Jan.	-	-	13.282	8.1	-	10.926	7.3	2.356	17.1	6.733	7.7	6.549	8.6	-		

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, annual and quarterly data are derived as simple averages of the monthly data. 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 Q1 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).

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations		
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings						Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel			
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	8			9	10	11	12			
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12		
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0		
	annual percentage changes														
2018	0.7	0.9	0.6	1.1	1.4	-1.5	1.8	2.8	1.6	1.4	2.0	0.6	0.9		
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.4	-2.1	2.1	-4.3	2.4	0.9	3.8	0.7	1.8		
2020	-8.7	-9.1	-7.5	-13.3	-4.7	-5.4	-5.9	-10.7	-1.1	3.6	-2.7	-14.5	-25.0		
2020 Q1	-6.0	-6.1	-5.4	-10.2	-0.6	-5.4	-3.7	-6.5	-1.3	4.8	-4.5	-10.0	-27.4		
Q2	-20.1	-21.2	-19.5	-28.0	-13.2	-10.4	-15.4	-26.4	-6.7	2.9	-10.8	-29.2	-50.8		
Q3	-6.9	-7.2	-5.7	-11.6	-2.2	-4.1	-2.2	-7.7	2.4	2.5	3.2	-5.0	-6.9		
Q4	-1.8	-1.9	1.3	-3.8	-2.7	-2.1	-2.0	-2.1	1.1	4.4	0.6	-14.0	-9.2		
2020 Aug.	-6.8	-7.3	-5.0	-12.6	-2.9	-3.2	0.4	-7.0	4.5	3.8	6.3	-3.8	-15.7		
Sep.	-6.6	-7.1	-3.4	-13.1	-1.9	-2.5	-2.5	-5.8	2.5	2.7	3.5	-5.3	-1.8		
Oct.	-3.7	-4.3	-1.0	-8.1	-2.2	0.5	-1.9	-3.1	4.4	5.0	5.6	-9.2	-4.8		
Nov.	-0.6	-0.3	1.3	0.1	-2.6	-4.9	-0.6	-1.9	-1.9	2.4	-2.6	-18.4	-14.9		
Dec.	-0.8	-1.0	4.1	-3.1	-3.2	-1.9	-2.3	-1.3	0.9	5.6	-0.6	-14.7	-8.0		
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6.4	5.9	-13.6	-18.3	-18.8
	month-on-month percentage changes (s.a.)														
2020 Aug.	0.8	0.3	3.4	-1.3	-0.8	3.4	4.0	4.0	3.9	2.1	5.6	1.8	-0.6		
Sep.	-0.1	0.0	0.7	0.9	1.4	-0.7	-2.9	1.1	-1.5	-1.4	-1.7	-1.6	0.9		
Oct.	2.5	2.3	2.3	2.9	0.4	2.3	0.3	2.5	1.6	2.3	1.7	-3.6	3.0		
Nov.	2.6	3.4	1.8	6.8	-1.2	-4.0	2.3	0.8	-5.4	-2.2	-7.3	-11.4	-7.2		
Dec.	-1.6	-1.7	1.0	-3.1	-0.2	1.4	-3.7	-0.1	1.8	2.3	1.0	4.7	10.4		
2021 Jan.	.	.	.	.	.	.	.	-5.9	1.1	-12.0	-1.1	-22.5	

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

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

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	99.3	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2018	111.8	6.7	83.7	-4.8	7.2	1.3	15.2	90.4	54.9	54.7	54.5	54.6
2019	103.6	-5.2	82.0	-6.9	6.7	-0.5	10.8	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.2	-14.4	74.0	-14.3	-7.4	-12.9	-16.5	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2020 Q1	100.8	-8.2	74.6	-8.6	3.6	-3.0	6.7	88.0	47.2	45.1	43.9	44.2
Q2	72.0	-27.3	70.2	-18.5	-14.5	-26.4	-39.2	85.6	40.1	34.2	30.3	31.3
Q3	88.5	-13.6	74.2	-14.4	-10.6	-11.3	-18.0	85.9	52.4	56.0	51.1	52.4
Q4	91.4	-8.8	76.9	-15.6	-8.3	-10.9	-15.4	85.6	54.6	56.7	45.0	48.1
2020 Sep.	92.3	-11.5	-	-13.6	-9.1	-8.5	-11.0	-	53.7	57.1	48.0	50.4
Oct.	92.5	-9.3	76.3	-15.5	-8.0	-6.9	-12.0	86.2	54.8	58.4	46.9	50.0
Nov.	89.3	-10.2	-	-17.6	-9.0	-12.7	-17.0	-	53.8	55.3	41.7	45.3
Dec.	92.4	-6.8	-	-13.8	-8.0	-13.2	-17.1	-	55.2	56.3	46.4	49.1
2021 Jan.	91.5	-6.1	77.5	-15.5	-7.7	-18.5	-17.7	85.1	54.8	54.6	45.4	47.8
Feb.	93.4	-3.3	-	-14.8	-7.5	-19.1	-17.1	-	57.9	57.6	45.7	48.8

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

3.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

Saving ratio (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of net value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	12.2	93.7	1.7	2.3	5.4	4.3	4.1	35.0	6.9	77.3	4.1	9.6	2.7
2018	12.4	93.4	1.8	2.0	6.4	2.6	4.7	35.4	5.8	77.9	1.9	7.0	1.4
2019	12.9	93.8	1.8	2.6	4.9	5.8	3.9	34.6	5.7	77.7	2.4	3.4	1.9
2019 Q4	12.9	93.8	1.0	2.6	2.5	5.8	3.9	34.6	5.7	77.7	2.4	-8.1	1.9
2020 Q1	13.8	93.6	0.8	2.6	-0.9	2.9	4.2	33.7	4.6	78.9	2.5	1.4	2.1
Q2	16.5	95.0	-3.5	3.3	-14.8	4.0	4.4	31.2	4.1	83.6	2.8	-28.8	1.9
Q3	17.6	95.7	1.1	3.5	-2.2	3.8	4.6	30.5	3.4	83.8	3.3	-14.2	2.1

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 share uses net entrepreneurial income, which is broadly equivalent to current profits in business accounting.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

3.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts (EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020 Q1	1,058.4	1,007.7	50.7	586.9	497.5	242.1	251.8	200.1	192.5	29.4	65.9	10.8	10.8
Q2	860.0	817.9	42.1	467.0	413.2	190.7	182.9	176.0	152.2	26.4	69.6	10.6	15.6
Q3	948.7	881.0	67.7	548.3	455.0	193.0	184.8	179.0	179.2	28.4	62.0	11.1	10.2
Q4	1,000.4	912.8	87.6	586.8	480.8	214.9	185.0	170.1	173.4	28.6	73.7	22.8	18.3
2020 July	310.6	293.5	17.1	178.7	149.5	63.3	60.8	59.0	62.0	9.6	21.1	3.4	3.8
Aug.	314.3	290.9	23.4	182.5	151.2	62.4	60.8	60.0	59.2	9.4	19.8	4.2	2.6
Sep.	323.7	296.6	27.1	187.0	154.3	67.4	63.2	59.9	58.0	9.4	21.2	3.5	3.8
Oct.	330.8	305.0	25.8	191.6	157.3	71.8	63.0	57.5	62.5	10.0	22.2	4.3	3.5
Nov.	336.0	310.8	25.1	195.5	162.0	72.0	61.9	58.7	58.1	9.7	28.8	4.1	3.3
Dec.	333.7	297.0	36.7	199.7	161.5	71.2	60.1	53.9	52.7	8.9	22.7	14.4	11.5
12-month cumulated transactions													
2020 Dec.	3,867.5	3,619.4	248.0	2,188.9	1,846.4	840.7	804.5	725.1	697.2	112.8	271.3	55.4	54.8
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2020 Dec.	34.2	32.0	2.2	19.4	16.3	7.4	7.1	6.4	6.2	1.0	2.4	0.5	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)						
	Exports	Imports	Total			Memo item:	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)														
2020 Q1	-1.6	-4.1	578.6	274.6	116.2	176.2	480.8	507.4	282.6	83.1	134.1	370.7	55.7	
Q2	-23.6	-21.6	447.0	218.0	87.6	133.0	369.3	423.1	220.7	77.5	119.2	319.7	26.1	
Q3	-8.7	-11.5	531.3	248.3	107.8	164.9	447.9	469.1	243.0	83.6	134.0	358.9	34.3	
Q4	-2.9	-6.0	566.9	.	.	.	479.6	489.4	.	.	.	376.5	.	
2020 July	-10.6	-14.4	172.9	80.3	35.0	54.6	145.6	154.4	80.0	28.1	43.7	116.9	11.4	
Aug.	-12.5	-13.4	176.0	82.1	35.8	54.4	147.7	155.2	79.9	27.7	44.6	119.7	11.8	
Sep.	-3.5	-6.9	182.4	85.8	37.0	55.9	154.7	159.5	83.0	27.9	45.7	122.2	11.1	
Oct.	-9.1	-11.6	186.0	86.1	37.2	59.0	157.7	160.9	85.5	26.9	44.9	122.5	11.1	
Nov.	-1.1	-4.4	189.4	89.0	36.6	59.9	160.7	164.5	86.9	28.9	45.6	127.7	11.2	
Dec.	2.3	-1.4	191.6	.	.	.	161.2	164.0	.	.	.	126.3	.	
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2020 Q1	-4.0	-4.7	103.8	106.5	100.5	102.7	102.3	104.0	103.4	100.7	108.9	105.0	97.5	
Q2	-23.6	-16.3	81.6	86.5	76.1	79.0	79.1	92.3	90.2	94.8	97.2	91.2	81.1	
Q3	-7.2	-7.0	98.5	100.1	94.9	99.4	97.9	101.7	97.1	104.5	110.5	104.0	81.1	
2020 June	-10.6	-7.7	89.8	91.8	83.8	90.9	88.0	95.9	91.3	101.1	104.1	97.0	81.1	
July	-9.7	-10.3	95.5	96.1	92.2	98.4	94.7	100.1	95.6	104.4	108.0	101.3	80.0	
Aug.	-10.8	-9.7	98.0	99.5	94.8	98.3	96.9	100.6	95.7	102.9	110.2	103.6	81.2	
Sep.	-1.1	-1.0	101.9	104.6	97.8	101.4	102.0	104.4	100.0	106.3	113.3	106.9	82.2	
Oct.	-7.6	-6.7	103.1	103.3	98.5	106.6	103.1	104.5	101.8	102.1	110.9	106.5	83.9	
Nov.	0.3	0.5	104.6	107.2	95.8	107.3	104.5	106.0	102.9	106.9	112.4	110.3	83.4	

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer 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
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2020 Q1	104.7	1.1	1.1	0.8	1.5	0.1	0.6	1.4	0.1	-1.3	0.1	1.2	0.8
Q2	105.5	0.2	0.9	-0.6	1.2	-0.4	0.7	3.5	-0.1	-7.9	0.3	0.2	0.5
Q3	105.1	0.0	0.6	-0.7	0.7	0.0	-0.2	-1.9	0.4	0.9	-0.1	-0.1	0.4
Q4	105.0	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.0	0.1	0.5	-0.6	0.5	0.3	-0.4	0.6
2020 Sep.	105.0	-0.3	0.2	-1.0	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.4	0.0	-0.4	0.4
Oct.	105.2	-0.3	0.2	-0.8	0.4	0.1	0.0	0.4	0.1	0.4	0.1	-0.4	0.6
Nov.	104.8	-0.3	0.2	-1.0	0.6	0.1	0.1	0.7	-0.1	-0.1	0.2	-0.4	0.5
Dec.	105.2	-0.3	0.2	-1.0	0.7	0.1	0.0	-1.6	-0.1	1.6	0.2	-0.4	0.6
2021 Jan.	105.3	0.9	1.4	0.5	1.4	1.1	0.4	0.2	2.0	3.8	0.3	0.8	1.4
Feb. ³⁾	105.5	0.9	1.1	.	1.2	0.0	0.2	0.2	-0.4	0.9	0.1	.	.
	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing	Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous		
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy							
	14	15	16	17	18	19	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	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
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	
2020 Q1	2.2	2.0	2.8	0.0	0.5	-1.0	1.6	1.4	1.7	0.0	1.6	1.5	
Q2	3.4	2.3	6.7	-2.7	0.2	-10.3	1.4	1.3	1.1	0.1	1.2	1.5	
Q3	1.8	1.5	2.8	-2.0	0.4	-8.1	1.3	1.2	-0.4	-0.7	0.6	1.4	
Q4	1.7	1.2	3.5	-2.4	-0.3	-7.8	1.2	1.2	-0.6	-1.5	0.6	1.3	
2020 Sep.	1.8	1.4	3.1	-2.5	-0.3	-8.2	1.3	1.2	-0.6	-0.8	0.3	1.3	
Oct.	2.0	1.3	4.3	-2.3	-0.1	-8.2	1.2	1.2	-0.9	-1.8	0.4	1.2	
Nov.	1.9	1.2	4.2	-2.5	-0.3	-8.3	1.2	1.2	-0.6	-1.3	0.5	1.3	
Dec.	1.3	1.1	2.1	-2.3	-0.5	-6.9	1.2	1.2	-0.3	-1.4	0.7	1.3	
2021 Jan.	1.5	1.3	2.0	-0.1	1.5	-4.2	1.2	1.1	1.0	-0.3	1.8	1.5	
Feb. ³⁾	1.4	1.3	1.4	.	1.0	-1.7	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

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

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										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	16.5	5.9	27.9	10	11	12	13							
2018	104.1	3.3	2.4	1.5	2.7	1.0	0.4	0.1	0.6	8.4	2.4	4.8	4.1								
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.0	4.2	4.6								
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	-	-	-								
2020 Q1	103.7	-1.7	0.0	0.4	-1.4	1.1	2.3	3.3	0.6	-7.4	1.5	5.0	3.9								
Q2	100.2	-4.5	-3.0	-0.5	-2.7	1.0	1.1	1.5	0.6	-15.5	0.8	5.0	5.8								
Q3	101.4	-2.7	-2.0	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-9.3	0.7	5.1	-								
Q4	102.6	-1.7	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.0	-0.5	0.7	-6.7	-	-	-								
2020 Aug.	101.3	-2.6	-1.8	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.5	-8.7	-	-	-								
Sep.	101.7	-2.3	-2.2	-0.3	-1.6	0.8	0.4	0.1	0.6	-8.3	-	-	-								
Oct.	102.1	-2.0	-1.9	-0.2	-1.3	0.8	0.3	0.0	0.7	-7.7	-	-	-								
Nov.	102.4	-2.0	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.1	-0.4	0.7	-7.6	-	-	-								
Dec.	103.3	-1.1	-1.3	0.1	-0.1	0.8	-0.3	-1.0	0.6	-4.8	-	-	-								
2021 Jan.	104.7	0.0	-0.6	0.7	0.9	0.8	-0.4	-1.0	0.6	-1.6	-	-	-								

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 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	
2018	103.4	1.4	1.7	1.5	1.7	1.9	1.5	2.2	60.4	-0.7	-5.9	4.3	-0.3	-5.7	5.7	
2019	105.2	1.7	1.4	1.1	1.8	2.1	0.7	0.1	57.2	1.6	3.7	-0.1	2.6	7.4	-2.3	
2020	106.8	1.5	1.0	0.5	2.8	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.5	3.5	-0.3	-0.9	0.0	-1.8	
2020 Q1	106.4	1.8	1.3	1.1	2.4	1.7	0.0	-1.2	45.9	1.8	7.4	-3.1	1.2	7.1	-4.9	
Q2	107.4	2.3	1.3	0.7	4.7	1.1	-2.0	-4.3	28.5	-2.4	4.0	-8.1	-4.3	0.1	-9.2	
Q3	106.4	1.0	0.6	0.1	2.1	0.6	-1.8	-2.8	36.5	2.1	1.9	2.4	-0.4	-1.6	1.0	
Q4	107.1	1.1	0.9	0.0	2.1	1.4	-1.4	-2.2	37.4	4.4	0.8	7.9	0.0	-5.2	6.2	
2020 Sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.9	3.6	4.0	3.2	1.0	0.2	1.9	
Oct.	-	-	-	-	-	-	-	-	34.4	2.7	2.6	2.9	0.0	-1.3	1.4	
Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	36.5	3.7	0.7	6.6	-1.6	-7.0	5.0	
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	41.0	6.7	-0.8	14.0	1.6	-7.1	12.0	
2021 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	44.8	10.9	4.4	17.0	6.3	-0.9	14.8	
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	51.2	17.1	8.3	25.6	13.2	4.9	23.0	

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.6	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2018	11.5	7.5	9.6	12.6	20.6	65.4	57.9	56.1	52.7
2019	4.2	7.3	9.1	7.5	18.2	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-1.3	1.6	-0.8	-5.8	10.9	49.0	52.1	48.7	47.2
2020 Q1	2.0	6.7	7.5	4.0	13.2	45.6	54.7	48.0	49.7
Q2	-6.9	-3.6	-7.4	-11.6	11.0	44.2	48.1	46.1	43.3
Q3	-1.7	0.9	-0.6	-7.8	12.4	49.4	52.9	49.3	47.7
Q4	1.6	2.6	-2.7	-7.8	7.0	56.7	52.6	51.6	48.3
2020 Sep.	-1.3	2.7	-0.9	-6.0	10.8	50.6	53.0	49.6	47.1
Oct.	0.5	3.2	-2.1	-7.0	9.2	52.9	53.1	50.5	48.7
Nov.	0.2	1.4	-4.0	-8.2	6.9	55.9	51.5	51.6	47.7
Dec.	4.1	3.3	-2.0	-8.3	4.7	61.4	53.1	52.6	48.4
2021 Jan.	4.8	2.8	-3.1	-6.0	5.3	68.3	53.2	52.2	47.3
Feb.	9.7	3.9	-3.2	-5.7	7.2	73.9	53.2	56.5	48.1

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2018	104.2	2.4	2.3	2.7	2.5	2.1	2.0
2019	106.8	2.5	2.7	1.9	2.3	2.7	2.2
2020	-	-	-	-	-	-	1.8
2020 Q1	103.1	3.5	3.6	3.0	3.1	4.4	1.9
Q2	115.0	3.6	4.5	0.6	3.5	3.7	1.7
Q3	105.0	1.5	2.1	-0.4	1.5	1.8	1.6
Q4	-	-	-	-	-	-	1.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

Total (index: 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	12	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2018	103.4	1.9	1.0	1.8	2.2	1.8	-0.1	0.3	4.4	1.9	2.4	2.4
2019	105.3	1.9	-1.1	3.3	1.0	1.4	0.7	0.5	2.5	1.0	2.6	1.9
2020	110.2	4.6	-1.7	3.4	4.7	6.3	1.2	0.3	0.6	6.6	5.6	15.5
2020 Q1	109.0	4.4	-0.8	4.2	2.5	5.2	2.6	-0.1	1.7	5.0	5.1	6.5
Q2	114.0	8.6	-2.9	11.4	7.3	12.3	3.3	1.7	-4.6	9.4	10.5	21.8
Q3	108.6	2.8	-1.7	1.4	5.2	3.6	-1.0	-0.6	2.5	6.3	2.8	11.3
Q4	110.0	3.9	-1.2	-0.7	5.1	6.0	1.3	0.7	2.9	6.8	5.0	25.4
Compensation per employee												
2018	105.3	2.2	1.2	1.9	1.9	2.1	2.3	2.4	3.7	2.8	2.1	3.2
2019	107.3	1.9	1.8	1.6	2.0	2.1	1.8	2.2	2.5	1.4	2.1	2.6
2020	106.6	-0.6	0.5	-2.6	-1.7	-4.3	0.3	-0.1	0.0	-0.5	2.4	-1.6
2020 Q1	107.2	0.6	1.0	-0.5	-1.8	-1.3	2.1	-0.4	2.3	1.4	2.4	0.0
Q2	102.2	-4.5	-0.2	-7.6	-7.7	-11.8	-2.2	-0.4	-5.5	-5.6	1.7	-7.7
Q3	108.4	0.6	0.9	-1.8	1.1	-1.4	0.2	-0.1	1.9	1.0	2.6	1.0
Q4	108.7	0.7	0.3	-0.7	1.2	-2.9	0.8	0.5	1.1	1.0	3.0	0.0
Labour productivity per person employed												
2018	101.8	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.3	2.4	2.1	-0.7	0.9	-0.3	0.8
2019	101.9	0.1	3.0	-1.7	1.0	0.7	1.0	1.7	0.0	0.3	-0.5	0.8
2020	96.7	-5.0	2.2	-5.8	-6.2	-9.9	-1.0	-0.4	-0.7	-6.7	-3.0	-14.8
2020 Q1	98.4	-3.7	1.8	-4.5	-4.2	-6.1	-0.5	-0.3	0.5	-3.4	-2.5	-6.1
Q2	89.6	-12.0	2.8	-17.1	-14.0	-21.5	-5.3	-2.0	-1.0	-13.8	-7.9	-24.2
Q3	99.8	-2.2	2.6	-3.2	-4.0	-4.9	1.3	0.5	-0.6	-5.0	-0.2	-9.3
Q4	98.8	-3.1	1.5	0.0	-3.7	-8.4	-0.4	-0.2	-1.7	-5.4	-1.9	-20.2
Compensation per hour worked												
2018	105.0	1.9	0.8	2.0	0.9	1.9	2.0	2.3	2.8	2.1	2.0	2.7
2019	107.2	2.2	2.0	2.1	2.2	2.3	1.7	1.8	2.8	1.6	2.3	2.9
2020	112.8	5.2	2.5	2.9	3.9	6.2	3.0	2.0	5.2	4.7	4.8	7.4
2020 Q1	110.8	4.5	4.0	3.5	3.5	4.0	3.5	1.9	5.6	4.4	5.1	7.2
Q2	117.3	9.8	4.1	7.0	8.7	12.6	3.9	4.6	6.4	7.1	7.7	14.8
Q3	111.2	3.4	0.8	1.2	2.1	4.3	3.2	1.1	4.8	4.4	3.0	3.2
Q4	113.4	5.1	1.8	2.5	3.9	6.9	2.4	1.8	5.6	4.4	4.5	6.9
Hourly labour productivity												
2018	102.0	0.2	-0.4	0.3	-0.9	0.3	2.2	1.9	-1.4	0.5	-0.4	0.4
2019	102.4	0.4	3.7	-1.1	1.2	1.1	0.9	1.5	0.1	0.6	-0.3	0.9
2020	103.6	1.2	2.5	0.0	0.2	0.5	2.1	2.1	6.1	-1.3	-0.4	-5.1
2020 Q1	102.7	0.6	2.2	-0.4	1.3	-0.1	1.2	2.4	5.5	-0.1	0.3	1.3
Q2	105.1	2.7	5.9	-3.1	3.4	1.6	1.2	3.6	17.3	-0.9	-1.6	-1.2
Q3	103.2	0.7	1.4	0.0	-2.4	0.3	4.3	2.1	2.9	-1.7	0.6	-6.8
Q4	104.3	1.6	1.5	3.5	-0.4	0.9	1.8	1.4	1.5	-1.9	-0.2	-12.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates 1)

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

Currency in circulation	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1				Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	7	8	
	Currency in circulation	Overnight deposits	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months								
1	2	3	4	5	6	Outstanding amounts	7	8	9	10	11	12
2018	1,164.2	7,114.7	8,278.9	1,128.3	2,298.9	3,427.2	11,706.1	74.4	521.8	82.0	678.2	12,384.3
2019	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.1	2,362.4	3,435.5	12,383.9	78.7	529.1	19.4	627.1	13,011.0
2020	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5
2020 Q1	1,265.3	8,079.2	9,344.5	1,075.1	2,368.6	3,443.7	12,788.2	109.9	538.1	48.1	696.1	13,484.3
Q2	1,302.8	8,425.2	9,728.0	1,075.3	2,400.8	3,476.1	13,204.1	95.2	582.2	20.1	697.6	13,901.7
Q3	1,330.5	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.8	100.3	612.8	7.1	720.2	14,168.1
Q4	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5
2020 Aug.	1,321.7	8,528.8	9,850.5	1,047.6	2,414.7	3,462.4	13,312.8	91.7	593.7	10.3	695.7	14,008.5
Sep.	1,330.5	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.8	100.3	612.8	7.1	720.2	14,168.1
Oct.	1,338.1	8,683.6	10,021.7	1,060.5	2,431.8	3,492.3	13,514.0	96.3	613.9	18.4	728.7	14,242.7
Nov.	1,351.2	8,781.7	10,132.9	1,029.5	2,446.3	3,475.8	13,608.7	101.2	614.0	19.7	735.0	14,343.7
Dec.	1,359.2	8,898.0	10,257.2	1,039.9	2,447.2	3,487.1	13,744.3	100.6	649.2	33.4	783.2	14,527.5
2021 Jan. ^(p)	1,380.4	8,993.2	10,373.7	1,003.4	2,456.6	3,460.0	13,833.7	111.2	631.0	28.6	770.8	14,604.5
Transactions												
2018	50.6	468.0	518.6	-73.2	44.8	-28.5	490.1	-0.9	12.6	-0.9	10.8	500.9
2019	57.3	605.8	663.2	-59.7	61.5	1.7	664.9	4.1	-2.1	-56.6	-54.7	610.3
2020	137.7	1,255.4	1,393.1	-27.2	85.6	58.4	1,451.5	19.2	124.1	13.9	157.3	1,608.8
2020 Q1	43.8	347.7	391.5	0.0	6.1	6.1	397.6	30.9	9.2	26.8	66.8	464.4
Q2	37.5	343.0	380.5	2.1	32.6	34.8	415.3	-14.1	44.2	-28.8	1.3	416.6
Q3	27.7	269.0	296.8	5.6	22.9	28.5	325.3	5.9	29.8	-11.6	24.2	349.4
Q4	28.7	295.6	324.3	-35.0	24.0	-11.0	313.3	-3.5	41.0	27.6	65.1	378.4
2020 Aug.	11.0	65.8	76.8	-31.8	8.0	-23.8	53.1	-14.3	-2.8	-0.3	-17.4	35.6
Sep.	8.9	84.4	93.3	28.0	8.7	36.7	129.9	8.3	19.1	-3.9	23.5	153.4
Oct.	7.6	65.4	73.0	-17.8	8.5	-9.3	63.7	-4.0	1.1	11.7	8.7	72.5
Nov.	13.1	108.3	121.3	-29.3	14.5	-14.7	106.6	0.8	0.2	1.8	2.8	109.4
Dec.	8.0	121.9	129.9	12.1	1.0	13.0	143.0	-0.3	39.6	14.1	53.5	196.4
2021 Jan. ^(p)	21.2	91.5	112.7	-37.6	11.2	-26.4	86.3	10.4	-18.1	-4.4	-12.1	74.3
Growth rates												
2018	4.5	7.0	6.7	-6.1	2.0	-0.8	4.4	-1.3	2.5	-1.6	1.6	4.2
2019	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9
2020	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4
2020 Q1	7.1	11.0	10.4	-3.8	1.8	0.0	7.4	47.4	2.2	51.9	9.7	7.5
Q2	9.7	13.2	12.7	-3.3	2.6	0.7	9.3	28.2	11.0	-45.8	9.4	9.3
Q3	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-66.6	12.7	10.4
Q4	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4
2020 Aug.	10.4	13.7	13.3	-5.1	2.9	0.3	9.6	28.3	8.5	-49.1	8.6	9.5
Sep.	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-66.6	12.7	10.4
Oct.	10.7	14.3	13.8	-2.7	3.2	1.4	10.3	23.4	15.2	-25.8	14.5	10.5
Nov.	11.1	15.1	14.5	-4.4	3.8	1.2	10.8	31.9	14.7	-15.7	15.5	11.0
Dec.	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	75.4	25.0	12.4
2021 Jan. ^(p)	12.3	17.1	16.4	-5.4	4.0	1.1	12.2	40.1	16.1	1.5	18.2	12.5

Source: ECB.

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

5 Money and credit

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													
2018	2,334.2	1,901.4	277.3	147.9	7.6	6,645.3	4,035.6	517.8	2,090.6	1.3	996.0	204.8	436.2
2019	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.6	217.1	468.0
2020	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2020 Q1	2,610.9	2,191.4	264.0	147.9	7.6	7,173.7	4,535.9	472.2	2,165.0	0.6	1,151.4	224.3	472.6
Q2	2,869.9	2,396.8	318.7	148.3	6.2	7,349.4	4,683.7	462.8	2,202.0	0.9	1,084.7	226.5	466.0
Q3	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Q4	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2020 Aug.	2,937.5	2,462.6	323.7	146.9	4.3	7,437.8	4,768.3	450.7	2,217.7	1.1	1,005.9	233.7	467.9
Sep.	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Oct.	2,968.9	2,488.2	328.5	147.0	5.1	7,534.8	4,856.9	443.3	2,233.5	1.1	1,052.2	236.9	479.5
Nov.	2,966.9	2,502.2	312.7	146.4	5.5	7,595.0	4,903.6	441.0	2,249.2	1.1	1,074.6	238.9	483.5
Dec.	2,985.0	2,528.4	310.3	143.1	3.3	7,647.5	4,954.6	437.5	2,254.6	0.8	1,106.8	237.8	508.7
2021 Jan. ^(p)	3,007.9	2,556.8	302.3	142.2	6.6	7,706.5	5,008.4	431.1	2,266.1	0.8	1,114.4	228.1	507.6
Transactions													
2018	94.6	106.8	-9.7	-1.0	-1.4	326.6	325.4	-45.0	45.6	0.5	1.7	-3.6	19.2
2019	149.6	167.1	-18.9	1.7	-0.4	394.6	360.2	-26.2	61.0	-0.5	26.9	11.0	29.7
2020	513.7	467.7	55.8	-6.9	-3.0	611.5	561.1	-53.8	104.3	-0.1	144.6	22.1	41.0
2020 Q1	126.0	120.8	6.4	-2.2	1.0	131.3	138.1	-20.6	14.0	-0.2	116.1	6.8	4.5
Q2	261.2	206.7	55.4	0.4	-1.3	177.6	149.0	-9.1	37.4	0.3	-71.4	2.7	-6.5
Q3	94.7	88.6	6.5	-1.3	0.9	144.3	134.8	-15.6	25.0	0.1	46.1	14.6	3.9
Q4	31.8	51.6	-12.6	-3.7	-3.5	158.3	139.2	-8.5	27.9	-0.2	53.9	-2.1	39.2
2020 Aug.	18.4	27.5	-7.8	-0.3	-1.0	44.3	42.3	-5.4	7.5	-0.1	-21.0	-7.6	-6.5
Sep.	20.0	18.5	-1.0	0.0	2.5	51.0	46.4	-4.5	9.1	-0.1	50.0	6.6	1.8
Oct.	9.1	6.8	4.0	0.1	-1.8	43.6	40.1	-3.2	6.6	0.1	-7.0	-3.5	9.8
Nov.	1.3	16.4	-15.1	-0.5	0.5	61.2	47.4	-2.1	15.8	0.1	25.5	2.2	4.2
Dec.	21.4	28.4	-1.5	-3.3	-2.2	53.5	51.6	-3.2	5.4	-0.3	35.4	-0.8	25.2
2021 Jan. ^(p)	21.6	27.2	-8.0	-1.0	3.3	59.6	53.0	-6.6	13.2	0.1	5.2	-9.8	-1.0
Growth rates													
2018	4.2	5.9	-3.4	-0.7	-16.2	5.2	8.8	-8.0	2.2	66.7	0.2	-1.7	4.6
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2020	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2020 Q1	9.7	12.1	-2.2	-1.0	24.5	6.1	9.8	-8.5	2.4	-56.9	16.9	5.7	2.7
Q2	19.2	20.7	21.1	-1.8	-13.8	7.4	11.3	-9.4	3.6	-48.0	5.0	3.7	0.6
Q3	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Q4	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2020 Aug.	19.9	21.3	24.6	-3.4	-31.4	7.5	11.5	-11.0	4.0	-40.8	4.8	0.8	1.1
Sep.	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Oct.	20.5	21.6	26.9	-3.0	-28.5	7.9	11.9	-11.4	4.4	-34.0	7.4	7.0	2.7
Nov.	20.3	21.5	24.6	-3.1	2.4	8.3	12.2	-11.1	4.9	-32.9	11.0	6.7	3.2
Dec.	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.2	8.8
2021 Jan. ^(p)	21.8	24.0	18.7	-5.3	65.1	9.1	13.2	-11.3	5.3	-6.3	15.6	4.7	8.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

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									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds					
					Total	Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2018	4,684.1	1,008.4	3,664.3	13,416.5	11,123.0	11,483.4	4,405.0	5,741.9	849.8	126.4	1,519.9	773.6				
2019	4,660.7	986.8	3,662.2	13,865.4	11,452.3	11,839.5	4,475.7	5,931.1	893.5	152.0	1,562.5	850.6				
2020	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2				
2020 Q1	4,794.6	1,007.2	3,775.6	14,055.9	11,692.0	12,067.7	4,605.0	5,965.4	960.7	160.9	1,564.9	799.0				
Q2	5,279.2	1,005.9	4,261.6	14,244.9	11,781.7	12,163.6	4,718.4	5,995.4	912.6	155.2	1,646.7	816.6				
Q3	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.1	912.6	157.9	1,517.9	814.2				
Q4	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2				
2020 Aug.	5,622.8	1,000.7	4,610.3	14,173.0	11,842.5	12,206.1	4,750.5	6,031.3	904.4	156.4	1,513.6	816.8				
Sep.	5,737.1	1,003.0	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.1	912.6	157.9	1,517.9	814.2				
Oct.	5,803.5	1,003.7	4,788.0	14,232.9	11,900.3	12,260.0	4,738.4	6,092.6	910.3	158.9	1,528.8	803.9				
Nov.	5,850.1	1,006.4	4,831.6	14,288.5	11,926.8	12,285.8	4,735.9	6,106.6	927.5	156.7	1,541.0	820.7				
Dec.	5,925.0	996.1	4,916.9	14,341.1	11,927.1	12,300.8	4,723.5	6,119.9	916.1	167.7	1,548.8	865.2				
2021 Jan. ^(p)	5,950.5	989.0	4,960.0	14,357.3	11,947.3	12,311.5	4,723.9	6,136.4	938.5	148.5	1,547.0	863.0				
Transactions																
2018	91.5	-28.2	119.7	375.0	307.5	382.6	124.1	166.1	-0.3	17.7	88.5	-21.1				
2019	-87.2	-23.3	-64.3	452.1	378.3	425.4	115.6	200.4	41.2	21.1	30.5	43.4				
2020	1,046.4	13.3	1,033.0	737.1	539.9	560.7	288.8	209.1	26.2	15.8	169.6	27.7				
2020 Q1	145.4	19.8	125.7	242.5	253.4	249.2	135.7	40.5	68.4	8.8	20.2	-31.1				
Q2	465.6	-1.9	467.4	185.1	97.6	104.8	120.7	35.8	-53.3	-5.6	76.3	11.2				
Q3	258.8	-2.8	261.6	154.4	105.0	86.7	28.9	72.1	1.1	2.9	44.3	5.0				
Q4	176.6	-1.9	178.3	155.2	83.9	120.0	3.5	60.7	10.0	9.7	28.8	42.5				
2020 Aug.	65.7	-3.7	69.5	60.4	35.8	28.6	21.7	18.8	-5.5	0.8	21.1	3.4				
Sep.	96.1	2.3	93.8	30.3	25.8	21.3	-11.7	29.9	6.0	1.6	5.3	-0.8				
Oct.	54.9	1.0	53.9	36.8	32.4	37.1	7.7	26.7	-2.6	0.7	11.8	-7.5				
Nov.	42.8	2.9	39.5	47.4	34.6	40.2	2.1	15.1	19.6	-2.1	6.7	6.1				
Dec.	78.9	-5.8	84.9	71.0	16.8	42.7	-6.2	18.9	-6.9	11.0	10.3	43.9				
2021 Jan. ^(p)	35.0	-7.4	52.8	17.0	20.1	11.9	1.0	17.1	21.2	-19.2	-1.5	-1.7				
Growth rates																
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.3	6.1	-2.6				
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5				
2020	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3				
2020 Q1	1.6	0.4	2.0	4.3	4.8	5.1	5.0	3.3	11.3	20.7	3.0	-0.6				
Q2	13.5	0.4	17.2	4.8	4.7	4.9	6.5	3.2	3.9	17.1	7.2	0.7				
Q3	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.2	0.1				
Q4	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3				
2020 Aug.	16.6	-0.7	21.4	5.0	4.6	4.7	6.5	3.3	2.2	11.4	10.8	1.0				
Sep.	18.9	0.0	24.1	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.2	0.1				
Oct.	20.3	0.0	25.9	4.9	4.6	4.7	6.3	3.6	1.7	14.0	10.4	-1.3				
Nov.	21.2	0.4	27.0	5.0	4.8	4.8	6.3	3.6	4.3	7.3	10.3	-1.3				
Dec.	22.2	1.3	27.8	5.4	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.4	3.3				
2021 Jan. ^(p)	22.9	0.0	29.4	5.1	4.4	4.5	6.3	3.3	3.5	-2.6	11.9	2.9				

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and 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										
2018	4,405.0	4,489.1	991.4	844.2	2,569.4	5,741.9	6,024.9	682.6	4,356.4	702.9
2019	4,475.7	4,577.8	967.4	878.0	2,630.3	5,931.1	6,224.0	720.1	4,524.6	686.4
2020	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2020 Q1	4,605.0	4,706.2	1,003.2	917.4	2,684.5	5,965.4	6,254.1	714.9	4,565.8	684.7
Q2	4,718.4	4,829.8	957.8	993.4	2,767.2	5,995.4	6,276.5	701.0	4,603.8	690.6
Q3	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.1	6,066.1	6,334.1	702.4	4,667.5	696.1
Q4	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2020 Aug.	4,750.5	4,858.8	942.8	1,015.7	2,792.0	6,031.3	6,307.0	702.5	4,632.8	696.1
Sep.	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.1	6,066.1	6,334.1	702.4	4,667.5	696.1
Oct.	4,738.4	4,845.5	916.4	1,011.3	2,810.7	6,092.6	6,359.5	704.4	4,690.3	697.9
Nov.	4,735.9	4,842.3	911.8	1,004.9	2,819.3	6,106.6	6,376.2	701.7	4,708.6	696.4
Dec.	4,723.5	4,841.3	898.8	1,012.2	2,812.5	6,119.9	6,389.8	700.2	4,725.1	694.6
2021 Jan. ^(p)	4,723.9	4,838.3	889.4	1,006.6	2,827.9	6,136.4	6,404.2	697.1	4,745.6	693.6
Transactions										
2018	124.1	176.3	18.0	32.8	73.3	166.1	188.4	41.2	134.2	-9.3
2019	115.6	143.9	-13.2	43.6	85.3	200.4	217.2	40.9	168.6	-9.2
2020	288.8	325.2	-54.0	139.1	203.7	209.1	194.7	-11.9	210.7	10.3
2020 Q1	135.7	137.9	33.2	44.0	58.5	40.5	38.3	-3.7	45.0	-0.8
Q2	120.7	131.0	-39.1	80.4	79.4	35.8	29.1	-12.2	39.2	8.8
Q3	28.9	33.9	-22.5	15.9	35.6	72.1	59.7	5.8	65.0	1.3
Q4	3.5	22.4	-25.5	-1.2	30.2	60.7	67.6	-1.8	61.4	1.1
2020 Aug.	21.7	22.7	-2.8	8.3	16.2	18.8	19.5	2.5	16.0	0.3
Sep.	-11.7	-5.5	-12.9	0.8	0.4	29.9	22.1	-0.5	30.1	0.2
Oct.	7.7	2.2	-13.2	-2.9	23.8	26.7	26.4	2.2	22.7	1.7
Nov.	2.1	7.3	-2.7	-5.2	10.0	15.1	17.7	-3.7	19.3	-0.6
Dec.	-6.2	12.9	-9.6	6.9	-3.5	18.9	23.6	-0.4	19.4	-0.1
2021 Jan. ^(p)	1.0	-0.2	-9.4	-5.5	16.0	17.1	14.0	-2.5	20.6	-1.0
Growth rates										
2018	2.9	4.1	1.8	4.0	2.9	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.2	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2020 Q1	5.0	5.6	2.9	9.1	4.4	3.3	3.4	3.8	4.0	-1.2
Q2	6.5	7.2	-1.2	16.1	6.2	3.2	3.1	0.3	4.1	0.4
Q3	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Q4	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2020 Aug.	6.5	7.2	-3.4	16.9	6.8	3.3	3.0	0.3	4.1	0.8
Sep.	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Oct.	6.3	6.9	-5.2	16.3	7.2	3.6	3.2	-0.1	4.6	1.5
Nov.	6.3	6.9	-4.6	15.1	7.4	3.6	3.1	-1.1	4.7	1.3
Dec.	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.7	4.7	1.5
2021 Jan. ^(p)	6.3	7.0	-5.9	14.9	7.8	3.3	3.0	-2.5	4.5	1.3

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area 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					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
Outstanding amounts											
2018	389.2	6,817.4	1,940.0	56.1	2,099.7	2,721.6	1,030.0	460.2	187.0	194.9	
2019	364.2	7,058.9	1,946.1	50.1	2,156.5	2,906.2	1,455.7	452.3	178.9	187.2	
2020	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2	
2020 Q1	409.5	7,036.5	1,937.1	47.2	2,119.9	2,932.3	1,562.5	517.4	183.7	196.5	
Q2	673.3	7,042.9	1,934.5	44.1	2,080.4	2,983.8	1,562.5	531.2	159.2	174.3	
Q3	806.2	7,039.7	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.7	1,574.2	502.1	139.9	147.3	
Q4	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2	
2020 Aug.	819.5	7,026.8	1,938.9	43.1	2,033.7	3,011.1	1,556.6	502.5	170.4	177.6	
Sep.	806.2	7,039.7	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.7	1,574.2	502.1	139.9	147.3	
Oct.	864.3	7,038.0	1,933.5	42.7	2,036.5	3,025.3	1,578.9	529.7	148.7	154.3	
Nov.	753.6	6,973.2	1,938.1	42.4	2,012.4	2,980.3	1,469.4	462.5	148.2	147.1	
Dec.	749.0	6,965.7	1,915.5	42.1	1,994.9	3,013.3	1,449.5	526.7	130.1	139.2	
2021 Jan. ^(p)	678.9	6,925.9	1,911.1	42.0	1,970.4	3,002.5	1,473.1	428.3	147.4	146.7	
Transactions											
2018	45.5	51.0	-37.8	-4.9	16.1	77.6	88.4	42.6	16.2	23.6	
2019	-24.3	107.8	-5.2	-3.3	27.3	89.0	309.4	19.4	-2.7	-2.5	
2020	321.6	-34.4	-15.8	-8.0	-99.3	88.8	-28.6	141.0	-48.8	-48.0	
2020 Q1	45.6	-45.4	-6.8	-2.9	-47.5	11.8	67.6	9.0	4.7	9.3	
Q2	264.0	-0.3	-0.7	-3.1	-13.9	17.5	-28.9	58.5	-24.5	-22.2	
Q3	69.2	10.7	-3.2	-1.1	6.1	8.9	27.4	-11.2	-19.3	-27.1	
Q4	-57.1	0.6	-5.2	-0.9	-44.0	50.6	-94.6	84.7	-9.8	-8.1	
2020 Aug.	63.3	3.1	4.2	-0.5	-10.9	10.2	17.3	-41.4	8.1	3.5	
Sep.	-13.5	10.8	-6.0	-0.1	19.6	-2.7	23.0	1.4	-30.5	-30.3	
Oct.	58.2	-11.7	0.1	-0.3	-24.3	12.9	1.6	25.7	8.8	7.1	
Nov.	-110.7	-0.9	13.4	-0.2	-13.8	-0.2	-55.0	-37.2	-0.5	-7.3	
Dec.	-4.7	13.1	-18.6	-0.4	-5.9	38.0	-41.2	96.2	-18.1	-7.9	
2021 Jan. ^(p)	-70.2	-38.4	-6.8	-0.1	-30.7	-0.9	20.5	-106.8	17.3	7.5	
Growth rates											
2018	13.0	0.8	-1.9	-8.0	0.8	2.9	-	-	8.1	7.7	
2019	-6.3	1.6	-0.3	-5.9	1.3	3.2	-	-	-1.5	-1.5	
2020	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2020 Q1	11.7	0.3	-0.1	-11.1	-2.6	2.9	-	-	-0.3	0.6	
Q2	81.0	-0.4	-1.3	-19.6	-3.3	2.6	-	-	-10.5	-8.8	
Q3	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6	
Q4	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2020 Aug.	89.8	0.0	1.2	-20.6	-4.0	2.5	-	-	-13.6	-16.6	
Sep.	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6	
Oct.	108.5	-0.5	-0.7	-17.5	-3.6	2.2	-	-	-32.8	-34.6	
Nov.	85.3	-0.7	-0.1	-17.1	-4.3	1.8	-	-	-30.0	-34.6	
Dec.	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7	
2021 Jan. ^(p)	65.1	-0.9	-1.0	-14.0	-6.1	3.1	-	-	-13.9	-19.5	

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	
2016	-1.5	-1.7	0.0	0.2	0.1	0.6
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.0	0.2	1.0
2019 Q4	-0.6	.	.	.	.	1.0
2020 Q1	-1.1	.	.	.	.	0.5
Q2	-3.8	.	.	.	.	-2.2
Q3	-5.0	.	.	.	.	-3.4

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
2016	46.3	45.8	12.6	13.0	15.3	0.5	47.7	44.2	10.0	5.4	2.1	22.7	3.6	.	.	.	.	.	.
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8	.	.	.	.	.	.
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7	.	.	.	.	.	.
2019	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.1	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8	.	.	.	.	.	.
2019 Q4	46.4	46.0	12.9	13.1	15.1	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	46.5	46.1	13.0	13.0	15.1	0.5	47.7	43.8	10.0	5.4	1.6	22.8	3.8	.	.	.	.	.	.
Q2	46.8	46.3	13.0	12.9	15.4	0.5	50.5	46.6	10.4	5.7	1.6	24.1	4.0	.	.	.	.	.	.
Q3	46.8	46.3	13.0	12.9	15.5	0.5	51.8	47.7	10.6	5.8	1.6	24.8	4.2	.	.	.	.	.	.

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies	
2016	90.1	3.3	15.7	71.0	47.5	30.8	42.6	9.4	80.7	17.9	29.9	42.3	87.9	2.2
2017	87.7	3.2	14.6	70.0	48.2	32.1	39.5	8.6	79.0	16.5	29.0	42.3	85.8	1.9
2018	85.8	3.1	13.8	68.8	48.0	32.4	37.8	8.1	77.7	16.1	28.4	41.3	84.2	1.6
2019	84.0	3.0	13.1	67.9	45.4	30.6	38.6	7.7	76.3	15.7	27.9	40.4	82.6	1.4
2019 Q4	84.0	3.0	13.1	67.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Q1	86.2	3.1	13.4	69.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	95.0	3.2	14.3	77.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.3	3.2	14.1	80.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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		
2016	-0.8	-0.6	0.2	0.3	0.3	-0.1	0.0	0.1	0.0	-0.1	-0.4	1.6		
2017	-2.4	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	0.9		
2018	-1.9	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	-1.0	0.8		
2019	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9		
2019 Q4	-1.7	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9		
2020 Q1	-0.1	-0.5	0.4	0.7	0.5	0.0	0.0	0.1	-0.2	0.0	0.0	1.8		
Q2	8.9	2.2	3.4	3.0	2.8	0.2	-0.1	0.2	-0.3	0.6	3.3	7.4		
Q3	11.5	3.4	3.2	3.3	2.9	0.3	-0.1	0.2	-0.3	0.2	4.9	8.5		

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	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5								
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020	14.3	13.0	4.0	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2019 Q4	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1
2020 Q1	12.3	10.9	4.1	1.4	0.4	7.5	2.1	1.2	-0.2	2.4	2.0	0.1	1.0
Q2	14.7	13.3	4.7	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9
Q3	15.2	13.8	4.4	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8
2020 Aug.	14.8	13.4	5.1	1.4	0.3	7.4	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.9
Sep.	15.2	13.8	4.4	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8
Oct.	15.0	13.6	3.9	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.2	0.0	0.8
Nov.	14.6	13.3	3.7	1.4	0.3	7.7	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.1	0.0	0.8
Dec.	14.3	13.0	4.0	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8
2021 Jan.	14.5	13.2	4.7	1.4	0.3	7.7	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.7

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium 1	Germany 2	Estonia 3	Ireland 4	Greece 5	Spain 6	France 7	Italy 8	Cyprus 9	
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2016	-2.4	1.2	-0.4	-0.7	0.5	-4.3	-3.6	-2.4	0.3	
2017	-0.7	1.4	-0.7	-0.3	0.7	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.8	-0.5	0.1	1.0	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2019 Q4	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.5	-2.9	-3.0	-1.6	1.5	
2020 Q1	-2.6	1.1	-0.9	0.1	1.1	-3.4	-3.7	-2.3	2.1	
Q2	-6.0	-1.4	-2.9	-1.9	-1.8	-6.9	-5.9	-4.8	-2.2	
Q3	-7.0	-2.9	-3.5	-3.6	-4.6	-8.1	-6.1	-6.7	-4.4	
	Government debt									
2016	105.0	69.3	9.9	74.1	180.8	99.2	98.0	134.8	103.1	
2017	102.0	65.1	9.1	67.0	179.2	98.6	98.3	134.1	93.5	
2018	99.8	61.8	8.2	63.0	186.2	97.4	98.1	134.4	99.2	
2019	98.1	59.6	8.4	57.4	180.5	95.5	98.1	134.7	94.0	
2019 Q4	98.1	59.6	8.4	57.4	180.5	95.5	98.1	134.7	94.0	
2020 Q1	103.4	61.0	8.9	58.9	180.7	99.0	101.3	137.6	96.2	
Q2	114.1	67.4	18.5	62.7	191.4	110.2	114.0	149.3	113.3	
Q3	113.2	70.0	18.5	62.0	199.9	114.1	116.5	154.2	119.5	
	Latvia 10	Lithuania 11	Luxembourg 12	Malta 13	Netherlands 14	Austria 15	Portugal 16	Slovenia 17	Slovakia 18	Finland 19
	Government deficit (-)/surplus (+)									
2016	0.2	0.2	1.9	0.9	0.0	-1.5	-1.9	-1.9	-2.6	-1.7
2017	-0.8	0.5	1.3	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-0.9	-0.7
2018	-0.8	0.6	3.1	2.0	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.4	-1.0
2019 Q4	-0.6	0.3	2.4	0.5	1.7	0.7	0.1	0.5	-1.4	-1.0
2020 Q1	-0.7	-0.2	1.3	-1.5	1.5	0.4	-0.1	-0.8	-1.9	-1.2
Q2	-1.8	-2.4	-2.2	-5.1	-1.6	-3.4	-1.9	-4.8	-3.5	-3.3
Q3	-3.4	-4.3	-3.6	-8.0	-3.1	-5.5	-4.0	-5.4	-4.7	-4.5
	Government debt									
2016	40.4	39.7	20.1	54.5	61.9	82.8	131.5	78.5	52.4	63.2
2017	39.0	39.1	22.3	48.8	56.9	78.5	126.1	74.1	51.7	61.3
2018	37.1	33.7	21.0	45.2	52.4	74.0	121.5	70.3	49.9	59.6
2019	36.9	35.9	22.0	42.6	48.7	70.5	117.2	65.6	48.5	59.3
2019 Q4	36.9	35.9	22.0	42.4	48.7	70.5	117.2	65.6	48.5	59.3
2020 Q1	37.1	33.0	22.2	43.9	49.5	73.1	119.5	69.0	49.7	64.3
Q2	42.9	41.4	23.9	51.0	55.2	82.5	126.0	78.3	60.3	68.6
Q3	44.6	45.9	26.1	53.7	55.2	79.1	130.8	78.5	60.8	66.9

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2021

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 10. marec 2021.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-21-002-SL-N (pdf)