

## Ekonomski bilten

številka 4 / 2020

# Vsebina

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	8
2 Finančna gibanja	16
3 Gospodarska aktivnost	23
4 Cene in stroški	29
5 Denar in krediti	35
6 Javnofinančna gibanja	44
<b>Okvirji</b>	<b>48</b>
1 Vpliv omejitve gibanja zaradi pandemije COVID-19 na trgovino s potovalnimi storitvami	48
2 Koronavirus (COVID-19): bojazni na trgu z vidika cen opcij	53
3 Pandemija COVID-19 in dostop malih in srednje velikih podjetij do financiranja: kaj kažejo anketni podatki	58
4 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 29. januarja do 5. maja 2020	62
5 Regionalna gibanja na trgu dela med veliko finančno krizo in poznejšim okrevanjem	69
6 Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek	74
7 Kriza COVID-19 in njene posledice za javnofinančne politike	78
<b>Članka</b>	<b>82</b>
1 Citizens' attitudes towards the ECB, the euro and Economic and Monetary Union	82
2 Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data	106
<b>Statistični podatki</b>	<b>128</b>

# Ekomska in denarna gibanja

## Povzetek

**Svet ECB je na seji o denarni politiki 4. junija sklenil, da poveča obseg nakupov in podaljša obdobje izvajanja nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) ter da ponovno investira glavnico zapadnih vrednostnih papirjev. Obenem je sklenil, da se nadaljuje izvajanje programa nakupa vrednostnih papirjev in ponovno investiranje glavnice zapadnih vrednostnih papirjev ter da obrestne mere ECB ostanejo nespremenjene.**

Najnovejše informacije potrjujejo, da se euroobmočje sooča s krčenjem gospodarstva, ki je brez primere. Gospodarska aktivnost je kot posledica pandemije koronavirusa (COVID-19) in ukrepov za njeno zaježitev nenasno upadla. Zaradi velikega izpada delovnih mest in dohodka ter zaradi povišane negotovosti glede gospodarskih obetov so se potrošnja gospodinjstev in investicije precej zmanjšale. Čeprav anketni podatki in sprotni kazalniki gospodarske aktivnosti kažejo določene znake, da so dosegli najnižjo točko, ukrepi za zaježitev epidemije pa se postopoma sproščajo, je dosedanje izboljšanje šibko v primerjavi s tem, kako hitro so kazalniki strmoglavlili v prejšnjih dveh mesecih. Po letošnjih junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se je gospodarska rast v drugem četrletju letosnjega leta zmanjševala z dinamiko, ki je brez primere, nato pa bo v drugi polovici leta prišlo do odboja, k čemur bo ključno pripomogla velika podpora s strani javnofinančne in denarne politike. Kljub temu projekcije vključujejo znaten popravek navzdol tako pri ravni gospodarske aktivnosti kot tudi pri inflacijskih obetih v celotnem obdobju projekcij, obenem pa osnovne projekcije spremiščajo izjemno velika stopnja negotovosti. Medtem ko skupno inflacijo zavirajo nižje cene energentov, bodo cenovni pritiski predvidoma ostali oslabljeni zaradi strmega upada realnega BDP in s tem povezanega precejšnjega povečanja neizkoričenega gospodarskega potenciala. V takšnih razmerah je Svet ECB sprejel sklop ukrepov denarne politike, da bi podprt gospodarstvo med njegovim postopnim odpiranjem ter ohranil cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju.

## Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 4. junija 2020

**Pandemija COVID-19 je povzročila strmo poslabšanje svetovnih gospodarskih obetov, kot kažejo letošnje juniske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.** Pandemija COVID-19 je ohromila svetovno gospodarstvo, pri čemer so ukrepi za zaježitev širjenja virusa, ki so jih sprejele vlade po vsem svetu, glavni dejavnik, ki je prispeval k nedavnemu strmemu zmanjšanju gospodarske aktivnosti. Več držav je pred kratkim sicer začelo sproščati zaježitvene ukrepe, vendar bo ta proces verjetno zelo postopen. Na gospodarsko aktivnost, predvsem v nastajajočih tržnih gospodarstvih, negativno vplivajo tudi strm upad cen primarnih surovin, bolj zaostreni pogoji financiranja in znatni odlivi kapitala. Najnovejši podatki potrjujejo, da

bo gospodarski upad zaradi zaježitvenih ukrepov strm in globok. Zaradi velikih motenj na svetovni ravni je v junijskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov Euroneta predvideno, da se bo svetovni BDP (brez euroobmočja) letos realno skrčil za 4,0%. Krčenje je hitrejše in veliko bolj silovito kot med veliko recesijo. Po strmem zmanjšanju v prvih dveh četrtletjih 2020 bo svetovna gospodarska aktivnost v tretjem četrtletju predvidoma začela okrevati ter se bo v letu 2021 povečala za 6,0%, v letu 2022 pa za 3,9%. Svetovna trgovinska menjava bo huje prizadeta, saj logistične motnje in zaprte meje še dodatno krepijo posledice gospodarskega upada. Kljub strmemu poslabšanju svetovnih gospodarskih obetov, kot kažejo junijске projekcije, so tveganja še vedno nagnjena navzdol. Predvsem bi se lahko izkazalo, da bodo posledice pandemije večje in dolgotrajnejše, kot se pričakuje sedaj.

**Čeprav so se pogoji financiranja v euroobmočju od marčne seje Sveta ECB nekoliko ublažili, se niso vrnili na raven, ki je bila zabeležena pred globalnim širjenjem COVID-19.** V obravnavanem obdobju (od 12. marca do 3. junija 2020) se je terminska krivulja obrestne mere EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) premaknila navzgor. Vbočenost krivulje pri krajših ročnostih je še vedno prisotna, vendar je manjša kot 12. marca, kar nakazuje, da so se pričakovanja tržnih udeležencev glede nadaljnega znižanja ključnih obrestnih mer zmanjšala in se premaknila dlje v prihodnost. Kljub spodbujevalni naravnosti denarne politike, ki jo zagotavljajo program PEPP in drugi ukrepi denarne politike, se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju v obravnavanem obdobju zvišala. Cene tveganega finančnega premoženja so deloma okrevale po izgubah, nastalih med februarjem in marcem, kar je predvsem posledica boljšega globalnega dojemanja tveganj in ocene, da se je ekstremno tveganje takojšnje globalne krize do določene mere zmanjšalo. Na deviznih trgih je vrednost eura, tehtana z utežmi trgovinskih partneric, ostala večinoma stabilna, medtem ko je bila volatilnost dvostranskih tečajev odraz negotovosti, ki spremila pandemijo COVID-19.

**BDP v euroobmočju se je v prvem četrtletju 2020 medčetrtletno realno zmanjšal za 3,8%, najnovejši podatki pa kažejo na nadaljnje precejšnje realno krčenje**  
**BDP v drugem četrtletju.** Najnovejši ekonomske kazalniki in rezultati anket potrjujejo strmo krčenje gospodarstva v euroobmočju ter hitro poslabševanje razmer na trgu dela. Pandemija koronavirusa in nujni ukrepi za njeno zaježitev so močno prizadeli tako predelovalne kot tudi storitvene dejavnosti ter občutno zmanjšali produktivno sposobnost gospodarstva v euroobmočju in domače povpraševanje. Večina novejših kazalnikov nakazuje, da je upad v maju dosegel najnižjo točko, saj se nekateri deli gospodarstva zopet postopoma odpirajo. Tako naj bi v tretjem četrtletju prišlo do odboja gospodarske aktivnosti v euroobmočju, ko se bodo zaježitveni ukrepi še dodatno sprostili, k temu pa bodo prispevali tudi ugodni pogoji financiranja, ekspanzivno naravnana javnofinančna politika ter ponoven zagon svetovne gospodarske aktivnosti, vendar skupna hitrost in obseg okrevanja ostajata izjemno negotova.

**Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2020 pripravili strokovnjaki Euroneta.** Po osnovnem scenariju projekcij se bo letni BDP predvidoma realno zmanjšal za 8,7% v letu 2020, nato pa naj bi se okrepil za 5,2% v letu 2021 ter za 3,3% v letu 2022. V

primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede realne rasti BDP za leto 2020 precej popravljeni navzdol, in sicer za 9,5 odstotne točke, medtem ko so bili za leto 2021 popravljeni navzgor za 3,9 odstotne točke in za leto 2022 za 1,9 odstotne točke. Zaradi izjemne negotovosti, ki trenutno spremija gospodarske obete, projekcije vključujejo tudi dva alternativna scenarija.<sup>1</sup> Na splošno bo obseg krčenja in okrevanja ključno odvisen od trajanja in učinkovitosti zajezitvenih ukrepov, od uspešnosti politik, ki zmanjšujejo negativen vpliv na dohodek in zaposlenost, ter od tega, v kolikšni meri bodo ponudbene zmogljivosti in domače povpraševanje trajno prizadeti. Gledano v celoti je po mnenju Sveta ECB ravnotežje tveganj okrog osnovne projekcije usmerjeno navzdol.

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju maja upadla na 0,1%, potem ko je aprila znašala 0,3%, kar je predvsem posledica nižje inflacije v skupini emergentov.** Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno še nekoliko znižala, zatem pa naj bi do konca leta ostala oslabljena. V srednjeročnem obdobju bo šibko povpraševanje povzročalo pritiske na znižanje inflacije, ki jih bodo le deloma odtehtali pritiski na njeno zvišanje zaradi omejitve v ponudbi. Tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostali na zelo nizki ravni. Čeprav so anketni kazalniki inflacijskih pričakovanj na kratki in srednji rok upadli, je bil vpliv na dolgoročnejša pričakovanja manjši.

**Takšno oceno kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2020 pripravili strokovnjaki Eurosistema. Po osnovnem scenariju v teh projekcijah bo medletna inflacija v letu 2020 znašala 0,3%, v letu 2021 0,8% in v letu 2022 1,3%.** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za leto 2020 popravljeni navzdol za 0,8 odstotne točke, za leto 2021 za 0,6 odstotne točke ter za leto 2022 za 0,3 odstotne točke. Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo leta 2020 predvidoma znašala 0,8%, leta 2021 0,7% in leta 2022 0,9%.

**Pandemija COVID-19 je povzročila strmo pospešitev denarne dinamike, k čemur so prispevale akutne likvidnostne potrebe podjetij po tem, da financirajo tekoča plačila, ter veliko preusmerjanje gospodarskih akterjev k imetju denarja iz previdnostnih razlogov.** Rast širokega denarja (M3) se je aprila 2020 okreplila na 8,3%, potem ko je marca znašala 7,5%. Visoka rast denarja je posledica kreditiranja s strani bank, ki ga v veliki meri poganjajo akutne likvidnostne potrebe v gospodarstvu. Poleg tega velika gospodarska negotovost povzroča preusmerjanje k imetju denarja iz previdnostnih razlogov. K rasti širokega denarja je še naprej največ prispeval ožji denarni agregat M1, ki zajema najlikvidnejše komponente denarja. Vpliv pandemije koronavirusa na gospodarsko aktivnost je še naprej vplival tudi na gibanje posojil zasebnemu sektorju. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je aprila 2020 še dodatno povečala na 6,6%, potem ko je marca znašala 5,5%, kar je posledica potreb podjetij po financiranju tekočih izdatkov in obratnega kapitala v kontekstu hitrega zmanjševanja prihodkov. Obenem se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom zmanjšala s 3,4% v marcu na 3,0% v aprilu v okolju ovirane potrošnje zaradi zajezitvenih ukrepov, vse manjšega zaupanja in poslabševanja razmer na trgu

<sup>1</sup> Glej »[Junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki so bile 4. junija 2020 objavljene na spletnem mestu ECB.

dela. Ukrepi denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, zlasti zelo ugodni pogoji v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), bi morali spodbujati banke h kreditiranju vseh subjektov v zasebnem sektorju. Skupaj z ukrepi, ki so jih sprejele vlade posameznih držav in evropske institucije, ukrepi Sveta ECB olajšujejo dostop do financiranja, med drugim tudi tistim, ki so jih posledice pandemije koronavirusa najbolj prizadele.

**Pandemija COVID-19 ima precejšen vpliv na javnofinančne politike v euroobmočju.** Zajezitveni ukrepi so priveli tudi do javnofinančnih spodbud, ki so doslej brez primere, njihov namen pa je ublažiti gospodarski upad in pripraviti teren za hitro okrevanje. Zato se bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah leta 2020 precej zvišal, in sicer na 8,5% BDP v primerjavi z 0,6% v letu 2019. Čeprav naj bi se stopnja primanjkljaja v letu 2021 znižala na 4,9%, bo v letu 2022 predvidoma še vedno na ravni 3,8% BDP. Gledano v celoti bo skupna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju po ocenah leta 2020 zelo ekspanzivna, leta 2021 pa restriktivna, saj naj bi se do tedaj večina spodbujevalnih ukrepor iztekla. Kljub negativni naravnosti javnofinančne politike v letu 2021 bo skupni javnofinančni saldo ostal znatno negativen, saj bodo javnofinančni instrumenti še naprej podpirali gospodarsko okrevanje, če ne drugače, prek avtomatičnih stabilizatorjev. Ambiciozna in koordinirana naravnost javnofinančne politike ostaja ključnega pomena v okolju strmega zmanjšanja gospodarstva v euroobmočju, vendar morajo biti ukrepi ciljno usmerjeni in začasni. Ob tem zelo pozdravljamo sveženj treh varnostnih mrež v vrednosti 540 milijard EUR, ki ga je potrdil Evropski svet, in predlog Evropske komisije za načrt okrevanja, katerega cilj je podpreti regije in sektorje, ki jih je pandemija najbolj prizadela.

### Sveženj ukrepor denarne politike

Kombinacija dveh glavnih dejavnikov je terjala dodatno ukrepanje s strani denarne politike. Prvič, popravek inflacijskih obetov navzdol zaradi pandemije ogroža mandat Sveta ECB, da v srednjeročnem obdobju vzdržuje cenovno stabilnost. Drugič, razmere na finančnih trgih so se od napovedi programa PEPP sicer znatno stabilizirale, vendar ostajajo pogoji financiranja v euroobmočju kot celoti danes precej bolj zaostreni kot v obdobju pred pandemijo, medtem ko obeti glede gospodarske aktivnosti in inflacije terjajo blažje pogoje financiranja.

V takšnih razmerah je Svet ECB 4. junija 2020 sklenil sprejeti sklop ukrepor denarne politike, da bi podprt sedanj zelo spodbujevalno naravnost denarne politike, ki je potrebna za to, da se bo inflacija v skladu z njegovim mandatom v srednjeročnem obdobju zanesljivo približevala ravni pod 2%, vendar blizu te meje.

1. Svet ECB je sklenil povečati obseg nakupov v okviru programa PEPP za 600 milijard EUR na skupno 1.350 milijard EUR. Z razširitvijo programa PEPP v odziv na navzdol popravljeno inflacijo v obdobju projekcij zaradi pandemije bo denarna politika na splošno postala še bolj spodbujevalno naravnana ter bo tako podpirala pogoje financiranja v realnem gospodarstvu, zlasti za podjetja in gospodinjstva. Nakupi se bodo še naprej izvajali fleksibilno v času, po razredih

finančnega premoženja in po jurisdikcijah. To Svetu ECB omogoča, da učinkovito prepreči tveganja za nemoteno transmisijo denarne politike.

2. Svet ECB je sklenil podaljšati obdobje neto nakupov v okviru programa PEPP vsaj do konca junija 2021. S tem je obdobje nakupov približno usklajeno z obdobjem drugih ukrepov denarne politike, sprejetih v odziv na pandemijo, med katerimi so operacije CUODR III in izredne neciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO). V vsakem primeru bo ECB neto nakupe vrednostnih papirjev v okviru programa PEPP izvajala tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da je kriza zaradi koronavirusa končana.
3. Svet ECB je sklenil, da se bo glavnica zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, ponovno investirala vsaj do konca leta 2022. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike. S ponovnim investiranjem se bo preprečilo tveganje neutemeljenega zaostrovanja pogojev financiranja v času, ko gospodarstvo po šoku pandemije še vedno okreva. Obenem je primerno, da strategija ponovnega investiranja v kontekstu programa PEPP odraža njegovo začasno naravo in povezavo z izrednimi razmerami zaradi pandemije.
4. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se bodo nadaljevali na mesečni ravni 20 milijard EUR, poleg tega pa se bodo do konca leta nadaljevali tudi nakupi v okviru začasnega svežnja v višini 120 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.
5. Svet ECB namerava 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.
6. Svet ECB je še 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.

Sklepi Svetega ECB bodo skupaj z znatnimi spodbudami denarne politike, ki so že v veljavi, podpirali likvidnostne pogoje in pogoje financiranja v gospodarstvu, pripomogli k ohranjanju tokov kreditiranja gospodinjstev in podjetij ter prispevali k ohranjanju ugodnih pogojev financiranja za vse sektorje in jurisdikcije, s čimer bomo spodbujali okrevanje gospodarstva po upadu zaradi koronavirusa. Obenem ostaja Svet ECB v sedanjih gospodarskih razmerah, ki se zelo hitro spreminja, trdno odločen, da v okviru svojega mandata storiti vse, kar je potrebno, da pomaga državljanom in državljankam euroobmočja v teh izjemno zahtevnih časih. To v prvi vrsti velja za

nalogo Sveta ECB, da v okviru mandata ECB za ohranjanje cenovne stabilnosti zagotovi, da se učinki denarne politike prenašajo v vse dele gospodarstva in v vse jurisdikcije. Svet ECB je zato še naprej pripravljen, da ustrezno prilagodi vse svoje instrumente in tako v skladu s svojo zavezanostjo simetriji zagotovi, da se inflacija vzdržno giblje proti ciljni ravni.

## Zunanje okolje

*Pandemija COVID-19 je ohromila svetovno gospodarstvo. Ukrepi, ki so jih vlade po vsem svetu sprejele za zaježitev širjenja virusa, nakazujejo, da bo gospodarska aktivnost v bližnji prihodnosti močno upadla. Čeprav je več držav pred kratkim začelo sproščati zaježitvene ukrepe, bo ta proces verjetno potekal zelo postopno. Na gospodarsko aktivnost, predvsem v nastajajočih tržnih gospodarstvih, negativno vplivajo tudi velik upad cen primarnih surovin, bolj zaostreni pogoji financiranja in veliki odlivi kapitala. Najnovejši podatki potrjujejo, da bodo pandemija in zaježitveni ukrepi meli hude in daljnosežne posledice za gospodarstvo. Zaradi teh velikih motenj na svetovni ravni je v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2020 predvideno, da se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) letos skrčil za 4,0%. Krčenje poteka hitreje in je večje kot v veliki recesiji. Po strmem upadu v prvih dveh četrtletjih 2020 bo svetovna gospodarska aktivnost v tretjem četrtletju predvidoma začela okrevati. Po teh predvidevanjih se bo svetovna aktivnost v letu 2021 okreplila za 6,0%, v letu 2022 pa za 3,9%. Svetovna trgovinska menjava bo bolj prizadeta, saj logistične motnje in zaprte meje še dodatno krepijo posledice krize. Poleg tega je trgovinska menjava prociklična in se odziva na gibanja gospodarske aktivnosti, še zlasti v časih gospodarskega upada. Kljub velikemu poslabšanju svetovnih gospodarskih obetov, kot je zajeto v junijskih projekcijah, so tveganja v teh obetih še vedno nagnjena k dodatnemu poslabšanju. Predvsem bi bile posledice pandemije lahko še hujše in bi trajale dlje, kot se pričakuje zdaj. Druga tveganja so med drugim povezana s povečano občutljivostjo finančnih trgov na novice, s strurnimi spremembami v dobavnih mrežah za proizvodnjo in z možnostjo okrepitev trgovinskega protekcionizma.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

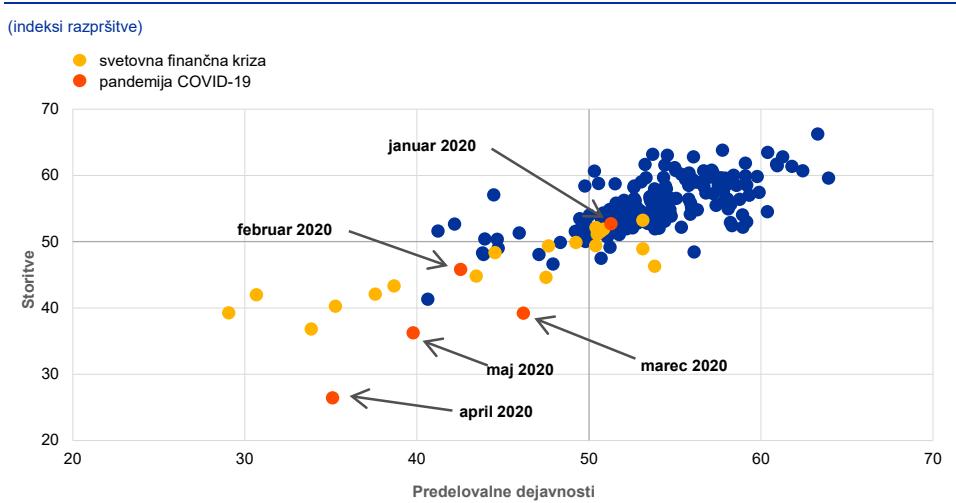
**Pandemija COVID-19 je ohromila svetovno gospodarstvo.** Ukrepi, ki so jih vlade po vsem svetu sprejele za zaježitev širjenja virusa, nakazujejo, da bo gospodarska aktivnost v bližnji prihodnosti močno upadla. Zaježitveni ukrepi so bili na Kitajskem sprejeti že konec januarja, druge države pa so jih uvedle pozneje, ko se je virus širil po svetu. Čeprav jih je več držav pred kratkim začelo sproščati, bo ta proces verjetno potekal zelo postopno. Na gospodarsko aktivnost, predvsem v nastajajočih tržnih gospodarstvih, negativno vplivajo velik upad cen primarnih surovin, bolj zaostreni pogoji financiranja in veliki odlivi kapitala. Ti hudi globalni šoki so svetovno gospodarstvo prizadeli v času, ko so se vse jasneje kazali znaki stabilizacije, ki so sledili obdobju skromnih rezultatov v lanskem letu. Predvsem so ob prelomu leta začele okrevati predelovalne dejavnosti in trgovinska menjava, in sicer najprej v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Poleg tega bi pred izbruhom pandemije k okrejanju lahko prispevali ugodni svetovni pogoji financiranja, ki so veljali v tem obdobju, in delna pomiritev trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko po podpisu »prve faze« trgovinskega sporazuma.

**Kot je razvidno iz anketnih podatkov, bodo pandemija in zaježitveni ukrepi imeli hude in daljnosežne posledice za gospodarstvo.** Pregled sektorskih podatkov iz ankete za indeks vodij nabave (PMI) razkriva tri vzorce. Prvič, ko so bili sprejeti strogi

zajezitveni ukrepi, je gospodarska aktivnost v vseh sektorjih strmo upadla. Drugič, storitve so bile prizadete bolj kot predelovalne dejavnosti. Po sprejetju zajezitvenih ukrepov, ki so močno omejili ponudbo in povpraševanje po vsem svetu, je aktivnost tako v predelovanih kot tudi v storitvenih dejavnostih upadla mnogo hitreje kot v času velike recesije (glej graf 1). Tretjič, ko proizvodnja ponovno steče, gospodarska aktivnost okreva z nizke ravni, na katero je upadla, kot se je nedavno pokazalo na Kitajskem. Vseeno je to okrevanje iz več razlogov le delno. Tako za dejavnosti, pri katerih je potreben tesen socialen stik, še vedno veljajo omejitve, vedenje potrošnikov se je spremenilo zaradi zaskrbljenosti glede drugega vala okužb, medtem ko velika negotovost otežuje naložbene odločitve, kar kratkoročno zmanjšuje povpraševanje in dolgoročneje zavira produktivno sposobnost. Svetovni sestavljeni indeks vodilj nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) je maja nekoliko okreval, k čemur so prispevali boljši rezultati tako v predelovalnem kot tudi v storitvenem sektorju. Vseeno indeks ostaja globoko na strani krčenja.

### Graf 1

Svetovni indeks PMI za predelovalne in storitvene dejavnosti (brez euroobmočja)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2020. Podatki zajemajo obdobje od januarja 1999 do maja 2020. Vzorec svetovne finančne krize (rumene pike) označuje obdobje od decembra 2007 do junija 2009. Vzorec pandemije COVID-19 (rdeče pike) označuje obdobje od januarja 2020 do maja 2020.

### Previdnejše vedenje potrošnikov se je odrazilo v strmem upadu kazalnikov zaupanja.

Zaupanje potrošnikov je v zadnjih tednih močno upadlo, še zlasti v razvitih gospodarstvih. Poleg tega bodo zaradi poslabševanja razmer na trgu dela potrošniki na splošno postali bolj previdni, kar pomeni več previdnostnega varčevanja in manj potrošnje, zlasti nakupov trajnih dobrin.

### Pogoji financiranja so se zelo hitro zaostriли, nato pa so se v zadnjem času

nekoliko ublažili.

Sprva so se pogoji financiranja zelo hitro zaostriли, in sicer tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V slednjih je poleg tega prišlo do velikih bruto in neto finančnih odlivov, čeprav najnovejši podatki nakazujejo, da so se odlivi v zadnjih tednih nekoliko upočasnili ali celo obrnili. Kljub tem znakom stabilizacije ostajajo finančne napetosti povečane, deloma zaradi naraščanja števila potrjenih novih okužb in smrtnih primerov v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Finančni vlagatelji so v začetni fazi krize, ki je nastala zaradi pandemije, bežali iz vseh

nastajajočih tržnih gospodarstev, zdaj pa se zdi, da razlike med njimi v temeljnih makroekonomskih pogojih in ranljivostih postajajo vse bolj pomembne za naložbene odločitve.

**Na splošno ostajajo pogoji financiranja tako v razvited kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih bistveno bolj zaostreni, kot so bili pred pandemijo.** Vseeno so gledano bolj dolgoročno še vedno ugodnejši kot so bili v preteklih obdobjih svetovnega gospodarskega upada, vključno z veliko recesijo in recesijo, ki je sledilo poku balona dot-com v zgodnjih 2000-ih letih. Deloma je k temu verjetno prispeval hiter in agresiven odziv centralnih bank po vsem svetu. Posredovanja denarne politike bodo verjetno glavni dejavnik, ki je prispeval k stabilizaciji donosnosti državnih obveznic in terminskih premij, in sicer kljub rekordnemu obsegu novih izdaj državnih obveznic po svetu, ki so bili potrebni zaradi pandemije. Negotovost se je močno povečala in ostaja povišana. Čeprav je še prezgodaj, da bi lahko ocenili, kakšno vlogo je povišana negotovost imela v sedanji krizi, je verjetno, da bo upočasnila okrevanje.

**V junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema je predvideno, da bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) letos upadel za 4,0%.** Krčenje poteka hitreje in je večje kot v veliki recesiji. Po strmem upadu v prvih dveh četrletjih 2020 bo svetovna gospodarska aktivnost v tretjem četrletju predvidoma začela okrevati. Po projekcijah bo vzporedno z umikanjem ukrepov za omejitve gibanja sprva prišlo do odboja gospodarske aktivnosti, vendar se predpostavlja, da bo okrevanje na splošno potekalo postopno, saj ukrepi za socialno distanciranje ostajajo v veljavi, spremenilo pa se je tudi vedenje potrošnikov. Za gibanja na daljši rok je v junijskih projekcijah predvideno, da se bo svetovna aktivnost v letu 2021 okrepila za 6,0%, v letu 2022 pa za 3,9%. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila svetovna rast za letošnje leto močno popravljena navzdol, medtem ko se za srednjoročno obdobje zdaj pričakuje nekoliko hitrejša rast. Iz teh popravkov hkrati sledi, da bo svetovna gospodarska aktivnost ostala na nižji ravni, ki je bila napovedana v marčnih projekcijah. Za nastajajoča tržna gospodarstva se pričakuje, da bo gospodarstvo okrevalo počasneje kot v prejšnjih obdobjih upada. Razlog za to je kombinacija negativnih šokov, ki so v sedanjem obdobju prizadeli te države, namreč kriza zaradi pandemije, zaostreni pogoji financiranja, negativni šoki iz pogojev menjave v državah izvoznicah surovin in veliki odlivi kapitala.

**V ZDA se je upadanje gospodarske aktivnosti v drugem četrletju 2020 po ocenah stopnjevalo.** Po drugi oceni je realni BDP v prvem četrletju, preračunano na letno raven, upadel za 5,0%. Upad je bil malenkost večji, kot je bilo poročano v prvi oceni. Po višjefrekvenčnih podatkih se je gospodarski upad v drugem četrletju še stopnjeval, ker so bili v vsej državi aprila v veljavi strogi ukrepi za zajezitev pandemije. Proti koncu aprila so posamezne zvezne države te ukrepe začele postopno popuščati, kar bi moralo prispevati k okrevanju v drugi polovici leta 2020. Po pričakovanjih bo kot prvo okrevalo domače povpraševanje, ki ga bodo poganjali veliki spodbujevalni ukrepi ekonomske politike, ki so bile uvedene doslej. Vseeno se pričakuje, da bo okrevanje potekalo postopno, saj zaupanje potrošnikov ostaja oslabljeno zaradi izjemno velikih izgub delovnih mest, zabeleženih od sredine marca. Zaposlenost se je zmanjšala za več kot 22 milijonov delovnih mest, stopnja brezposelnosti pa je aprila doseglj 14,7%.

Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, je aprila strmo upadla na 0,3%, potem ko je mesec prej znašala 1,5%. Medletna osnovna inflacija (brez hrane in energentov) je z marčnih 2,1% v aprilu upadla na 1,4%. Po pričakovanjih se bo inflacija letos znižala, saj so dezinflacijski pritiski, ki nastajajo zaradi šoka s strani povpraševanja, močnejši od inflacijskih pritiskov, ki izvirajo iz motenj v dobavi. Po projekcijah se bo inflacija postopno zviševala in do konca obdobja projekcij doseglja raven blizu 2%, ki jo cilja ameriška centralna banka.

**Na Kitajskem okrevanje napreduje ob močnih zaviralnih dejavnikih.** Med temi so skromni obeti glede zunanjega povpraševanja v bližnji prihodnosti, saj so izvozna naročila strmo upadla, in postopno okrevanje domačega povpraševanja. Slednje okreva počasi, ker nekateri ukrepi za socialno distanciranje še vedno ostajajo v veljavi, pa tudi zato, ker so potrošniki na splošno postali bolj previdni. Spodbujevalni ukrepi, ki so jih oblasti sprejeli na področju denarne in ekonomske politike, bodo podpirale gospodarsko aktivnost. Po projekcijah bo gospodarska aktivnost do konca obdobja projekcij okrevala. Vseeno se predpostavlja, da bo okrevanje napredovalo počasi v primerjavi s stopnjo aktivnosti, ki je bila predvidena v marčnih projekcijah.

**Na Japonskem je gospodarstvo zdrsnilo v tehnično recesijo.** Aktivnost je v četrtem četrtletju lanskega leta upadla, saj jo je hkrati prizadelo več negativnih šokov, namreč upad domačega povpraševanja zaradi zvišanja davka na potrošnjo, motnje proizvodnje zaradi silovitih tajfunov v oktobru in šibko zunanje povpraševanje. Zatem se je med izbruhom pandemije realni BDP še dodatno skrčil in v prvem četrtletju 2020 upadel za 0,9%. Vladni ukrepi za zajezitev pandemije so zavirali domače povpraševanje, zlasti zasebno potrošnjo storitev in poltrajnega blaga. Zlasti je zaradi manjše potrošnje tujih turistov na Japonskem, ki se je zmanjšala zaradi omejitve potovanj po izbruhu pandemije, močno upadel izvoz storitev. Japanske oblasti so okrepile državno podporo pešajočemu gospodarstvu. Aprila je japonska centralna banka zvišala zgornjo mejo za nakupe komercialnih zapisov in podjetniških obveznic, olajšala dostop do financiranja za podjetja ter kupovala kratkoročne, pa tudi bolj dolgoročne državne vrednostne papirje. Na izredni seji v maju je sklenila, da bo za podporo kreditiranju malih in srednje velikih podjetij uvedla nov ukrep za zagotavljanje financiranja bankam. Konec maja je japonska vlada odobrila drugi sveženj javnofinančnih spodbujevalnih ukrepov, ki je po velikosti približno primerljiv prvemu iz aprila 2020. Ti ukrepi bodo predvidoma dodatno spodbudili gospodarsko rast, ki bo po projekcijah v drugi polovici leta začela postopno okrevari.

**V Združenem kraljestvu so se gospodarske razmere močno poslabšale.** Realni BDP je v prvem četrtletju 2020 upadel za 2%, čeprav so ukrepi za omejitve gibanja veljali samo zadnjih deset dni marca. Medletna inflacija cen življenjskih potrebščin je aprila upadla na 0,8%, kar je bistveno manj kot mesec prej, ko je znašala 1,5%. Čeprav je shema državnega sofinanciranja delavcev na čakanju prispevala k ohranjanju zaposlenosti, so se razmere na trgu dela močno poslabšale. Po eksperimentalnih podatkih britanskega statističnega urada o prejemnikih socialne pomoči, ki zajema tako brezposelne kot tudi zaposlene, ki prejemajo socialno pomoč, je do sredine aprila več kot dva milijona državljanov zaprosilo za eno ali drugo obliko socialne pomoči. To je za približno tretjino več, kot je bilo zabeleženo med veliko recesijo. Visokofrekvenčni podatki nakazujejo nadaljnje občutno poslabšanje v

drugem četrtletju, kar napoveduje mnogo hujšo recesijo od tiste, ki je sledila svetovni finančni krizi. Vlada je napovedala, da se bo gospodarstvo po korakih ponovno odpiralo, kar bo v prihodnjih mesecih predvidoma podpiralo postopno gospodarsko okrevanje.

**V državah srednje in vzhodne Evrope se bo gospodarska aktivnost predvidoma močno upočasnila.** Številne države v regiji so v prvem četrtletju 2020 zabeležile negativno stopnjo rasti, kateri so botrovale motnje v dobavi in šibkejše povpraševanje zaradi ukrepov za zaježitev epidemije. Za drugo četrtletje se pričakuje mnogo globljii upad. To odraža šibkejše domače povpraševanje - saj so zaježitveni ukrepi aprila ostali v veljavi – v povezavi s šibkejšim zunanjim povpraševanjem, posebej iz držav euroobmočja.

**Gospodarska aktivnost v velikih izvoznicah surovin se bo po projekcijah strmo zmanjšala.** V Rusiji so gospodarstvo močno prizadela nedavna gibanja na trgu energentov in pandemija COVID-19, zaradi katere se je zmanjšalo zunanje povpraševanje. Obenem se je strmo zvišalo število novih domačih primerov okužbe, tako da je vlada zaostriila ukrepe za omejitev širjenja virusa. Omejitve proizvodnje, o katerih so se dogovorile članice skupine OPEC+, da bi stabilizirale svetovni trg nafte, in nižje cene primarnih surovin bodo predvidoma zavirale naložbe. V Braziliji se je gospodarska aktivnost močno poslabšala, čemur so botrovali ukrepi za omejitev gibanja, motnje dobavnih verig, šibkejše zunanje povpraševanje, veliki odlivi kapitala in negativni šok pogojev trgovinske menjave, ki je nastal zaradi zniževanja cen primarnih surovin. Učinkovito izvajanje državne podpore gospodarstvu bi lahko ovirale vse večje politične napetosti ter dejstvo, da je Brazilija ena od držav, ki jih je pandemija najhuje prizadela.

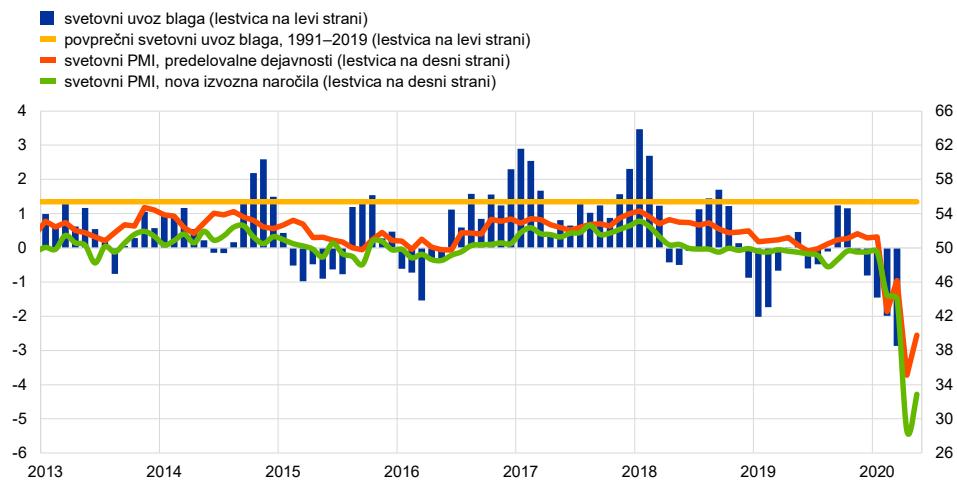
**V Turčiji so se zaradi pandemije okrepili pritiski na področju financiranja v okolju velikih zunanjih neravnovesij in potreb po financiranju.** Aktivnost je do konca marca ostala robustna. Zatem, ko so bili uvedeni ukrepi za zaježitev pandemije in se je zunanje povpraševanje sunkovito skrčilo, je zaupanje začelo hitro upadati. Obenem se je med tujimi vlagatelji vse hitreje krepil odpor do prevzemanja tveganja v nastajajočih tržnih gospodarstvih, tako da so se v Turčiji pojavili pritiski na področju financiranja. Turška lira je oslabila, centralnobančne rezerve pa so strmo upadle. Za prvo polovico leta 2020 se tako pričakuje velik upad aktivnosti, medtem ko bo okrevanje, ki bo sledilo, predvidoma napredovalo zelo postopno.

**Svetovna trgovinska menjava bo prizadeta bolj kot aktivnost, saj logistične motnje in zaprte meje ojačujejo posledice gospodarskega upada.** Poleg tega se trgovinska menjava v obdobjih gospodarskega upada navadno močneje odziva na gibanja v gospodarski aktivnosti. Krčenje svetovne trgovinske menjave bodo verjetno dodatno stopnjevale motnje v regionalnih in svetovnih vrednostnih verigah, saj trgovina s proizvodi za vmesno porabo predstavlja približno 40% svetovne trgovinske menjave, kar ima pomembne posledice za mednarodni prenos šokov iz ponudbe in povpraševanja. Strm upad trgovinske menjave je že viden v svetovnem uvozu blaga, ki se je v prvem četrtletju 2020 skrčil za 2,9% (glej graf 2), kar je največji četrtletni upad od velike recesije. Obenem se je blagovni uvoz približno enako hitro zmanjševal v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih.

## Graf 2

### Ankete in svetovna blagovna menjava (brez euroobmočja)

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje 3 mesece; lestvica na desni strani: indeksi razprtivitev)



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

Opombe: Zadnji podatki so za maj 2020 za indeksa PMI in za marec 2020 za svetovni uvoz blaga. Indeksa in podatki se nanašajo na svetovni agregat brez euroobmočja.

### Zaradi narave šoke je bila posebej močno prizadeta trgovina s storitvami.

Najnovejši podatkih o turizmu in transportu, ki skupaj tvorita večino svetovne trgovine s storitvami, kažejo na izjemno velik upad. Prihodi mednarodnih turistov so marca upadli za več kot 50%. Podobno se je glede na enako obdobje lani več kot prepolovilo število potnikov na mednarodnih letih.

Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2020 se bo svetovna rast uvoza (brez euroobmočja) letos zmanjšala za 12,9%, nato pa naj bi se leta 2021 okreplila za 8,0%, leta 2022 pa za 4,3%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo letos predvidoma skrčilo za 15,1%, nato pa naj bi se leta 2021 povečalo za 7,8% in leta 2022 za 4,2%. Pandemija je doslej močno prizadela trgovino in po projekcijah se svetovni uvoz (brez euroobmočja) ne bo vrnil na raven iz četrtega četrtletja 2019 prej kot proti koncu obdobja projekcij. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja bo v celotnem obdobju projekcij predvidoma ostalo pod to ravnijo.

**Stopnja negotovosti glede gospodarskih gibanj v prihodnjem obdobju ostaja izjemno visoka.** Povezana je s potekom pandemije in njenimi posledicami za ekonomsko vedenje ter z zaježitvenimi ukrepi in uspešnostjo ukrepov ekonomske politik. V ponazoritev razpona možnih učinkov pandemije COVID-19 na svetovno gospodarstvo sta poleg osnovnega scenarija v junijskih projekcijah predstavljena tudi dva dopolnilna scenarija - blagi in hudi scenarij. Kažeta zgornjo in spodnjo mejo možnega razpona okrog osnovnega scenarija.<sup>2</sup> Pandemija COVID-19 je sprožila tudi več gibanj, ki bi lahko zavirala okrevanje svetovnega gospodarstva, predvideno v osnovnem scenariju. Med njimi so denimo povečana občutljivost finančnih trgov na novice in strukturne spremembe v ponudbenih mrežah za proizvodnjo. Ta tveganja, poleg navzdol usmerjenih tveganj v zvezi s pogajanji o brexitu in tveganj krepitve

<sup>2</sup> Za podrobnejši opis glej okvir »Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2020.

protekcionizma, ostajajo relevantna, čeprav so verjetno odvisna tudi od prihodnjega poteka pandemije COVID-19 in ukrepov, ki jih bodo v zvezi z njo sprejele posamezne države.

## Svetovna cenovna gibanja

**Zaradi silovitega poslabšanja obetov za svetovno povpraševanje so cene nafte dramatično upadle.** Cena surove nafte Brent si je v zadnjem času sicer nekoliko opomogla na raven nad 30 USD za sod, potem ko je v začetku aprila upadla pod 20 USD za sod. To delno okrevanje očitno poganja upanje, da bo svetovno povpraševanje po nafti kmalu nadoknadio nenadni upad, ko bo Kitajska okrevala in bodo ukrepi za omejitev gibanja v drugih državah postopno odpravljeni. Ceno nafte je podprt tudi postopni odziv ponudbe nafte, ko je dogovor skupine OPEC+ stopil v veljavo, proizvodnja nafte v ZDA in Kanadi pa se je zmanjšala zaradi obsežnih zapor. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so predpostavke glede cene surove nafte v junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za leto 2020 nižje za 36,0%, za leto 2021 za 33,1%, za leto 2022 pa za 26,6%. Od presečnega datuma za junijске projekcije se je cena surove nafte zvišala, tako da je bilo za sod surove nafte Brent treba 3. junija 2020 odšteti 38,3 USD. V prihodnjem obdobju bo cena surove nafte verjetno ostala volatilna, saj gospodarski obeti ostajajo zelo negotovi, izkoriščenost skladiščnih zmogljivosti pa je izjemno velika.

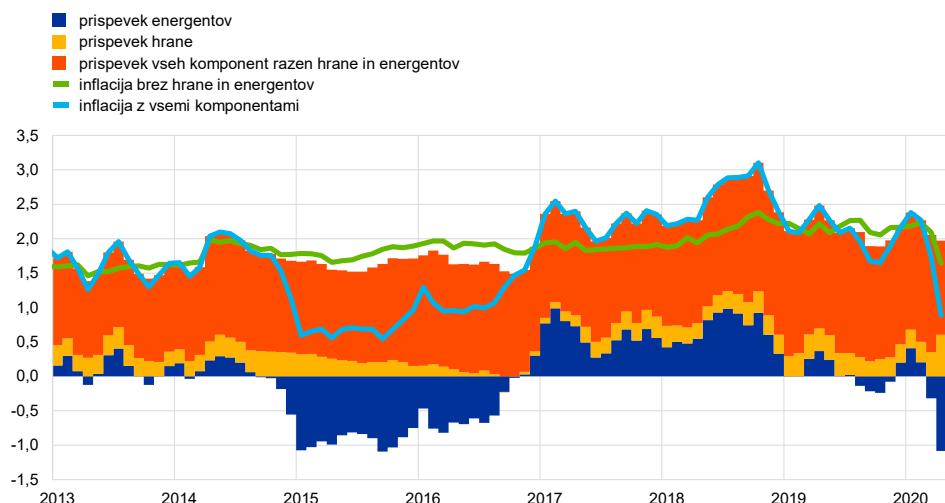
**Svetovno inflacijo zavira strm upad cene nafte.** Medletna inflacija cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD se je aprila strmo znižala na 0,9%, potem ko je marca znašala 1,7%, k čemur sta največ prispevala strm upad cene nafte in nižja osnovna inflacija (glej graf 3). Po zlому cene surove nafte zaradi pandemije je medletna inflacija v skupini energentov že marca postala negativna, aprila pa se je tempo zniževanja še nadalje močno pospešil na 10,8%, kar je največji padec od septembra 2015. Nasprotno se je medletna inflacija v skupini hrane aprila še pospešila na 6,4%, potem ko je mesec prej znašala 3,5%. Obenem je medletna osnovna inflacija (brez hrane in energentov) aprila upadla na 1,6%, z 2,1% mesec prej.

**V prihodnjem obdobju se bo zaradi cenejše nafte in šibkejšega povpraševanja svetovna inflacija zniževala.** Ta dva dejavnika odtehtata vsak potencialni inflacijski učinek zmanjšanja ponudbe zaradi ozkih gril v proizvodnji in logistiki. Šibko povpraševanje, silovito poslabšanje razmer na trgu dela in povečanje obsega prostih zmogljivosti bodo verjetno oslabili osnovne inflacijske pritiske na svetovni ravni. Znižanja izvoznih cen konkurentov euroobmočja (v nacionalnih valutah) v letu 2020 je v veliki meri mogoče pojasniti z nižjimi cenami nafte. Ker bo cena surove nafte v obdobju projekcij predvidoma postopno naraščala, bo ta vpliv počasi izginil, tako da se bodo izvozne cene konkurentov euroobmočja proti koncu leta 2021 po projekcijah vrnila na svoje dolgoročno povprečje.

### Graf 3

#### Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za april 2020.

## 2

## Finančna gibanja

Čeprav so se pogoji financiranja v euroobmočju od marčne seje Sveta ECB nekoliko ublažili, se niso vrnili na raven, ki je bila zabeležena pred globalnim širjenjem koronavirusa (COVID-19). V obravnavanem obdobju (od 12. marca do 3. junija 2020) se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) premaknila navzgor. Pri krajših ročnostih je še vedno rahlo vbočena (čeprav manj kot 12. marca), kar nakazuje, da so udeleženci na trgu zmanjšali svoja pričakovanja o nadalnjem znižanju obrestnih mer denarne politike in jih prestavili dlje v prihodnost. Kljub spodbujevalni naravnosti denarne politike, h kateri so prispevali izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in drugi ukrepi denarne politike, se je donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju v obravnavanem obdobju povečala zaradi zvišanja netveganje obrestne mere in povečanja razmikov v donosnosti državnih obveznic. Cene tveganega finančnega premoženja so deloma okrevale po izgubah iz februarja in marca, k čemur sta prispevala predvsem izboljšanje svetovnega dojemanja tveganj in ocena, da se je ekstremno tveganje takojšnje globalne krize do določene mere zmanjšalo. Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtana z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila, pri čemer je bila volatilnost dvostranskih tečajev posledica negotovosti glede pandemije COVID-19.

**EONIA in nova referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali -45 oziroma -54 bazičnih točk.<sup>3</sup>** Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju povečala za 398 milijard EUR na okrog 2.163 milijard EUR,<sup>4</sup> in sicer zlasti zaradi uvedbe izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji poleg programa nakupa vrednostnih papirjev ter zaradi uporabe ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in premostitvenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

**V obravnavanem obdobju se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA na krajšem koncu premaknila navzgor, čeprav je še vedno rahlo vbočena (glej graf 4).** Krajši konec krivulje se je izravnal po seji Sveta ECB 12. marca, ko so trgi preložili pričakovanja, da se bo obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita kmalu znižala. Kljub temu je na krajšem koncu krivulje prisotna vbočenost v nasprotju s plosko krivuljo pred širitvijo virusa, kar pomeni, da udeleženci na trgu še naprej pričakujejo nadaljnje zniževanje obrestnih mer denarne politike.

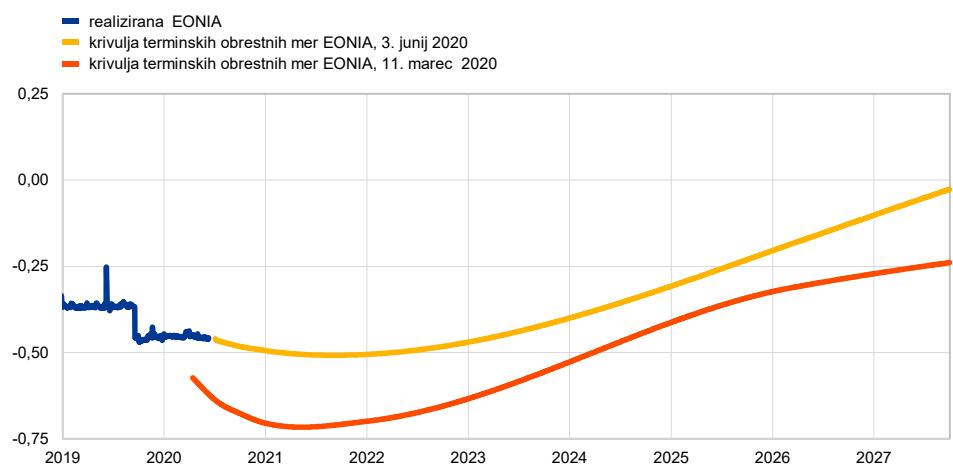
<sup>3</sup> Metodologija za izračun obrestne mere EONIA se je 2. oktobra 2019 spremenila, tako da se ta zdaj izračunava kot obrestna mera €STR, ki se ji doda fiksni pribitek 8,5 bazične točke. Glej okvir z naslovom »Goodbye EONIA, welcome €STR!«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2019.

<sup>4</sup> Za obdobje do 5. maja 2020 glej okvir 4: Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 29. januarja do 5. maja 2020.

#### Graf 4

#### Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



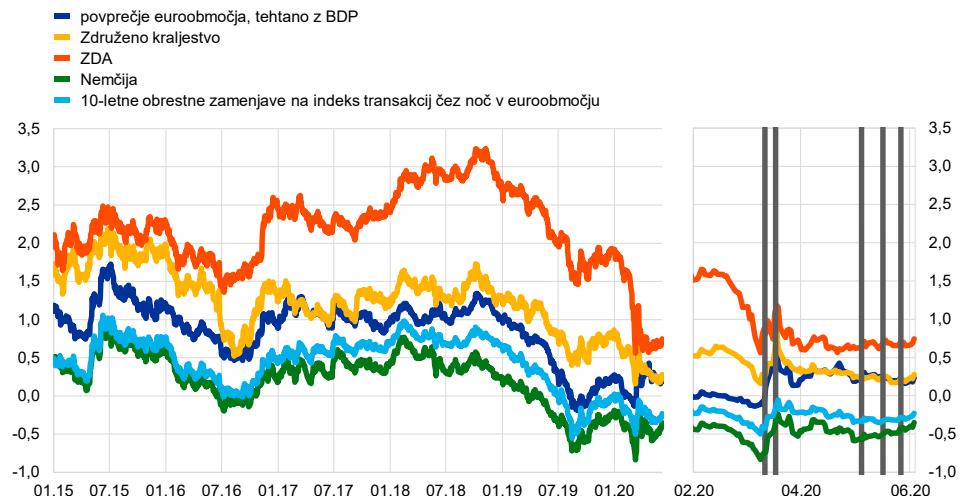
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Klub nadaljnji okrepitevi spodbujevalne naravnosti denarne politike, h kateri so prispevali izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in drugi ukrepi, se je v obravnavanem obdobju donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju povečala (glej graf 5).** Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je povečala za 36 bazičnih točk na 0,24%. Na donosnost državnih obveznic je vplivalo splošno zvišanje netvegane obrestne mere v obravnavanem obdobju. Poleg tega je v obravnavanem obdobju na povečanje donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtane z BDP, vplivalo tudi povečevanje razmikov v donosnosti državnih obveznic glede na netvegano obrestno mero. V nasprotju z naraščanjem donosnosti državnih obveznic v euroobmočju se je donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA zmanjšala na 0,75% (za 13 bazičnih točk), v Združenem kraljestvu pa je ostala stabilna na ravni 0,28% (povečanje za 1 bazično točko).

## Graf 5

#### Donosnost 10-letnjih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB

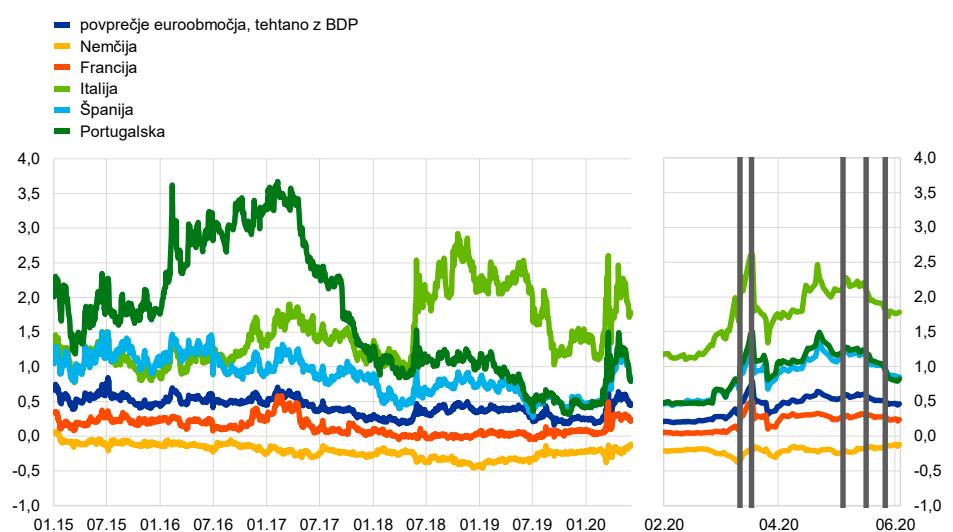
Opbombe: Dnevní podatki. Navpične sive črte (od leve proti desni) označujejo marčno sejo Svetega ECB (12. marca 2020), napoved izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (18. marca 2020), sodbo nemškega zveznega ustavnega sodišča (5. maja 2020), francoško-nemški predlog o evropskem skladu za okrevanje v vrednosti 500 milijard EUR (18. maja 2020) in predlog Evropske komisije za instrument okrevanja »Next Generation EU« v vrednosti 750 milijard EUR (27. maja 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 3. junij 2020.

**Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se po objavi izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji zmanjšali, vendar so še vedno večji kot v času seje Sveta ECB 12. marca (glej graf 6).** Razmiki v donosnosti 10-letnih nemških, francoskih, italijanskih, španskih in portugalskih državnih obveznic so se povečali za 20, 16, 14 oziroma 5 bazičnih točk na -0,12, 0,24, 1,78, 0,85 oziroma 0,82 odstotne točke. Posledično se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 16 bazičnih točk na 0,47 odstotne točke. Splošno povečanje je spremljala določena volatilnost. K povečanju razmikov v donosnosti večine državnih obveznic so prispevali bonitetno ocenjevanje držav, na primer dejstvo, da je agencija Fitch bonitetno oceno Italiji 28. aprila znižala z BBB na BBB-, odločba nemškega zveznega ustavnega sodišča o programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja in negotov napredrek pri financiranju skupnega fiskalnega odziva na koronavirusno krizo. Zaradi francosko-nemškega predloga o skladu za okrevanje in predloga Evropske komisije za instrument »Next Generation EU« so se razmiki v donosnosti državnih obveznic Francije, Italije, Španije in Portugalske zmanjšali.

## Graf 6

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

(v odstotnih točkah)



Viri: Thomson Reuters 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. Navpične sive črte označujejo (od leve proti desni) marčno sejo Svetega ECB (12. marca 2020), napoved izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (18. marca 2020), sodbo nemškega zveznega ustavnega sodišča (5. maja 2020), francosko-nemški predlog o evropskem skladu za okrevanje v vrednosti 500 milijard EUR (18. maja 2020) in predlog Evropske komisije za instrument okrevanja »Next Generation EU« v vrednosti 750 milijard EUR (27. maja 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 3. junij 2020.

**Indeksi tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se zvišali, s čimer so nadoknadili precejšen delež izgubljene vrednosti iz februarja in marca (glej graf 7).** Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišali za 14%, k čemur sta prispevala izboljšanje dojemanja tveganj in ocena, da je ekstremno tveganje takojšnje globalne krize nekoliko popustilo. Izboljšanje dojemanja tveganj je več kot odtehtalo druge dejavnike, ki so negativno vplivali na tečaje delnic, kot je zmanjšanje pričakovanj o rasti dobička za vsa obdobja.<sup>5</sup> Na svetovni ravni so se najbolj okreplili tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA, in sicer za 16%. Nasprotno so se v obravnavanem obdobju tečaji bančnih delnic v euroobmočju znižali za 5%, v ZDA pa so se zvišali za 8%.

<sup>5</sup> Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Koronavirus (COVID-19): bojazni na trgu z vidika cen opcij«, v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## 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: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. marec 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 3. junij 2020.

**Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se do sredine marca povečevali, vendar so se od tedaj po sprejetju izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji ponovno nekoliko zmanjšali (glej graf 8).** Razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja glede na netvegano obrestno mero se je od začetka obravnavanega obdobja do 24. marca povečal za 81 oziroma 112 bazičnih točk na 185 oziroma 239 bazičnih točk, kar je bila tudi najvišja raven v tem obdobju. Od takrat sta se razmika v donosnosti podjetniških obveznic počasi zmanjševala in dosegla 121 oziroma 146 bazičnih točk. V celoti gledano je povečanje razmikov večinoma posledica zvišanja čezmernih premij za tveganje obveznic, poslabšali pa so se tudi temeljni vidiki kreditne sposobnosti, merjeni z bonitetnimi ocenami in pričakovano pogostostjo neplačil.

### 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.

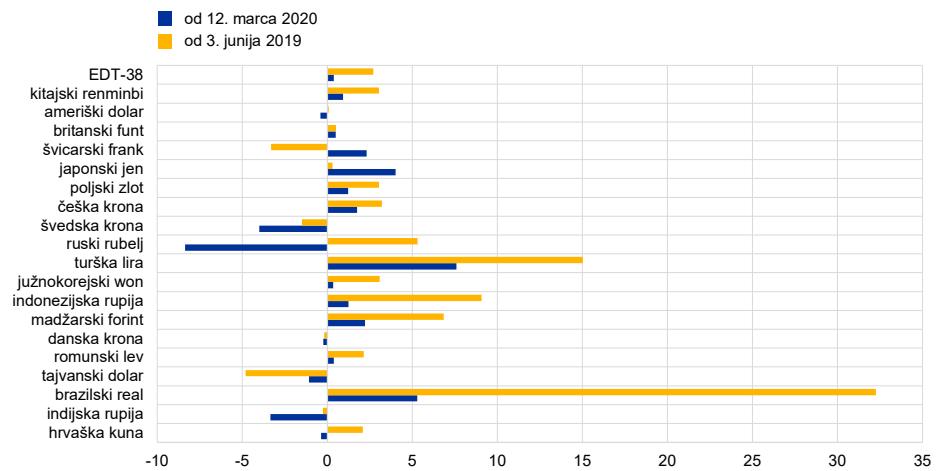
Opombe: Razmiki so izračunani kot razlika med obrestno mero v poslih zamenjave in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (vendar s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (12. marec 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 3. junij 2020.

**Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila (glej graf 9).** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 0,4%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, se je euro okrepil v razmerju do večine najpomembnejših valut, zlasti do japonskega jena (za 4,0%) in švicarskega franka (za 2,3%), pa tudi v razmerju do valut Brazilije, Indije in Turčije ter večine valut držav članic EU zunaj euroobmočja. To je delno odtehtala rahla depreciacija v razmerju do ameriškega dolarja (za 0,4%). Euro je oslabel v razmerju do ruskega rublja (za 8,4%) in švedske krone (za 4,0%), s čimer se je nekoliko izničila prejšnja močna apreciacija, ki je sledila negotovosti zaradi pandemije COVID-19.

### Graf 9

#### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apeciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 3. junija 2020.

### 3

## Gospodarska aktivnost

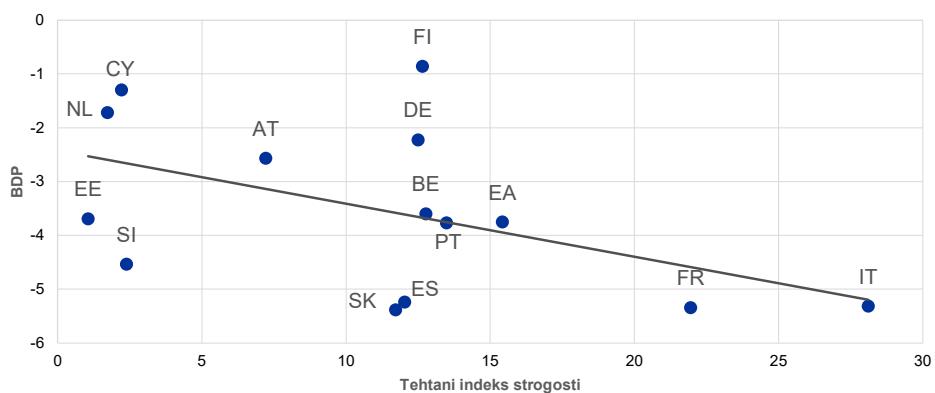
*Realna rast BDP se je v euroobmočju v prvem četrtletju 2020 zmanjšala v obsegu, ki je doslej brez primere, v okolju strogih ukrepov omejevanja gibanja, ki so jih za zaježitev širjenja koronavirusa (COVID-19) izvajale države v euroobmočju. Čeprav v zadnjem času tekoči kazalniki in zadnji rezultati anket ob sproščanju ukrepov omejevanja gibanja kažejo zmerno izboljšanje gospodarske aktivnosti, hud vpliv na aktivnost v aprilu in maju nakazuje nadaljnje zmanjšanje v drugem četrtletju 2020. Če pogledamo naprej, se v drugi polovici leta 2020 pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost povečala ob podpori ugodnih pogojev financiranja, spodbujevalno naravnane fiskalne politike in okrevanja gospodarske aktivnosti, čeprav ostajata hitrost in obseg okrevanja zelo negotova. Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje v osnovnem scenariju predvidevajo, da se bo letni realni BDP leta 2020 zmanjšal za 8,7% in da se bo leta 2021 ponovno povečal za 5,2% in leta 2022 za 3,3%. V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede realne rasti BDP popravljeni precej navzdol, in sicer za 9,5 odstotne točke leta 2020, ter navzgor za 3,9 odstotne točke leta 2021 in za 1,9 odstotne točke leta 2022.*

**Gospodarska aktivnost se je v euroobmočju v prvem četrtletju 2020 zaradi ukrepov za zaježitev širjenja COVID-19 in s tem povezano skrajno negotovostjo zmanjšala v obsegu, ki je brez primere.** Realni BDP se je v prvem četrtletju 2020 zmanjšal za rekordnih 3,8% v okolju strogih ukrepov omejevanja gibanja, ki so se izvajali v državah članicah euroobmočja od sredine marca naprej. Zmanjšanje zaradi COVID-19 je bilo po državah in sektorjih različno. V največjih gospodarstvih euroobmočja je bilo zmanjšanje gospodarske aktivnosti v Franciji, Italiji in Španiji močnejše kot v Nemčiji in na Nizozemskem. Gospodarska rast v državah euroobmočja je bila v prvem četrtletju 2020 v negativni korelaciji s strogostjo ukrepov socialnega distanciranja in omejevanja gibanja za zaježitev širjenja COVID-19 (graf 10). Učinek ukrepov omejevanja gibanja se je na splošno pokazal kot izrazito zmanjšanje industrijske proizvodnje v euroobmočju: marca 2020 se je medmesečno zmanjšala za neverjetnih 11,3% in v prvem četrtletju 2020 medčetrtletno za 3,3%. Podobno se je po anketnih podatkih za prvo četrtletje 2020 izkoriščenost zmagljivosti strmo zmanjšala za 11 odstotnih točk na 69,7% v predelovalnih dejavnostih in za okoli 5 odstotnih točk na 85,6% v storitvenih dejavnostih.

## Graf 10

### Realna rast BDP in strogost odzivanja držav na COVID-19 v prvem četrtletju 2020

(medčetrtletne spremembe v odstotkih in indeks tehtane strogosti)



Viri: Eurostat, Oxford COVID-19 Government Response Tracker in izračuni ECB.

Opomba: Dnevni indeks za posamezne države je tehtan s številom dni po različnih stopnjah strogosti v prvem četrtletju 2020. V tem grafu euroobmočje predstavlja dnevno povprečje držav, tehtano z BDP, za katere so na voljo podatki.

### Na trge dela v euroobmočju so močno vplivali ukrepi za zaježitev širjenja COVID-19.

Zaposlenost se je v prvem četrtletju 2020 zmanjšala za 0,2%, potem ko se je v zadnjem četrtletju 2019 povečala za 0,3%. Umirjeno zmanjšanje zaposlenosti je zlasti posledica ukrepov ekonomskeih politik,<sup>6</sup> kot so uvedba programov skrajšanega delovnega časa in dopolnilni ukrepi za preprečevanje odpuščanja in pomoč samozaposlenim. Programi skrajšanega delovnega časa omejujejo rast števila brezposelnih in hkrati omogočajo večjo prožnost na trgu dela pri spopadanju s cikličnimi nihanji. V tem trenutku to terja precejšnje zmanjšanje opravljenih delovnih ur na zaposlenega v vnaprej določenem času.<sup>7</sup> Zato je zmanjšanje zaposlenosti, zabeleženo v prvem četrtletju 2020, manjše kot zmanjšanje BDP, kar pomeni precejšnje zmanjšanje produktivnosti dela na zaposlenega v prvem četrtletju 2020 (za 3,5%).

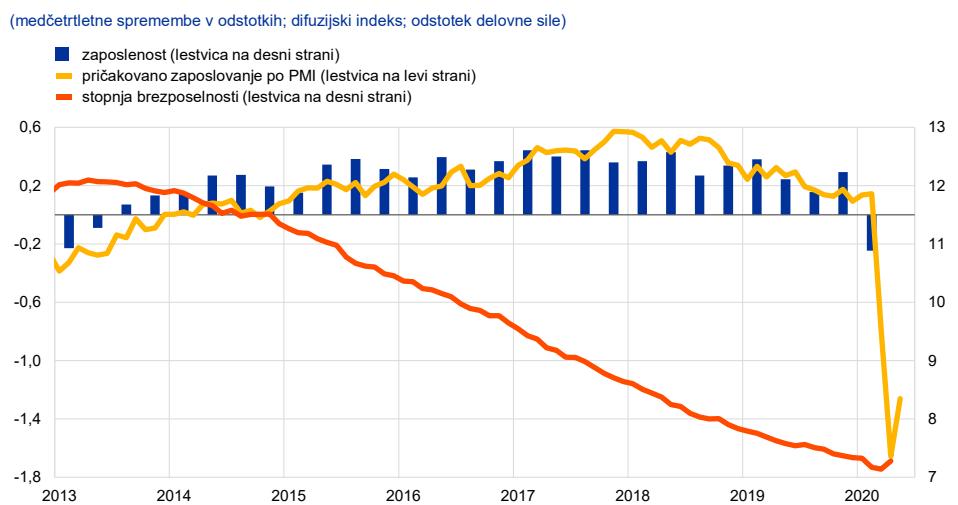
**Zadnji kratkoročni kazalniki trga dela kažejo strmo poslabšanje na trgu dela, medtem ko je majhno povečanje stopnje brezposelnosti tudi rezultat statistične obravnave posledic, povezanih z ukrepi omejevanja gibanja in ukrepi ekonomskeih politik v podporo zaposlenosti, ki so doslej brez primere.** Stopnja brezposelnosti se je aprila 2020 v euroobmočju povečala na 7,3%, potem ko je marca znašala 7,1%. Povišanje stopnje brezposelnosti ne zajema v celoti neugodnih posledic pandemije, ker odraža vpliv politik za zaježitev širjenja COVID-19 na trg dela (pri čemer so se ukrepi omejevanja gibanja in vse države izvajali samo do sredine marca), sprejetje politik trga dela za spodbujanje zaposlenosti in preprečevanje odpuščanja ter vprašanja glede statistične klasifikacije v času omejevanja gibanja. Zadnji rezultati ankete prikazujejo časovno bolj aktualno gibanje na trgu dela in kažejo, da se trg dela močno krči. Maja 2020 je nekoliko okrevl, ko so se začeli sproščati ukrepi omejevanja gibanja (graf 11).

<sup>6</sup> Ocena odzivanja spremenljivk trga dela na veliko finančno krizo z regionalnega vidika je v okvirju z naslovom »Regionalna gibanja na trgu dela med veliko finančno krizo in poznejšim okrevanjem« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

<sup>7</sup> Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

### Graf 11

#### Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombi: Indeks vodji nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2020 pri zaposlenosti, na maj 2020 pri PMI in na april 2020 pri stopnji brezposelnosti.

**Od sredine marca je velik del zasebne potrošnje strmo padel.** Marca 2020 se je v euroobmočju trgovina na drobno medmesečno zmanjšala za 11%. Ti podatki le deloma kažejo zmanjšanje potrošnje v času ukrepov omejevanja gibanja, ki so bili v večini držav euroobmočja sprejeti šele sredi marca. Aprila se je mesečna prodaja v trgovini na drobno medmesečno zmanjšala še za 12%, medtem ko se je v kategorijah prodaje avtomobilov in počitnic skoraj popolnoma ustavila. Zaupanje potrošnikov je v euroobmočju maja 2020 doseglo dno, ko so se postopoma začeli sproščati ukrepi omejevanja gibanja. Medtem ko je bilo zmanjšanje dohodka gospodinjstev omejeno, se bo stopnja varčevanja verjetno strmo povečala.<sup>8</sup> To je odraz standardnih kanalov, kot so (proticiklično) previdnostno varčevanje in kreditne omejitve, v določeni meri pa je tudi odraz »prisilnega varčevanja«. Gospodinjstva, katerih dohodek ni bil prizadet, so začela kopičiti precejšnje bančne vloge, ker niso mogla kupovati nenujnega blaga in storitev.<sup>9</sup> Z nakopičenimi prihranki bi se lahko financirala močna ponovna rast nenujne potrošnje v drugi polovici leta 2020. Vendar pa je to močno odvisno od negotovosti glede krize na področju zdravstva in razmer na trgu dela, zaradi katerih bi se lahko previdnostno varčevanje nadaljevalo.

**Podjetniške naložbe so se v prvem četrtletju 2020 po ocenah zmanjšale bolj kot BDP, nadaljnje zmanjševanje pa se pričakuje tudi v drugem četrtletju.**

Proizvodnja investicijskega blaga se je v prvem četrtletju 2020 ob hudih dobavnih motnjah od srede marca zaradi izbruha COVID-19 v Evropi medčetrtletno zmanjšala za 6,4%, zmanjšala pa se je tudi izkoriščenost zmogljivosti. Negradbene naložbe so se medčetrtletno zmanjšale za 4,1% v Nemčiji, 9,3% v Franciji (investicije nefinančnih družb), 8,3% v Italiji, 2,4% v Španiji in 6,6% na Nizozemskem. Zadnja anketa o

<sup>8</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

<sup>9</sup> Glej »*L'impact de la crise du Covid-19 sur la situation financière des ménages et des entreprises*«, Banque de France, 2020.

bančnih posojilih v euroobmočju<sup>10</sup> kaže veliko povečanje povpraševanja podjetij v euroobmočju po posojilih in kreditnih linijah v prvem četrtletju 2020, ker so podjetja ob strmoglavljenju prihodkov uporabljala bančno financiranje, da bi si zagotovila izredno likvidnost za pokritje tekočih plačil (npr. najemnine in plače). Hkrati se je močno zmanjšalo povpraševanje po posojilih za naložbene namene. V prihodnosti strmo zmanjšanje zaupanja in pričakovane proizvodnje ter upad naročil in prodaje v sektorju investicijskega blaga v aprilu ter prevladujoča visoka negotovost kažejo, da se bodo v drugem četrtletju naložbe v osnovna sredstva izrazito zmanjšale.

**Po izrazitem poslabšanju v prvem četrtletju 2020 bi se lahko stanovanjske naložbe v drugem četrtletju še bolj skrčile.** Če pogledamo razpoložljive podatke po državah za prvo četrtletje, so se naložbe v gradbeništvu precej zmanjšale v Franciji (medčetrtletno -13,8%), Italiji (-7,9%) in Španiji (-9,6%), medtem ko so se presenetljivo izboljšale v Nemčiji (4,1%) in na Nizozemskem (5,6%). Ti podatki kažejo, da so se stanovanjske naložbe v euroobmočju v prvem četrtletju močno zmanjšale. Ker sta se anketni indeks vodil nabave (PMI), ki meri obseg stanovanjskih gradbenih del, in kazalnik Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu aprila izredno zmanjšala, bi se lahko poslabšanje na stanovanjskih trgih v euroobmočju v drugem četrtletju še okrepilo. Na strani ponudbe je bila gradbena aktivnost omejena, ker so se zaradi ukrepov omejevanja gibanja v več državah zaprla gradbišča, stroški materiala pa so se povečali. Na strani povpraševanja je poslabšanje v skladu z anketo o bančnih posojilih v euroobmočju, ki nakazuje zmanjšanje povpraševanja po stanovanjskih posojilih, in s strmim zmanjšanjem kazalnika Evropske komisije o namenu porabe za obnovitvena dela. Zmanjševanje povpraševanja je vplivalo celo na tiste države, ki so izvajale manj stroge ukrepe omejevanja gibanja, kot sta Nemčija in Nizozemska.

**Zmanjšanje trgovinske menjave v euroobmočju se je po ocenah v drugem četrtletju 2020 okrepilo.** V prvem četrtletju se je blagovna menjava v euroobmočju zmanjšala bolj kot trgovinska menjava z državami zunaj euroobmočja zaradi ukrepov za zajezitev širjenja COVID-19, ki so jih sprejele države v euroobmočju. Izjemno zmanjšanje se pričakuje tudi v drugem četrtletju 2020, kot nakazuje strmoglavljenje indeksa novih izvoznih naročil na 18,9 v aprilu (v primerjavi z 49,5 v začetku leta 2020). Okrevanje omenjenega vodilnega kazalnika na 28,7 v maju daje zgodnje znake o zelo postopnem okrevanju v obdobju zatem. Trgovinska menjava v euroobmočju je zaradi posebnih lastnosti posebej izpostavljena šoku zaradi COVID-19. Prvič, Evropa je pomembna turistična destinacija, ki predstavlja 30% svetovnih prihodkov iz turizma. Zato so prepovedi potovanj, omejitve gibanja in karantena nanjo posebej močno vplivali. Posledice so seveda najhujše v tistih državah euroobmočja, kjer turizem predstavlja velik delež BDP. Drugič, izjemna stopnja negotovosti in posledično prelaganje naložbenih odločitev v prihodnost sta bremenila zlasti trgovinsko menjavo s trajnimi proizvodi, ki je ključni sestavni del izvoza euroobmočja. Tretjič, s prelivanjem in vračanjem negativnih posledic prek regionalnih proizvodnih mrež se širi in povečuje šok po gospodarstvih euroobmočja, kar lahko povzroči bolj strmo zmanjšanje tokov znotraj euroobmočja kot vseh trgovinskih tokov.

**Kratkoročno se v drugem četrtletju 2020 pričakuje veliko zmanjšanje rasti v euroobmočju.** Čeprav je večina držav od začetka maja začela sproščati stroge

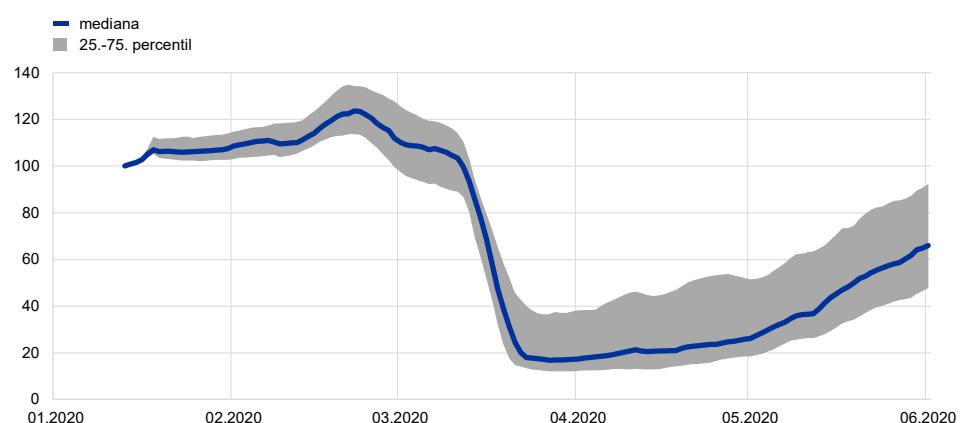
<sup>10</sup> Glej tudi »The euro area bank lending survey – First quarter of 2020«, ECB, april 2020.

ukrepe omejevanja gibanja, tekoči podatki kažejo le zmerno izboljšanje gospodarske aktivnosti. Kazalnika porabe elektrike in mobilnosti sta se na primer od začetka maja samo zmerno povečala (graf 12). Podoben trend kažejo tudi bolj konvencionalni anketni kazalniki. Kazalnik Evropske komisije o gospodarski klimi se je maja rahlo izboljšal na 67,5, potem ko je aprila dosegel najnižjo vrednost (64,9), vendar je povprečno ostal precej pod vrednostjo 100,6, zabeleženo v prvem četrtletju 2020. Kljub ponovnemu povečanju z najnižje vrednosti v aprilu (13,6) je maja prva objava sestavljenega kazalnika PMI znašala 31,9, kar kaže, da se je aktivnost zmanjševala tudi v drugem četrtletju 2020. Med sektorji je bilo nekaj razlik, saj se je indeks za predelovalne dejavnosti z aprilskega 18,1 maja povečal na 35,6, indeks aktivnosti v storitvenih dejavnostih pa je ostal šibek (30,5), potem ko je aprila znašal 12,0. Tudi anketni kazalniki Evropske komisije v prihodnjih mesecih napovedujejo umirjeno aktivnost, čeprav z določenim izboljšanjem v sektorjih, ki so jih ukrepi za zajezitev širjenja COVID-19 najbolj prizadeli, vključno z gostinstvom, nastanitvami in motornimi vozili.

### Graf 12

#### Mobilnost v največjih državah euroobmočja

(spremembe v odstotkih v primerjavi z osnovno dan 13. januarja 2020; 7-dnevna drseča sredina)



Vir: Apple Mobility Trends Reports.

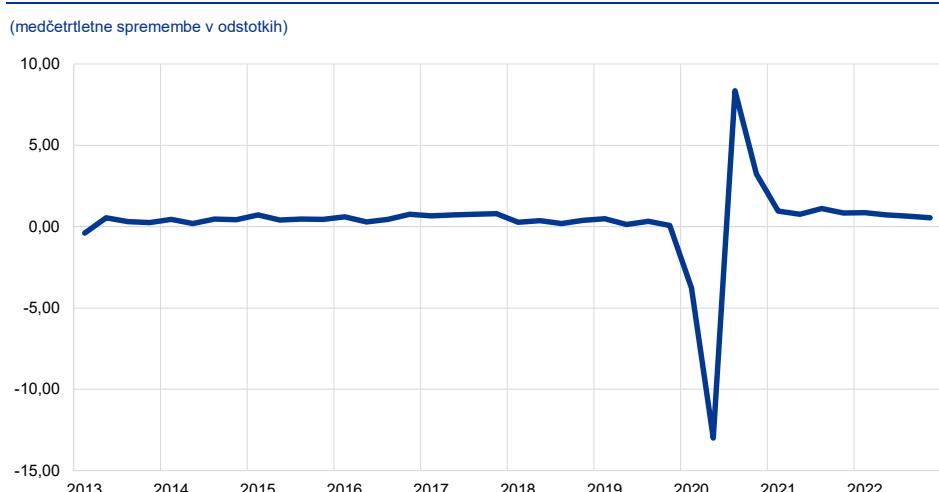
Opombi: Vnosi v Apple Maps za vožnjo, javni promet in hojo v Nemčiji, Franciji, Italiji, Španiji in na Nizozemskem. Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2020.

**Če pogledamo naprej, se v drugi polovici leta 2020 pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost povečala, če bodo ukrepi za zajezitev širjenja koronavirusa sproščeni.** Pričakuje se, da se bo gospodarska aktivnost v euroobmočju ponovno povečala v tretjem četrtletju, ko se bodo še bolj sprostili ukrepi za zajezitev širjenja koronavirusa ob podpori ugodnih pogojev financiranja, spodbujevalno naravnane fiskalne politike in okrevanja gospodarske aktivnosti, čeprav ostajata hitrost in obseg okrevanja zelo negotova. Po osnovnem scenariju v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo letni BDP v letu 2020 realno zmanjšal za 8,7%, v letu 2021 se bo ponovno povečal na 5,2% in v letu 2022 na 3,3% (graf 13). V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede realne rasti BDP v letu 2020 popravljeni močno navzdol (za 9,5 odstotne točke), za leto 2021 in za leto 2022 pa so bili popravljeni navzgor (za 3,9 odstotne točke oziroma za 1,9 odstotne točke). Kljub temu bo visoka svetovna negotovost glede izvajanja načrtov v času po

odpravi omejitev gibanja ter glede obsega krčenja in okrevanja odvisna predvsem od trajanja in učinkovitosti ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa, od uspešnosti politik za ublažitev neugodnega vpliva na dohodek in zaposlenost ter od tega, v kolikšni meri bodo trajno prizadete ponudbene zmogljivosti in domače povpraševanje. Ob tem dva alternativna scenarija prikazujeta učinek pandemije COVID-19 poleg osnovnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema. Po blagem scenariju, ki predpostavlja uspešno zaježitev virusa, se leta 2020 pričakuje realno znižanje BDP za 5,9%, leta 2021 ponovno povečanje za 6,8% in leta 2022 za 2,2%. Po zaostrenem scenariju, po katerem bi se pandemija vrnila v velikem obsegu in bi bili sprejeti ukrepi za zaježitev širjenja, bi se letni BDP leta 2020 realno zmanjšal za 12,6%, leta 2021 bi se ponovno povečal za 3,3% in leta 2022 za 3,8%.<sup>11</sup>

### Graf 13

#### Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Junijiške makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljen 4. junija 2020 na spletnem mestu ECB.

<sup>11</sup> Glej okvir z naslovom »Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju« v članku z naslovom »Junijiške makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«.

*Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2020 znižala na 0,1%, potem ko je aprila znašala 0,3%. Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno še nekoliko znižala, zatem pa naj bi do konca leta ostala oslabljena. V srednjeročnem obdobju bo šibko povpraševanje povzročalo pritiske na znižanje inflacije, ki jih bodo le deloma odtehtali pritiski na njeno zvišanje zaradi omejitev v ponudbi. Takšno oceno na splošno kažejo tudi junajske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letu 2020 znašala 0,3%, v letu 2021 0,8% in v letu 2022 1,3%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili inflacijski obeti za ta tri leta popravljeni navzdol za 0,8, 0,6 oziroma 0,3 odstotne točke. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2020 predvidoma znašala 0,8%, leta 2021 0,7% in leta 2022 0,9%.*

**Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija maja še naprej zniževala.** Znižanje z 0,3% v aprilu na 0,1% v maju je predvsem odraz znižanja inflacije v skupini emergentov in nepredelane hrane, medtem ko je inflacija brez hrane in emergentov ostala večinoma nespremenjena. Gibanje inflacije je v glavnem še naprej določala vse nižja inflacija v skupini emergentov, kar je še vedno posledica strmega padca cen nafte po začetku globalne pandemije koronavirusa (COVID-19). Nasprotno pa je inflacija v skupini hrane – predvsem inflacija v skupini nepredelane hrane – skokovito porasla v kontekstu različnih ukrepov za zaježitev COVID-19. Aprila se je tako zvišala na 3,6% in je še vedno na visoki ravni, čeprav se je maja nekoliko znižala (na 3,3%). Kot navaja Eurostat, so se še naprej pojavljale težave pri zbiranju podatkov o cenah v nekaterih državah in za nekatere proizvode, zato je delež pripisanih vrednosti večji kot običajno. Vseeno pa se je delež pripisanih vrednosti maja v primerjavi z aprilom zmanjšal. Zaradi krize COVID-19 so se maja namreč pripisale cene pri približno eni četrtni osnovne košarice za prvo oceno indeksa HICP v euroobmočju, medtem ko so se aprila pripisale cene pri približno eni tretjini.<sup>12</sup>

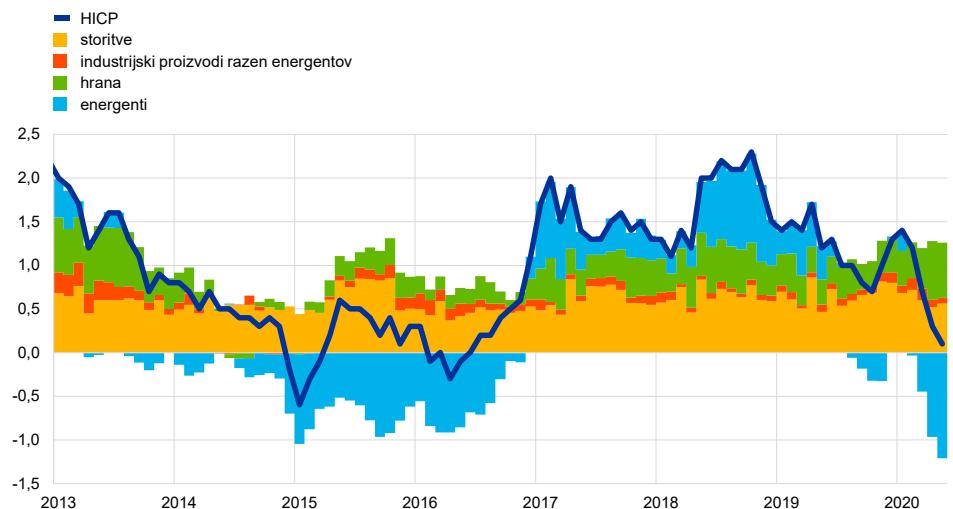
---

<sup>12</sup> Glej Eurostatovo sporočilo za javnost o prvi oceni indeksa HICP za maj 2020 in metodologijo Eurostata za pripravo indeksa HICP.

### Graf 14

#### Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2020 (prva ocena). Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019).

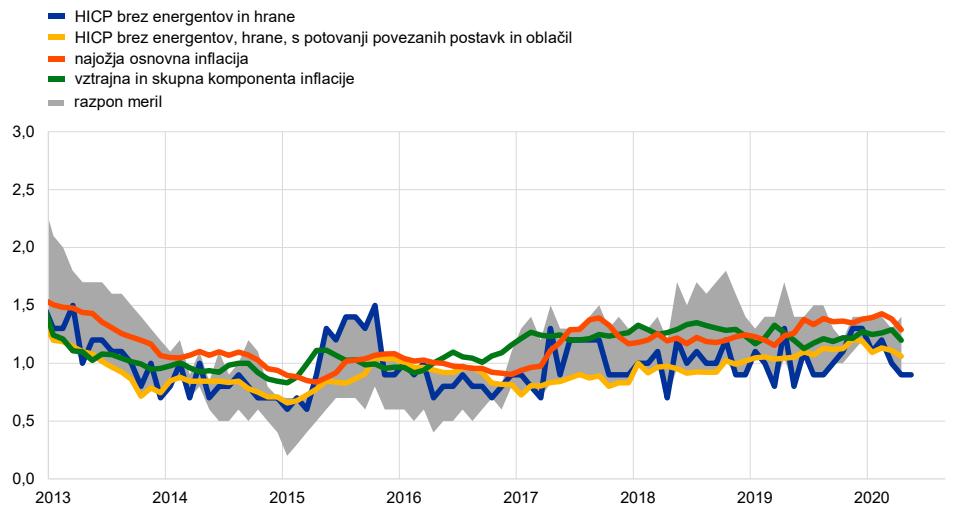
**Merila osnovne inflacije so bila do zdaj bolj vztrajna.** Inflacija brez energentov in hrane je maja ostala na ravni 0,9% in se od aprila ni spremenila, potem ko se je februarja znižala z 1,2% in marca z 1,0%. Druga merila osnovne inflacije so dajala mešane signale (podatki so na voljo samo do aprila, glej graf 15). Medtem ko je inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil ostala večinoma nespremenjena, sta se kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije ter kazalnik najožje osnovne inflacije<sup>13</sup> rahlo znižala. Kot je bilo omenjeno zgoraj, pa vsa izpeljana merila osnovne inflacije trenutno spremišča dodatna negotovost, ker na izvorne podatke lahko vplivajo težave pri zbiranju in merjenju podatkov o HICP.

<sup>13</sup> Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 članka z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

## Graf 15

### Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2020 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na april 2020 pri vseh drugih merilih. Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; tehtana mediana HICP. Stopnje rasti inflacije brez energentov in hrane za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »[Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu in vpliv na stopnjo inflacije](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 2, ECB, 2019).

**Pritiski iz proizvodne verige na komponento industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP kažejo na določeno oslabitev v poznejših fazah dobavne verige.** Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, ki je kazalnik cenovnih pritiskov v poznejših fazah dobavne verige, je medletno še dodatno upadla, in sicer z 0,7% v februarju in 0,6% v marcu na 0,5% v aprilu. V tej skupini se je medletna stopnja rasti uvoznih cen marca znižala na 0,1%, potem ko je mesec prej znašala 0,5%, kar je deloma lahko odraz zaviralnih pritiskov zaradi nedavne apreciacije efektivnega tečaja eura. V zgodnejših fazah domače cenovne verige je rast cen proizvodov za vmesno porabo strmo oslabela zaradi prenosa nižjih cen nafte in učinka močnejšega eura. Rast cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih se je znižala z -1,2% v februarju in -1,8% v marcu na -2,7% v aprilu, medtem ko je rast uvoznih cen strmo upadla z -0,1% februarja na -1,3% marca.

**Rast plač se je znižala.** Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v zadnjem četrletju 2019 znižala in je znašala 1,7%, potem ko je v tretjem četrletju dosegla 2,1% (glej graf 16). Kar zadeva prihodnje obdobje, bo vpliv, ki ga imajo politike trga dela, aktivirane v odziv na pandemijo (na primer programi skrajšanega delovnega časa) na merila rasti plač, odvisen od obravnave takšnih programov v uradni statistiki.<sup>14</sup> Medletna rast dogovorjenih plač v euroobmočju se je rahlo znižala, in sicer z 2,1% v zadnjem četrletju 2019 na 2,0% v prvem četrletju 2020. Rast dogovorjenih plač je lahko za zdaj dokaj stabilna, ker odraža dogovore iz preteklosti, medtem ko se

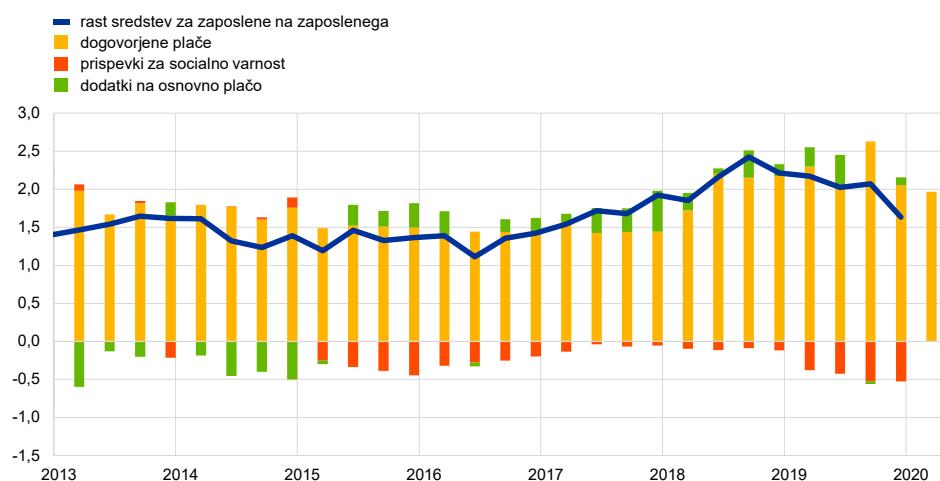
<sup>14</sup> Več informacij je v okvirju z naslovom »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek« v tej številki Ekonomskega biltena.

bodo morebitne spremembe dejanske rasti plač pokazale v dodatkih na osnovno plačo.

### Graf 16

#### Prispevek komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2020 pri dogovorjenih plačah in na zadnje četrtletje 2019 pri drugih komponentah.

**Potem ko so tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj približno sredi marca upadli na zgodovinsko nizko raven, so nato okrevali rahlo nad raven, ki je bila zabeležena na začetku obravnavanega obdobja in tako ostali zelo umirjeni (glej graf 17).** Potem ko je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let 23. marca 2020 dosegla rekordno nizko vrednost (0,72%), je nekoliko okrevala in 3. junija 2020 znašala 1,02%. Marca 2020 se je (do tveganja nevtralna) verjetnost deflacji v naslednjih petih letih, kot izhaja iz opcij, skokovito povečala na raven, ki je doslej brez primere. Čeprav se je to merilo nedavno nekoliko izboljšalo, pa vseeno ostaja okrog najvišje ravni, zabeležene v obdobju 2015–2016. Povečanje verjetnosti deflacji deloma odraža nedavno veliko znižanje cene nafte. Hkrati pa prihodnja dinamika tržnih kazalnikov inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije. Kot kaže anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2020, ki je bila opravljena v prvem tednu aprila 2020, ter zadnja anketa Consensus Economics in Euro Zone Barometer, so anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj aprila ostala na zgodovinsko nizki ravni ali blizu nje.

**Graf 17****Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj**

(medletne spremembe v odstotkih)

- 1-letna stopnja čez eno leto
- 1-letna stopnja čez dve leti
- 1-letna stopnja čez štiri leta
- 1-letna stopnja čez devet let
- 5-letna stopnja čez pet let



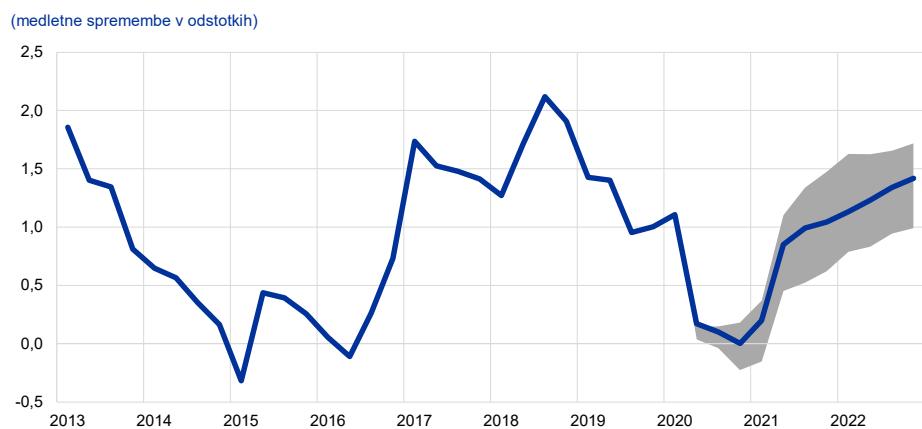
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 3. junij 2020.

**Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija 2020 pripravili strokovnjaki Eurosistema, bodo inflacijski obeti v obdobju projekcij precej šibkejši.** Po osnovni projekciji bo skupna inflacija v letu 2020 predvidoma znašala 0,3%, v letu 2021 0,8% in v letu 2022 1,3%. To v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB predstavlja popravek navzdol za ta tri leta v višini 0,8, 0,6 ozziroma 0,3 odstotne točke (glej graf 18). Nedaven padec cen naftne kratkoročno nakazuje strm upad skupne inflacije na raven okrog nič v prihajajočih četrtekletjih, nato pa bodo bazni učinki v skupini emergentov na začetku leta 2021 privedli do samodejnega odboja. Tudi inflacija brez emergentov in hrane se bo po pričakovanjih kratkoročno znižala, vendar manj kot skupna inflacija. Dezinflacijski vpliv bo predvidoma prisoten v vseh kategorijah cen storitev in proizvodov, saj bo povpraševanje ostalo šibko. Vseeno pa bodo vpliv predvidoma deloma odtehtali stroškovni pritiski zaradi motenj in omejitve na strani ponudbe. V srednjeročnem obdobju se bo inflacija po pričakovanjih zvišala, ko bodo cene naftne predvidoma narasle in bo povpraševanje okrevalo. Inflacija brez emergentov in hrane se bo po pričakovanjih v letu 2020 povprečno znižala na 0,8% in bo nato v letu 2021 še dodatno upadla na 0,7%, nato pa se bo leta 2022 zvišala na 0,9%. Strokovnjaki Eurosistema so zaradi velike negotovosti pripravili tudi dva alternativna scenarija za inflacijo.<sup>15</sup> Po blagem scenariju bo skupna inflacija do leta 2022 dosegla 1,7%, medtem ko bo skupna inflacija po zaostrenem scenariju na koncu obdobja projekcij znašala 0,9%.

<sup>15</sup> Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju« v članku z naslovom »Junijске makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 4. junija 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

**Graf 18**  
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junijiške makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 4. junija 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtek 2020 (dejanski podatki) in na zadnje četrtek 2022 (projekcije). Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Sirina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)«, ECB, december 2009. Presečni datum za podatke v projekcijah je 25. maj 2020.

*Pandemija koronavirusa (COVID-19) je povzročila strmo pospešitev denarne dinamike, k čemur so prispevale akutne likvidnostne potrebe podjetij po tem, da financirajo tekoča plačila, ter veliko zanimanje gospodarskih akterjev za likvidnost iz previdnostnih razlogov, saj pandemijo spremlja velika negotovost. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili domači krediti, in sicer posojila nefinančnim družbam in neto nakupi državnih obveznic s strani denarnih finančnih institucij (DFI). Pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, javnofinančnih in nadzornih organov so podpirali bančno kreditiranje gospodarstva euroobmočja po ugodnih pogojih. To je v prvem četrtletju 2020 spodbudilo tudi skupno zunanje financiranje podjetij euroobmočja, medtem ko je bilo tržno financiranje skromnejše, saj so se stroški tržnega financiranja v prvem četrtletju 2020 znatno povečali. Obrestne mere bank za posojila so dosegla najniže vrednosti, zato so ostali skupni stroški dolžniškega financiranja za podjetja ugodni.*

**Previdnostna imetja likvidnosti in akutne likvidnostne potrebe so povzročili močno povečanje denarne dinamike.** Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki je marca znašala 7,5%, se je aprila povečala na 8,3% in je bila okoli 3 odstotne točke višja od stopnje rasti februarja, tj. preden se je pandemija COVID-19 začela širiti v euroobmočju (glej graf 19). Povečanje je bilo posledica velikih mesečnih tokov v marcu (ki so bili največji od začetka tretje faze ekonomske in monetarne unije) in aprilu. Denarno dinamiko je oblikovala kombinacija dejavnikov, med katerimi so likvidnostne potrebe podjetij, zanimanje za imetja likvidnosti iz previdnostnih razlogov v obdobju velike negotovosti in potreba institucionalnih vlagateljev po likvidnostnih rezervah zaradi morebitnega unovčenja naložb. Visoka denarna rast je bila tudi rezultat obsežnih ukrepov pomoči, ki so jih sprejeli oblikovalci denarne in javnofinančne politike ter regulativni in nadzorni organi, da bi zagotovili zadostno likvidnost v gospodarstvu za spopadanje s pandemijo COVID-19. V takšnem okolju je medletna stopnja rasti najlikvidnejšega denarnega agregata M1, ki obsega vloge čez noč in gotovino v obtoku, aprila dosegla 11,9%, potem ko je marca znašala 10,4%, in je bila skoraj 4 odstotne točke višja kakor februarja.

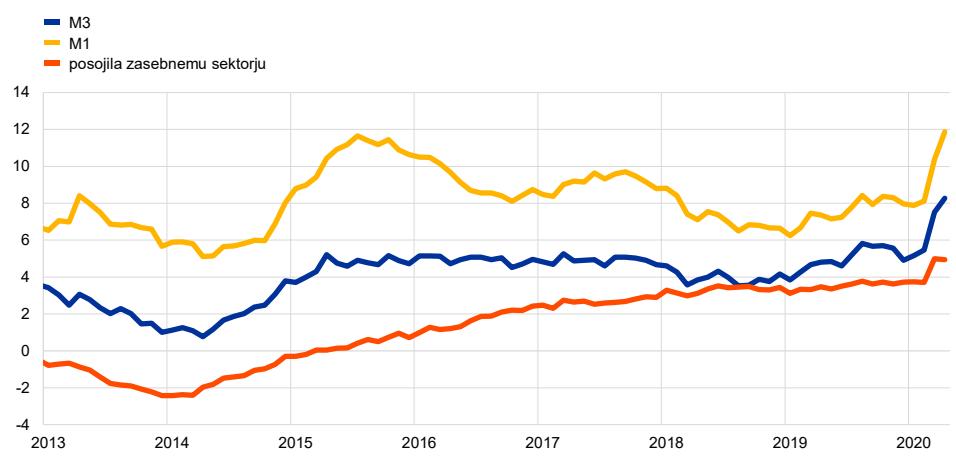
**Vloge čez noč so še naprej največ prispevale k rasti denarja.** Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je z marčnih 10,9% aprila povečala na 12,5%. Rast vlog so spodbujala predvsem imetja vlog podjetij. Akumulacija vlog, ki je zlasti posledica previdnostnega ustvarjanja likvidnostnih rezerv zaradi velike negotovosti glede pandemije, je bila rezultat precejšnjega zadolževanja pri bankah, izdajanja podjetniških obveznic in v določeni meri neposredne likvidnostne pomoči držav. Hkrati so imetja vlog podjetij po jurisdikcijah zelo raznolika, kar bi lahko nakazovalo razlike v tem, v kolikšni meri so se likvidnostne potrebe že pokazale v podjetjih, to pa je deloma povezano s časom širjenja pandemije po državah. Imetja vlog so povečali tudi finančni posredniki razen DFI (vključno z investicijskimi skladji) in gospodinjstva, prvi za ustvarjanje likvidnostnih rezerv v primeru unovčenja naložb in drugi zlasti iz previdnostnih razlogov, pa tudi zaradi bolj omejenih možnosti potrošnje v času ukrepov za omejevanje gibanja. Medletna stopnja rasti denarja v obtoku se je z marčnih 7,0% aprila povečala na 8,0%, in sicer zlasti zaradi nagnjenosti h kopičenju gotovine v obdobju velike negotovosti. Tržni instrumenti (tj. M3 minus M2) so aprila na splošno negativno prispevali k mesečni dinamiki agregata M3. Po odlivih iz skladov

denarnega trga in povečanju imetij kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih banke izdale marca, v nedenarnih finančnih institucijah, so se ti premiki portfeljev aprila deloma preobrnili.

### Graf 19

#### Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki so za april 2020.

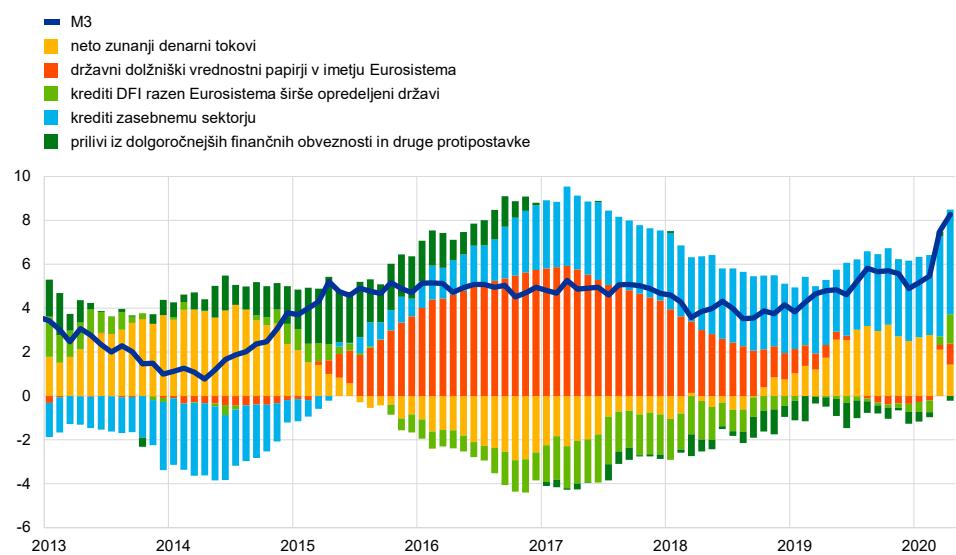
#### Ustvarjanje denarja je temeljilo na domačih kreditih zasebnemu in javnemu sektorju.

Po izrazitem povečanju marca se je medletna stopnja rasti kreditov zasebnemu sektorju aprila še nekoliko povečala (glej modri del stolpcev v grafu 20) zaradi precejšnje rasti posojil podjetjem in povečanih nakupov podjetniških obveznic, negativni tokovi posojil nedenarnim finančnim institucijam pa so deloma odtehtali velike tokove posojil podjetjem. Poleg kreditov zasebnemu sektorju se je aprila močno povisala tudi medletna stopnja rasti kreditov iz bančnega sektorja (razen Eurosistema) javnemu sektorju (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 20). Kljub okrepitvi Eurosistemovih programov nakupa vrednostnih papirjev so banke v euroobmočju (razen Eurosistema) neto pridobile veliko količino državnih obveznic, zlasti domačega izvora, kar deloma kaže precejšnje povečanje neto izdajanja državnih obveznic zaradi spopadanja s pandemijo. Poleg tega so se aprila povečali denarni odlivi iz euroobmočja zaradi prodaje državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov. Razmeroma umirjeni neto zunanjji denarni tokovi so skladni s kombinacijo repatriacijskih odlivov v primeru nerezidentov euroobmočja in repatriacijskih prilivov v primeru rezidentov euroobmočja v skladu z značilno pristranskoščjo v korist domače države v obdobjih velike negotovosti (glej rumeni del stolpcev v grafu 20). Poleg povečanja kreditov DFI (razen Eurosistema) državam euroobmočja so neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP) in zlasti izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) močno prispevali k rasti agregata M3 (glej rdeči del stolpcev v grafu 20), kar je posledica precejšnje pomoči denarne politike, da se stabilizirajo finančni trgi ter ublažijo tveganja za transmisijo denarne politike in za makroekonomske obete v euroobmočju med pandemijo. Dolgoročnejše finančne obveznosti so na splošno nevtralno vplivale na rast denarja (glej temnozeleni del stolpcev v grafu 20).

## Graf 20

### M3 in protipostavke

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



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 Eurosistemu nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih finančnih institucij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki so za april 2020.

**Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju se je od februarja do aprila 2020 močno povišala zaradi zmanjšanja prihodkov podjetij in previdnostnega zadolževanja v kontekstu pandemije COVID-19.** Medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju je aprila ostala približno nespremenjena na ravni 4,9%, potem ko se je s februarskimi 3,7% marca izrazito povišala na 5,0% (glej graf 19). Rast so v celoti spodbujala posojila podjetjem, katerih medletna stopnja rasti se je aprila še povišala na 6,6%, potem ko je marca znašala 5,5% in februarja 3,0% (glej graf 21). Obsežna krepitev rasti posojil podjetjem v večini držav euroobmočja je posledica črpanja kreditnih linij in precejšnjega povpraševanja po novih posojilih za pokrivanje tekočih plačilnih obveznosti v obdobju zmanjševanja prihodkov med izvajanjem ukrepov omejevanja gibanja zaradi COVID-19 in previdnostnega zadolževanja za premostitev morebitnega primanjkljaja likvidnosti. Obenem je tudi posledica obsežnih javnih ukrepov, kot so jamstva za posojila, katerih namen je podpreti likvidnost in solventnost podjetij v prihodnjih mesecih. Po močnem povpraševanju po kratkoročnih posojilih v marcu se je aprila močno povečalo povpraševanje podjetij po srednje- in dolgoročnih posojilih, ker je postalno jasno, da bo pandemija trajala dlje, in ker javne sheme pomoči pokrivajo zlasti posojila do srednjeročne zapadlosti. Banke so o skokovitem povečanju povpraševanja po posojilih med podjetji poročale tudi v aprilski [anketi o bančnih posojili v euroobmočju](#), kjer so navajale, da je zlasti posledica potreb po financiranju obratnega kapitala, medtem ko so se potrebe po financiranju naložb v osnovna sredstva zmanjšale. Pravočasni in izčrpni ukrepi ekonomskih politik v prvem četrletletju 2020 so spodbujali odobravanje posojil po ugodnih pogojih. To je bilo potrjeno z rezultati BLS, po katerih je bilo neto zaostrovanje kreditnih standardov za posojila podjetjem v prvem četrletletju 2020 omejeno in majhno v primerjavi z zaostrovanjem med finančno in državno dolžniško krizo.

**Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je ostala zmerna zaradi velike negotovosti glede posledic pandemije.** V nasprotju s posojili podjetjem se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom aprila še nekoliko znižala, in sicer na 3,0% v primerjsavi s 3,4% v marcu. Umirjanje rasti posojil gospodinjstvom kaže, da med gospodinjstvi vlada negotovost glede vpliva pandemije na njihov razpoložljivi dohodek in obete glede zaposlenosti. Medtem ko je medletna stopnja rasti stanovanjskih posojil gospodinjstvom ostala aprila na splošno stabilna na ravni 3,9%, potem ko je marca znašala 4,0%, pa je medletna stopnja rasti potrošniških posojil strmoglavila na 1,3% v aprilu, potem ko je marca znašala 3,8% in februarja 6,2%. To je skladno z neslutenim zmanjšanjem zaupanja potrošnikov in prodaje v trgovini na drobno v času izvajanja ukrepov omejevanja gibanja zaradi COVID-19. Slabitev povpraševanja gospodinjstev po posojilih je potrjena tudi v aprilske rezultatih BLS.

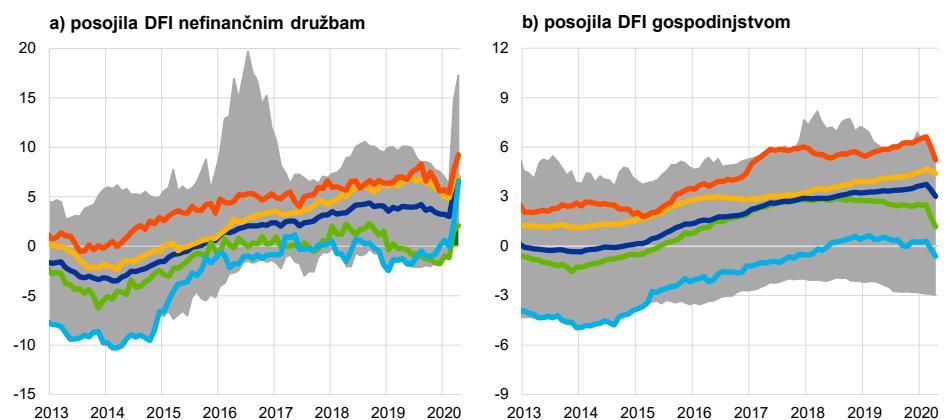
Precej heterogena rast posojil podjetjem in gospodinjstvom po državah euroobmočja med drugim kaže razlike med državami na področju gospodarske rasti, razpoložljivosti drugih virov financiranja ter stopnje zadolženosti gospodinjstev in podjetij, čeprav je bila dinamika v velikih državah na splošno podobna.

### Graf 21

#### Posojila DFI v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- razlike po državah



Vir: ECB.

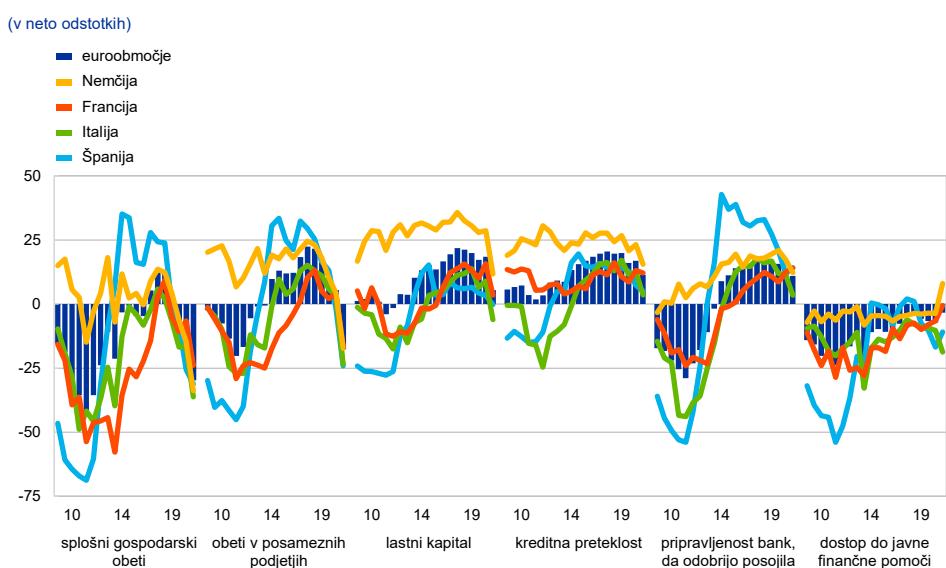
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru nefinančnih družb. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za april 2020.

**Anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) je maja 2020 pokazala, da mala in srednje velika podjetja (MSP), ki so pri financiranju kritično odvisna od bank, poročajo o poslabšanju razpoložljivosti posojil, kar je večinoma posledica poslabšanja gospodarskih obetov v šestmesečnem obdobju do marca 2020 (glej graf 22).** Poslabšanje je bilo prisotno v vseh državah. Negativna gibanja so bila v primeru MSP zabeležena v vseh glavnih sektorjih, zlasti pa v industriji, storitvenem in trgovinskem sektorju, medtem ko je bilo gradbeništvo manj prizadeto. MSP so po prvič od septembra 2014 poročala, da šibki obeti z vidika prodaje in dobička negativno

vplivajo na razpoložljivost zunanjega financiranja kljub vedno večji pripravljenosti bank, da jim zagotovijo kredite, in kljub neto zmanjšanju bančnih obrestnih mer (glej okvir z naslovom »Pandemija COVID-19 in dostop malih in srednje velikih podjetij do financiranja: kaj kažejo anketni podatki« ter članek z naslovom »Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data« v tej številki Ekonomskega biltena). Nadaljnja pripravljenost bank, da odobravajo posojila, je skladna s podatki iz ankete in z novimi posojilnimi tokovi, ki kažejo, da je ostalo posojanje malim podjetjem okrepljeno ter da pri posojanju velikim podjetjem v prvem četrletju 2020 ni bilo zabeleženih opaznih sprememb.

### Graf 22

Dejavniki, ki vplivajo na razpoložljivost bančnih posojil malim in srednje velikim podjetjem



Vir: ECB (SAFE).

Opomba: Podatki se nanašajo na ankete SAFE, in sicer od tretje (od marca do septembra 2010) do dvaindvajsete (od oktobra 2019 do marca 2020).

**Povečanje stroškov dolžniškega financiranja je za banke ostalo zmerno ob podpori ukrepov denarne politike.** Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, ki so se februarja 2020 zmanjšali na zelo nizko raven, so se marca povečali zaradi širjenja pandemije COVID-19 (glej graf 23). Povečanje je bilo posledica pritiskov na zvišanje donosnosti bančnih obveznic zaradi povečanja donosnosti državnih obveznic, po jurisdikcijah pa je bilo precej različno. Poleg tega na stroške tržnega financiranja bank vpliva zaskrbljenost zaradi negativnega vpliva pandemije na kapitalsko pozicijo bank. Medtem ko so banke od svetovne finančne krize precej okrepile odpornost, bo pandemija koronavirusa vplivala na kapitalsko pozicijo bank zaradi nižjega vrednotenja aktive in potrebe po večjih rezervacijah za izgube iz posojil.<sup>16</sup> Hkrati je ostalo poslabšanje stroškov dolžniškega financiranja bank na splošno zmerno. Obrestne mere bank euroobmočja za vloge, ki predstavljajo večji del bančnega financiranja, so ostale marca 2020 na najnižjih ravneh in s tem

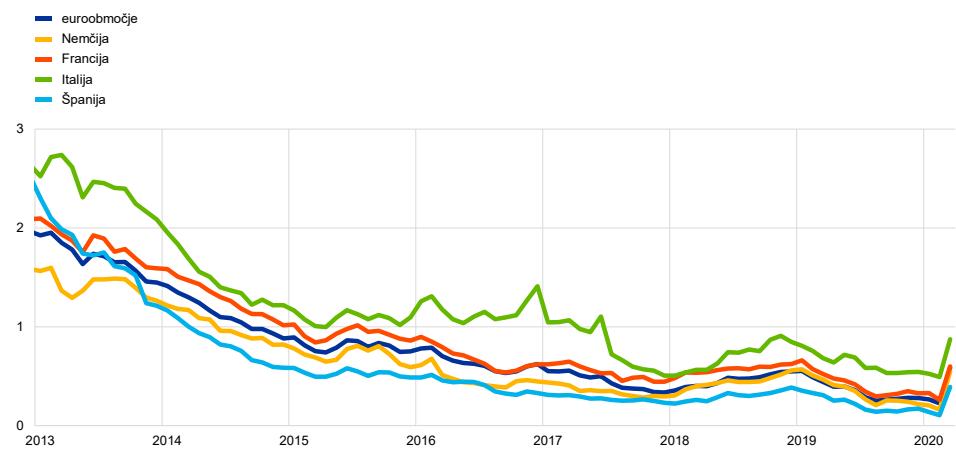
<sup>16</sup> Glej [Financial Stability Review](#), ECB, maj 2020.

prispevale k ugodnim pogojem dolžniškega financiranja. Na stroške financiranja za banke ugodno vplivajo tudi zagotavljanje likvidnosti po zelo ugodnih pogojih s tretjo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ter ugodni rezultati programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, vključno z zmanjšanjem donosnosti obveznic po objavi izrednega programa 18. marca. S tem se zmanjšuje tveganje negativnega medsebojnega vplivanja med realnim in finančnim sektorjem med pandemijo.

### Graf 23

#### Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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



Viri: 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. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2020.

**Obrestne mere bank za posojila podjetjem so dosegle nove najnižje vrednosti, vendar se bodo v prihodnje verjetno povečale.** Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in za stanovanjska posojila gospodinjstvom so marca dosegle nove najnižje vrednosti ter so znašale 1,46% oziroma 1,39% (glej graf 24). To je bilo zabeleženo v vseh državah euroobmočja in je posledica zapoznelega vpliva tržnih obrestnih mer na obrestne mere bank za posojila. Hkrati so v prihodnjih mesecih verjetni določeni pritiski na zvišanje posojilnih obrestnih mer bank zaradi povečanja stroškov financiranja za banke in uporabe tržnih referenčnih obrestnih mer pri določanju cene bančnih posojil, na primer obrestne mere EURIBOR, ki se je v referenčnem obdobju povečala. Poleg tega bodo hude gospodarske posledice pandemije za prihodke podjetij, zaposlitvene obete gospodinjstev in splošno kreditno sposobnost kreditojemalcev verjetno povzročile pritiske na zvišanje bančnih posojilnih obrestnih mer. Zaostrovanje kreditnih pogojev zaradi dojemanja tveganja, kot poročajo banke v BLS aprila 2020, že kaže v to smer. Hkrati bo likvidnostna pomoč, na primer odlog plačila davkov in moratorij na odplačevanje posojil, jamstva za posojila in programi pomoći na trgu dela, nekoliko ublažila poslabšanje kreditne sposobnosti kreditojemalcev v času krize ter zaviralno vplivala na obrestne mere bank za posojila. Razmak med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila je marca 2020 ostal majhen. To je skladno z zgoraj navedenimi informacijami o novih posojilih, ki kažejo, da je dosedanji vpliv pandemije COVID-19 na posojila MSP in velikim podjetjem, ko kažejo podatki o velikih in malih posojilih, na splošno primerljiv.

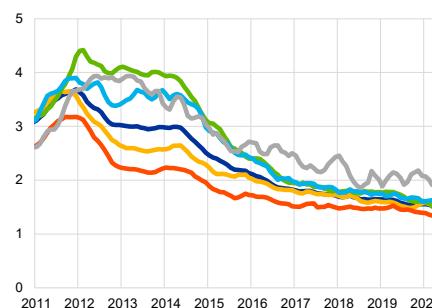
## Graf 24

### Skupne obrestne mere bank za posojila v izbranih državah euroobmočja

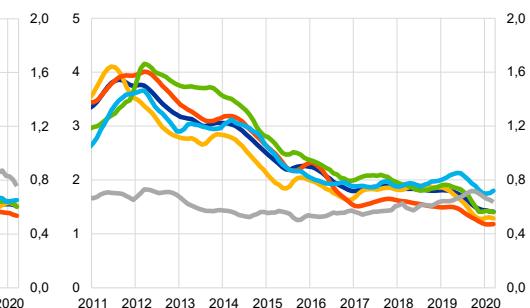
(v odstotkih na leto, 3-mesečna drseča sredina)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- standardni odklon med državami (lestvica na desni strani)

a) obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2020.

### Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v prvem četrtletju 2020 po ocenah močno povečali (glej sliko a v grafu 25).

Povečanje je bilo v veliki meri posledica izredno močnega povečanja bančnih posojil podjetjem v marcu, ki je bilo posledica črpanja kreditnih linij in javnih shem pomoči. Povpraševanje po bančnih posojilih so spodbujale tudi ugodnejše obrestne mere bank za posojila v primerjavi s stroški tržnega dolžniškega financiranja. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani podjetij je v prvem četrtletju 2020 ostalo okrepljeno kljub povečanju razmikov proti koncu četrtletja, ob pomoči programov nakupa vrednostnih papirjev (APP in PEPP), ki vključujejo neto nakupe podjetniških obveznic. Nasprotno je ostalo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, šibko zaradi nadaljnega umirjenega števila prevzemov in združitev ter povečanja stroškov lastniških vrednostnih papirjev z že prej visokih ravnih. Nebančna posojila (posojila nedenarnih finančnih institucijah) so v zadnjem četrtletju 2019 in v prvem četrtletju 2020 ostala negativna, kar kaže medletno zmanjšanje izdajanja podjetniških obveznic prek namenskih družb za financiranje podjetij v drugih državah euroobmočja (tj. podrejene družbe iz nedenarnega sektorja, ki odobravajo posojila nadrejenim družbam). Skupni tokovi zunanjega financiranja so bili v prvem četrtletju 2020 višji kakor med finančno in državno dolžniško krizo. To je skladno z bolj spodbujevalno naravnanimi bančnimi kreditnimi pogoji in pogoji na obvezniških trgih, ki jih podpirajo pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, nadzornih in javnofinančnih organov.

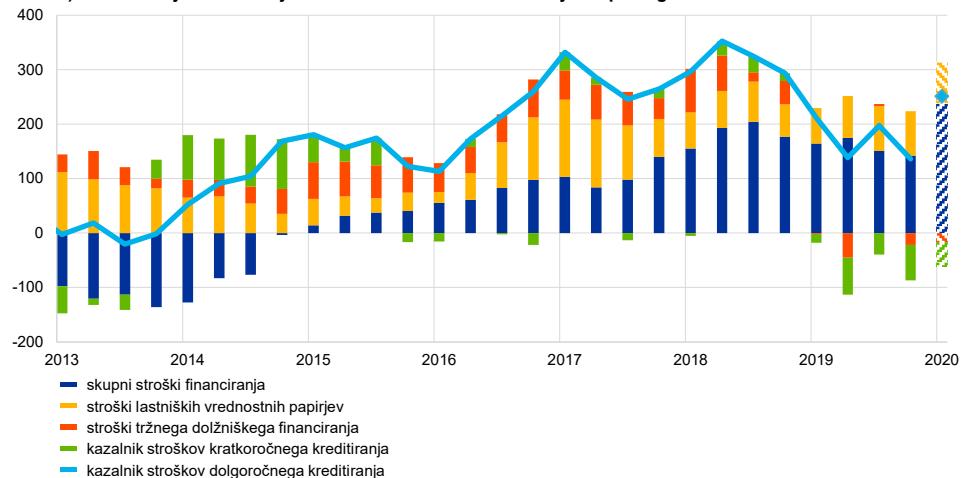
## Graf 25

### Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

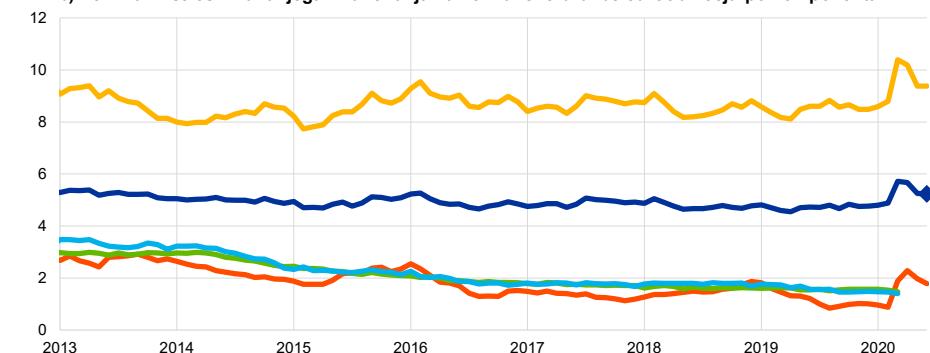
(letni tokovi v milijardah EUR – slika a; v odstotkih na leto – slika b)

- posojila DFI nefinančnim družbam (prilagojeno)
- neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb
- neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb
- posojila nedenarnih finančnih institucij nefinančnim družbam (razen listinjenja)
- skupaj

a) neto zunanje financiranje nefinančnih družb euroobmočja na podlagi izbranih instrumentov



b) nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe euroobmočja po komponentah



Viri: 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, neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, in posojil nedenarnih finančnih institucij. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Posojila nedenarnih finančnih institucij obsegajo posojila, ki so jih odobrili drugi finančni posredniki ter zavarovalne družbe in pokojninski skladi, razen listinjenih posojil. Črtkan stolpec in svetlobomoda kar oznaka se nanašata na ocene za prvo četrletje 2020. 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. Temnomodra kar oznaka se nanaša na oceno skupnih stroškov financiranja za junij 2020, če predpostavimo, da bodo ostale obrestne mreži bank za posojila nespremenjene na ravni iz marca 2020. Zadnji podatki za sliko a so za zadnje četrletje 2019 iz računov euroobmočja – ocene za prvo četrletje 2020 temeljijo na podatkih o bilanci stanja ECB (BSI) in vrednostnih papirjih (SEC) ter Dealogic. Zadnji podatki za sliko b so za 2. junij 2020 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (dnevni podatki), 29. maj pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in marec 2020 pri stroških posojil (mesečni podatki).

### Stroški financiranja za nefinančne družbe so se v prvem četrletju 2020 povečali, vendar so se po ocenah od takrat zmanjšali (glej sliko b v grafu 25).

Marca 2020 so zaradi visoke volatilnosti na finančnih trgih skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, znašali 5,7%, kar je 95 bazičnih točk več kot decembra 2019 in okoli 120 bazičnih točk več kot aprila 2019, ko je bila vrednost serije najnižja. Od marca in do konca referenčnega obdobja (2. junija 2020) pa naj bi se po ocenah skupni stroški financiranja zmanjšali za 50 bazičnih točk na 5,2%. To je posledica obsežnega zmanjšanja stroškov lastniških

vrednostnih papirjev zaradi nižjih premij za tveganje in rahlega zmanjšanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja.

## Javnofinančna gibanja

Pandemija COVID-19 znatno vpliva na javnofinančne politike v euroobmočju. Zaradi izbruha krize so se takoj povečali neposredni stroški, saj so si države prizadevale odpraviti posledice za javno zdravje. Z makroekonomskega vidika je ta vpliv večinoma povezan z ukrepi za zaježitev širjenja koronavirusa, ki predstavljajo hudo ekonomsko breme za podjetja, delavce in gospodinjstva. Ti ukrepi so sprožili tudi uvedbo svežnjev javnofinančnih spodbud, ki so doslej brez primere. Ublažili naj bi negativne gospodarske posledice ter omogočili pripravo na hitro okrevanje. Zato naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah precej povečal, in sicer na 8,5% BDP v letu 2020, v primerjavi z 0,6% v letu 2019. Čeprav naj bi se stopnja primanjkljaja v letu 2021 znižala na 4,9% BDP, naj bi v letu 2022 še vedno znašala 3,8% BDP, saj bo trajalo dlje, preden se bo nakopičeni primanjkljaj v celoti zmanjšal. Obsežni javnofinančni ukrepi v letu 2020 so poleg negativne ciklične komponente, na katero je vplivalo poslabšanje makroekonomskih razmer, privedli tudi do poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda. K poznejšemu izboljšanju bosta po pričakovanjih prispevala postopno odpravljanje interventnih ukrepov in s tem povezana krepitev ciklično prilagojenega primarnega salda, medtem ko se bo gospodarski cikel izboljševal počasneje. Države euroobmočja so poleg tega za povečanje likvidnosti podjetij zagotovile jamstva za posojila v višini skoraj 20% BDP. Čeprav ni nujno, da bodo ta jamstva vnaprej vplivala na primanjkljaj, vseeno pomenijo precešnjo pogojno obveznost, ki bi lahko ob njihovi uveljavitvi na primanjkljaj vplivala negativno. Kot posledica fiskalnih ukrepov in poslabševanja gospodarskih razmer naj bi se skupni delež javnega dolga euroobmočja v letu 2020 močno povečal in v celotnem letu 2022 ostal na visoki ravni. Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja je še naprej ključno, da države izvajajo javnofinančne politike, ki so ambiciozne in medsebojno usklajene, čeprav bi morali biti sprejeti ukrepi ciljno usmerjeni in začasni. Glede na to sta sveženj treh varnostnih mrež v višini 540 milijard EUR, ki ga je odobril Evropski svet, in predlog Evropske komisije za načrt okrevanja, namenjen podpori regijam in sektorjem, ki jih je pandemija najbolj prizadela, zelo dobrodošla.

**Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2020 močno poslabšal, v letih 2021 in 2022 pa se bo spet nekako izboljšal.<sup>17</sup>** Po teh projekcijah naj bi se stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju zvišala z 0,6% BDP leta 2019 na 8,5% BDP leta 2020, nato pa se leta 2021 znižala na 4,9% in leta 2022 na 3,8% (glej graf 26). Poslabšanje proračunskega salda v letu 2020 je predvsem posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov za podporo gospodarstvu v višini okrog 3,5% BDP, od česar največji del predstavlja dodatna poraba, zlasti v obliki shem pomoči za zaposlenost, ukrepov podpore podjetjem in gospodinjstvom ter izdatkov za zdravstvo. Poleg tega je tudi posledica velike in negativne ciklične komponente ob drsenju gospodarstva euroobmočja v recesijo.<sup>18</sup> Na poznejše izboljšanje naj bi vplivalo izboljšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, saj se pričakuje, da se bo

<sup>17</sup> Glej Juniske makroekonomsko projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, objavljene 4. junija 2020 na spletnem mestu ECB.

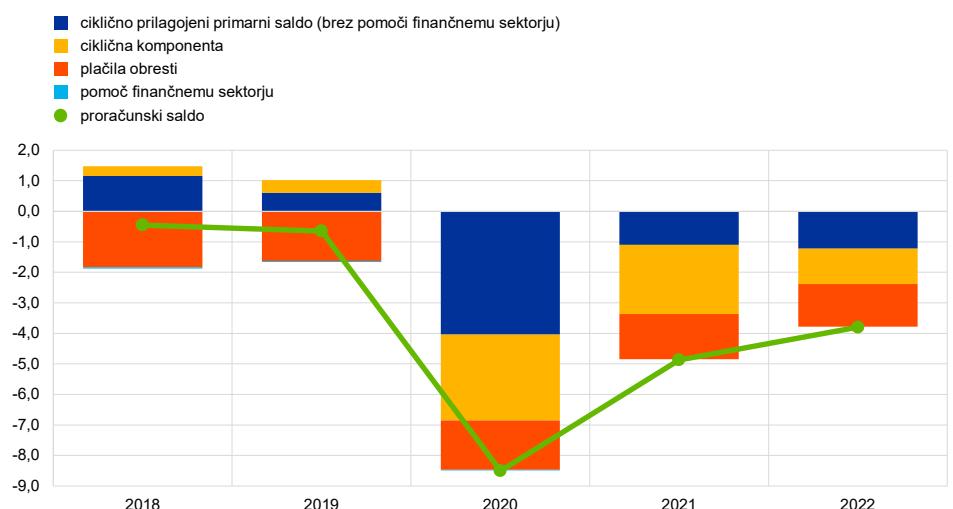
<sup>18</sup> Poudariti je treba, da trenutno obstaja zelo visoka stopnja negotovosti glede razčlenitve na cikel in trend.

večina podpornih ukrepov do konca leta 2020 postopoma iztekla, medtem ko naj bi se prispevek gospodarskega cikla povečeval bolj postopno.

**Države euroobmočja so poleg javnofinančne podpore gospodarstvu sprejele tudi obsežne svežnje jamstev za posojila, namenjene povečanju likvidnosti podjetij.** Ta jamstva znašajo skupno okrog 20% BDP celotnega euroobmočja, a se svežnji po velikosti med državami precej razlikujejo. Jamstva za posojila so pogojne obveznosti države in bodo povzročila dodane javne izdatke v znesku, v katerem bodo uveljavljena. Vendar pa je velikost tega zneska v srednje- in dolgoročnem obdobju trenutno zelo težko izmeriti.

**Graf 26**  
Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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

**Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi bili javnofinančni obeti v euroobmočju za obdobje 2020–2022 precej bolj neugodni kot v marčnih projekcijah strokovnjakov ECB.** Proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP je bil za leto 2020 popravljen navzdol za 7,4 odstotne točke, za leti 2021 in 2022 pa za 3,3 oziroma 2,3 odstotne točke. Ti popravki so predvsem rezultat nižjega primarnega salda in šibkejše ciklične komponente od pričakovane, medtem ko je bila komponenta odhodkov za obresti popravljena navzgor, a v precej manjšem obsegu.

**Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po ocenah v letu 2020 zelo spodbujevalna, v letu 2021 pa omejevalna, saj naj bi se večina podpornih ukrepov do takrat postopno izteklia.**<sup>19</sup> Javnofinančna politika je bila v letu 2019 po ocenah rahlo ekspanzivna, v letu 2020 pa naj bi bila po pričakovanjih zelo

<sup>19</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembu ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, *Ekonomska bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

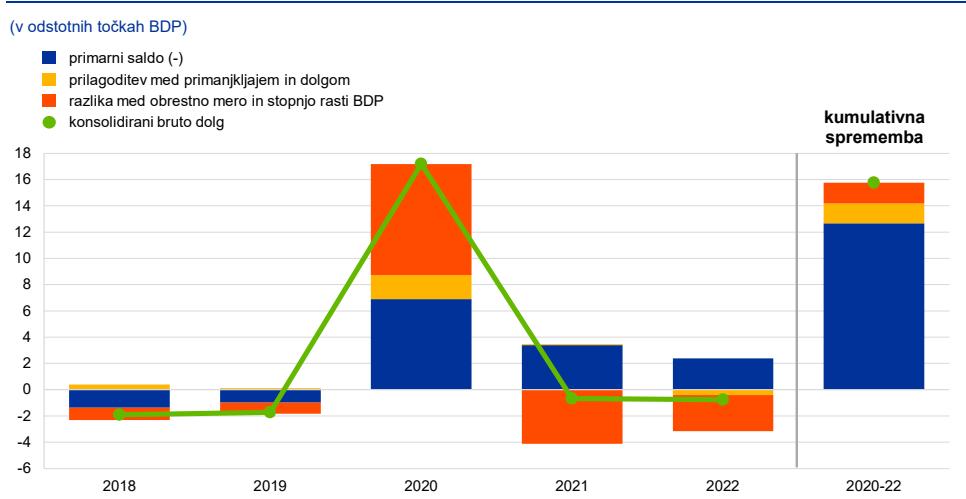
spodbujevalna na ravni 4,8% BDP. Nasprotno se ocenjuje, da bo v letu 2021 fiskalna politika omejevalna na ravni 2,9% BDP, saj se bo večina podpornih ukrepov, sprejetih med pandemijo, do takrat postopno iztekla. Kljub negativni naravnosti javnofinančne politike v letu 2021 bo skupni javnofinančni saldo ostal znatno negativen, saj bodo javnofinančni instrumenti še naprej podpirali gospodarsko okrevanje, če ne drugače, prek avtomatičnih stabilizatorjev. Leta 2022 naj bi bila po ocenah naravnost javnofinančne politike približno nevtralna.

**Zaradi pandemije COVID-19 naj bi se skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP v letu 2020 močno povečal na 101,3% BDP, nato pa naj bi se zelo postopno zmanjševal.** Predvideno povečanje v letu 2020 (za 17,2 odstotne točke glede na leto 2019) je predvsem posledica kombinacije velikega primarnega primanjkljaja ter zelo neugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, pa tudi obsežne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, h kateri so prispevali predvsem ukrepi, povezani s pandemijo. V letih 2021 in 2022 bodo vse manjši, a še vedno precej velik primarni primanjkljaj ob predvidenem okrevanju gospodarske aktivnosti več kot odtehtali ugodni prispevki vse boljše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP (glej graf 27). Zato naj bi bil ob koncu leta 2022 delež javnega dolga v razmerju do BDP zelo blizu 100%, tj. za 17,3 odstotne točke večji kot v letošnjih marčnih projekcijah.

**Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja ostaja še naprej ključna ambiciozna in koordinirana naravnost javnofinančnih politik.** Ukrepi, sprejeti kot odgovor na pandemično krizo, bi morali biti čim bolj ciljno usmerjeni in začasni. Ob tem tri varnostne mreže, ki jih je Evropski svet odobril za delavce, podjetja in države v skupni višini 540 milijard EUR, omogočajo pomembno podporo financiranju. Hkrati so potrebna nadaljnja odločna in pravočasna prizadevanja za pripravo na okrevanje in podporo okrevanju. Predlog Evropske komisije za načrt okrevanja, katerega cilj je podpreti regije in sektorje, ki jih je pandemija najbolj prizadela, okrepliti enotni trg ter omogočiti trajno in uspešno okrevanje, je zato zelo dobrodošel.

### Graf 27

#### Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in junijске makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

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



# Okvirji

## 1 Vpliv omejitve gibanja zaradi pandemije COVID-19 na trgovino s potovalnimi storitvami

Pripravil Tobias Schuler

**Ukrepi za omejitev gibanja, ki so bili sprejeti za zajezitev pandemije koronavirusa, imajo v euroobmočju velik negativen vpliv na trgovino s storitvami, še zlasti s storitvami potovanj in potniškega prometa.** Po najnovejših razpoložljivih plačilnobilančnih podatkih je izvoz storitev v marcu 2020 glede na prejšnje leto upadel za 10,6%, uvoz storitev pa za 3,3%. Med več heterogenimi sektorji so najbolj prizadeti tisti, pri katerih prihaja do fizičnih stikov. Kot kaže indeks vodij nabave za Evropo,<sup>20</sup> je v aprilu 2020 aktivnost najbolj upadla v sektorjih turizma in storitev za prosti čas ter prometnih storitev.

**V svetovnem potovalnem sektorju je prišlo do hudih motenj, na primer zaradi omejitve potovanj in zaprtja turističnih znamenitosti.** Več kot 110 držav je zaustavilo vstop potnikov in skoraj vse so uvedle takšne ali drugačne omejitve. Nekatere so popolnoma prepovedale potovanja, druge pa so prepovedale zgolj potovanja iz območij z velikim številom okužb. Turizem je močno prizadet, še zlasti mednarodna potovanja. Tudi po odpravi strogih ukrepov za omejitev gibanja povzroča pandemija trajne posledice za ta sektor zaradi izogibanja tveganju in spremembe preferenc.

### Potovanja in turizem kot sestavni del trgovine euroobmočja s storitvami

**Turizem pomeni potovanja za oddih ali poslovne namene ter obsega več stopenj in komponent, kot so načrtovanje potovanja, promet, nastanitve, gostinstvo in nakupovanje, lokalna potovanja in turistični kraji.**<sup>21</sup> Mednarodni turizem vstopi v plačilno bilanco države kot izvoz in uvoz storitev potovanj in transporta. Kot je opredeljeno v priročniku za plačilno bilanco in stanje mednarodnih naložb (BPM6), »potovanje zajema predvsem blago in storitve, ki jih potniki pridobijo od drugega gospodarstva (...) med obiski, krajsimi od enega leta, v tem gospodarstvu« in izključuje mednarodni prevoz potnikov, ki je zajet v potniških storitvah pod transportom.

<sup>20</sup> Glej [sporočilo za javnost](#), ki ga je Markit objavil 8. maja 2020.

<sup>21</sup> Za opredelitev konceptov potovanja in turizma glej šesto izdajo [priročnika za plačilno bilanco in stanje mednarodnih naložb](#) (BPM6) in [mednarodna priporočila Svetovne turistične organizacije \(UNWTO\) za statistiko turizma](#). Čeprav se statistična koncepta potovanj (kot so opredeljena v BPM6) in turizma (kot ga opredeljuje UNWTO) večinoma prekrivata, se vseeno razlikujeta v dveh dimenzijah. Prvič, »potovanja« vključuje nakupe, ki jih opravijo kratkoročni čezmejni delavci, kar se ne šteje za turistično potrošnjo. Drugič, turizem vključuje nakupe storitev (mednarodnega) potniškega prometa, kar BPM6 uvršča v transport in ne v potovanja.

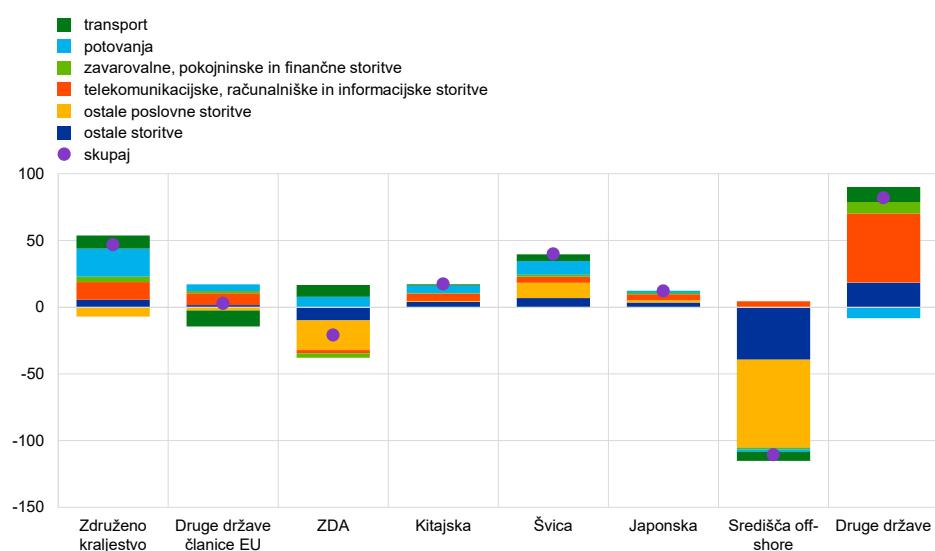
**Neto trgovina s potovalnimi storitvami je k presežku euroobmočja v trgovinski bilanci storitev, ki je leta 2019 znašal 68 milijard EUR, prispevala 42 milijard EUR.** Izvoz storitev v države zunaj euroobmočja je znašal 988 milijard EUR, od tega je 124 milijard EUR oziroma 17% prispevala trgovina s potovalnimi storitvami. Transportni sektor predstavlja 16% in vključuje tako tovorni kot potniški promet, pri čemer je slednji v letu 2019 ustvaril 23% izvoza in 15% uvoza. Uvoz je znašal 920 milijard EUR, njegovi največji kategoriji pa sta bili transport (16%) in potovanja (13%).

**Euroobmočje je izpostavljeno trgovini v močno prizadetih storitvenih sektorjih, v katerih je leta 2019 zabeležilo presežek.** Geografska razčlenitev plačilne bilance storitev (glej graf A) prikazuje kategorije storitev za euroobmočje po glavnih trgovinskih partnericah. Euroobmočje je skupno imelo presežek v trgovini s potovalnimi storitvami, ki so posebej izpostavljene, saj so eden od sektorjev, ki jih je pandemija najmočneje prizadela. K presežku iz potovalnih storitev so leta 2019 največ prispevali Združeno kraljestvo, Švica in ZDA. Drugi sektorji, kot so zavarovalne in pokojninske storitve, finančne storitve ter telekomunikacijske, računalniške in informacijske storitve, so manj prizadete.<sup>22</sup>

### Graf A

Geografska razčlenitev plačilne bilance euroobmočja za storitve v letu 2019

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Ostale poslovne storitve obsegajo raziskovalne in razvojne storitve, storitve strokovnega in poslovnega svetovanja ter tehnične, s trgovino povezane in druge poslovne storitve, ki niso zajete v prejšnjih kategorijah. Ostale storitve obsegajo storitve predelave blaga, ki je v lasti drugih oseb, storitve vzdrževanja in popravlja blaga, gradbene storitve, nadomestila za uporabo intelektualne lastnine, javno blago in storitve ter osebne, kulturne in rekreacijske storitve, poleg tega pa še kategorijo »nerazporejene storitve«.

<sup>22</sup> Presežek v telekomunikacijskih, računalniških in informacijskih storitvah je bil predvsem z Združenim kraljestvom, drugimi državami članicami EU in drugimi državami. Nasprotno je euroobmočje imelo primanjkljaj v ostalih poslovnih storitvah, zlasti s središči off-shore in z ZDA. Euroobmočje je neto uvoznik »ostalih storitev«, kategorije, ki vključuje nadomestila za uporabo intelektualne lastnine in na katero vplivajo predvsem notranje transakcije multinacionalnih podjetij. Za več podrobnosti glej članek z naslovom »[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)«, *Ekonomski bilten*, št. 2, ECB, 2020.

## Kriza v sektorju potniškega prometa

**Sektor zračnega prometa se sooča z velikimi težavami, saj so ukrepi za zaježitev pandemije COVID-19 močno prizadeli svetovna potovanja.** Posebej hudo je prizadet zračni promet, ki predstavlja daleč največji delež v vrednosti izvoza in uvoza<sup>23</sup> potniškega prometa. Največja letališča v euroobmočju (zlasti Pariz, Amsterdam in Frankfurt) delujejo kot vozlišča za mednarodne povezave. Manj je prizadet vodni, cestni in železniški promet.<sup>24</sup>

**Zmogljivosti zračnega prometa so se od izbruha pandemije močno zmanjšale (glej graf B).** Na svetovni ravni so se zmogljivosti zračnega prometa<sup>25</sup> zmanjšale za 65%. V ZDA je bil upad 72-odstoten, na Japonskem pa 48-odstoten. Na Kitajskem so zmogljivosti upadle za 71%, a so zatem okrevale na 20% pod ravnjo leta 2019. V Italiji, Španiji, Franciji in Nemčiji so upadle za več kot 90% glede na enako obdobje v letu 2019 (po podatkih, objavljenih 1. junija 2020).

**Upad zmogljivosti zračnega prometa po regijah je brez primere v zgodovini zračnega prometa.** Prihodki od zračnega potniškega prometa so po terorističnih napadih septembra 2001 upadli za približno 15% ter v ZDA in Evropi potrebovali dve do tri leta, da so popolnoma okrevali.<sup>26</sup> Po izbruhu epidemije SARS v letih 2002–2003 so prihodki od potniškega prometa upadli za približno dve tretjini in so okrevali šele po enem letu.<sup>27</sup> Upad mednarodnega zračnega prometa zaradi pandemije COVID-19 pa je mnogo širši in globlji ter bo za panogo imel trajnejše posledice kot prejšnji primeri.

---

<sup>23</sup> Na podlagi statistike mednarodne trgovine s storitvami (ITS).

<sup>24</sup> Storitve potniških ladij za križarjenje, ki so jih ukrepi za zaježitev pandemije močno prizadeli, so v statistiki ITS vključene v kategorijo »potovanja«.

<sup>25</sup> Svetovne zmogljivosti rednega zračnega prometa vključujejo tako domače kot tudi mendarodne letalske povezave. Zaradi omejitve potovanj so mednarodna letalska potovanja močneje prizadeta kot domača letalska potovanja.

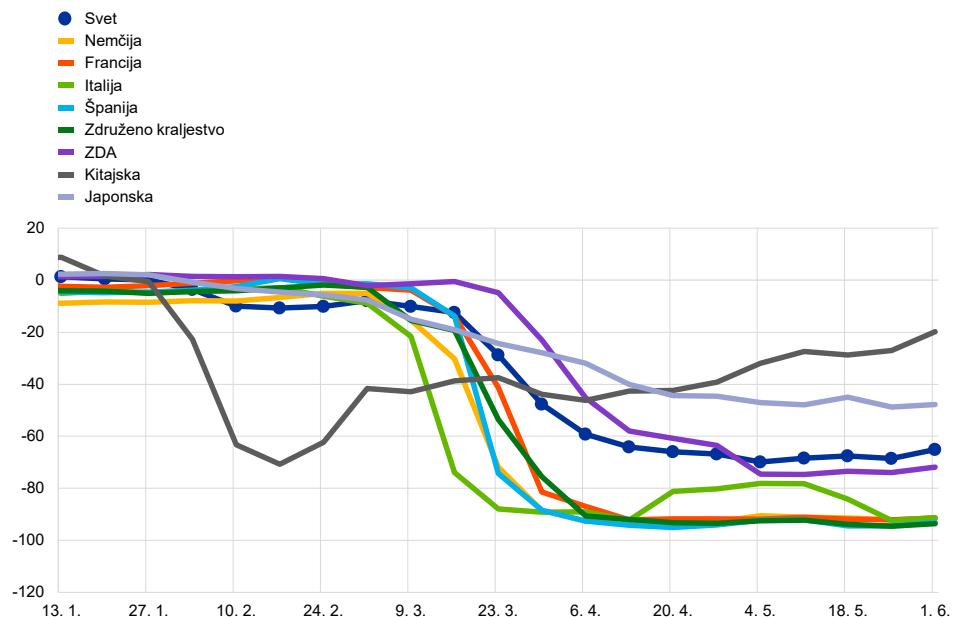
<sup>26</sup> Ocena na podlagi realiziranih potniških milj oziroma kilometrov, ki sta jih objavila ministrstvo ZDA za promet in Združenje evropskih letalskih prevoznikov. Realizirane potniške milje in kilometri se izračunajo tako, da se število potnikov pomnoži s prepotovano razdaljo.

<sup>27</sup> Ocena temelji na podatkih, ki sta jih zagotovila Mednarodno združenje letalskih prevoznikov in Mednarodna organizacija civilnega letalstva.

## Graf B

### Svetovne zmogljivosti rednega zračnega prometa v letu 2020

(spremembe v odstotkih glede na enako obdobje leta 2019)



Vir: OAG Schedules Analyser.

Opombe: Podatki za vsak teden se primerjajo s podatki za isti teden v letu 2019. Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2020.

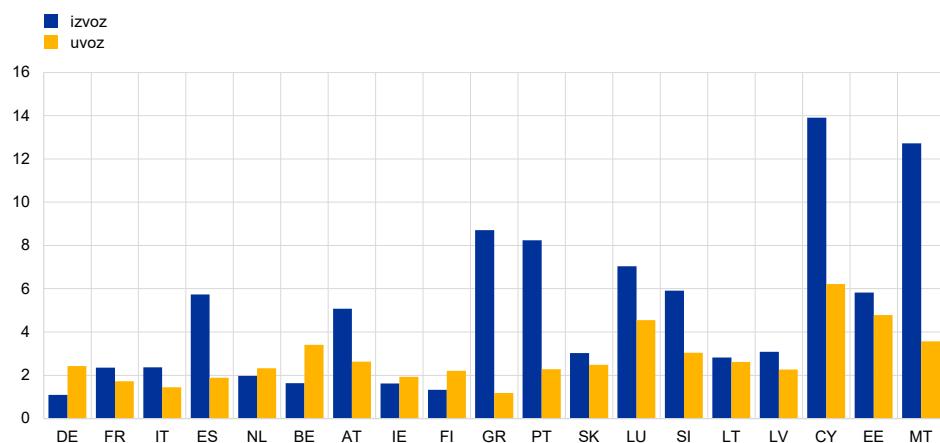
## Vpliv na potovalni sektor posameznih držav euroobmočja

**Izvoz potovanj ima v mnogih državah euroobmočja pomembno vlogo (glej graf C).** Izvoz potovanj zajema zlasti nastanitvene in gostinske storitve za potnike. Največji izvozniki na tem področju so Španija, Francija, Italija in Nemčija, pri čemer gre več kot polovica njihovega izvoza potovanj v države zunaj euroobmočja. Pomembne destinacije v euroobmočju so tudi Avstrija, Nizozemska, Grčija in Portugalska. Avstrija in Nizozemska imata večji delež izvoza v države euroobmočja. Relativno gledano je izvoz potovanj pomemben tudi za Ciper, Malto, Grčijo in Portugalsko.

### Graf C

#### Izvoz in uvoz potovanj držav euroobmočja kot delež BDP v letu 2018

(v odstotkih BDP)



Vir: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Izvoz in uvoz zajemata trgovino z državami v euroobmočju in zunaj euroobmočja.

**Večina držav euroobmočja v tujini porabi od 2% do 4% BDP, kar se evidentira kot uvoz potovalnih storitev.** Gledano absolutno je daleč največji uvoznik potovalnih storitev Nemčija. Zaradi tesne povezanosti s sosednjimi gospodarstvi so relativno veliki uvozniki potovalnih storitev glede na njihov BDP tudi Belgija, Luksemburg in Ciper.

**Kar zadeva neto izvoz potovalnih storitev, so med državami euroobmočja posledicam pandemije po ocenah bolj izpostavljeni Ciper, Malta, Grčija in Portugalska.** Po pričakovanjih bo neto izvoz potovanj sčasoma občutno prizadet tudi v Španiji, Avstriji, Luksemburgu in Sloveniji. Nasprotno se pričakuje, da se bo neto izvoz v Nemčiji in Belgiji rahlo izboljšal, saj sta ti dve državi veliki uvoznici potovalnih storitev.

**V državah, ki so odvisne od potovanj in turizma, bo pandemija COVID-19 močno in trajno prizadela celotno gospodarstvo.** Potovanja imajo neposreden pozitiven vpliv na poslovne dejavnosti vzdolž vrednostne verige posamezne države (tj. načrtovanje potovanj, promet, nastanitve, gostinstvo in nakupovanje, lokalna potovanja in turistični kraji) ter posreden pozitiven vpliv preko povpraševanja in rasti, ki jo ustvarjajo v mnogih drugih panogah. Ukrepi za omejitve gibanja, sprejeti za zajezitev pandemije, in vpliv na zaupanje imajo velik vpliv na podjetja in zaposlene v delovno intenzivnem potovalnem sektorju.

## 2

# Koronavirus (COVID-19): bojazni na trgu z vidika cen opcij

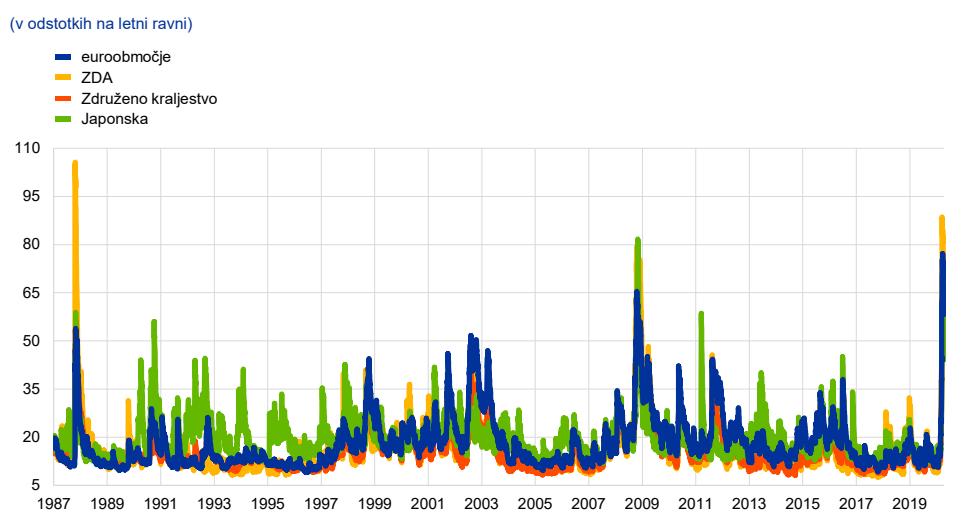
Pripravili Miguel Ampudia, Ursel Baumann in Fabio Fornari

## Uvod

**Delniški trgi po vsem svetu so od konca februarja strmoglavili, ko so postali mednarodni vlagatelji zaskrbljeni zaradi širjenja koronavirusa zunaj Kitajske in zaradi vpliva na svetovno gospodarstvo.** Čeprav so delniški trgi od takrat deloma okrevali, je delniški indeks Euro Stoxx 50 v tednu, ki se je končal 28. februarja, izgubil 12,3%, kar je največja tedenska odstotna izguba od zadnje svetovne finančne krize leta 2008. Indeks S&P 500 se je v enako katastrofalnem tednu zmanjšal za več kot 11%. Na splošno so delniški trgi v euroobmočju in ZDA v času od najvišje vrednosti na dan 19. februarja do najnižje vrednosti na dan 23. marca izgubili okoli 35% vrednosti.

### Graf A

Standardni odklon donosnosti lastniških vrednostnih papirjev



Viri: Izračuni avtorjev in Refinitiv.

Opombe: Modelske ocene standardnega odklona dnevne donosnosti lastniških vrednostnih papirjev za štiri indeks: Euro Stoxx 50, S&P 500, FTSE 100 in Nikkei 225. Dnevni podatki. Zadnji podatki se nanašajo na 13. april 2020.

### Znižanje tečajev delnic je povzročilo velik skok v varianci donosnosti.

Standardni odklon dnevne donosnosti lastniških vrednostnih papirjev v glavnih indeksih euroobmočja, ZDA, Združenega kraljestva in Japonske je na ravneh, ki so primerljive z rekordnimi vrednostmi ob zlomu borze oktobra 1987 in propadu banke Lehman Brothers septembra 2008 (glej graf A). Kot kaže precejšen skok standardnega odklona pri vseh indeksih, so zadnji pretresi očitno zajeli ves svet. To se kaže tudi v strmem povečanju dvostranske korelacije donosnosti lastniških vrednostnih papirjev v štirih glavnih indeksih tečajev delnic na vrednosti blizu 1, kar kaže, da na donosnosti vpliva skupen dejavnik. Potencialne izgube, s katerimi se soočajo mednarodni vlagatelji, se povečujejo tudi zaradi pomanjkanja priložnosti za razprtitev naložb.

**Poleg okrepljenega tveganja je razprodajo na trgih lastniških vrednostnih papirjev in splošneje v okviru širokega nabora finančnega premoženja verjetno spodbudila tudi večja nenaklonjenost tveganju.** Po začetni veliki razprodaji na finančnih trgih pomembno vprašanje za oblikovalce politik, ko ocenjujejo možne odzive na krizo, zadeva vztrajnost vpliva, ki ga imajo omejitve zaradi koronavirusa na finančno tveganje, finančne pogoje in nazadnje na aktivnost v realnem gospodarstvu. Eden od glavnih načinov širjenja šoka je bil prek povezav na finančnem trgu in zlasti prek hkratnega strmoglavljenja na svetovnih delniških trgih. K razprodaji so verjetno prispevali povečano dojemanje velikosti tveganja na trgih, večja nepripravljenost vlagateljev k prevzemanju tveganja ali oboje. Če oblikovalci politik poznajo glavni vir znižanja tečajev delnic (in cen finančnega premoženja na splošno), lažje razumejo vztrajnost in ocenijo odziv. Namen tega okvirja je oceniti spremembe v obsegu in ceni tveganja (v repu porazdelitve) s pomočjo ocene nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve na podlagi cen opcij na lastniške vrednostne papirje.

### Do tveganja nevtralna gostota

**Do tveganja nevtralna gostota tečajev delnic je tržna ocena verjetnostne porazdelitve prihodnje ravni danega tečaja delnic, popravljena za prisotnost nenaklonjenosti tveganju med vlagatelji.** Do tveganja nevtralna gostota torej kaže odnos do tveganja ter cenovna pričakovanja vlagateljev. Do tveganja nevtralna gostota se lahko obravnava kot fizična gostota, katere oblika je bila spremenjena tako, da postavi v ospredje tiste svetovne države, ki so povezane s posebej neugodnimi rezultati in imajo kot take nižjo mejno koristnost za vlagatelje.<sup>28</sup> Do tveganja nevtralna gostota prihodnjih donosnosti je izpeljana iz dnevnih cen nakupnih in prodajnih opcij, s katerimi se trguje na trgu Euro Stoxx 50.<sup>29</sup> Te opcije so vsak dan na voljo za več kot eno ročnost, zato je mogoče oceniti do tveganja nevtralno gostoto za razpoložljive ročnosti.

**Strah pred zlomom borze se je pojavil v začetni fazи izbruha virusa v Evropi, vendar se je po objavi precejšnjih spodbud s strani ekonomskih politik kljub še naprej visokemu tržnemu tveganju povečalo pričakovanje o potencialni rasti tečajev delnic.** Graf B kaže do tveganja nevtralno gostoto donosnosti lastniških vrednostnih papirjev v indeksu Euro Stoxx 50, izločenih iz opcij, za obdobje do enega leta, in sicer na tri datume: (i) 21. februarja, tik preden se je izbruh virusa razširil po Evropi; (ii) en teden pozneje (28. februarja) in (iii) 20. marca, po objavi precejšnjih spodbud v euroobmočju in ZDA. Opazno je izrazito povečanje variance – in odebelitev v levem repu – porazdelitve v tednu, ki se je zaključil 28. februarja, kar kaže na

<sup>28</sup> Zaradi omenjene spremembe so vlagatelji do tveganja nevtralni v smislu, da se lahko vsi prihodnji denarni tokovi iz kateregakoli finančnega premoženja diskontirajo z netvegano obrestno mero.

<sup>29</sup> Glej Breeden, D., in Litzenberger, R., »Prices of State-contingent Claims Implicit in Option Prices«, *The Journal of Business*, letnik 51, št. 4, 1978, str. 621–651, kjer avtorja prikažeta, da druga izvedena funkcija nakupne/prodajne cene glede na izvršilno ceno ustreza funkciji do tveganja nevtralne gostote. Podrobnejša razлага metode izračuna je v Figlewski, S., »Estimating the Implied Risk-Neutral Density for the US Market Portfolio«, v delu Bollerslev, T., Russell, J., in Watson, M. (ur.), *Volatility and Time Series Econometrics: Essays in Honor of Robert F. Engle*, Oxford University Press, Oxford, Združeno kraljestvo, 2010.

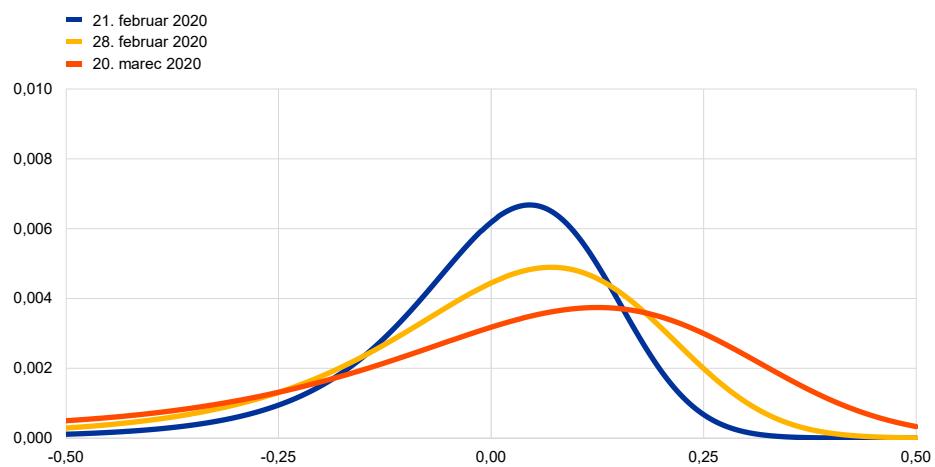
povečan strah pred zlomom trga.<sup>30</sup> Do 20. marca, tj. po objavi precejšnjih ukrepov denarne in javnofinančne politike in po strmem padcu delniških trgov, je ostal spodnji rep do tveganja nevtralne gostote bolj ali manj nespremenjen, vendar je postala porazdelitev bolj asimetrično obrnjena navzgor, kar kaže na povečano pričakovanje okrevanja donosnosti lastniških vrednostnih papirjev.<sup>31</sup>

### Graf B

#### Do tveganja nevtralna gostota indeksa Euro Stoxx 50 na podlagi opcij

Za opcije, ki se iztečejo čez približno eno leto

(gostota)



Viri: Izračuni avtorjev in Refinitiv.

Opomba: Do tveganja nevtralna gostota prihodnjih donosnosti lastniških vrednostnih papirjev, izloženih iz dnevnih cen nakupnih in prodajnih opcij, s katerimi se trguje na trgu Euro Stoxx 50.

### Kazalnik nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve

**Kazalnik naklonjenosti ali nenaklonjenosti vlagateljev tveganju se lahko izpelje s primerjanjem do tveganja nevtralne gostote z oceno fizične gostote donosnosti lastniških vrednostnih papirjev.** Do tveganja nevtralna gostota in fizična gostota sta medsebojno povezani prek cenovnega jedra, ki vsebuje naklonjenost vlagateljev tveganju. Fizična gostota predstavlja presojo vlagateljev glede verjetnosti prihodnjega gibanja cen. Pričakovanja o fizični gostoti ni mogoče določiti na podlagi tržnih cen, saj tudi tržne cene vsebujejo naklonjenost vlagateljev tveganju. Raziskovalci za oceno takšne gostote uporabljajo statistične metode.<sup>32</sup>

<sup>30</sup> Veliko povečanje variance, pri čemer so vlagatelji vračunali večjo verjetnost obeh repov porazdelitve, je zasenčilo povečanje asimetrije.

<sup>31</sup> Podobno se pokaže pri donosnosti lastniških vrednostnih papirjev, izloženih iz opcij, zapadlih v krajsih obdobjih, na primer s preostalo življenjsko dobo od 10 do 20 dni.

<sup>32</sup> Glej na primer Barone-Adesi, G., Engle, R. F., in Mancini, L., »A GARCH Option Pricing Model with Filtered Historical Simulation«, *The Review of Financial Studies*, letnik 21, št. 3, 2008, str. 1223–1258.

Tukaj je uporabljen model GARCH (*generalised autoregressive conditional heteroscedasticity*).<sup>33</sup>

**Kazalnik nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve se izračuna s primerjavo levega repa do tveganja nevtralne porazdelitve in fizične porazdelitve.** Vlagatelji so nenaklonjeni tveganju, če večjo do tveganja nevtralno verjetnost pripisujejo neugodnim dogodkom v primerjavi s fizično gostoto. Ker so vlagatelji, nenaklonjeni tveganju v repu porazdelitve, pripravljeni plačati premijo, da se zavarujejo pred škodo, povezano z neugodnimi rezultati, bo do tveganja nevtralna verjetnost precenjevala fizično verjetnost negativnih dogodkov v repu porazdelitve. Pri donosnosti lastniških vrednostnih papirjev v obdobju treh mesecev opazujemo gibanje levega repa do tveganja nevtralne in fizične gostote. Indeks nenaklonjenosti vlagateljev negativnemu tveganju v repu porazdelitve se izračuna kot območje na levi strani točke do tveganja nevtralne gostote, ki ustreza najnižjemu desetemu percentilu fizične porazdelitve donosnosti (normalizirano z 0,1, tj območje fizične gostote).<sup>34</sup> Indeks nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve, ki je večji od ena, kaže, da je vlagatelje strah, da se bodo uresničili negativni dogodki v repu porazdelitve, zato so se pripravljeni zavarovati pred tem pojavom tako, da plačajo več, kot bi bilo upravičeno s preteklo verjetnostjo.<sup>35</sup> Nasprotno pa je vrednost indeksa med ena in nič lahko skladna z razmerami, ko je naklonjenost tveganju visoka.

<sup>33</sup> Modeli GARCH upoštevajo grozde volatilnosti, ki se zlasti v kriznih obdobjih ponavadi pojavijo v serijah donosnosti finančnega premoženja. S tem modelom se za vsak datum simulira določeno število prihodnjih smeri donosnosti lastniških vrednostnih papirjev, do ročnosti najdaljše opcije, s katero se tisti dan trguje na trgu. Iz teh donosnosti se za dano ročnost pripravi prihodnja fizična gostota z oceno jedra. Oceni se pričakovana fizična gostota donosnosti lastniškega vrednostnega papirja s simulacijo njihovega prvega in drugega trenutka z uporabo vseh preteklih napak standardiziranih ostankov, pridobljenih s prilagoditvijo stopnje spremembe delniškega indeksa s pogojnim standardnim odklonom na podlagi modela GARCH. Ker bi bila lahko s tem ob prisotnosti spodbud ekonomskeih politik varianca napak precenjena, je druga možnost ta, da se da večja utež napakam, zabeleženim v prvi fazi programa nakupa vrednostnih papirjev leta 2015, ali zmanjša varianca napak tako, da se upošteva zmanjšanje pričakovanih tveganj.

<sup>34</sup> Postopek je naslednji: (i) določi se donosnost, povezana z najnižjim desetim percentilom v fizični distribuciji, (ii) ta donosnost se poišče v do tveganju nevtralni distribuciji in izračuna območje na levi strani, (iii) to območje se deli z 0,1 (kar predstavlja območje na levi strani desetega percentila v fizični distribuciji).

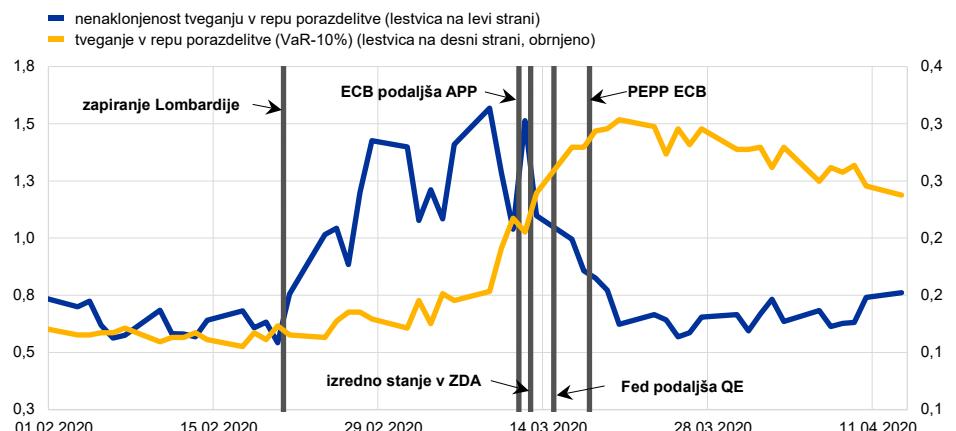
<sup>35</sup> Če je kazalnik manjši od ena, so se vlagatelji še vedno pripravljeni zavarovati pred pojavom negativnih dogodkov v repu porazdelitve, vendar samo po nižji ceni, kakor je ta, ki je izpeljana iz pretekle verjetnosti. Kazalnik, enak ena, ustreza do tveganja nevtralnemu vlagatelju.

### Graf C

Euro Stoxx 50: kazalnik nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve in tveganje v repu porazdelitve

Za opcije, ki se iztečejo čez 10 do 20 dni

(indeks)



Viri: Izračuni avtorjev in Refinitiv.

Opombe: »APP« pomeni program nakupa vrednostnih papirjev, »podaljšanje APP« ukrepe ECB, objavljene 12. marca 2020; »PEPP« pomeni izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, objavljen 18. marca 2020; »QE« pomeni kvantitativno rahljanje, »VaR« pa tvegana vrednost (deseti percentil). Zadnji podatki se nanašajo na 13. april 2020.

**Ocenjena nenaklonjenost tveganju v repu porazdelitve se je od druge polovice februarja bistveno povečala. Sredi marca se je ob uvedbi ukrepov ekonomskih politik na obeh straneh Atlantika preobrnila in se vrnila na ravni, zabeležene v začetku februarja.** V grafu C je prikazan ocenjeni kazalnik tveganja v repu porazdelitve, opredeljen kot (obrnjen) deseti percentil fizične porazdelitve donosnosti indeksa Euro Stoxx 50, skupaj z merilom tveganja v repu porazdelitve. Na začetku, ko je bil koronavirus večinoma omejen na nekatere regije na Kitajskem, ni bilo mogoče zaznati razburjenja na trgih, saj se nenaklonjenost tveganju v repu porazdelitve praktično ni povečala. Ob izbruhu pandemije v Evropi se je pripravljenost vlagateljev k prevzemanju tveganja bistveno zmanjšala, kar se je pokazalo v povečanju indeksa nenaklonjenosti tveganju v repu porazdelitve od 21. februarja – to je od začetka zapiranja nekaterih delov italijanske dežele Lombardije. Približno sredi marca se je cena tveganja v levem repu porazdelitve začela ponovno zmanjševati, ko je bila na obeh straneh Atlantika objavljena vrsta ukrepov javnofinančne in denarne politike. Nasprotno je ostalo samo tveganje v repu porazdelitve na splošno nespremenjeno do začetka marca, potem se je začelo močno povečevati in je ostalo visoko tudi po uvedbi spodbud. Ena od razlag je, da so ukrepi, ki so jih sprejele centralne banke in vlade, uspeli vzdrževati naklonjenost vlagateljev tveganju ter s tem umiriti začetno rast cene tveganja in jo vrniti na vrednosti, ki so prevladovale približno sredi februarja. Cena tveganja se je zmanjšala kljub povečanju obsega tveganja, kar je pripomoglo k zmanjšanju vpliva šoka na finančne trge.

### 3 Pandemija COVID-19 in dostop malih in srednje velikih podjetij do financiranja: kaj kažejo anketni podatki

Pripravili Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando in Juan Angel García

**Posledice izbruha pandemije koronavirusa (COVID-19) za svetovno gospodarsko aktivnost so dramatične.** Vlade po svetu so v poskusu zaježitve širjenja okužb s COVID-19 uvedle ukrepe socialnega distanciranja in omejevanja gibanja ter odpovedale javne prireditve. Meje so se zaprle tudi znotraj Evrope. K povečanju učinka šoka na strani povpraševanja in ponudbe so verjetno prispevale tudi negotovost glede prihodnjega razvoja pandemije in motnje v dobavnih verigah. Poslovna aktivnost številnih podjetij je bila močno motena, kar je po vsem svetu negativno vplivalo na gospodarsko rast kot še nikoli prej.

**Zadnja anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) poroča o poslabšanju poslovne aktivnosti malih in srednje velikih podjetij (MSP) v obdobju poročanja od oktobra 2019 do marca 2020.<sup>36</sup>** Ker se je anketa izvajala od 2. marca do 8. aprila, so podjetja v določeni meri lahko poročala o vplivu krize. Vendar pa lahko rezultati ankete, kar zadeva vprašanja za nazaj, prikažejo le delne posledice krize, ker se je obdobje poročanja praktično zaključilo pred napredovanjem krize.

**Če pogledamo nazaj, so MSP v euroobmočju prvič od začetka leta 2014 zabeležila padec prihodkov od prodaje.** V neto odstotkih<sup>37</sup> je sprememba prihodkov od prodaje znašala -2% (v primerjavi z 20% v prejšnji anketi) v euroobmočju kot celoti (glej graf A). Kljub nekaterim razlikam med državami je bilo poslabšanje splošno. Največji padec je zabeležila Italija, sledijo ji Slovaška, Grčija in Španija, medtem ko je v Nemčiji in Franciji na splošno veliko manjši delež MSP poročal o povečanju prihodkov od prodaje.

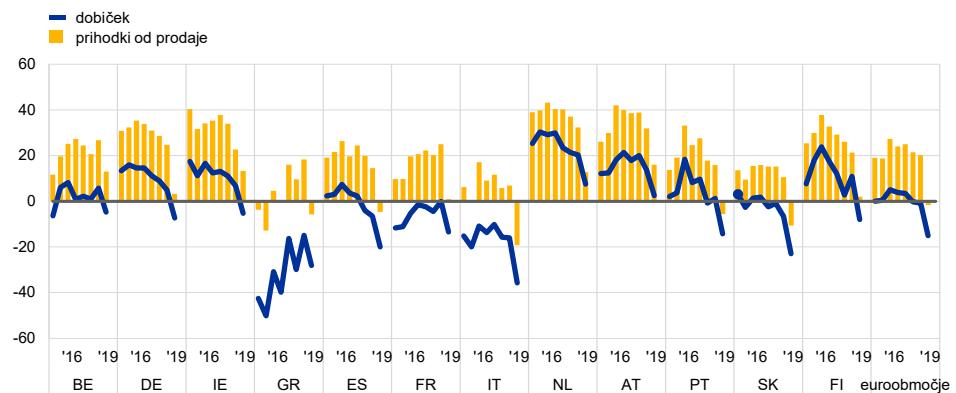
<sup>36</sup> Dvaindvajseta anketa SAFE se je izvajala od 2. marca do 8. aprila 2020, nanašala pa se je na obdobje od oktobra 2019 do marca 2020. Celoten vzorec za euroobmočje je obsegal 11.236 podjetij, od katerih jih je 10.287 (92%) imelo manj kot 250 zaposlenih. Za izčrpnejši pregled najnovejših rezultatov glej [anketo o dostopu podjetij do financiranja](#), ECB, maj 2020. Dodatne informacije o anketnih rezultatih v zadnjih desetih letih so tudi v spremnem članku z naslovom »Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data« v tej številki Ekonomskega biltena.

<sup>37</sup> Neto vrednost ali neto odstotek sta opredeljena kot razlika med deležem podjetij, ki so pri določenem dejavniku poročala o povečanju, in podjetij, ki so poročala o zmanjšanju.

## Graf A

### Spremembe v prihodkih od prodaje in dobičku v MSP v državah euroobmočja

(v preteklih šestih mesecih; neto odstotek anketirancev)



Vir: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Osnova so vsa MSP. Navedeni so rezultati od petnajste (od aprila do septembra 2016) do dvaindvajsete ankete (od oktobra 2019 do marca 2020). Neto odstotek je razlika med deležem podjetij, ki so pri določenem dejavniku poročala o povečanju, in podjetij, ki so poročala o zmanjšanju.

**V vseh državah in sektorjih gospodarstva se je zmanjšala tudi dobičkonosnost MSP.** Ob zmanjševanju prihodkov od prodaje so visoki stroški dela (o tem je poročalo neto 46% podjetij) in drugi vhodni stroški (45%) kljub spodbujevalnim pogojem financiranja vplivali na dobiček MSP v celotnem euroobmočju (z -1% na -15%). Zmanjšanje dobička je bilo zlasti veliko v grških, španskih, italijanskih in slovaških MSP. Na sektorski ravni je videti, da je zmanjšanje dobička najbolj prizadelo industrijo (z -7% na -20%), in sicer zlasti v Italiji. Tudi v sektorju trgovine je neto 19% MSP v euroobmočju poročalo o zmanjšanju dobička, s tem da je ta odstotek v Italiji dosegel 37%, v Španiji pa 30%.

**Slabšanje finančnega položaja in makroekonomskega okolja med MSP sproža zaskrbljenost glede dostopa do financiranja.** Poslabšanje prihodkov od prodaje in dobička v MSP euroobmočja je bilo prvič po septembru 2014 zaznano kot ovira pri pridobivanju zunanjega financiranja (s 5% na -18%), in sicer zlasti med španskimi, italijanskimi in portugalskimi MSP. Poleg tega so MSP zabeležila, da so gibanja splošnih gospodarskih obetov negativno vplivala na dostop do financiranja (s 13% na -30%), tj. delež, kakršnega ni bilo od marca 2013. Poslabšanje je bilo razširjeno v vseh državah (zlasti v Nemčiji, Italiji in na Finskem) in sektorjih, pri čemer je v industriji znašalo -31%, v gradbeništvu -21%, storitvenem sektorju -31% in trgovini -30%. V primerjavi z večjimi podjetji so bila MSP in zlasti mikropodjetja videti bolj zaskrbljena glede neugodnega vpliva gibanj v prodaji in dobičku na dostop do zunanjega financiranja.

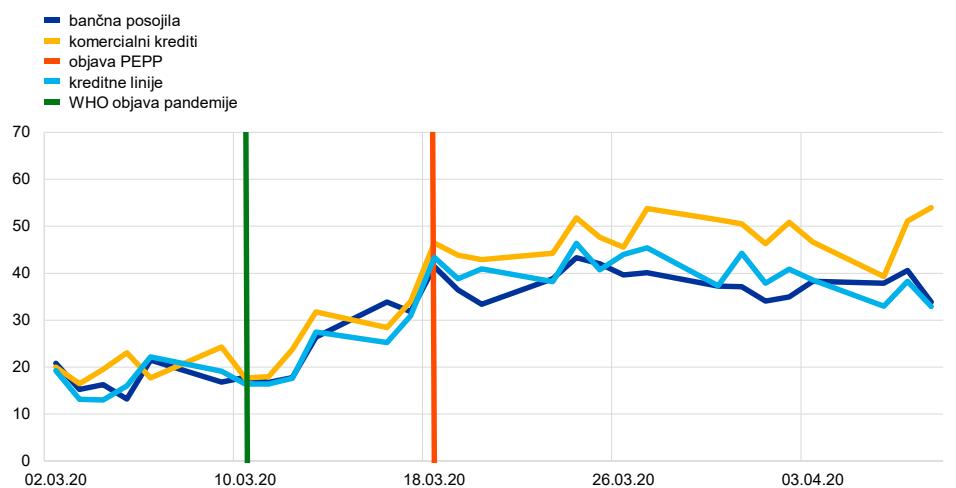
**Pričakovanja podjetij glede dostopa do financiranja v bližnji prihodnosti jasneje osvetljujejo resnost krize zaradi COVID-19.** Pandemija, ki jo je Svetovna zdravstvena organizacija (WHO) razglasila 11. marca, in poznejša okrepitev zajezitvenih ukrepov v euroobmočju sta v veliki meri sovpadali z izvajanjem zadnje ankete SAFE. Zato lahko odgovori na vprašanja, ki se nanašajo na preteklost, le deloma pokažejo motnje v poslovni aktivnosti. Element ankete, ki je usmerjen v prihodnost, je zajel tekoče in pričakovano poslabšanje gospodarskih razmer.

**Če pogledamo zlasti dnevne odgovore, so se pričakovanja v euroobmočju začela strmo slabšati takoj potem, ko je WHO razglasila pandemijo, čemur so sledili omejevanje gibanja in mejne kontrole v večjem delu Evrope.** Spremembe pričakovanj podjetij po izbruhu pandemije so bile analizirane na podlagi datumov poročanja anketiranih podjetij v času izvajanja ankete.<sup>38</sup> Na dan, ko je WHO razglasila pandemijo, je v povprečju 17% podjetij pričakovalo poslabšanje dostopnosti bančnih posojil in kreditnih linij, 20% pa jih je pričakovalo poslabšanje dostopnosti komercialnih kreditov (glej graf B). Do 18. marca, ko je ECB objavila izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), je ta odstotek znašal že 41% za bančna posojila, 43% za kreditne linije in 46% za komercialne kredite.

### Graf B

Podjetja, ki v času izvajanja ankete pričakujejo poslabšanje razpoložljivosti zunanjega financiranja v naslednjih šestih mesecih

(ocena v odstotkih)



Vir: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Ocenjeni odstotki se nanašajo na učinke kontrole logistične regresije tehtnih najmanjših kvadratov v določenem času za učinke v določenem času in državi. Žadnja tri opažanja (6.–8. april) se nanašajo na podvzorec držav (Nemčija, Grčija, Španija, Francija in Slovaška), ker so bili razgovori z drugimi državami že zaključeni do 3. aprila.

**Videti je bilo, da se je poslabšanje pričakovanega dostopa do financiranja, vsaj kar zadeva bančna posojila in kreditne linije, izravnalo po objavi programa PEPP.** Čeprav ni mogoče sklepati, da je objava programa PEPP neposredno vplivala na pričakovanja podjetij, je videti, da se je od tega datuma nekoliko ublažil pesimističen pogled na bančne produkte. Nasprotno je poslabšanje pričakovanj glede razpoložljivosti komercialnih kreditov vztrajalo še nekaj časa, večinoma pa je odražalo napeta dobavna razmerja s pričakovanimi zamudami pri poravnavanju obveznosti zaradi krize.

**Pričakovanja podjetij glede razpoložljivosti financiranja v prihodnjih šestih mesecih so zabeležila strmo poslabšanje v primerjavi s pozitivnimi trendi, zabeleženimi od konca državne dolžniške krize (glej graf C).** Medtem ko je

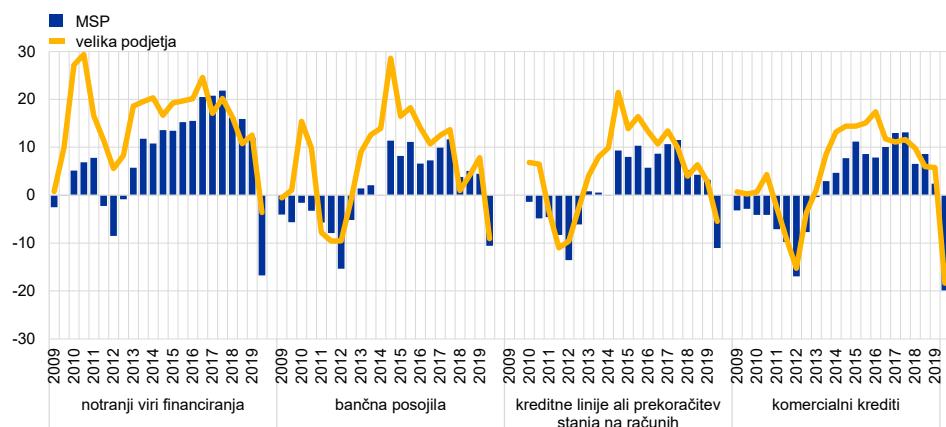
<sup>38.</sup> Kar zadeva odstotke, navedene v grafu, je treba pri posledicah za posamezno državo upoštevati različne stopnje izrednega stanja po državah.

poslabšanje razvidno pri notranjih in tudi zunanjih virih financiranja, med njima obstajajo razlike.<sup>39</sup>

### Graf C

#### Spremembe v pričakovani razpoložljivosti financiranja za podjetja v euroobmočju

(v prihodnjih šestih mesecih; neto odstotek anketirancev)



Vir: ECB in Evropska komisija, SAFE.

Opombe: Osnova so podjetja, ki uporabljajo zadevni instrument. Navedeni so rezultati od prve (od aprila do septembra 2009) do dvaindvajsete ankete (od oktobra 2019 do marca 2020).

**Kar zadeva notranje vire financiranja, so MSP poročala o precejšnjem neto zmanjšanju pričakovane razpoložljivosti sredstev (z 12% na -17%).** To je verjetno posledica dejavnikov, ki bodo po pričakovanjih zavirala gospodarsko aktivnost, kar ima večje posledice za dobičkonosnost podjetij. Razen na Nizozemskem je poslabšanje razširjeno v vseh državah, pri čemer je največji delež zabeležen na Portugalskem (-26%), v Franciji (-23%) in Italiji (-21%). Na splošno je poslabšanje razpoložljivosti notranjih virov financiranja večje kakor na najnižji točki, zabeleženi v času državne dolžniške krize (od aprila do septembra 2012), ko je o poslabšanju poročalo 9% MSP.

**Poslabšala se je tudi pričakovana razpoložljivost zunanjih virov financiranja, čeprav manj kot notranjih.** MSP v euroobmočju so poročala o neto zmanjšanju (-11%) pri bančnih produktih, in sicer kar zadeva bančna posojila, kreditne linije in prekoračitve stanja na računu. Sorazmerno manjše poslabšanje v primerjavi z notranjimi viri financiranja bi lahko bilo posledica pozitivnih učinkov spodbujevalno naravnane denarne politike in različnih državnih programov, objavljenih od začetka pandemije. Kar zadeva komercialne kredite, MSP na splošno pričakujejo precejšnje zmanjšanje (-20%), kar bi lahko bilo posledica pričakovanih motenj v rednem poslovanju, to pa vpliva tudi na razmerja med podjetji. O največjem zmanjšanju pričakovane razpoložljivosti zunanjega financiranja so poročala španska, italijanska, portugalska in slovaška MSP. Zmanjšanje prihodnjega dostopa do bančnih posojil je bilo bolj omejeno kakor leta 2012, ko je o poslabšanju razpoložljivosti poročalo neto 15% MSP. Pri komercialnih kreditih je poslabšanje že rahlo bolj izraženo kakor v predhodni krizi leta 2012, ko je zmanjšanje pričakovalo neto 17% MSP.

<sup>39</sup> Videti je, da so najbolj pesimistična podjetja v storitvenem sektorju, verjetno zaradi posebej neugodnih posledic ukrepov omejevanja gibanja. Z vidika velikosti podjetij so po anketi najbolj prizadeta mikropodjetja, medtem ko velika podjetja o poslabšanju poročajo v manjši meri.

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 29. januarja do 5. maja 2020

**Pripravila Svetla Daskalova in Marco Weißler**

**V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, ki sta trajali od 29. januarja do 5. maja.** Kot odziv na koronavirusno krizo (COVID-19) in zaradi povečane volatilnosti na finančnih trgih se je Eurosistem odločil sprejeti nabor ukrepov za ublažitev pogojev financiranja in povečanje razpoložljive likvidnosti v vseh sektorjih in jurisdikcijah v obeh obravnavanih obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv.

**Eurosistem je v okviru ukrepov denarne politike, povezanih s COVID-19, na strani povečevanja likvidnosti napovedal spremembe obstoječih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ter uvedel vrsto dodatnih avkijskih postopkov in širok nabor ukrepov za ublažitev pogojev glede zavarovanja terjatev za nasprotne stranke Eurosistema.** Za zagotovitev takojšnje likvidnostne podpore bankam in za ohranitev dobrih razmer na denarnih trgih so bili 12. marca ublaženi pogoji v operacijah CUODR III in uvedena nova serija dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Ti ukrepi naj bi se med zadnjimi pretresi na denarnih trgih uporabljali kot varovalni mehanizem. Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja se izvajajo enkrat tedensko in bodo zapadle 24. junija 2020, s čimer se bo učinkovito premostilo obdobje do poravnave četrte operacije iz serije CUODR III.<sup>40</sup>

**Kar zadeva nakupe vrednostnih papirjev, je ECB poleg 12. marca sprejetega začasnega svežnja neto nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev v obsegu 120 milijard EUR 18. marca objavila tudi nov izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v skupnem obsegu 750 milijard EUR, ki naj bi trajal vsaj do konca leta 2020.**

Namen dodatnih nakupov je ublažiti tveganja za transmisijski mehanizem denarne politike v euroobmočju, ki izvirajo iz krize zaradi COVID-19. Ti nakupi se bodo izvajali fleksibilno in jih bo mogoče povečati, če se bo kriza nadaljevala tudi po koncu leta.<sup>41</sup>

**Da bi Eurosistem dodatno izboljšal pogoje financiranja na svetovnem trgu financiranja v ameriških dolarjih, je v sodelovanju z ameriško, britansko japonsko, kanadsko in švicarsko centralno banko povečal zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih prek obstoječih linij zamenjav za zagotavljanje dolarske likvidnosti.** Poleg tega je ECB vzpostavila linije zamenjav za zagotavljanje eurske likvidnosti z več centralnimi bankami v EU. Usklajeni ukrepi za izboljšanje obstoječega zagotavljanja likvidnosti v ameriških dolarjih so bili objavljeni 15. marca, z njimi pa se je znižala cena likvidnosti v ameriških dolarjih in uvedla dodatna operacija za zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih z zapadlostjo 84 dni. Poleg tega je bila

<sup>40</sup> Pozneje, 30. aprila, so bile dodatno na novo kalibrirane ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) in uvedene nove izredne neciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO) z namenom dodatno podpreti realno gospodarstvo in prispevati k nemotenemu delovanju denarnih trgov. Ukrepa bosta vplivala na zagotavljanje likvidnosti šele od tretjega obdobia izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020.

<sup>41</sup> Dejansko je Svet ECB 4. junija sklenil povečati obseg izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji za 600 milijard EUR in podaljšati njegovo izvajanje najmanj do konca junija 2021.

20. marca pogostost sedemdnevnih operacij za zagotavljanje likvidnosti v ameriških dolarjih povečana s tedenske na dnevno. Ti ukrepi so prispevali k precešnji ublažitvi pogojev financiranja na trgih financiranja v ameriških dolarjih.

## Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.613,4 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A).** To je bilo za 107,7 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. v zadnjih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019). Neto avtonomni dejavniki so se povečali za 106,3 milijarde EUR na 1.477,8 milijarde EUR, obvezne rezerve pa za 1,4 milijarde EUR na 135,7 milijarde EUR.

**K likvidnosti v prvih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 so prispevali predvsem povečevanje vlog države, povpraševanje po bankovcih, nakupi vrednostnih papirjev in nova serija dodatnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.** Umikanje likvidnosti z avtonomnimi dejavniki se je v povprečju povečalo za 106,3 milijarde EUR, k čemur je prispeval predvsem izjemen porast vlog države (za 101,7 milijarde EUR) kot posledica preudarnega upravljanja državnih denarnih sredstev zaradi pandemije COVID-19. Ob tem je večje povpraševanje po bankovcih prispevalo k nadaljnemu umiku likvidnosti v višini 27,7 milijarde EUR, saj je bilo ponovoletno sezonsko zmanjšanje imetij bankovcev v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv odtehtano s povečanjem v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. So pa imela gibanja avtonomnih dejavnikov na strani aktive blag nasprotni učinek, saj so se ti dejavniki neto povečali za 23,7 milijarde EUR. Neto aktiv v eurih se je zmanjšala za 51,9 milijarde EUR, medtem ko se je neto tuja aktivna povečala za 75,6 milijarde EUR ter deloma nadomestila umik likvidnosti z vlogami države in bankovci. Gibanja na strani aktive v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv so bila predvsem posledica večjega povpraševanja v operacijah zagotavljanja likvidnosti v ameriških dolarjih, katerih skupno stanje je do konca drugega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 znašalo 142 milijard EUR.

**Tabela A**  
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

**Pasiva**

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 29. januar 2020–5. maj 2020				Prejšnje obravnavano obdobje: 30. oktober 2019– 28. januar 2020
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 29. januar–17. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. marec–5. maj	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>2.510,3</b> <b>(+130,0)</b>	<b>2.421,8</b> <b>(+46,9)</b>	<b>2.598,7</b> <b>(+176,9)</b>	<b>2.380,2</b> <b>(-0,4)</b>	
Bankovci v obtoku	1.299,5 (+27,7)	1.277,1 (-5,1)	1.321,9 (+44,7)	1.271,8 (+20,0)	
Vloge države	321,5 (+101,7)	268,6 (+56,7)	374,4 (+105,8)	219,8 (-62,7)	
Drugi avtonomni dejavniki <sup>1</sup>	889,3 (+0,6)	876,1 (-4,8)	902,5 (+26,3)	888,7 (+42,3)	
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	<b>1.595,6</b> <b>(+85,5)</b>	<b>1.506,7</b> <b>(+17,5)</b>	<b>1.684,5</b> <b>(+177,8)</b>	<b>1.510,1</b> <b>(+284,9)</b>	
Obvezne rezerve	<b>135,7</b> <b>(+1,4)</b>	<b>135,7</b> <b>(+1,2)</b>	<b>135,7</b> <b>(+0,1)</b>	<b>134,3</b> <b>(+1,7)</b>	
Odprta ponudba mejnega depozita	<b>258,2</b> <b>(+1,8)</b>	<b>244,6</b> <b>(-10,0)</b>	<b>271,8</b> <b>(+27,2)</b>	<b>256,4</b> <b>(-253,6)</b>	
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	<b>0,0</b> <b>(+0,0)</b>	

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbljžjo 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.

## Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 29. januar 2020–5. maj 2020				Prejšnje obravnavano obdobje: 30. oktober 2019– 28. januar 2020	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 29. januar–17. marec	Druge obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. marec–5. maj	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.032,8</b> <b>(+23,7)</b>	<b>1.025,1</b> <b>(+29,7)</b>	<b>1.040,5</b> <b>(+15,5)</b>	<b>1.009,1</b> <b>(+55,1)</b>		
Neto tuja aktiva	846,7 (+75,6)	767,1 (-1,4)	926,3 (+159,2)	771,1 (+33,2)		
Neto aktiva v eurih	186,1 (-51,9)	257,9 (+31,1)	114,2 (-143,7)	238,0 (+21,9)		
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>3.467,2</b> <b>(+195,0)</b>	<b>3.284,0</b> <b>(+25,9)</b>	<b>3.650,5</b> <b>(+366,5)</b>	<b>3.272,2</b> <b>(-22,4)</b>		
Operacije odprtega trga	3.467,2 (+195,0)	3.284,0 (+25,9)	3.650,5 (+366,5)	3.272,2 (-22,4)		
Avkcijski postopki	741,8 (+97,7)	617,3 (-1,8)	866,3 (+249,0)	644,0 (-39,9)		
Operacije glavnega refinanciranja	1,0 (-1,3)	1,4 (-1,5)	0,6 (-0,8)	2,3 (-0,2)		
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	3,1 (-0,3)	4,0 (-0,3)	2,3 (-1,7)	3,4 (+0,5)		
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	471,1 (-118,8)	510,8 (-0,0)	431,4 (-79,4)	589,8 (-87,3)		
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	150,4 (+101,9)	101,1 (+0,0)	199,7 (+98,6)	48,5 (-47,2)		
Dodatevne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	116,2 (+116,2)	0,0 (+0,0)	232,4 (+232,4)	0,0 (+0,0)		
Dokončni portfelji	2.725,4 (+97,3)	2.666,7 (+27,6)	2.784,2 (+117,6)	2.628,2 (+17,5)		
Prvi program nakupa kritih obveznic	1,1 (-0,9)	1,3 (-0,4)	0,9 (-0,5)	2,0 (-0,8)		
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,9 (-0,0)	2,9 (+0,0)	2,9 (-0,0)	2,9 (-0,3)		
Treći program nakupa kritih obveznic	273,0 (+9,2)	269,9 (+5,1)	276,1 (+6,3)	263,8 (+2,8)		
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	42,2 (-5,6)	43,9 (-4,0)	40,6 (-3,3)	47,9 (-4,9)		
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	29,9 (+1,7)	28,5 (-0,0)	31,2 (+2,7)	28,2 (+2,1)		
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.150,7 (+50,8)	2.126,5 (+18,9)	2.174,9 (+48,4)	2.099,9 (+12,3)		
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	199,0 (+15,6)	193,7 (+8,0)	204,4 (+10,7)	183,5 (+6,2)		
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	26,6 (+26,6)	0,0 (+0,0)	53,2 (+53,2)	0,0 (+0,0)		
Mejno posojilo	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 najblžjo 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: 29. januar 2020–5. maj 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 30. oktober 2019– 28. januar 2020	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 29. januar–17. marec	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. marec–5. maj	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe <sup>1</sup>	1.613,4 (+107,7)	1.532,6 (+18,3)	1.694,2 (+161,6)	1.505,7 (-53,7)			
Neto avtonomni dejavniki <sup>2</sup>	1.477,8 (+106,3)	1.397,0 (+17,2)	1.558,5 (+161,6)	1.371,4 (-55,4)			
Presežna likvidnost <sup>3</sup>	1.853,8 (+87,3)	1.751,3 (+7,5)	1.956,3 (+205,0)	1.766,5 (+31,3)			

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: 29. januar 2020–5. maj 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 30. oktober 2019– 28. januar 2020	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 29. januar–17. marec	Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. marec–5. maj	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	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)	0,25 (+0,00)		
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (-0,05)	
EONIA <sup>1</sup>	-0,451 (+0,00)	-0,454 (-0,00)	-0,449 (+0,01)	-0,454 (-0,05)			
€STR	-0,536 (+0,00)	-0,539 (+0,00)	-0,533 (+0,01)	-0,539 (-0,04)			

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

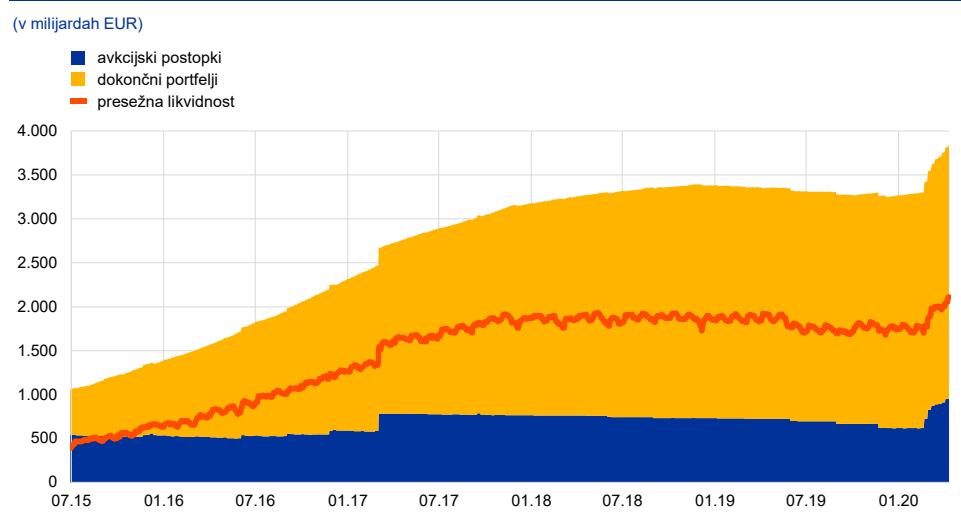
## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkijskimi postopki in portfelji denarne politike) se je povečal za 195 milijard EUR na 3.467,2 milijarde EUR (glej graf A).** Na skupno povečanje presežne likvidnosti v prvih dveh obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 so v podobnih zneskih prispevali avkijski postopki in Eurosistemovi dokončni nakupi. Glavni viri dodatne likvidnosti so bili dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ter nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev

javnega sektorja in novega izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji.

#### Graf A

##### Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtrega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 5. maj 2020.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je glede na prejšnje obravnavano obdobje povečal za 97,7 milijarde EUR.** Medtem ko je ostal v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 skoraj nespremenjen (zmanjšal se je za 1,8 milijarde EUR), se je v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečal za 249,0 milijarde EUR. K temu je prispevalo predvsem financiranje v višini 232,4 milijarde EUR iz novo uvedenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Poleg tega so bila 25. marca odplačana sredstva iz operacij CUODR II v višini 93 milijard EUR in pridobljena sredstva v operacijah CUODR III v višini 115 milijard EUR, tako da je injekcija neto likvidnosti v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povprečno znašala 19,2 milijarde EUR. Znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, se je glede na prejšnje obravnavano obdobje zmanjšal za 1,3 milijarde EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanega obsega operacij glavnega refinanciranja v prejšnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv ob koncu leta in večinoma v skladu z lanskoletnimi spremembami. Stanje trimesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je rahlo zmanjšalo, in sicer za 0,3 milijarde EUR.

**Hkrati so se zaradi izvajanja razširjenih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, potem ko je bil sprejet dodaten sveženj v obsegu 120 milijard EUR do konca leta 2020 in so se začeli izvajati nakupi v okviru novega izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, dokončni portfelji povečali za 97,3 milijarde EUR, in sicer z 2.628,2 milijarde EUR na 2.725,4 milijarde EUR.** Povprečna imetja so se v skladu z objavljenimi zneski nakupov povečala za 50,8 milijarde EUR na 2.150,7 milijarde EUR v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja in za 15,6 milijarde EUR na 199,0 milijarde EUR v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Poleg tega je Eurosistem 26. marca začel izvajati nakupe v okviru novega izrednega

programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. Do konca drugega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv je likvidnost, zagotovljena v okviru tega programa, v tem obdobju povprečno znašala 53,2 milijarde EUR, kar je enako tedenskim nakupom v višini skoraj 18 milijard EUR.

### Presežna likvidnost

**Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 87,3 milijarde EUR, in sicer s 1.766,5 milijarde EUR na 1.853,8 milijarde EUR (glej graf A).** K povečanju je prispevalo vse obsežnejše zagotavljanje likvidnosti z operacijami denarne politike, vključno z dokončnimi portfelji (195,0 milijarde EUR), medtem ko so avtonomni dejavniki prispevali k umikanju likvidnosti (106,3 milijarde EUR) v euroobmočju.

**Poleg tega se je presežna likvidnost v Eurosistemovi odprti ponudbi mejnega depozita povečala, a se je zaradi dvostopenjskega sistema obrestovanja imetij presežne likvidnosti njen relativni delež dodatno zmanjšal. Ker so iz negativnega obrestovanja po obrestni meri za mejni depozit izvzeta samo stanja na tekočih računih finančnih institucij do najvišje dovoljene ravni, finančne institucije sredstva še naprej raje shranjujejo na tekočih računih, pri čemer so se ta sredstva povečala za 85,5 milijarde EUR, kot v odprti ponudbi mejnega depozita, pri kateri je bilo povečanje le malenkostno, in sicer za 1,8 milijarde EUR.**

### Gibanje obrestnih mer

**V prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) ostala na splošno nespremenjena.** Svet ECB je v tem obdobju obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila ohranil nespremenjene. Zato je €STR ostala stabilna na ravni –53,6 bazične točke (glede na prejšnje obravnavano obdobje se je povečala za 0,3 bazične točke). EONIA, ki se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek, se je gibala vzporedno z €STR.

## 5

# Regionalna gibanja na trgu dela med veliko finančno krizo in poznejšim okrevanjem

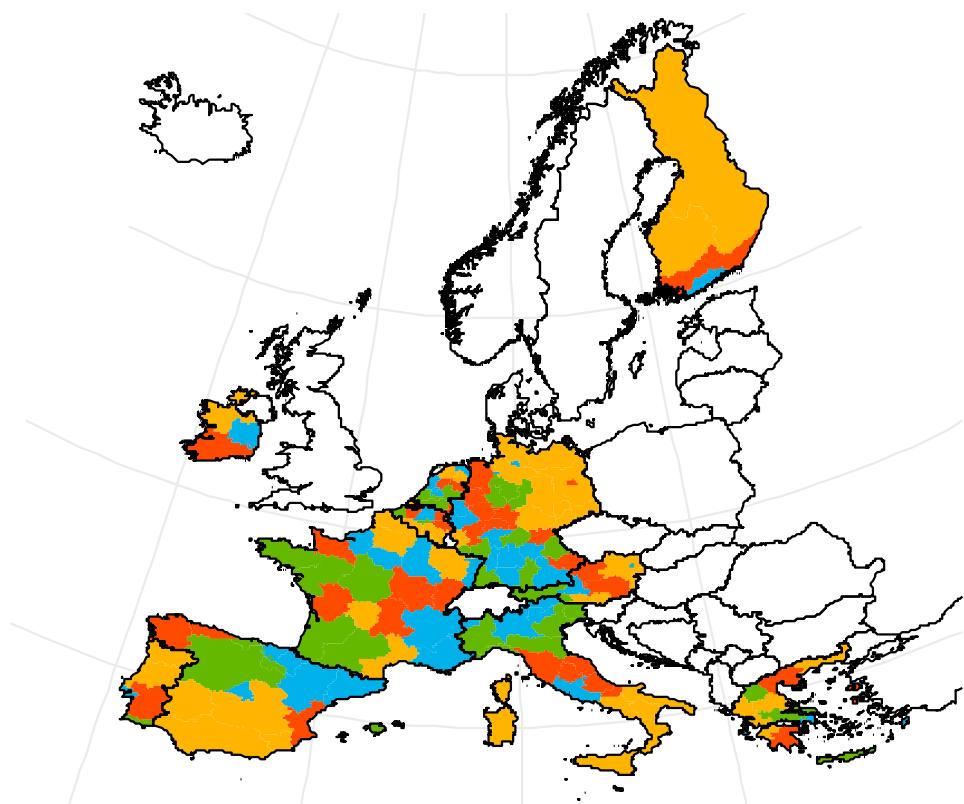
Pripravili Vasco Botelho, Claudia Foroni in Lara Vivian

**V tem okvirju so obravnavana regionalna gibanja na področju vložka dela v euroobmočju od leta 2007, tj. na vrhuncu konjunkture pred svetovno finančno krizo, do leta 2018.** Uporabljeni so kazalniki regionalnih trgov dela, ki so na voljo v letni regionalni podatkovni zbirki Evropske komisije (ARDECO).<sup>42</sup> Za namene primerjave smo regije razdelili na štiri ločene skupine (ali kvartile) glede na porazdelitev BDP na prebivalca v posameznih državah leta 2007 (glej sliko A). Te skupine se ne spreminja.

**Slika A**

Euroobmočje – regionalna porazdelitev BDP na prebivalca leta 2007

- spodnjih 25%
- 25% do 50%
- 50% do 75%
- zgornjih 25%



Viri: ARDECO in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Regije so razvrščene v skupine glede na porazdelitev BDP na prebivalca leta 2007 v posameznih državah.

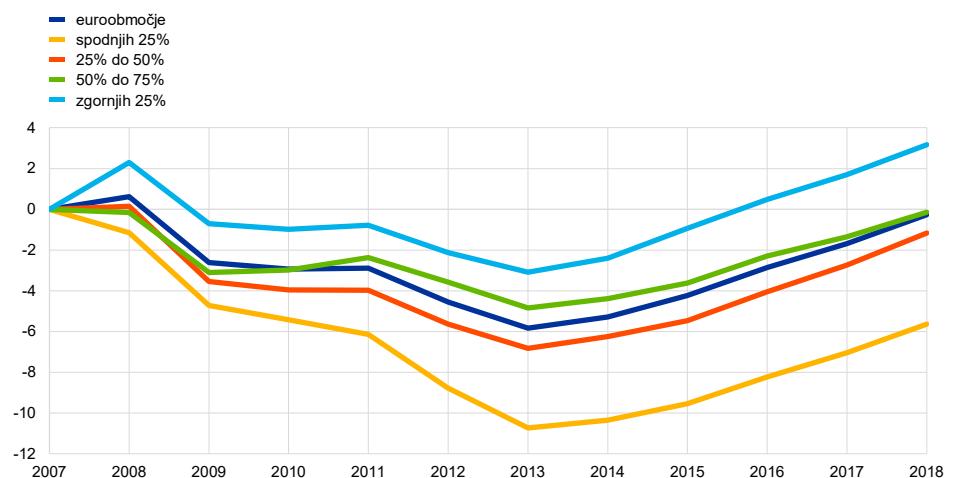
<sup>42</sup> Zbirko podatkov ARDECO je pripravil Generalni direktorat Evropske komisije za regionalno in urbano politiko, vzdržuje in ažurira pa jo Skupno raziskovalno središče. V tem okvirju so uporabljeni ažurirani podatki z dne 7. aprila 2020, osredotočen pa je na najbolj oddaljene regije, kot so bile leta 2016 opredeljene kot raven 2 v skupni klasifikaciji statističnih teritorialnih enot (NUTS2). V analizi obravnavane države so Belgija, Nemčija, Irska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska. Podatki za euroobmočje v celoti obsegajo regije v teh 11 državah euroobmočja skupaj. To so države, ki so leta 2007 sestavljale euroobmočje, razen Luksemburga in Slovenije.

**Do leta 2018 se je v regijah z najvišjim BDP na prebivalca skupno število opravljenih delovnih ur vrnilo na predkrizno raven, v drugih regijah pa je še naprej ostalo pod ravnijo iz leta 2007.**<sup>43</sup> Odziv skupnega števila opravljenih delovnih ur je v obdobju med letoma 2007 in 2018 asimetričen: izgube zaposlenosti v regijah v spodnjih 25% so v obdobju recesije večje od povečanja med poznejšim okrevanjem (glej graf A).<sup>44</sup> Med letoma 2007 in 2018 se je v regijah v spodnjem kvartilu skupno število opravljenih ur dela zmanjšalo za 5,6%, v regijah v zgornjem kvartilu pa se je povečalo za 3,2%. V srednjih dveh kvartilih je dinamika skupnega števila opravljenih delovnih ur podobna tisti za celotno euroobmočje, do leta 2018 pa se je vrnila na raven, ki je blizu ravni v letu 2007. Rezultat tega je, da se je delež skupnega števila opravljenih delovnih ur v regijah v zgornjem kvartilu povečal za 1,4 odstotne točke (z 38,7% leta 2007 na 40,1% leta 2018), delež v regijah v spodnjem kvartilu pa se je zmanjšal za 1,2 odstotne točke (s 23,2% leta 2007 na 22% leta 2018).

### Graf A

#### Regionalna gibanja skupnega števila opravljenih delovnih ur od 2007 do 2018

(os y: logaritemska stopnja rasti ravni, zabeleženih leta 2007)



Viri: ARDECO in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Regije so razvrščene v skupine glede na porazdelitev BDP na prebivalca v posameznih državah leta 2007. Podatki za euroobmočje so agregirani z uporabo podatkov iz 11 držav euroobmočja, naštetih v opombi 1.

**Manjše zmanjšanje skupnega števila opravljenih delovnih ur v bogatejših regijah med recesijo in razmeroma homogeno gibanje po regijah med okrevanjem bi lahko bilo posledica sprememb v stopnji zaposlenosti, zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur v obdobju recesije in regionalnih razlik na področju rasti prebivalstva v obeh obdobjih, ki sovpadajo z migracijo delovne sile iz revnejših v bogatejše regije.** Graf B prikazuje, kako so

<sup>43</sup> Razvrstitev regij v različne kvartile glede na porazdelitev BDP na prebivalca leta 2007 v državi ne vpliva na rezultate, ker rezultati analize, opisane v tem okvirju, veljajo tudi, če se regije porazdelijo v skupine glede na porazdelitev BDP na prebivalca leta 2007 v euroobmočju ali če se posamezna država umakne iz analize.

<sup>44</sup> V fazi krčenja (2007–2013) je povprečna medletna stopnja rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur znašala -0,5% v zgornjih 25% regij, -0,8% v regijah v skupini nad mediano, -1,1% v regijah pod mediano in -1,8% v regijah v spodnjih 25%. Povprečno zmanjšanje skupnega števila opravljenih delovnih ur med letoma 2007 in 2013 je v euroobmočju v celoti znašalo -0,97%. Hitrost rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur v obdobju okrevanja je bila v regijah v skupini zgornjih 25% regij hitrejša (1,2%) kot v preostalih regijah (okoli 1% na leto).

različni dejavniki prispevali k dinamiki skupnega števila opravljenih delovnih ur v štirih skupinah regij.<sup>45</sup> Stopnja zaposlenosti je kvantitativno najpomembnejši dejavnik spremembe skupnega števila opravljenih delovnih ur, ki predstavlja več kakor 50% – v vseh skupinah regij – zmanjšanja skupnega števila opravljenih delovnih ur v obdobju recesije in povečanja v obdobju okrevanja. Najvišji prispevek je bil v obdobju okrevanja v regijah v spodnjih 25%. Pomemben dejavnik zmanjšanja skupnega števila opravljenih delovnih ur v obdobju recesije v vseh regijah je bilo tudi zmanjšanje povprečnega števila opravljenih delovnih ur, s stabilizacijo po regijah po letu 2013 pa je bil vpliv v obdobju okrevanja omejen. Stopnja zaposlenosti in povprečno število opravljenih delovnih ur sta se kvantitativno gibala podobno po vseh skupinah regij. Gibanja na področju deleža aktivnega prebivalstva in rasti prebivalstva so v bogatejših regijah močneje prispevala k rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur kakor v revnejših. Rast prebivalstva se je monotonično večala s porazdelitvijo BDP na prebivalca, pri čemer je povprečna stopnja rasti, preračunana na letno raven, znašala od 0,1% v regijah v spodnjih 25% do 0,5% v regijah v zgornjih 25%, razlika v rasti prebivalstva pa se je v obdobju okrevanja med regijami povečala. Spremembe v deležu aktivnega prebivalstva so posnemale spremembe v stopnji rasti prebivalstva, čeprav je bil njihov prispevek kvantitativno manjši v obeh obdobjih. Ta dinamika je skladna z migracijskimi tokovi iz revnejših regij v bogatejše, pri čemer sta se število prebivalstva in tudi delež aktivnega prebivalstva v bogatejših regijah povečala na račun revnejših. Po drugi strani so migracijski tokovi prispevali k začetni rasti stopnje zaposlenosti in povprečnega števila opravljenih delovnih ur v revnejših regijah, medtem ko lahko dejavniki na strani povpraševanja ublažijo ali okrepijo učinek migracij na zaposlenost in število opravljenih delovnih ur v bogatejših regijah.

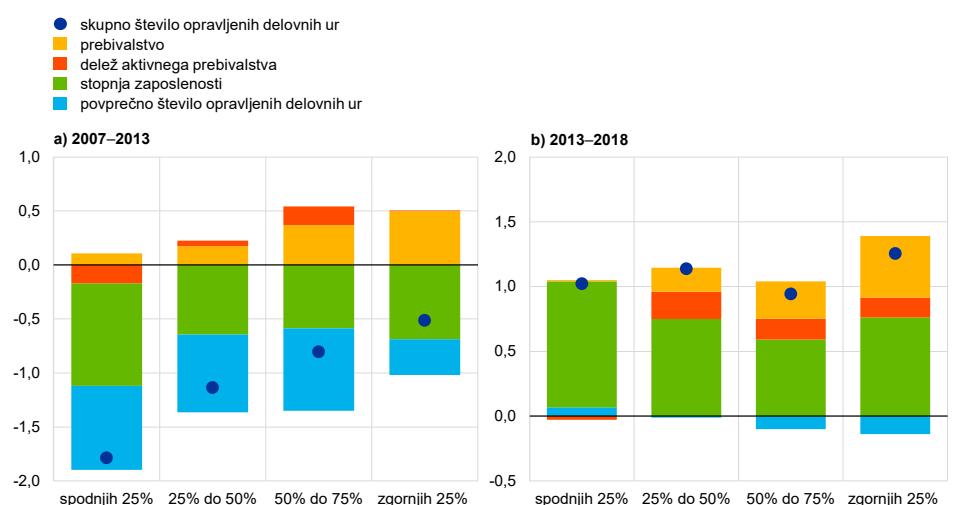
---

<sup>45</sup> Dolgoročne spremembe v skupnem številu opravljenih delovnih ur v določenem obdobju se lahko izrazijo kot vsota stopnje rasti prebivalstva v istem obdobju, sprememb v deležu aktivnega prebivalstva, sprememb stopnje zaposlenosti in stopnje rasti povprečnega števila opravljenih delovnih ur na delavca.

## Graf B

### Dejavniki dolgoročnih sprememb v regionalnem skupnem številu opravljenih delovnih ur

(os y: prispevek k rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur; v odstotkih; os x: skupine regij)



Viri: ARDECO in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Regije so razvrščene v skupine glede na porazdelitev BDP na prebivalca v posameznih državah leta 2007. Podatki za euroobmočje so agregirani z uporabo podatkov iz 11 držav euroobmočja, naštetihi v opombi 1.

**Vse večja vrzel med sredstvi za zaposlene po regijah je večinoma posledica regionalne razpršenosti dolgoročnih sprememb v skupnem številu opravljenih delovnih ur, pri čemer so stopnje rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro po regijah na splošno primerljive (glej tabelo A).** Delež sredstev za zaposlene v regijah v zgornjih 25% se je od leta 2007 do 2018 povečal za 0,7 odstotne točke, in sicer s 45,2% leta 2007 na 45,9% leta 2018. V regijah v spodnjih 25% se je v istem obdobju delež zmanjšal za približno 0,9 odstotne točke, in sicer z 18,1% leta 2007 na 17,2% leta 2018. Vse večja vrzel med sredstvi za zaposlene po regijah je predvsem posledica regionalnih gibanj na področju vložka dela. Stopnja rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro je dejansko primerljiva med regijami, med obdobjem krčenja pa je bila v regijah najbogatejših 25% celo nižja kakor v drugih regijah. To bi lahko razložili z dejstvom, da se je ponudba delovne sile v bogatih regijah povečala zaradi migracijskih tokov iz revnejših regij v bogatejše in migracij iz držav zunaj euroobmočja. Podobna stopnja rasti sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro po regijah bi lahko bila povezana z velikim povečanjem ponudbe delovne sile v bogatejših regijah in z blaženjem zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur v drugih regijah v obdobju krčenja. Gibanja sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro bi lahko bila povezana tudi z državo in panožno sestavo v skupinah regij, in torej z učinki politik trga dela, vzpostavljenih med veliko finančno krizo in v času okrevanja, med katerimi so programi skrajšanega delovnega časa in dogоворov, doseženih s plačnimi pogajanji.<sup>46</sup>

<sup>46</sup> Programi skrajšanega delovnega časa so verjetno vplivali na povečanje sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro, ker so omogočali večjo fleksibilnost pri zmanjšanju povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega v obdobju krčenja, hkrati pa so v istem času zavarovali plače delavcev. Hkrati bi lahko nacionalni dogovori, doseženi s plačnimi pogajanji, deloma razložili višjo rast plač na uro v spodnjih dveh kvartilih v primerjavi z regijami v zgornjih dveh kvartilih.

**Tabela A**

Rast skupnega števila opravljenih delovnih ur in sredstev za zaposlene v euroobmočju

	2007–2013 (letna logaritemska stopnja rasti, v odstotkih)			2013–2018 (letna logaritemska stopnja rasti, v odstotkih)		
	Sredstva za zaposlene (skupaj)	Skupno število opravljenih delovnih ur	Sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro (povprečje)	Sredstva za zaposlene (skupaj)	Skupno število opravljenih delovnih ur	Sredstva za zaposlene na opravljeno delovno uro (povprečje)
<b>Skupaj</b>	0,47	-0,97	1,44	1,88	1,12	0,77
<b>Zgornjih 25%</b>	0,66	-0,51	1,17	1,98	1,25	0,73
<b>Nad mediano</b>	0,72	-0,81	1,53	1,74	0,94	0,80
<b>Pod mediano</b>	0,39	-1,14	1,53	2,02	1,13	0,88
<b>Spodnjih 25%</b>	-0,24	-1,79	1,55	1,66	1,02	0,64

Vir: ARDECO in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Regije so razvrščene v skupine glede na porazdelitev BDP na prebivalca v posameznih državah leta 2007. Podatki za euroobmočje so agregirani z uporabo podatkov iz 11 držav euroobmočja, naštetih v opombi 1.

**Gibanje skupnega števila opravljenih delovnih ur je bilo v euroobmočju med letoma 2007 in 2018 na splošno zelo raznoliko: bogatejše regije so bile v obdobju recesije bolj zaščitene, revnejše pa si v obdobju okrevanja niso popolnoma opomogle.** Različna dinamika po regijah bi bila lahko posledica sprememb v stopnji zaposlenosti, zmanjšanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur v obdobju recesije in stabilnosti regionalnih razlik na področju rasti prebivalstva v obdobju recesije in obdobju okrevanja. Migracije iz revnejših v bogatejše regije v euroobmočju so bile najverjetneje dejavnik, ki je povzročal takšna gibanja, ter je verjetno prispeval tudi k povečanju regionalnih razlik na področju sredstev za zaposlene med letoma 2007 in 2018. Poleg raznolikosti dinamike trga dela med državami se je v številnih državah euroobmočja med letoma 2007 in 2018 povečala tudi vrzel med bogatejšimi in revnejšimi regijami na področju skupne rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur, zaposlenosti in sredstev za zaposlene. Heterogeni učinki na skupno število opravljenih delovnih ur, zaposlenost in sredstva za zaposlene bi lahko bili povezani tudi z razlikami v sektorski sestavi različnih regionalnih skupin, pri čemer so bili sektorji, ki so utrpeli največji upad zaposlenosti in skupnih plač, največkrat v regijah z nižjim BDP na prebivalca, medtem ko so bile uspešne panoge večinoma v bogatejših regijah.

## Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek

Pripravili António Dias da Silva, Maarten Dossche, Ferdinand Dreher, Claudia Foroni in Gerrit Koester

**Skrajšani delovni čas in čakanje na delo sta ključna instrumenta za blaženje gospodarskih posledic pandemije koronavirusa (COVID-19).** Več držav euroobmočja je uvedlo ali spremenoilo programe skrajšanega delovnega časa ali čakanja na delo,<sup>47</sup> da bi omejile izgubo dohodka gospodinjstev in stroške plač za podjetja.<sup>48</sup> Ti programi podpirajo tudi gospodarsko okrevanje, saj se z njimi ohranajo delovna razmerja, tako da bodo delavci na voljo in podjetja pripravljena za nadaljevanje aktivnosti, ko bodo odpravljeni ukrepi za omejitev gibanja. Precej podatkov kaže, da podporni programi občutno zavirajo izgubo delovnih mest v euroobmočju v primerjavi z državami, kjer so takšni programi redki (npr. V ZDA) ali ne obstajajo.<sup>49</sup> Namen takšnih programov je premostiti začasni izpad gospodarske aktivnosti in povpraševanja, zato jih je treba uravnotežiti z nujnim gospodarskim prestrukturiranjem in prerazporeditvijo zaposlenosti znotraj posameznih sektorjev in med njimi.

**V tem okvirju ocenujemo stopnjo uporabe programov in izračunavamo nadomestitvene stopnje za plače v okviru programov v petih največjih državah euroobmočja.** Gospodarstva teh držav predstavljajo več kot 80% sredstev za zaposlene v celotnem euroobmočju. Če nadomestitvene stopnje za plače kombiniramo s številom udeležencev, lahko izračunamo vpliv skrajšanega delovnega časa na razpoložljivi dohodek gospodinjstev med pandemijo. Razumevanje učinka trenutnih in načrtovanih programov skrajšanega delovnega časa in čakanja na delo je pomembno za razvoj makroekonomskih projekcij. Zato je vpliv programov treba spremljati, ker in ko bo na voljo več informacij o dejanski uporabi programov.

**Učinek programov skrajšanega delovnega časa na izgubo dohodka se razlikuje glede na to, koliko je delovni čas skrajšan.** Graf A ponazarja, da povprečen zaposleni, vključen v program skrajšanega delovnega časa – npr. v Nemčiji,<sup>50</sup> Italiji ali Španiji – predvidoma beleži izgubo neto plače v višini okrog 25%, če opravi 50% rednih delovnih ur, in okrog 50%, če opravi nič ur (če ne upoštevamo dodatnih predpisov, specifičnih za posamezne sektorje ali podjetja). Najdaljše trajanje programov se znatno razlikuje med državami.

<sup>47</sup> Spremembe obstoječih programov skrajšanega delovnega časa se na splošno osredotočajo na hitrejšo obdelavo vlog, na širitev nabora upravičencev, na nadomestilo plačila prispevkov za socialno varnost, na razširitev programa na začasne agencjske delavce ali na drugačno trajanje programa.

<sup>48</sup> Potem ko se je pandemija koronavirusa razširila v Evropo, je Evropska komisija predlagala uredbo Sveta, s katero se je vzpostavil »instrument za začasno podporo zmanjševanju tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah« (Instrument SURE).

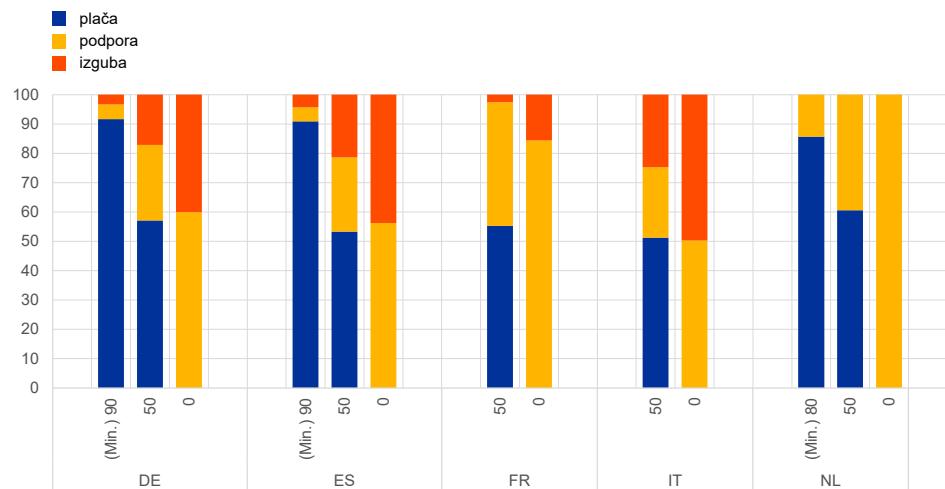
<sup>49</sup> Razprava o skrajšanem delovnem času med trenutno krizo je na primer v Giupponi, G. in Landais, C. »Building effective short-time work schemes for the COVID-19 crisis«, VOX-EU, 1. april 2020; ali Adams-Prassl, A., Boneva T., Golin M., in Rauh , C. »Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys«, IZA Discussion Paper Series, št. 13183, 2020.

<sup>50</sup> V Nemčiji je za leto 2020 denimo predviden poseben predpis: od četrtega meseca skrajšanega delovnega časa dalje se delež izgubljenega dohodka, ki se nadomešča s programom, zviša na 70% za prejemnike brez otrok, ki opravijo vsaj 50% manj delovnih ur.

## Graf A

### Nadomestitvena stopnja za plače pri prejemnikih povprečne plače

(odstotek neto plače na zaposlenega v razmerju do odstotka redno opravljenih delovnih ur v okviru polnega delovnega časa)



Viri: ocene strokovnjakov ECB, ki temeljijo na nacionalnih predpisih in podatkih, ki so jih prispevale nacionalne centralne banke.  
Opombi: Izračuni kažejo neto dohodek od dela posameznih gospodinjstev brez otrok v prvih mesecih prejemanja nadomestila. »Min.« održa minimalno zmanjšanje števila opravljenih delovnih ur, ki je potrebno za prejemanje nadomestila.

**Glede na strukturo nacionalnih programov se njihov učinek na merila sredstev za zaposlene na zaposlenega in na sredstva za zaposlene na uro lahko znatno razlikuje med državami euroobmočja.** Medtem ko se v Nemčiji in Španiji nadomestila izplačajo neposredno zaposlenim, pa na Nizozemskem, v Franciji in v Italiji delodajalci prejmejo subvencijo, s katero financirajo izplačila zaposlenim. V posameznih državah se lahko takšni programi različno odražajo v statistiki, odvisno od klasifikacije, o kateri se odloči Eurostat. Če se nadomestila izplačajo neposredno zaposlenim in se evidentirajo kot socialni transferji, medtem ko se plače v razmerju do števila opravljenih delovnih ur znižajo, se programi lahko kažejo kot močno znižanje sredstev za zaposlene na zaposlenega. Nasprotno pa programi v državah, kjer temeljijo na subvencijah delodajalcem, ki zaposlenim še naprej izplačujejo polno plačo za zmanjšano število opravljenih delovnih ur, lahko nakazujejo višja sredstva za zaposlene na uro.

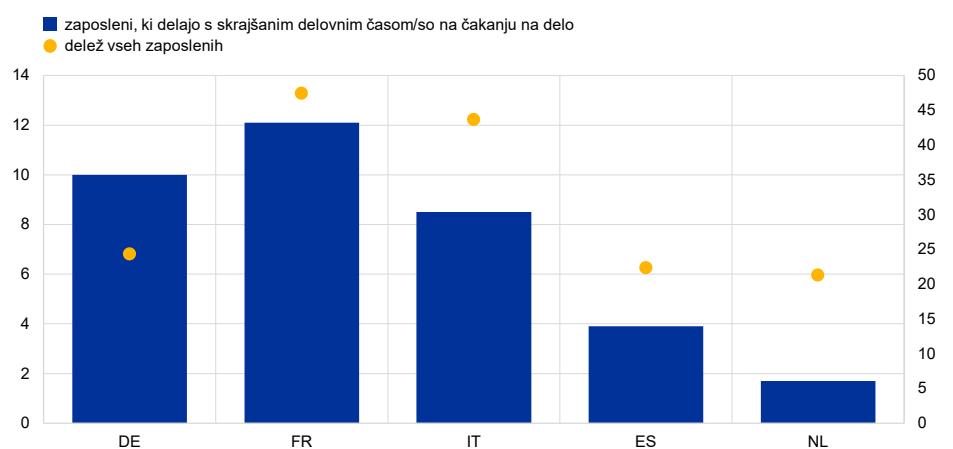
### V vseh petih največjih državah euroobmočja znaten delež zaposlenih najverjetneje dela s skrajšanim delovnim časom ali je na čakanju na delo.

Predhodne ocene (graf B) na podlagi različnih virov nakazujejo, da je v programe v Nemčiji vključenih okrog 10 milijonov zaposlenih (24% zaposlenih) in v Franciji okrog 12 milijonov (47% zaposlenih). To število je po ocenah v Italiji 8,5 milijona (44% zaposlenih), v Španiji 3,9 milijona (23% zaposlenih) in na Nizozemskem 1,7 milijona (21% zaposlenih). Ker uradni podatki za nekatere od teh držav še niso objavljeni, je treba te številke razlagati previdno. Mi jih uporabljamo kot ponazoritev, s katero merimo dohodkovni učinek teh ukrepov. Obenem številke najverjetneje prikazujejo zgornjo mejo, ki kaže stopnjo uporabe v času, ko so veljali ukrepi za omejitve gibanja. V tem okvirju nismo analizirali dodatnih vladnih ukrepov, ki podpirajo samozaposlene.

## Graf B

Ocena števila zaposlenih, ki delajo s skrajšanim delovnim časom/so na čakanju na delo

(lestvica na levi strani: zaposleni v milijonih; lestvica na desni strani: odstotek zaposlenih)



Viri: ocene strokovnjakov ECB, ki temeljijo na informacijah institucij IAB (za Nemčijo), Dares (za Francijo), INPS (za Italijo), Factiva (za Španijo) in UWV (za Nizozemsko).

Opomba: Na podlagi podatkov, ki so bili zbrani do sredine maja 2020.

### Natančen vpliv skrajšanega delovnega časa na razpoložljivi dohodek

**gospodinjstev je še negotov.** Ne samo, da se število prejemnikov hitro spreminja, ampak ostaja neznano tudi natančno zmanjšanje števila opravljenih delovnih ur na prejemnika. Da bi ocenili pomen programov skrajšanega delovnega časa za razpoložljivi dohodek gospodinjstev, sta na grafu C prikazani dve ponazoritvi, ki kažeta obdobje velikega učinka (*med omejitvami gibanja*) in obdobje majhnega učinka (z razmeroma manj strogimi zaježitvenimi ukrepi *po preteklu omejitev gibanja*) ter temeljita na izračunih za pet največjih držav euroobmočja. Na splošno so značilnosti teh dveh obdobjij v skladu s *srednje zaostrenim* scenarijem o gospodarski aktivnosti v euroobmočju v drugem četrletju 2020, ki predvideva, da se bodo stroge omejitve gibanja končale tekom maja 2020.<sup>51</sup>

**Nadomestila za skrajšani delovni čas precej blažijo vpliv COVID-19 na razpoložljivi dohodek gospodinjstev.** Če nadomestila za skrajšani delovni čas ne bi bila na voljo, bi upad dohodka od dela v gospodinjstvih euroobmočja zaradi zmanjšanega števila opravljenih delovnih ur lahko med omejitvami gibanja znašal -22% (graf C, obdobje velikega učinka).<sup>52</sup> Zaradi nadomestil za skrajšani delovni čas pa naj bi upad neto dohodka od dela znašal samo -7%, čeprav se je treba zavedati precejsnjih razlik med posameznimi in državami. Ker dohodek od dela predstavlja okrog dve tretjini razpoložljivega dohodka gospodinjstev, programi skrajšanega delovnega časa predvidoma lahko zagotovijo blažilnik v višini okrog 10% razpoložljivega dohodka gospodinjstev (tj. če odmislimo raznovrstni dohodek in dohodek od lastnine). Obdobje majhnega učinka po koncu omejitev gibanja

<sup>51</sup> Glej srednje zaostreni scenarij, opisan v okvirju z naslovom »Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2020.

<sup>52</sup> Predpostavlja se, da se za vsakega prejemnika opravljene delovne ure povprečno zmanjšajo za 75%. Predpostavljeno zmanjšanje opravljenih delovnih ur je na primer višje kot dejansko zmanjšanje opravljenih delovnih ur pri prejemnikih nadomestila za skrajšani delovni čas v Nemčiji med finančno krizo. Vseeno pa se zdi razumno, saj so se med omejitvami gibanja opravljene delovne ure v več sektorjih znatno zmanjšale.

ponazarja, da se izguba neto dohodka od dela lahko zmanjša na -3%, medtem ko se nadomestila za skrajšani delovni čas hitro zmanjšujejo.

### Ker programi skrajšanega delovnega časa med krizo pomagajo ohranjati delovna mesta, obenem tudi blažijo povečevanje negotovosti glede dohodka.

Programi skrajšanega delovnega časa ne priomorejo samo k temu, da gospodinjstva ohranijo dohodek, ampak tudi k temu, da podjetja ohranijo denarne tokove. Zato naj bi bilo do začetka gospodarskega okrevanja ogroženih manj delovnih mest.

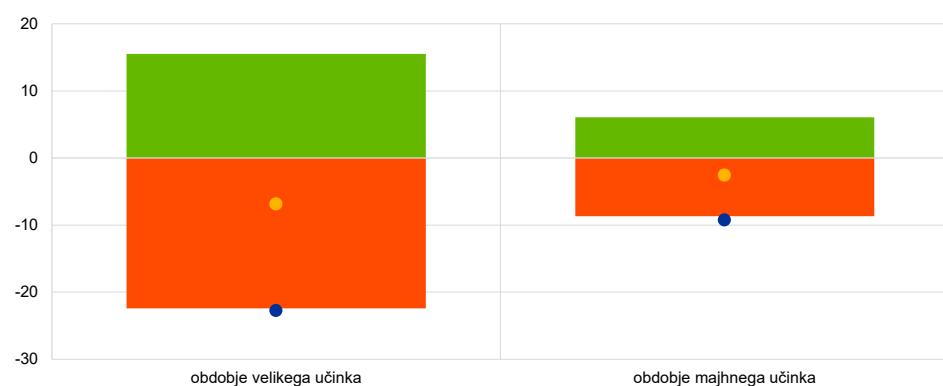
Zmanjševanje negotovosti glede dohodka gospodinjstev je še dodaten kanal, prek katerega lahko javna politika priomore k blaženju neugodnih posledic pandemije koronavirusa za trošenje gospodinjstev.

### Graf C

#### Skrajšani delovni čas in dohodek od dela v euroobmočju

(spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)

- skupno število opravljenih delovnih ur
- neto dohodek od dela
- dohodek od dela (brez skrajšanega delovnega časa)
- nadomestila za skrajšan delovni čas



Vir: ocene strokovnjakov ECB za (pet največjih držav) euroobmočja, ki temeljijo na predhodnih informacijah o številu zaposlenih s skrajšanim delovnim časom, pridobljenih od Institucij IAB (za Nemčijo), Dares (za Francijo), INPS (za Italijo), Factiva (za Španijo) in UWV (za Nizozemsко).

Opombe: Za obdobje velikega učinka se uporablja ocena števila zaposlenih s skrajšanim delovnim časom iz grafa B in se predpostavlja, da se opravljene delovne ure povprečno zmanjšajo za 75% na prejemnika. Za obdobje majhnega učinka se predpostavlja le polovica zaposlenih, prizadetih po scenariju velikega učinka. Predpostavlja se manjše zmanjšanje opravljenih delovnih ur na prejemnika, in sicer povprečno za 60%.

## Kriza COVID-19 in njene posledice za javnofinančne politike

Pripravili Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier in Nadine Leiner-Killinger

**Pandemija koronavirusa (COVID-19) je gospodarstvo in javne finance držav euroobmočja obremenila brez primere, zato bo poleg ukrepov na nacionalni ravni potreben tudi odločen odziv EU.** Evropska komisija je 20. maja v okviru evropskega semestra 2020 objavila priporočila posameznim državam glede ekonomske in javnofinančne politike.<sup>53</sup> Nato je 27. maja objavila predloge za sklad za oživitev gospodarstva, ki bo s prihodnjimi naložbami in strukturnimi reformami podpiral okrevanje.<sup>54</sup> V tem okvirju obravnavamo, kako se nacionalne javnofinančne politike usklajujejo v okviru letosnjega evropskega semestra, in pojasnjujemo, da bo za to, da se med državami euroobmočja zagotovi enakomerno okrevanje in prepreči fragmentacija, potrebna občutna podpora poleg podpore, ki se že zagotavlja na nacionalni ravni.

**V odziv na dramatičen šok zaradi COVID-19 so vse države euroobmočja sprejele svežnje javnofinančnih ukrepov.** Svežnji obsegajo diskrecijske ukrepe javnofinančnih spodbud, državna poroštva za posojila podjetjem in druge ukrepe likvidnostne podpore. Pomembna komponenta diskrecijskih ukrepov je povezana s podporo podjetjem, predvsem za ohranjanje zaposlenosti.<sup>55</sup> Države so se osredotočile tudi na izdatke za zdravstvo in ukrepe, katerih namen je z različnimi socialnimi transferji pomagati brezposelnim in drugim ranljivim skupinam. Na strani prihodkov so odlogi plačila davkov in prispevkov za socialno varnost namenjeni predvsem zagotavljanju likvidnostne podpore gospodinjstvom in podjetjem. Po [letosnji pomladanski gospodarski napovedi](#) Evropske komisije diskrecijski javnofinančni ukrepi znašajo 3,25% BDP na agregatni ravni euroobmočja. Poleg tega državna poroštva za posojila podjetjem in drugi ukrepi likvidnostne podpore znašajo okrog 20% BDP v euroobmočju, kot je razvidno iz vladnih proračunskih načrtov, ki so predstavljeni v programih stabilnosti, objavljenih konec aprila.<sup>56</sup> Vseeno pa ti načrti razkrivajo velike razlike v velikosti svežnjev, sprejetih v posameznih državah, predvsem kar zadeva znesek zagotovljenih državnih poroštev. Takšne razlike povečujejo tveganje neenakomernega okrevanja v euroobmočju in fragmentacije med gospodarstvi euroobmočja.

**Da bi olajšal zadosten takojšen odziv na izjemno krizo, je Svet ECOFIN 23. marca aktiviral splošno odstopno klavzulo iz Pakta za stabilnost in rast.** V primeru resnega gospodarskega upada v euroobmočju ali celotni EU in pod pogojem, da vzdržnost dolga ne postane ogrožena, sprožitev klavzule državam omogoča odklon od zahtev v zvezi z javnofinančnimi prilagoditvami, ki običajno veljajo v skladu

<sup>53</sup> Za podrobnosti glej [2020 European Semester: Country Specific Recommendations / Commission Recommendations](#). Priporočila je Svet ECOFIN potrdil 9. junija.

<sup>54</sup> Za podrobnosti glej »[Čas za Evropo: obnova in priprava za naslednjo generacijo](#)«.

<sup>55</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek« v tej številki Ekonomskega biltena.

<sup>56</sup> Več informacij je v [2020 European Semester: National Reform Programmes and Stability/Convergence Programmes](#).

s fiskalnimi pravili EU.<sup>57</sup> Svet ECOFIN je poudaril, da morajo države ukrepe podpore »po potrebi zasnovati tako, da bodo pravočasni, začasni in ciljno usmerjeni«.

**Globina šoka zaradi COVID-19 in velikost javnofinančnega odziva sta privedla do drastičnega poslabšanja in heterogenosti javnofinančnega položaja.**

Letošnja pomladanska gospodarska napoved Evropske komisije kaže, da se bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju predvidoma zvišal z 0,6% BDP v lanskem letu na 8,5% BDP v letu 2020. Medtem ko je leta 2019 enajst držav poročalo o proračunskem presežku, pa bodo letos predvidoma vse države euroobmočja zabeležile proračunski primanjkljaj, ki bo presegel referenčno vrednost 3% BDP. Največji primanjkljaj je napovedan za Belgijo, Španijo, Francijo in Italijo, ki so bile med državami, v katerih je bil ob nastopu krize delež javnega dolga v razmerju do BDP visok (glej grafa A in B). Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo leta 2020 po pričakovanjih strmo povečal, in sicer za 16,7 odstotne točke na 102,7% BDP, z veliko heterogenostjo po državah. Države, ki so imele ob nastopu krize stopnjo javnega dolga okrog 100%, bodo zabeležile najmočnejše povečanje zadolženosti. Samo šest držav euroobmočja (Estonija, Luksemburg, Latvija, Litva, Malta in Slovaška) bo v letu 2020 predvidoma ohranilo stopnjo javnega dolga pod referenčno vrednostjo 60% BDP. Ob nespremenjenih ekonomskeih politikah se bosta leta 2021 javnofinančni primanjkljaj in delež javnega dolga v razmerju do BDP po pričakovanjih znižala, čeprav bosta vseeno ostala daleč nad predkrizno ravnijo.

**Komisija ugotavlja, da trenutno nobena država euroobmočja ne izpolnjuje kriterija javnofinančnega primanjkljaja iz Pogodbe, nekatere pa ne izpolnjujejo niti kriterija javnega dolga.**<sup>58</sup> Vendar zaradi izjemno velike negotovosti glede gospodarskih gibanj, »med drugim tudi za oblikovanje verodostojne usmeritve za fiskalno politiko«,<sup>59</sup> Komisija trenutno priporoča, da se ne sprožijo postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Komisija bo pozneje letos ponovno ocenila proračunsko stanje držav članic na podlagi letošnje jesenske gospodarske napovedi ter osnutkov proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2021.

**Vse države bodo morale še naprej podpirati svoje gospodarstvo, da bo po hudem šoku okrevalo, in obenem ohranjati srednjeročno vzdržnost javnih financ.** Priporočila Komisije v zvezi z javnofinančnimi politikami za obdobje 2020–2021 navajajo, da morajo države »v skladu s splošno odstopno klavzulo sprejeti vse potrebne ukrepe za učinkovit odziv na pandemijo, ohranitev gospodarstva in podpora okrevanju, ki bo sledilo«. V nadaljevanju pa državam priporoča, da: »Kadar gospodarske razmere to omogočajo, izvajajo fiskalne politike, namenjene doseganju

---

<sup>57</sup> Več podrobnosti je v [Izjavi ministrov in ministric EU za finance o Paktu za stabilnost in rast spričo krize zaradi COVID-19](#) z dne 23. marca 2020.

<sup>58</sup> Evropska komisija je v skladu s členom 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije sprejela poročilo za vse države članice razen za Romunijo (glej [Excessive deficit procedures – overview](#)). V poročilih se oceni, ali države članice v letu 2020 izpolnjujejo kriterij primanjkljaja, in sicer na podlagi njihovih načrtov ali letošnje pomladanske gospodarske napovedi Evropske komisije. Evropska komisija v vseh primerih, razen za Bolgarijo, zaključi, da države ne izpolnjujejo kriterija primanjkljaja. Poleg tega se v poročilih za Belgijo, Ciper, Francijo, Grčijo, Italijo in Španijo na podlagi dejanskih podatkov oceni tudi, ali so države kriterij javnega dolga izpolnjevale v letu 2019. Komisija za Belgijo, Francijo in Španijo zaključi, da niso izpolnjevale kriterija javnega dolga, medtem ko zaključki komisije za Ciper in Grčijo nakazujejo izpolnjevanje. Za Italijo Evropska komisija zaključi, da »ne obstaja dovolj dokazov, da je kriterij javnega dolga ... bodisi izpolnjevala bodisi ga ni izpolnjevala«.

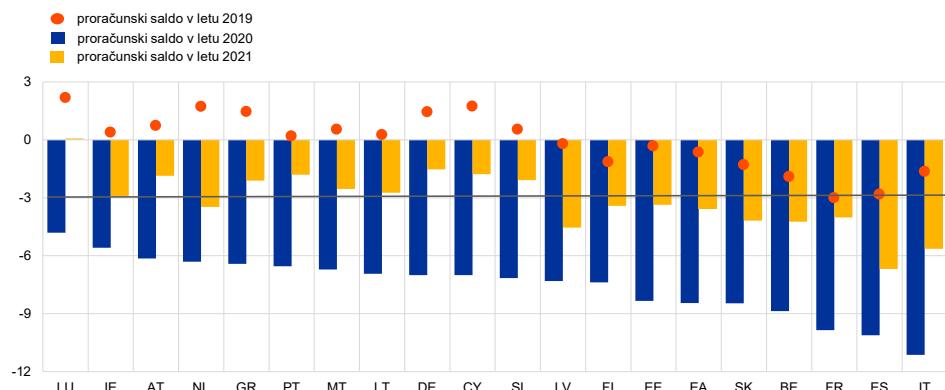
<sup>59</sup> Glej Sporočilo Komisije: Evropski semester 2020: priporočila za posamezne države.

preudarnih srednjeročnih fiskalnih položajev in zagotavljanju vzdržnosti dolga ob krepitvi naložb». Ko bo hud gospodarski upad popustil in preden se bodo začeli pojavljati dvomi o srednjeročni vzdržnosti dolga, bo treba ukiniti uporabo splošne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast. Javnofinančne politike bodo takrat morale ponovno upoštevati prilagoditve, določene v Paktu za stabilnost in rast.

### Graf A

#### Proračunski saldo širše opredeljene države, 2019–2021

(kot odstotek BDP)

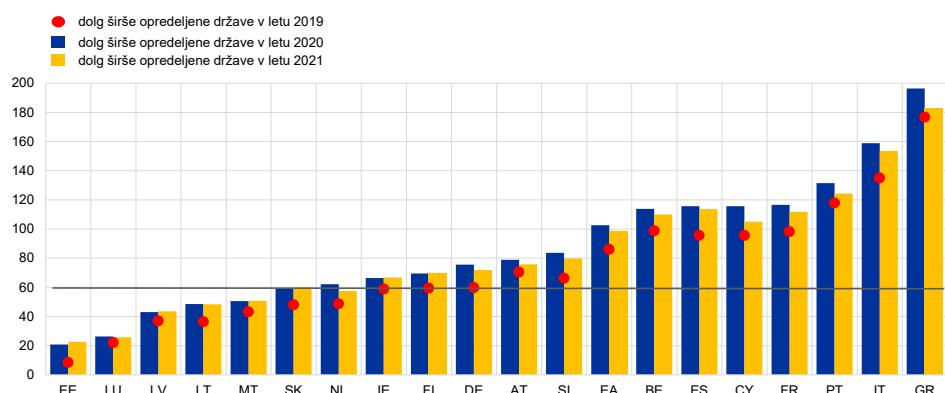


Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

### Graf B

#### Bruto dolg širše opredeljene države, 2019–2021

(kot odstotek BDP)



Viri: Evropska komisija (podatkovna zbirka AMECO) in izračuni ECB.

### Potreben je odločen evropski odziv, ki bo podpiral okrevanje in preprečeval gospodarsko fragmentacijo v euroobmočju, in prvi koraki so bili že narejeni.

Vzpostavljene so bile varnostne mreže za delavce, podjetja in države v skupni višini 540 milijard EUR. Prvič, evropski instrument za začasno podporo zmanjševanju tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah (instrument SURE) bo v času trajanja izrednih razmer zagotavljal posojila državam in bo po pričakovanjih sprostil financiranje za nacionalne programe skrajšanega delovnega časa in za nekatere z zdravstvom povezane izdatke. Državam članicam se bodo po ugodnih pogojih odobrila posojila v skupnem znesku do 100 milijard EUR, ki bodo v čim večji meri izhajala iz proračuna EU in bodo zavarovana z jamstvi, ki jih bodo zagotovile države

članice.<sup>60</sup> Drugič, vzpostavljen bo vseevropski jamstveni sklad v višini 25 milijard EUR, ki bo okrepil aktivnosti Evropske investicijske banke (EIB). Sklad lahko podpira financiranje za podjetja v obsegu 200 milijard EUR, med drugim prek nacionalnih razvojnih bank.<sup>61</sup> Tretjič, kot zaščitni ukrep za države euroobmočja je bil vzpostavljen instrument podpore, ki bo zagotovljena zaradi pandemične krize, in sicer na podlagi obstoječe preventivne kreditne linije Evropskega mehanizma za stabilnost (EMS) – kreditne linije pod razširjenimi pogoji. Posamezna država članica bo imela dostop do kreditne linije v višini 2% njenega BDP v letu 2019, pri čemer bo skupni obseg instrumenta 240 milijard EUR. Edina zahteva za dostop do kreditne linije je, da se država članica, ki zaprosi za podporo, »zaveže, da bo s kreditno linijo podprla domače financiranje neposrednih in posrednih stroškov, povezanih z zdravstvom, razvojem zdravila in preventivnimi ukrepi, ki so nastali zaradi krize COVID-19«.<sup>62</sup>

**Vseeno pa so potrebni še dodatni ukrepi, ki bodo pripravili in podprtli okrevanje na ravni EU.** Evropska komisija je 27. maja predstavila svoje predloge za načrt okrevanja, ki vključuje nov instrument v višini 750 milijard EUR, imenovan »Next Generation EU«, ki je vključen v okrepljen večletni finančni okvir. Instrument Next Generation EU bo obsegal nepovratna sredstva v višini 500 milijard EUR in posojila v višini 250 milijard EUR, ki bodo namenjena državam članicam za podporo naložbam in strukturnim reformam. Prednost bodo imele dolgoročne strateške naložbe, ki podpirajo prehod v zeleno gospodarstvo in digitalizacijo. Kar zadeva prihodnje obdobje, je pomembno, da se države članice EU pravočasno dogovorijo o odločnih ukrepih, ki bodo podpirali njihova gospodarstva.

---

<sup>60</sup> Glej Uredba Sveta (EU) 2020/672 z dne 19. maja 2020 o vzpostavitvi evropskega instrumenta za začasno podporo za ublažitev tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah (SURE) po izbruhu COVID-19 (UL L 159, 20. 5. 2020, str. 1).

<sup>61</sup> Glej »EIB Board approves €25 billion Pan-European Guarantee Fund in response to COVID-19 crisis«.

<sup>62</sup> Glej »ESM Pandemic Crisis Support«.

# Članka

## 1 Citizens' attitudes towards the ECB, the euro and Economic and Monetary Union

Prepared by Stephanie Bergbauer, Nils Hernborg, Jean-François Jamet, Eric Persson and Hanni Schölermann

*Building on the literature on trust in institutions, the article looks at the state, evolution and sociodemographic breakdown of citizens' trust in the ECB and support for the euro. Drawing on a novel typology of attitudes towards Economic and Monetary Union (EMU) and using microdata from Eurobarometer surveys since the introduction of the single currency, the analysis tracks the prevalence of supporters and sceptics of EMU over time and across euro area countries. It further explores the sociodemographic characteristics, economic perceptions and, more broadly, European sentiments within these groups. In this way, it provides insights into the factors shaping citizens' attitudes towards the ECB, the euro and EMU, and helps identify possible avenues for enhancing trust. The analysis indicates that popular support for EMU – in particular, trust in the ECB – hinges to a large extent on citizens' perceptions of their personal situation and the overall economic context, as well as their broader attitudes towards the European Union, while other sociodemographic indicators seem to be less relevant.*

### 1 Introduction

**The financial and sovereign debt crisis brought issues of economic and monetary integration to the forefront of European and national political debates.** This article explores the impact of these developments on public opinion. To this end, it traces developments in citizens' attitudes towards European Economic and Monetary Union (EMU) along two central dimensions: citizens' support for the euro as the most tangible outcome of economic and monetary integration at the European level; and citizens' trust in the European Central Bank (ECB) as the institution tasked with defining and implementing monetary policy for the euro area and safeguarding the stability of the single European currency.

**While the euro and the ECB are closely linked at the institutional level, public opinion towards the two has followed divergent trends since the crisis.** Citizens' support for the euro remained stable at high levels even at the height of the crisis. By contrast, public trust in the ECB declined significantly during the crisis and has since been slow to recover. In autumn 2019 support for the euro among euro area citizens stood at 76%, following an almost continuous increase from spring 2016, while 18% of respondents in the euro area were opposed to the euro. By contrast, a total of 42% of euro area respondents expressed trust in the ECB, compared with 44% who said they

did not trust the institution.<sup>63</sup> As a result, net trust in the ECB remains in negative territory, while net support for the euro has been increasing steadily since 2013 and reached a record high in autumn 2019 (see Chart 1).

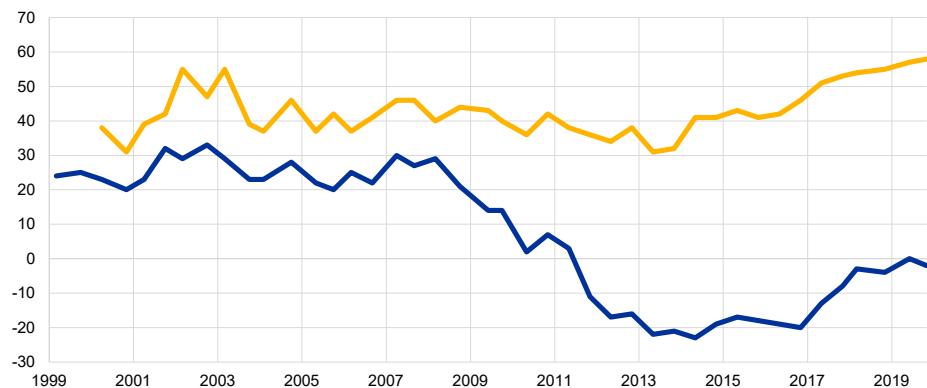
### Chart 1

#### Net trust in the ECB and net support for the euro

Euro area, spring 1999 – autumn 2019

(percentage points)

- Net trust in the ECB
- Net support for the euro



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net support for the euro is calculated as the share answering "for" minus the share answering "against" to the question "Please tell me whether you are for or against it: A European economic and monetary union with one single currency, the euro." Net trust is calculated as the share of respondents giving the answer "Tend to trust" minus the share giving the answer "Tend not to trust" to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it? The European Central Bank." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases.

**This article explores this divergence in citizens' support for the euro and trust in the ECB in greater detail.** Who are the citizens who support the common currency, but do not have confidence in the ECB? How do they differ from those citizens who support the euro and have trust in the ECB? To explore these questions, we introduce a fourfold typology of attitudes towards EMU based on different combinations of citizens' views on the euro and the ECB. Drawing on survey data from the Eurobarometer, we analyse the prevalence of the different groups in the general public of the euro area from the inception of the common currency in 1999 to 2019.<sup>64</sup> We explore variation at euro area EU Member State and regional levels, among different sociodemographic groups and based on citizens' economic perceptions and socio-political orientations.

## 2 The relevance of public trust in the ECB and support for the euro

**Public trust matters for central banks.** Central banks rely on steering inflation expectations to fulfil their mandate. This requires a basic understanding of economic and financial matters, and a high level of trust among the public. A high level of trust in

<sup>63</sup> European Commission, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer (EB 92) – Public opinion in the European Union*, First results (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

<sup>64</sup> For data availability reasons, this analysis cannot assess potential changes in public opinion towards the euro and the ECB in the context of the coronavirus (COVID-19) pandemic that started in early 2020.

the central bank's ability to fulfil its mandate facilitates its task of anchoring inflation expectations, increasing the effectiveness of the central bank's monetary policy measures. Conversely, a lack of public trust makes the central bank more vulnerable to political pressure, as politicians have greater incentive to make critical comments and could undermine its independence.<sup>65</sup>

**Trust in the ECB is correlated with citizens' understanding of its mandate and affects the formation of household inflation expectations.** There is evidence that individuals' inflation expectations are related to their knowledge of the ECB's policy objective and their knowledge of how the ECB provides information about its monetary policymaking process.<sup>66</sup> Research also suggests that trust in the ECB affects the formation of household inflation expectations,<sup>67</sup> including when controlling for respondents' knowledge of the ECB's objectives and their level of financial literacy.<sup>68</sup>

**Citizens' support provides legitimacy to the project of EMU.** Citizens' support provides the necessary legitimacy for supranational governance in an area that is traditionally a core competence of the nation state, namely to conduct its own monetary policy. It is important that the public understands and accepts the ECB's policies in order to reinforce its strong political independence. Moreover, while the sustainability of a currency is mostly taken for granted in the national context, it has been argued that, as a union of sovereign states, EMU must ultimately rely on a "sense of common purpose"<sup>69</sup> that provides a political bond among members of the monetary union beyond standard economic arguments.<sup>70</sup> These political bonds were even more important during the global financial crisis that started in 2008, when membership in the euro area was framed as creating winners and losers, and questions regarding the desirability of European economic integration became salient in national political debates and election campaigns.<sup>71</sup>

---

<sup>65</sup> See Ehrmann, M. and Fratzscher, M., "Politics and Monetary Policy", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, 2011, pp. 941-960; Ehrmann, M., Soudan, M. and Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 115, 2013, pp. 781-807.

<sup>66</sup> See, for example, van der Cruijsen, C., Jansen, D.-J. and de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, Vol. 11, 2015, pp. 169-218; van der Cruijsen, C.A.B. and Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 31, 2010, pp. 388-399.

<sup>67</sup> See, for example, Mellina, S. and Schmidt, T., "The Role of Central Bank Knowledge and Trust for the Public's Inflation Expectations", *Deutsche Bundesbank Discussion Paper*, No 32, 2018 or Baerg, N., Duell, D. and Lowe, W., "Central Bank Communication as Public Opinion: Experimental Evidence", 2018, work in progress.

<sup>68</sup> See Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T. and van Rooij, M., "Trust in the Central Bank and Inflation Expectation", *Working Paper Series*, No 2375, ECB, Frankfurt am Main, February 2020.

<sup>69</sup> De Grauwe, P., *Economics of Monetary Union*, 11th edition, Oxford University Press, 2016.

<sup>70</sup> See Bergbauer, S., Jamet, J.-F., Schölermann, H., Stracca, L. and Stubenrauch, C., "Global Lessons from Euroscepticism", *VoxEU*, September 2019.

<sup>71</sup> Cramme, O. and Hobolt, S.B., *Democratic Politics in a European Union under Stress*, Oxford University Press, 2014.

### 3 A puzzle with four pieces: a typology of attitudes towards EMU

**Support for the euro can be conceptualised as a reflection of both satisfaction with the concrete output of the currency and support for the value of economic integration.** Citizens' perceptions of the euro are likely to represent both their concrete experiences with the currency in day-to-day life and a more diffuse support of the idea of a currency union and the value of economic and monetary integration that underpins the EMU regime. In effect, the euro is considered one of the most visible embodiments of the EU,<sup>72</sup> and citizens' support for the value of European integration is positively related to support for the euro.<sup>73</sup>

**Trust in the ECB represents a form of institutional trust, reflecting a positive perception of the central bank and its specific policies.** The most concrete output and obvious yardstick for assessing the ECB's performance is the inflation rate as a measure of price stability, which is the ECB's primary objective pursuant to the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU). However, in the course of the global financial crisis, the ECB was characterised in the mass media as one of the key actors in charge of addressing the economic crisis.<sup>74</sup> Indeed, during the crisis, citizens became more aware of the ECB and more inclined to state an opinion on whether they trusted it.<sup>75</sup> At the same time, since it is an EU institution, citizens are likely to evaluate the ECB as part of the overall EU framework, together with other institutions, such as the European Commission or the European Parliament. Thus, when asked whether they trust the ECB, citizens may not only take into account inflation developments, but also other macroeconomic developments and their overall perception of the EU.

**Taken together, citizens' views on the euro on the one hand and the ECB on the other shed light on their attitudes towards EMU.** Citizens can hold consistently positive or negative views on both the euro and the ECB, but they can also diverge in their views on the single currency and the central bank. Figure 1 shows a cross-tabulation of support for the euro and trust in the ECB, which results in four groups of supporters and sceptics of EMU: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the

---

<sup>72</sup> Indeed, in spring 2019 the euro was the second most-mentioned, meaning respondents associated it with the EU, second only to freedom of movement. See European Commission, *Spring 2019 Standard Eurobarometer (EB 91) – Public opinion in the European Union*, (fieldwork conducted in June 2019).

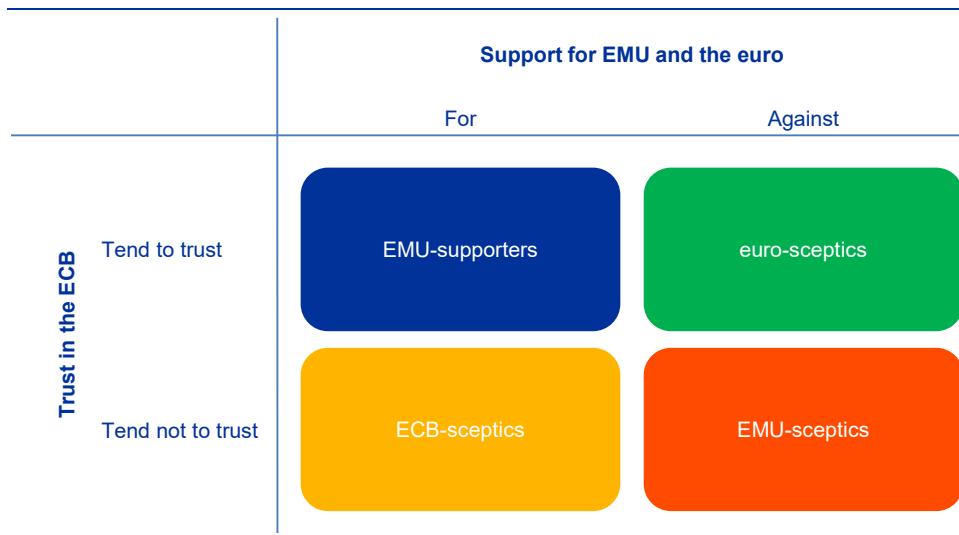
<sup>73</sup> See Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, January 2020.

<sup>74</sup> See, for example, findings in Picard, R.G. (ed.), *The euro crisis in the media: Journalistic coverage of economic crisis and European institutions*, London-New York: I.B. Tauris, 2015.

<sup>75</sup> In effect, survey data from the Eurobarometer show a notable increase in public awareness about the ECB during the global financial crisis. The share of respondents who said they had "heard about" the ECB increased from 70% in 1999 to 85% in 2015, with most of that increase occurring during the crisis years. Similarly, the share of respondents who answered "don't know" when asked whether they trusted the ECB declined from 31% in 1999 to 17% in 2015.

ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters).<sup>76</sup>

**Figure 1**  
Typology of attitudes towards EMU



Note: The fifth group, which includes respondents who answered "don't know" to one or both of the questions, is not included in the overview.

**Different combinations of attitudes towards EMU hold different implications for economic and monetary integration.** Among these four groups, the first group, referred to as “EMU-sceptics,” appears to be the most critical to understand in that these citizens, lacking support for either the euro or the ECB, may be open to or actively support a reversal of economic and monetary integration, potentially undermining the smooth functioning of EMU. A significant prevalence of the second group, namely “ECB-sceptics” among euro area citizens may reduce acceptance of ECB actions; at the same time, the continued support in this group for the single currency indicates an outlook that is in principle pro-European. The third group, “euro-sceptics” is puzzling in that these citizens trust the ECB, but oppose a single currency; this may be explained by general scepticism towards policymaking at the EU level or attachment to national currencies that were superseded by the euro, coupled with high levels of trust in the functioning of institutions. The fourth group, “EMU-supporters,” provide the strongest support for the project of economic and monetary integration in that they favour the single currency and express trust in the ECB.

<sup>76</sup> The typology draws on Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F. and Persson, E., “The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?”, *Journal of European Public Policy*, January 2020.

## 4 What we know about the different groups in the typology of attitudes to EMU

### 4.1 Measuring trust in the ECB and support for the euro

**The empirical analysis of the prevalence of the different groups of supporters of EMU draws on survey data from the Eurobarometer.** We use individual survey data from 40 waves of the bi-annual Standard Eurobarometer from 1999<sup>77</sup> to 2019. The analysis is restricted to respondents from Member States in the euro area. As a (repeated) cross-sectional survey, the Eurobarometer does not allow for panel analysis and cannot track intra-individual changes in attitudes over time. Nevertheless, it gives an insight into attitudes towards the euro and the ECB among euro area citizens over time and under changing political and macroeconomic conditions. While the Eurobarometer has been criticised for a number of methodological reasons, it remains one of the most widely used cross-national surveys and has become the main data source for comparative empirical research on public opinion in the EU and on the politics and sociology of European unification.

**Support for the euro and trust in the ECB are operationalised using standard measures in the literature.** To assess respondents' support for the single currency, we use the question "What is your opinion on each of the following statements? Please tell me for each statement, whether you are for it or against it: A European economic and monetary union with one single currency, the euro." To assess respondents' support for the ECB, we use the question "Please tell me if you tend to trust or tend not to trust these European institutions: The European Central Bank." Respondents replying "don't know" to one or both of the questions are placed in a fifth group called "Other (don't know)", while those refusing to answer are omitted from the analysis.<sup>78</sup> Depending on the survey wave, between 20-35% of respondents fall into this fifth category (see Chart 2) and, of these, roughly two-thirds reply "don't know" to the question regarding trust in the ECB.

**The design of the Eurobarometer questionnaire may affect response behaviour for the items regarding support for the euro and trust in the ECB.** In particular, the indicator of trust in the ECB is part of a series of questions assessing respondents' trust in different EU institutions, notably the European Commission and the European Parliament. This design may invite satisficing behaviour, whereby respondents do not sufficiently differentiate between items within the series because they lack distinct views on the individual institutions and/or may try to be consistent in their response behaviour, supporting or rejecting all statements in the series.<sup>79</sup> Furthermore, the order of the questions in the questionnaire may affect response behaviour, as

<sup>77</sup> Or the respective year a country joined the euro area.

<sup>78</sup> The share of Eurobarometer respondents who refuse to answer either question is very small. There are no data on respondents refusing to answer the question on trust in the ECB, and less than 1% of respondents are reported to have refused to answer the question on support for the euro in the Eurobarometer waves since 2018. We exclude these respondents from our analysis.

<sup>79</sup> In Ehrmann, M., Soudan, M. and Stracca, L., "Explaining European Union Citizens' Trust in the European Central Bank in Normal and Crisis Times", *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 115, 2013, pp. 781-807, two-thirds of respondents give the same reply for all EU institutions covered by the series of questions on institutional trust.

questions asked earlier in the survey may affect response behaviour on later questions.

**A comparison of findings from the Eurobarometer and other datasets lends external validity to the results.** While we cannot exclude that questionnaire effects have an impact on the findings, a cross-validation of levels of trust in the ECB and support for the euro as measured by the Eurobarometer with evidence on citizens' attitudes towards the single currency and the ECB from other EU-wide and national datasets shows that findings are broadly comparable across datasets. For example, the Autumn 2019 Standard Eurobarometer<sup>80</sup> (fieldwork conducted in November 2019) found that 76% of respondents in the euro area were in favour of the single currency. In a Flash Eurobarometer<sup>81</sup> from roughly the same period (fieldwork conducted in October 2019), 65% of respondents indicated that the euro was a good thing for their country and 76% thought it was a good thing for the EU. Both Standard and Flash Eurobarometer surveys have observed an upward trend in support for the euro since 2016. National surveys that occasionally field questions on trust in the ECB show similar levels of trust as those found based on Eurobarometer data.<sup>82</sup>

**The subsequent sections assess support for EMU by means of univariate analysis.** The changes in the make-up of the different groups in the typology are illustrated along different sociodemographic indicators. Aggregated data for the euro area are weighted to account for differences in population size between euro area countries applying the standard post-stratification weights provided for in the Eurobarometer survey data. This analysis can gauge simple correlations between the type of support for EMU and the individual sociodemographic indicators in question, and, through its time dimension, identify turning points and possible triggers of changes in support for EMU. However, the analysis neither controls for confounding variables, nor provides quantitative estimates of the strength of observed correlations, and it is also not able to establish causality.<sup>83</sup>

## 4.2 Support for EMU since the global financial crisis

**In the euro area aggregate, EMU-supporters are the largest group, having recovered from the trough reached during the global financial crisis.** Chart 2

<sup>80</sup> European Commission, *Autumn 2019 Standard Eurobarometer survey (EB 92) – Public opinion in the European Union, First results*, (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

<sup>81</sup> European Commission, *Flash Eurobarometer survey (EB 481) on the views and attitudes related to the euro in the 19 euro area countries* (fieldwork conducted in October 2019), November 2019.

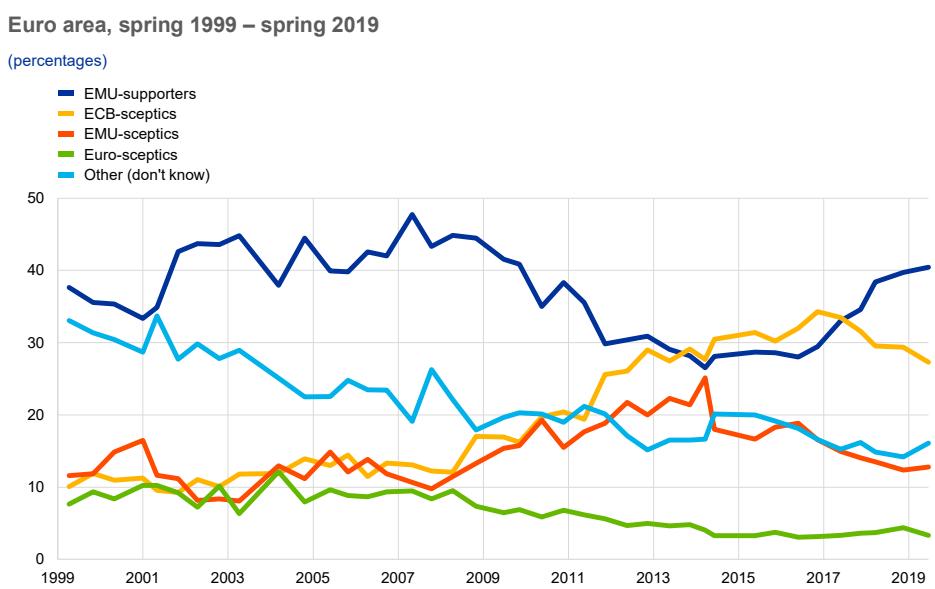
<sup>82</sup> See, for example, for Germany, findings in Hayo, B. and Neuenkirch, E., "The German public and its trust in the ECB: The role of knowledge and information search", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 47, 2014, pp. 286-303; for the Netherlands, see van der Cruijsen, C.A.B. and Eijffinger, S.C.W., "From actual to perceived transparency: The case of the European Central Bank", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 31, 2010, pp. 388-399.

<sup>83</sup> For recent multivariate analyses of support for the euro and trust in the ECB, see, for example, Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.-F. and Persson, E., "The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?", *Journal of European Public Policy*, January 2020; Hobolt, S. B. and Wratil, C., "Public opinion and the crisis: The dynamics of support for the euro", *Journal of European Public Policy*, Vol. 22(2), 2015, pp. 238-256; Kaltenhaler, K., Anderson, C.J. and Miller, W.J., "Accountability and independent central banks: Europeans and distrust of the European Central Bank", *JCMS: Journal of Common Market Studies*, Vol. 48, 2010, pp. 1261-1281; Kuhn, T. and Stoeckel, F., "When European integration becomes costly: The euro crisis and public support for European economic governance", *Journal of European Public Policy*, 21(4), pp. 624-641.

shows the share of respondents in each of the four groups from 1999<sup>84</sup> to 2019 for the euro area aggregate. Prior to the crisis, a relative majority of around 40% of euro area citizens were EMU-supporters (dark blue line in Chart 2). This group shrank from the onset of the financial and economic crisis in 2008-09 and reached a trough in 2013-14. It stabilised in subsequent years and in 2017-18 recovered to levels just below those seen before the crisis. In the aftermath of the crisis, citizens appeared to have lost confidence in the ECB, but did not necessarily turn against the project of a single currency per se, as evidenced by the growing number of those still supporting the euro, but lacking trust in the ECB. This group became the largest group in the years 2013-16 (yellow line in Chart 2). There was also an increase in the number of EMU-sceptics (red line in Chart 2), which peaked in 2014, when close to 25% of euro area citizens supported neither the euro nor the ECB. By spring 2018 this group had contracted, representing less than 15% of respondents. The fourth group, i.e. citizens who support the ECB but not the euro (green line in Chart 2), has decreased further from low levels to become negligibly small across the euro area in recent years (less than 5% of respondents). Finally, the decreasing number of respondents who reply “don’t know” to one or both of the questions (light blue line in Chart 2) indicates that growing awareness of and familiarity with the single currency and the ECB – be it through day-to-day experience with the euro as a means of payment or increased media attention on the ECB in the crisis – has also led citizens to be more confident in expressing an opinion about the two.

## Chart 2

### Typology of attitudes towards EMU over time



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered “don’t know” to one of the two questions.

### The developments in support for and scepticism about EMU at the euro area level, as measured by the Eurobarometer, shows that trust in the ECB is more

<sup>84</sup> Or the respective year a country joined the euro area.

**volatile than support for the euro.** The relative decline in the size of the group of EMU-supporters over the period 2008–13 is mainly due to the concurrent decrease in trust in the ECB, as indicated by the growing number of ECB-sceptics over the same period (see Chart 2). These findings suggest that support for the euro is more resistant to negative experiences such as the crisis, while the decline in trust in the ECB during the economic downturn indicates a more performance-related orientation, in line with recent findings by other studies.<sup>85</sup> At the same time, the growing share of euro area citizens that neither trust the ECB nor support the euro (EMU-sceptics) over the course of the crisis suggests that negative experiences during the crisis also negatively affected support for the EMU project more generally, possibly via dissatisfaction with the outputs of European economic governance. However, this trend seemed to stop and eventually reverse as the economy recovered. Owing to data availability, these trends do not reflect the potential impact of the coronavirus (COVID-19) pandemic that started in early 2020.

**The decline in trust in the ECB is part of a broader decline in trust in public institutions in the aftermath of the global financial crisis.** In effect, not only the ECB, but most national and supranational public institutions in Europe saw public trust decrease in the past decade, making the decline in trust in the ECB part of a wider trend. Currently the level of trust in the ECB seems to be at a neutral level, with roughly equal shares of respondents expressing trust or distrust in the ECB. Box 1 summarises developments in public trust in EU and national institutions since the global financial crisis.

## Box 1

### Developments in trust in public institutions since the global financial crisis

---

Prepared by N. Hernborg and H. Schölermann

The decline in popular trust in the ECB over the past decade occurred in the context of a broader decline in trust in public institutions. Since the onset of the global financial crisis, there has been a decrease in trust in public institutions in Europe at both national and supranational level. In fact, this trend can be observed across most advanced economies. The decline in trust in the ECB seen over the past decade is thus not specific to the ECB. At the same time, attitude surveys indicate that popular trust in the ECB has declined more than trust in national and even other EU institutions. This box explores the developments in trust in the ECB relative to other institutions, with a view to teasing out common and distinct features of the decrease, as well as recent improvements in popular trust in the ECB.

#### Trust in EU and national institutions

In the decade running up to the global financial crisis, net trust among euro area citizens in the European Commission, the European Parliament and the ECB stood at robustly positive and roughly comparable levels, with the European Parliament enjoying a small lead (see Chart A). Net trust in these EU institutions was significantly higher than net trust in national governments or national parliaments by a margin of between 20 and 40 percentage points. Even before the crisis, net trust in national governments or parliaments already tended to be negative (i.e. with more survey

---

<sup>85</sup> See Bergbauer, S., Hernborg, N., Jamet, J.F. and Persson, E., “The reputation of the euro and the European Central Bank: interlinked or disconnected?”, *Journal of European Public Policy*, January 2020.

respondents saying they tended not to trust national institutions than those who tended to trust them). With the onset of the crisis, trust in national institutions fell further, but net trust in the abovementioned EU institutions and the EU as a whole also descended into negative territory.

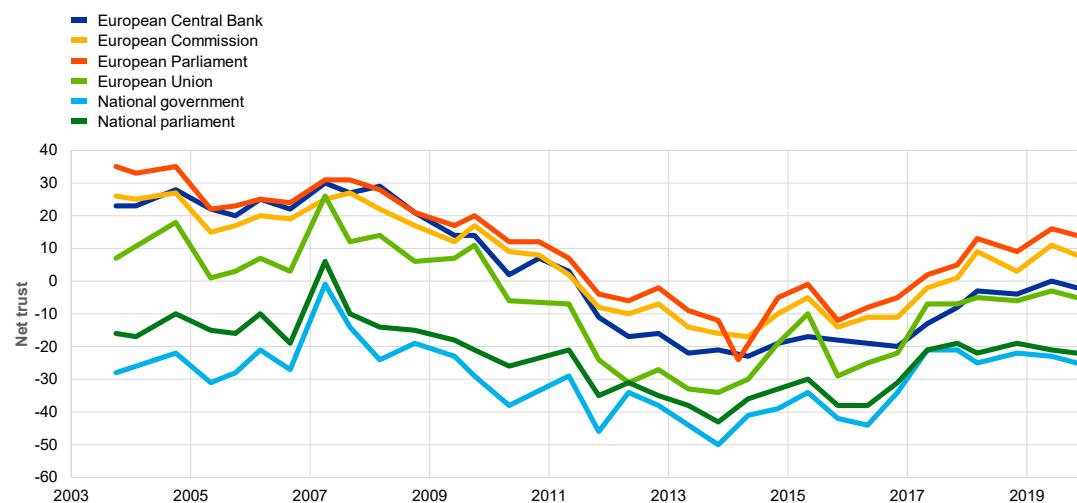
While the fall in trust was initially rather broad-based across public institutions, the loss of trust has been more pronounced for EU institutions, and the recovery in trust among them has been uneven. In fact, compared with both EU and national institutions, trust in the ECB appears to have been disproportionately affected by the crisis, experiencing a deeper fall and a slower recovery. The result is that, currently, net trust in the ECB still lies in slightly negative territory, standing at -2 percentage points in autumn 2019, whereas net trust in the European Commission and the European Parliament has been positive since 2017.

### Chart A

#### Trust in European and national institutions

Euro area, autumn 2003 – autumn 2019

(percentage points)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net trust is calculated as the share answering "Tend to trust" minus the share answering "Tend not to trust" in response to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it?: NAME OF INSTITUTION." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases.

#### Trust in the ECB compared with trust in national institutions

Since reaching a trough in spring 2014, net trust in the ECB has recovered partially, and the gap over national governments has widened again slightly. At the aggregate euro area level, net trust in the ECB in late 2019 was 23 percentage points higher than net trust in the national governments.

However, a closer look reveals that the widening gap is masking heterogeneous developments at the country level. Overall, albeit still slightly negative at the aggregate euro area level, at the end of 2019 net trust in the ECB was above the level of net trust in national government in all euro area countries except Austria, Germany and Luxembourg (see Figure A).

Broadly speaking, it appears that the trust gap has fallen more in those countries where the gap was highest prior to the crisis, and that trust in the ECB in comparison to trust in national government suffered particularly in the countries most affected by the crisis and in Germany and the Netherlands. Spain and Cyprus are the main exceptions among the countries hit heavily by the crisis. It corroborates the wider finding of this article that citizens hold the ECB responsible for – or at least

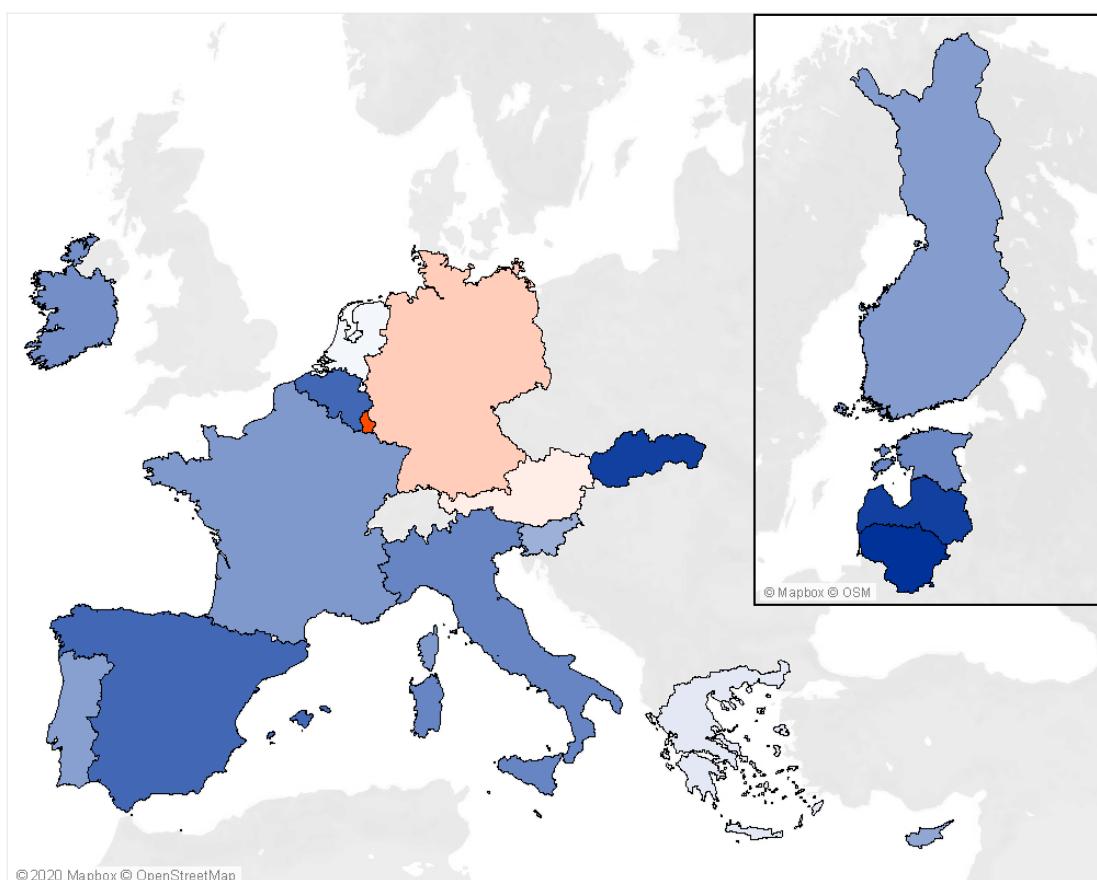
associate it with – the general economic situation at both national and European levels, as well as their own personal financial situation, more than they do national governments.

**Figure A**

Gap between net trust in the ECB and net trust in the national government

Euro area countries, autumn 2019

(percentage points)



	LT	LV	SK	BE	ES	IT	EE	IE	MT	FR	FI	PT	CY	SI	GR	NL	AT	DE	LU
Trust gap (percentage points)	62	58	58	46	46	37	36	34	32	31	30	29	27	24	7	3	-1	-3	-11
5-year change (autumn 2014)	+4	+12	+5	+20	+18	+2	+27	+5	+12	-11	-6	-21	+18	-28	-18	-17	-4	+19	-17
10-year change (autumn 2009)	-24	-18	-12	-1	-3	-18	-7	-54	-18	-17	-26	-32	+10	-25	-9	-37	-17	-33	-5

Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: Net trust is calculated as the share answering "Tend to trust" minus the share answering "Tend not to trust" to the question "Please tell me if you tend to trust it or tend not to trust it? NAME OF INSTITUTION." Respondents who answered "don't know" are excluded in both cases. The trust gap varies between -200 and 200, as net trust for each institution varies between -100 and 100.

### 4.3 Geographic correlates of support for EMU

**Across Member States in the euro area, support for EMU has improved since the crisis.** Looking at the developments in support for EMU by country, euro area countries fall roughly into two groups: those where support for EMU fell during the

crisis but has since largely bounced back, and those that have seen robust support for EMU throughout the crisis years (see Chart 3).

**Countries severely affected by the economic crisis experienced a dip in support for EMU.** It is not surprising that the first pattern is found almost exclusively in countries that were severely affected by the economic crisis after 2008 and 2009, and is particularly strong in Ireland, Greece, Spain, Cyprus, Portugal and Slovenia. With the exception of Slovenia, all of these countries entered financial assistance programmes during the crisis. In these countries, typically the share of ECB-sceptics grew mainly during the crisis. The share of euro-sceptics also experienced a temporary spike, but has since returned to near pre-crisis levels.

**Countries less affected by the crisis tend to show relatively stable support for EMU.** By contrast, the second pattern of high and relatively stable support for EMU can be observed in countries that were less affected by the crisis, such as Belgium, Luxembourg, the Netherlands, Malta, Austria, Slovakia and Finland. In these countries, since the crisis the share of ECB-sceptics has typically grown moderately and at a steady pace from a very low level, trending slightly above the share of euro-sceptics. However, both scepticism towards the ECB and the euro remained minority attitudes throughout the crisis and afterwards.

**Germany, France and Italy display idiosyncratic patterns of support for EMU.** The three largest euro area countries – Germany, France and Italy – are important exceptions to the two patterns described above. They follow a common pattern of their own that is characterised by support for EMU that is also fairly stable but moderate. During the crisis, when there was a slight dip in support for EMU, ECB-sceptics (in the case of France and Germany) and EMU-sceptics (in the case of Italy) temporarily constituted the largest groups. The relative sizes of the groups have since reversed, but the share of ECB-sceptics in these countries has lingered above pre-crisis levels (and in France is on a par with the share of EMU-supporters).

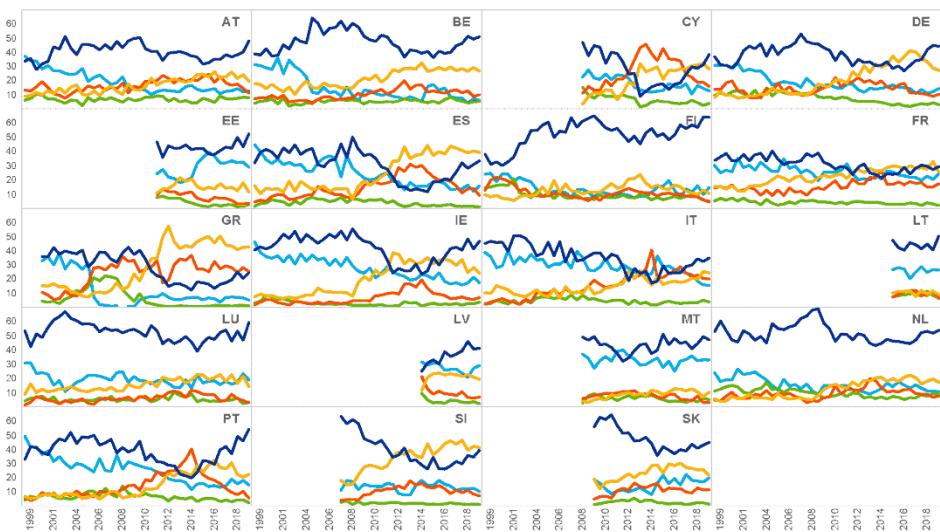
### Chart 3

#### Typology of attitudes towards EMU by country

Euro area countries, spring 1999 – spring 2019

(percentages)

- █ EMU-supporters
- █ ECB-sceptics
- █ EMU-sceptics
- █ Euro-sceptics
- █ Other (don't know)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (Euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions.

**There are also considerable differences in patterns of support for EMU within countries.** Applying the typology of attitudes towards EMU at the regional level to identify the predominant group by region<sup>86</sup> reveals that the geography of support for EMU varies significantly by country (see Figure 2).<sup>87</sup> By showing only the predominant group in each region, which in some regions has only a very narrow lead over other groups, the map tends to overstate differences between regions. Nevertheless, it serves to illustrate that in some countries, one group in the typology dominates throughout, while other countries show strong regional differences. Among the countries with strikingly homogenous regional attitudes are Ireland, the Netherlands, Estonia, Latvia, Lithuania, Slovakia and Finland, where EMU-supporters are the predominant group throughout the country. Slovenia is similarly homogeneous, but is predominantly ECB-sceptic.

**Countries with heterogeneous patterns of support for EMU at the sub-national level tend to see two predominant groups.** In the cases of Belgium, Germany,

<sup>86</sup> The definition of regions follows the European Nomenclature of Territorial Units for Statistics (NUTS), using level 1 for the larger euro area EU Member States (Germany, France and Italy) and NUTS2 for the other euro area countries.

<sup>87</sup> To ensure a sufficient number of observations by region, regional-level observations for each group in the typology of attitudes towards EMU are aggregated between autumn 2016 and spring 2019. This ensures at least 100 observations for most NUTS2 regions. However, in line with the developments in support for EMU since the crisis, which is marked by a growing share of EMU-supporters, this probably overstates the number of regions that are dominated by either EMU-sceptics or ECB-sceptics.

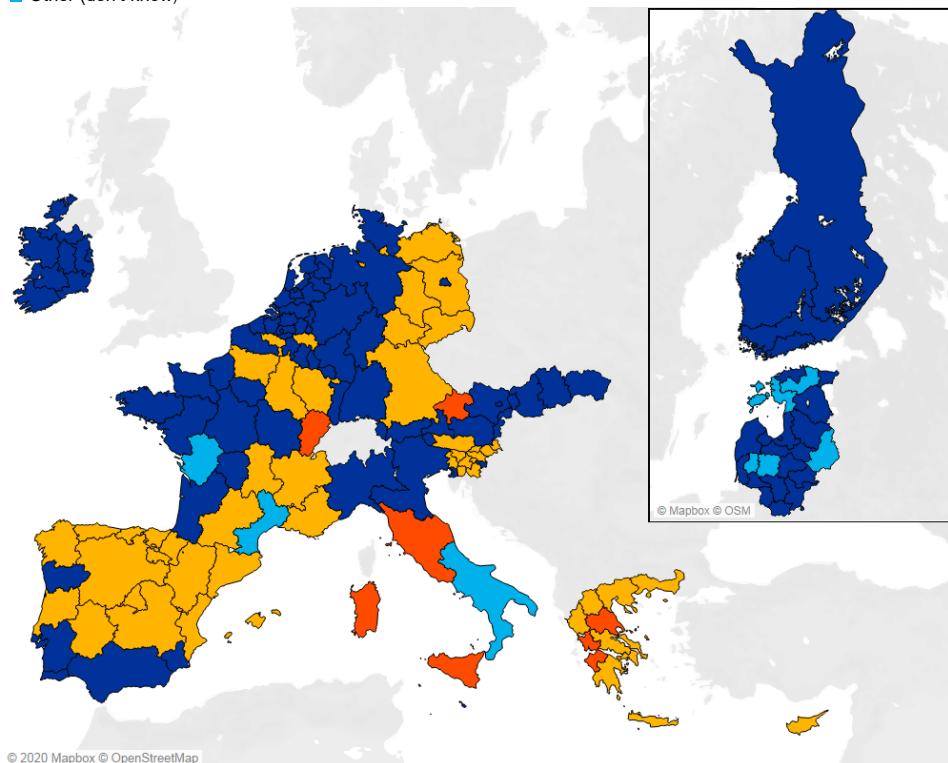
Spain, France and Portugal, there is a fairly even split between regions where EMU-supporters are in the majority and regions where ECB-sceptics are in the majority. Regions in Italy either have a majority of EMU-supporters or EMU-sceptics, and regions in Greece are either predominantly EMU-sceptic or ECB-sceptic. Austria falls somewhere in-between these patterns, being relatively homogeneous with EMU-supporters constituting the majority in most regions, but with one region predominantly EMU-sceptic and one predominantly ECB-sceptic.

**Figure 2**  
Map of typology of attitudes towards EMU

Euro area NUTS regions, autumn 2016 – spring 2019

(group with the largest share of respondents in each NUTS region)

- EMU-supporters
- ECB-sceptics
- EMU-sceptics
- Euro-sceptics
- Other (don't know)



Source: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The NUTS classification varies between NUTS 1 and NUTS 2 across Member States and depends on the granularity coded in the Eurobarometer survey.

#### 4.4 Sociodemographic correlates of support for EMU

**Different generations hold remarkably similar attitudes towards the euro and the ECB.** Assessment of support for EMU across generations highlights that the different cohorts hold remarkably similar attitudes towards the euro and the ECB (see Chart 4). Within the different cohorts – the war generation born before 1946, the baby

boomers born up to 1964, generation X born up to 1980 and millennials born after 1980 – the relative sizes of the groups of different types of supporters of EMU have been consistently close to those within the entire population over the past two decades.

**The war generation, i.e. the oldest cohort, has a higher share of respondents answering “don’t know” than the other three cohorts.** Prior to the crisis, this cohort also accounted for a marginally, but consistently, lower share of EMU-supporters. Over the past few years, however, this cohort has counted slightly fewer EMU-sceptics and ECB-sceptics than younger cohorts. The high share of respondents answering “don’t know” seems to suggest that older people may find it more difficult than younger cohorts to form an opinion about recent steps in European integration, be it in the form of relatively new institutions such as the ECB or the single currency. A deeper analysis of the underlying data reveals that the war generation in particular tends to respond more frequently “don’t know” to the question on trust in the ECB, and that a similar pattern can also be found in their responses to questions regarding trust in other EU institutions. So rather than being specific to recent European integration or the ECB, it appears that older people’s attitudes towards EU institutions are less well defined than those of other cohorts.

## Chart 4

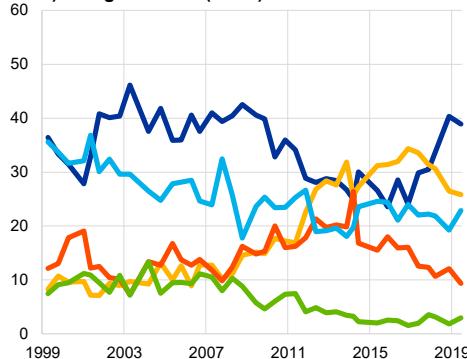
### Typology of attitudes towards EMU by cohort

**Euro area cohorts, spring 1999 – spring 2019**

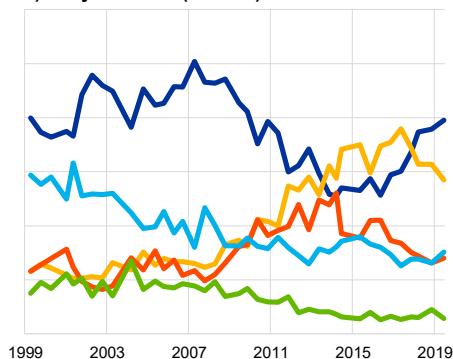
(percentages)

- EMU-supporters
- ECB-sceptics
- EMU-sceptics
- Euro-sceptics
- Other (don't know)

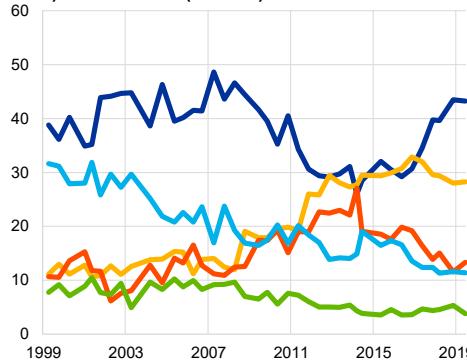
**a) War generation (-1946)**



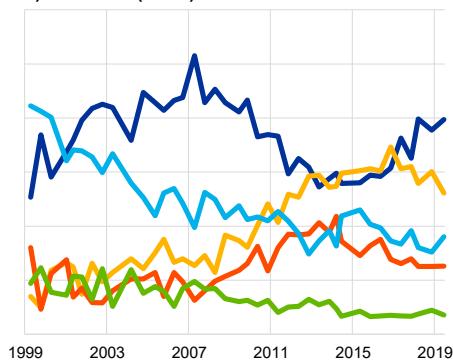
**b) Baby boomers (1946-64)**



**c) Generation X (1965-80)**



**d) Millennials (1981-)**



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one or both questions. The birth year is approximated by the year of the survey minus the exact age of the respondent.

**Whether respondents fall into the group of EMU-supporters is associated with their level of education and occupational background, but differs little between genders.** Support for EMU tends to increase with the number of years spent in education (see Chart 5). While about 30% of people who ended full-time education at age 15 or younger are EMU-supporters, around 40% of people who finished their education between the ages of 16 and 19 fall into that category, as do around 50% of those who were aged 20 or older when they completed their education. People without any full-time education display similar but more volatile attitudes than the first group. Across these educational groups, the share of ECB-sceptics has trended upwards over time.

This pattern is also reflected in support for EMU by occupation, with managers, students, other white-collar workers and self-employed persons falling predominantly in the group of EMU-supporters, followed by retirees, while manual workers, house

persons and unemployed persons are 10-20 percentage points less likely to be EMU-supporters and comprise an almost equal number of ECB-sceptics.

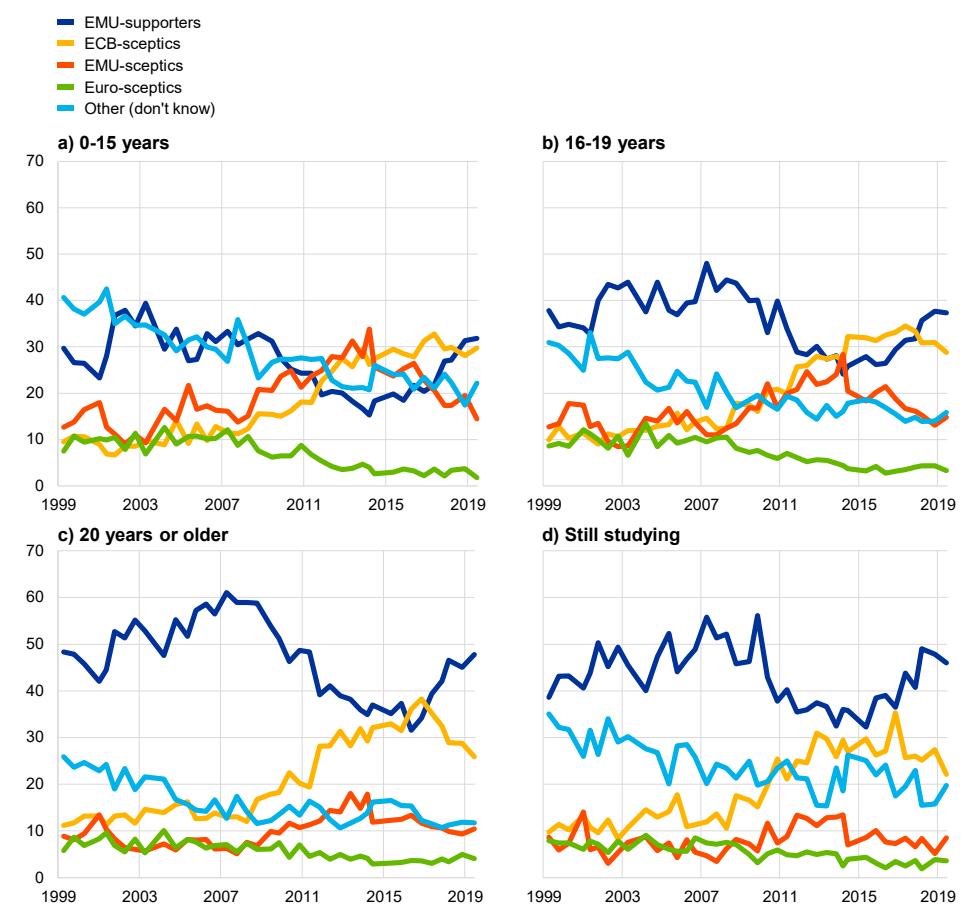
Men and women hold largely similar attitudes towards the ECB and the euro, with the main difference being that there is a somewhat smaller share of women in the group of EMU-supporters. Women also responded “don’t know” more often in the Eurobarometer survey (results not shown; the gap between men who responded “don’t know” and women who responded “don’t know” was about 5 percentage points).

### Chart 5

#### Typology of support for EMU by educational level

Euro area, spring 1999 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered “don’t know” to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question “How old were you when you stopped full-time education?”

## 4.5 Economic perceptions and support for EMU

**Support for the euro and the ECB is higher among citizens with a more positive assessment of the European or national economy.** While many citizens may have

limited knowledge of the ECB's precise tasks and mandate,<sup>88</sup> they can still be expected to be aware of the ECB's general role in the macroeconomic environment and to draw on their assessment of the economic situation to form opinions on issues related to Economic and Monetary Union. Indeed, in all the years under analysis, EMU-supporters are the dominant group among those who see the European economy as being in a good or very good state (Chart 6). Nevertheless, irrespective of respondents' assessment of the European economy, the group of EMU-supporters shrank in the aftermath of the crisis, with the steepest decline observed among those with negative views on the state of the European economy. In effect, in late 2019 EMU-sceptics dominated among those who believe the European economy to be in a very bad state. Those who believe the European economy to be in a rather bad state mostly seem to have little confidence in the ECB, with ECB-sceptics representing the largest group since 2011. Very similar patterns can be observed when decomposing support for EMU by respondents' perceptions of the domestic economic situation (not shown).

---

<sup>88</sup> See, for instance, Carvalho, C. and Nechio, F., "Do people understand monetary policy?", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 66, 2014, pp. 108-123 or van der Cruijsen, C., Jansen, D.-J. and de Haan, J., "How Much Does the Public Know about the ECB's Monetary Policy? Evidence from a Survey of Dutch Households", *International Journal of Central Banking*, Vol. 11, 2014, pp. 169-218.

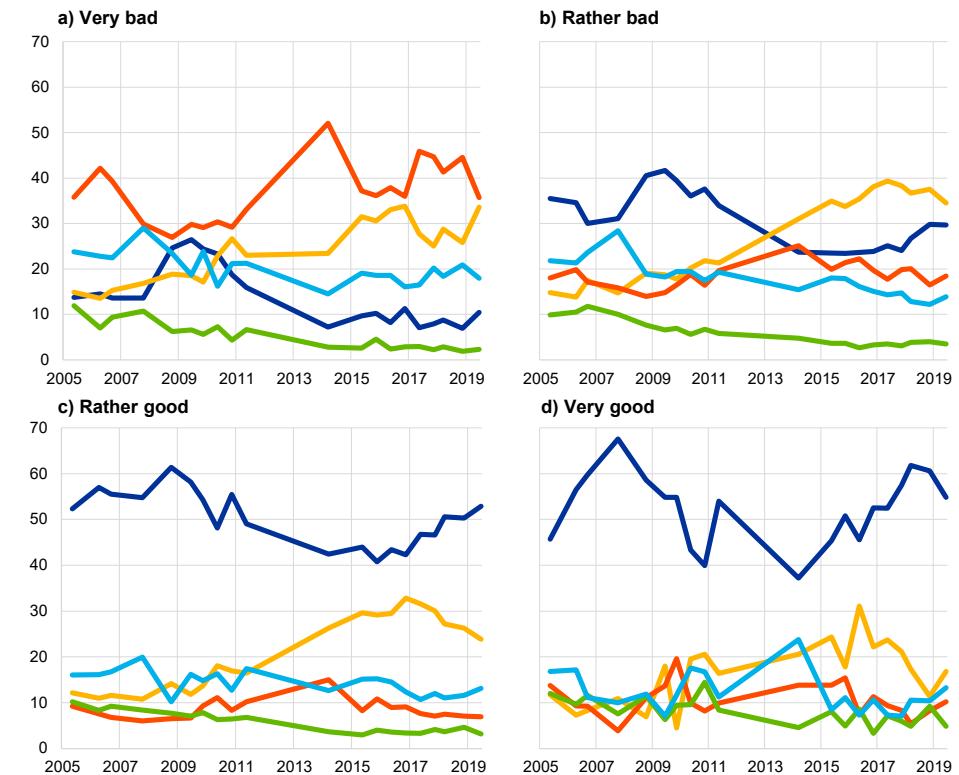
## Chart 6

Typology of support for EMU by perception of the current situation of the European economy

Euro area, spring 2005 – spring 2019

(percentages)

- EMU-supporters
- ECB-sceptics
- EMU-sceptics
- Euro-sceptics
- Other (don't know)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question "How would you judge the current situation in each of the following? The situation of the European economy." Missing observations for autumn 2011 to autumn 2013.

### Citizens who are satisfied with their financial situation tend to be more supportive of the euro and the ECB.

For almost all years under analysis, EMU-supporters were the largest group among respondents who judge the current financial situation of their household to be good or very good. It should be noted, however, that the share of ECB-sceptics approached that of EMU-supporters in 2015-16 (see Chart 7). A reverse picture emerges among respondents who are very dissatisfied with their household's financial situation: EMU-supporters represented just over 10% of respondents in this group in late 2019 in a further decline from the already low levels before the crisis. Among those respondents, EMU-sceptics were in the majority until recently, when ECB-sceptics became the largest group, with slightly more than 35% of respondents. The greatest movement between groups is observed among respondents who assess their household finances as "rather bad." While EMU-supporters were in the majority prior to the crisis, their numbers dropped to a low

of 20% in 2011 and 2015, while the number of those distrusting the ECB and those losing confidence in both the ECB and the euro increased in parallel. Since 2014 the euro regained support, while the ECB still has to recover trust. In 2019 ECB-sceptics thus remained in the majority, accounting for just over 30% of respondents.

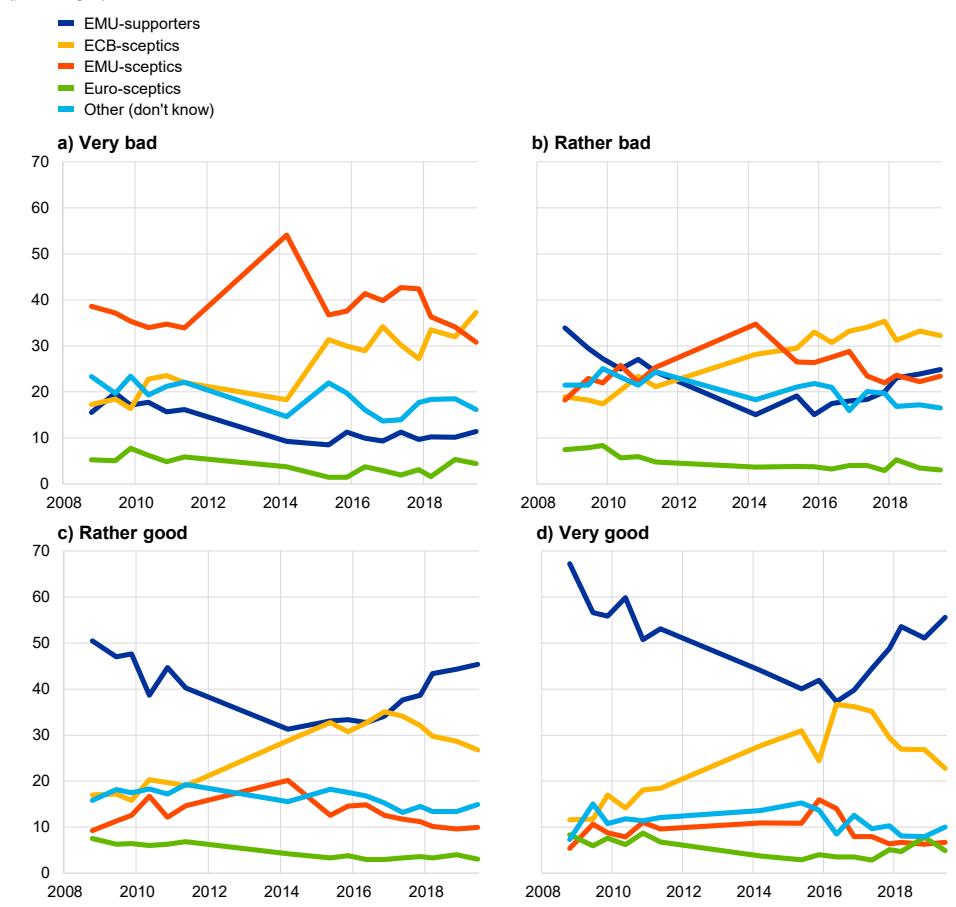
A similar picture emerges if we assess the prevalence of different groups of sceptics and supporters of EMU by respondents' ability to pay bills (not shown). While EMU-supporters are by far in the majority among respondents who do not experience any difficulties making ends meet, they remain the minority among those who face difficulties paying bills most of the time. More than 30% of respondents in this group now fall into the category of ECB-sceptics.

### Chart 7

#### Typology of support for EMU by perception of the current situation of the household economy

Euro area, autumn 2008 – spring 2019

(percentages)



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to the answer to the question "How would you judge the current situation in each of the following? The financial situation of your household." Missing observations for autumn 2011 to autumn 2013.

#### 4.6 European attitudes and political orientations

**Citizens' attitudes towards the EU are highly correlated with their views on the euro and the ECB.** The euro and the ECB are part of the EU's institutional framework and policymaking at the European level, so one would expect that attitudes towards them are shaped by citizens' overall attitudes towards the European project. This is indeed supported by the data. Taking citizens' image of the EU as an indicator of their general attitude towards the EU and matching it against the typology of attitudes to EMU, one finds that the largest share of citizens with a negative image of the EU also tend to be EMU-sceptics, while an overwhelming majority of those holding a positive image of the EU tend to be EMU-supporters (not shown).

**Moreover, political interest seems moderately related to support for EMU.**

EMU-supporters are in the majority among respondents who show at least a slight interest in political affairs, with the share of EMU-supporters increasing somewhat in line with the degree of political interest (see Chart 8). By contrast, the share of EMU-sceptics declines with increasing political interest. Notably, scepticism towards the ECB appears to be similarly strong across all respondents irrespective of their degree of political interest.

**Chart 8**

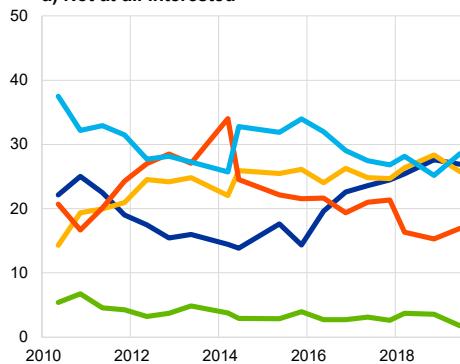
Typology of support for EMU by self-reported political interest

Euro area, spring 2010 – spring 2019

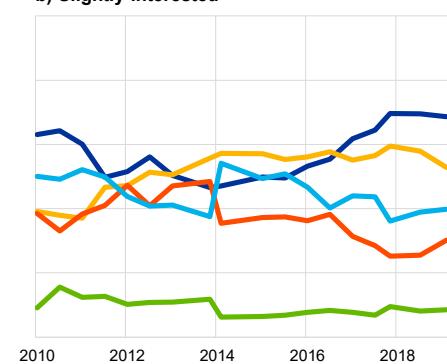
(percentages)

- EMU-supporters
- ECB-sceptics
- EMU-sceptics
- Euro-sceptics
- Other (don't know)

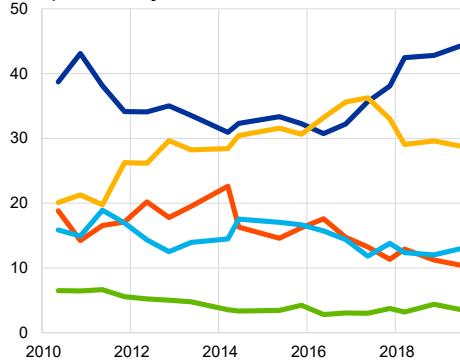
a) Not at all interested



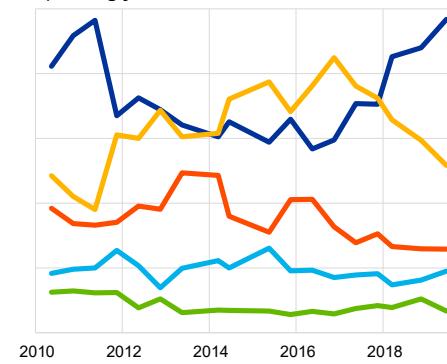
b) Slightly interested



c) Moderately interested



d) Strongly interested



Sources: Eurobarometer, own calculations.

Notes: The typology contains four groups: the first group neither supports the euro nor trusts the ECB (EMU-sceptics); the second group supports the euro, but does not trust the ECB (ECB-sceptics); the third group does not support the euro, but trusts the ECB (euro-sceptics); and the fourth group supports the euro and trusts the ECB (EMU-supporters). A fifth group (Other) includes those who answered "don't know" to one of the two questions. The categories correspond to an index of political interest that is constructed from the answers to the question "When you get together with friends or relatives, would you say you discuss frequently, occasionally or never about...? 1) National political matters; 2) European political matters; 3) Local political matters."

## 5 Conclusion

**Trust in the ECB and support for the euro have diverged in recent years.** The share of the euro area population that supports the euro remained relatively steady throughout the economic and financial crisis starting in 2008-09 and by late 2019 had trended upwards to reach an all-time high. By contrast, the share of citizens trusting the ECB fell with the onset of the financial crisis and then recovered partially to a neutral level.

**This disconnect can be further examined through the lens of the typology of attitudes towards EMU.** Whereas EMU-supporters are found to represent the largest share of the euro area population and remained so during the crisis, the share of ECB-sceptics rose significantly during the crisis, while the share of EMU-sceptics also

grew. By contrast, the percentage of euro-sceptics has remained relatively low. This illustrates rather powerfully that citizens distinguish between the euro and the ECB, and have different expectations of them. It also shows that the drivers of support for the ECB are distinct from the drivers of support for the euro. At the same time, the fall in trust in the ECB from very favourable pre-crisis levels has to be seen as part of a wider development of declining trust in public institutions in Europe in the aftermath of the global financial crisis.

**A breakdown of support for EMU along sociodemographic lines sheds light on who tends to support EMU and who does not.** Exploring types of support for EMU along different sociodemographic lines – notably geography, age and education, as well as respondents' perceptions of the economic and financial situation and broader attitudes towards the EU – reveals which parts of the euro area population are more or less likely to support EMU. While the univariate form of this analysis neither estimates the strength of correlations nor controls for confounding factors, the patterns it reveals over time allow possible reasons for the disconnect between trust in the ECB and support for the euro to be deduced.

**The analysis suggests that popular support for EMU – in particular, trust in the ECB – hinges to a large extent on citizens' perceptions of their personal financial situation and the overall economic situation.** Perceptions of the state of the national and European economies and individuals' financial situation are highly correlated with support for EMU and, in particular, trust in the ECB. This finding is further corroborated by the geographic distribution of support for EMU, which reveals a considerably higher share of EMU-sceptics and ECB-sceptics in euro area countries that were more affected by the crisis. Similarly, support for EMU varies strongly with education and occupation, with more years in education and higher-skilled occupations – important determinants of one's personal material situation – being associated with greater support for EMU, despite a recent uptick in the share of ECB-sceptics across different education levels.

**By contrast, other sociodemographic indicators seem to be less relevant for support for EMU.** There is no marked difference in patterns of support for EMU between genders or across age cohorts, with perhaps the minor exception of the war generation, which accounts for a smaller share of EMU-supporters overall, but a higher share of "don't know" answers. Among the sociodemographic indicators considered, political interest appears most relevant, as support for the EMU appears to be somewhat greater among respondents who are more interested in politics.

**While the high and steady level of support for the euro is good news for the single currency, the sensitivity of support for the ECB holds important lessons on how citizens view and assess the performance of the central bank.** The findings lend support to the hypotheses that support for the ECB is strongly related to perceptions of economic outcomes, but also to cognitive factors and material interests related to education or occupation. While the analysis shows that trust in the ECB is vulnerable to economic outcomes – potentially including those beyond the ECB's control – it also suggests that trust in the ECB can be improved by the institution providing information on its tasks and objectives, and by continuing to pursue its

mandate of maintaining price stability, thereby safeguarding citizens' purchasing power.

**More inclusive communication and efforts to improve general understanding of the ECB's mandate and tasks may help foster trust in the ECB.** In particular, given the heterogeneity in support for the EMU and scepticism of the ECB observed between and within countries, as well as among different parts of the population, making communication more accessible to people with differing levels of education and prior knowledge, and also addressing the concrete concerns of citizens in different parts of the euro area – such as the ECB's role in economic outcomes – can enhance trust in the ECB. The heterogeneity within countries highlights the need to reach out beyond capital cities. In addition, action to increase knowledge not just on personal finances, but also on how financial markets and central banks function, including the services they provide to citizens in their everyday lives, for example in the fields of payments or cash provision, may further improve citizens' understanding of and trust in the ECB and its policies.

**Enhanced communication efforts to foster trust in the ECB will be in its interest.** Higher levels of trust in the central bank not only help steer inflation expectations and promote trust in the currency, thus supporting the effectiveness of monetary policy, but also preserve the central bank's independence by shielding it from political pressures. In the context of EMU, having a more trusted and hence more effective central bank also encourages citizens to perceive European economic integration as successful and thus fosters greater popular support for significant economic and financial, as well as political, steps towards greater integration. In turn, such steps could further enhance the effectiveness of the ECB's policy and improve the overall welfare of euro area citizens.

## 2

# Access to finance for small and medium-sized enterprises since the financial crisis: evidence from survey data

Prepared by Katarzyna Bańkowska, Annalisa Ferrando and Juan Angel Garcia<sup>89</sup>

## 1 Introduction

**The tightening of financial conditions as a result of the Global Financial Crisis (GFC) and the subsequent sovereign debt crisis in the euro area led to severe difficulties for small and medium-sized enterprises (SMEs) in accessing finance.** The survey on the access to finance of enterprises (SAFE), which has been conducted on behalf of the ECB and the European Commission since 2009, reveals significant shifts in firms' financing conditions since the start of the GFC.<sup>90</sup> During the financial crisis and the subsequent euro area sovereign debt crisis, a substantial share of SMEs highlighted access to finance as one of the most pressing problems affecting their business activity. Moreover, firms across different countries and sectors faced the same issue.

**Monetary policy measures, including non-standard ones, have contributed to improving access to finance for euro area non-financial corporations since the GFC.** This article reviews the available evidence on the impact of some of the non-standard measures. These measures – particularly those related to bank financing, but also those related to some additional sources of financing for SMEs – are key to understanding the evolution of SMEs' financing conditions over the last ten years.

**While SMEs' financing conditions have significantly improved over recent years, some important challenges remained even before the coronavirus (COVID-19) pandemic that started late in 2019.** For example, SAFE results indicate that financing gaps – i.e. the difference between financial needs and the availability of external funding – remained for specific financing instruments, notably the market-based ones. Diversification across alternative financing instruments can make an important contribution to resilience against adverse financial and real shocks. Therefore, this article provides both a taxonomy of SMEs' financing patterns based on a cluster analysis – before the onset of the pandemic crisis – and some evidence on the implications for firms' investment decisions. For example, SMEs tend to be in the clusters where flexible short-term debt or long-term bank loans are the main financing instruments. Also, a combination of leasing/factoring and short-term loans was of particular importance for SMEs, compared with larger firms.

<sup>89</sup> Gianmarco Rimoldi provided data support.

<sup>90</sup> As a reference, in the survey conducted between 16 September and 25 October 2019, the sample size for the euro area was 11,204 firms, of which 10,241 (91%) had fewer than 250 employees. For more detailed information on the survey, see: [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/index.en.html). The survey contains a sample of large companies in order to better gauge possible financing conditions/constraints only affecting SMEs.

In the context of the coronavirus crisis, the emergence of new financing difficulties should stand out in relation to the current vintage of data and against the background of the pre-existing financing options for SMEs across the euro area. A companion box in this Economic Bulletin issue summarises the results of the last round of SAFE conducted during March and April 2020, and elaborates on the specific challenges posed by the coronavirus crisis for SMEs.

## 2 Access to finance and credit rationing over time

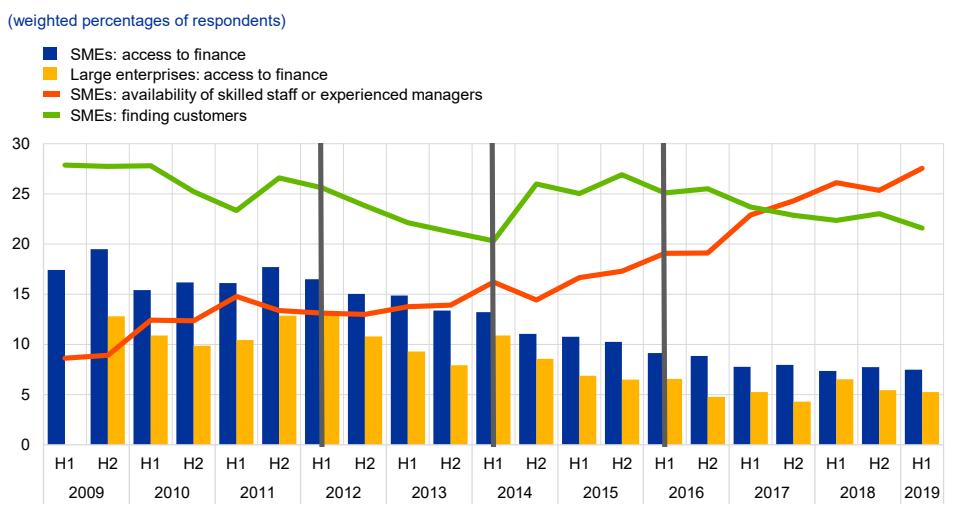
**Starting in 2009, there have been three important phases in firms' perceptions of their financing conditions.** These phases have coincided with periods over which the monetary transmission mechanism was impaired to various degrees, negatively affecting SMEs' financing conditions. Therefore, ECB measures taken to restore the transmission mechanism also had a positive impact on SMEs' access to finance during those periods. The first phase covered the period from the launch of the survey in 2009, to September 2012, when the Outright Monetary Transactions (OMT) programme was announced. During this period, SMEs reported that access to finance ranked second, after finding customers, among the biggest obstacles to conducting business (see Chart 1).<sup>91</sup> The second period, from the last quarter of 2012 to March 2016, was characterised by several unconventional monetary policy (UMP) measures, including the introduction of negative rates in June 2014, the start of the Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTRO I) in September 2014 and the ECB's asset purchase programme (APP) in March 2015. According to the survey, difficulty accessing finance, while remaining an important concern for firms, started to gradually become less acute during this period, and was outweighed by difficulties with finding skilled staff and experienced managers. The last period starts in spring 2016 and runs until September 2019, before the coronavirus pandemic. The same period witnessed the launching of the TLTRO II and TLTRO III, as well as the corporate sector purchase programme (CSPP). Since spring 2016, only about 8% of SMEs have reported access to external financing as their main concern, compared with nearly 20% in 2009.

**The financing situation of euro area firms was particularly severe for SMEs, with some differences across sectors.** The percentage of firms that perceived access to finance as their main problem was consistently higher for SMEs than for large companies over the whole period concerned (see Chart 1). Regarding sectors, until September 2012 it was particularly the construction sector that found access to finance to be a major concern, with 22% of construction SMEs reporting this, compared with 15% of SMEs from the services sector (see Chart 2). This may reflect, for example, greater scrutiny by financial institutions when lending to the construction sector following the GFC. In the last phase, however, little variation was evident across sectors in this regard. At the same time, the availability of skilled staff became the most pressing issue affecting the construction sector (29%), often related to the introduction of new technologies combined with an ageing workforce. Construction was affected to

<sup>91</sup> SAFE contains a broad question to shed light on firms', and in particular SMEs', assessments of problems affecting their business operations. Those concerns can be either on the demand side, such as finding customers, competition, regulation and the availability of skilled labour, or on the supply side, such as access to finance and production or labour costs.

a larger extent than, for instance, the trade sector (18%), which was least affected by this issue.

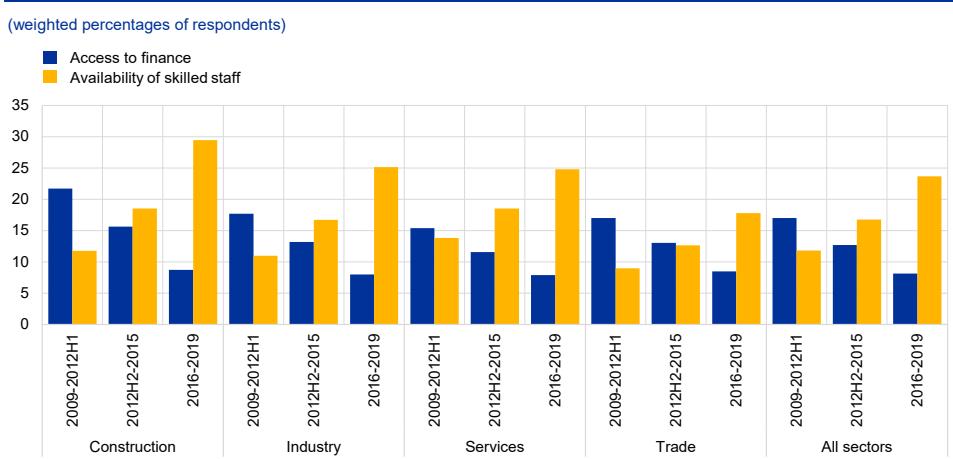
### Chart 1 Most significant problems faced by euro area firms



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

### Chart 2 Most significant problems faced by euro area SMEs across sectors



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE). The latest observation included is for the period April-September 2019.

**Firms that were actively seeking external financing became less financially constrained over time.** On the basis of the SAFE results, firms are considered financially constrained if any of the three following conditions apply: (i) they applied for a bank loan and had their application rejected; (ii) they received a loan offer but either the cost was too high or the quantity offered was too low; or (iii) they did not apply for a loan because they feared a rejection.<sup>92</sup> During the 2009-12 period, about 15% of euro

<sup>92</sup> The definition of financially constrained firms is available in Chart 20 of the [SAFE report](#).

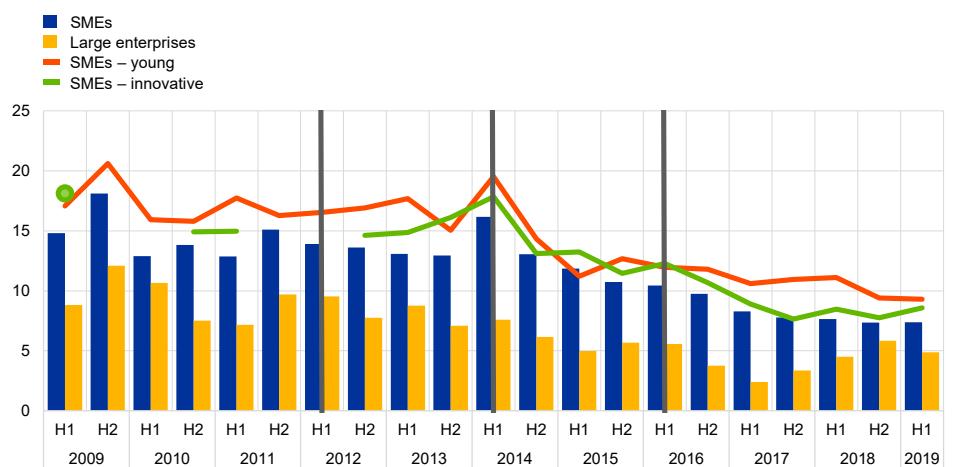
area SMEs that regarded bank loans as relevant to their funding were constrained in obtaining a bank loan. In the second phase (until around March 2016), that percentage declined to approximately 12% and it has stabilised at around 8% in recent years (see Chart 3).

**The share of financially constrained firms varied by firm size, category and country.** SMEs tended to more frequently report that they were financially constrained than large companies, although the percentages have declined over time (see Chart 3). Among SMEs, other characteristics that determine differences across firms are their ages and the degree of innovation. Small and young firms have particular difficulties in accessing external finance.<sup>93</sup> This might be related to the fact that they are more likely to face a higher degree of asymmetric information and contracting problems.<sup>94</sup> Mature SMEs (i.e. those in business for ten years or more) tended to be considerably less financially constrained than young ones (existing for less than 10 years). SMEs involved in innovative activities experienced greater obstacles to obtaining a bank loan than firms that were providing mostly traditional products and services. In general, financing innovation is often difficult for firms, given the additional uncertainty involved.<sup>95</sup> Chart 3 provides some evidence that innovative SMEs were more financially constrained.

### Chart 3

#### Financially constrained firms by age and size

(weighted percentages of respondents)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: the first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. Information about innovative companies is not available in each round. The latest observation is for the period April-September 2019.

<sup>93</sup> See Ferrando, A. and Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", *Economic and Social Review*, Vol. 46, No 1, Frankfurt am Main, 2015, pp. 87-117.

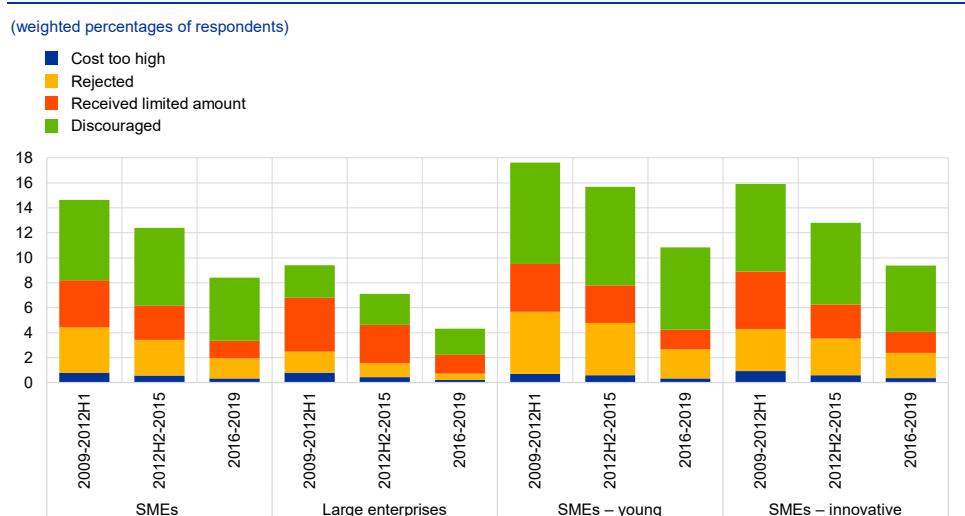
<sup>94</sup> See, for example, Berger, A. N. and Udell, G. F., "A more complete conceptual framework for financing of small and medium enterprises", *Policy Research Working Paper Series 3795*, The World Bank, 2005; Rauh, J., "Investment and Financing Constraints: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans", *Journal of Finance*, Vol. 61, No 1, 2006, pp. 33-71; Fee, C. E., Hadlock, C. J. and Pierce, J. R., "Investment, Financing Constraints, and Internal Capital Markets: Evidence from the Advertising Expenditures of Multinational Firms", *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No 6, June 2009, pp. 2361-2392; and Hadlock, C. J. and Pierce, J. R., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No 5, May 2010, pp. 1909-1940.

<sup>95</sup> See Acharya, V. and Xu, Z., "Financial dependence and innovation: The case of public versus private firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 124, No 2, 2017, pp. 223-243.

**For large firms, it is not only the degree of financial constraint that is less serious compared with SMEs, but also the form of the constraint.** Large companies more often reported being quantity constrained (i.e. banks offering a limited amount of the requested credit) than SMEs, while outright rejections were much smaller for large firms compared with SMEs (see Chart 4). Moreover, SMEs – particularly young and/or innovative firms – were more frequently discouraged from applying for loans. The percentage of discouraged firms remained relatively stable throughout the period considered, while the rejection rate clearly declined and reached lows of 2% for SMEs and 1% for large companies in 2019. Bank credit costs appeared negligible in determining financial constraints for all companies, reflecting the significant extent of monetary policy accommodation since 2009.

#### Chart 4

##### Components of financially constrained firms by age and size



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE). The latest observation included is for the period April-September 2019.

### 3 Effects of unconventional monetary policy

**In response to the weak economic conditions prevailing in the euro area, several monetary policy stimulus measures have been introduced over recent years.** These have included a series of unconventional monetary policy measures, with the aim of restoring the transmission mechanism of monetary policy and bringing inflation back to the ECB's price stability objective in a sustained way. These measures worked through several different channels, with some of the measures proving particularly useful in mitigating banking sector problems, restoring bank lending dynamics and sustaining financing conditions in general.<sup>96</sup> In particular:<sup>97</sup>

<sup>96</sup> For a comprehensive assessment of the transmission channels of the ECB's non-standard measures, see Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. and Yianguo, J., "A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20", *ECB Working Paper Series*, No 2346, 2019. See also the box entitled "Impact of the ECB's non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence", *ECB Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, Frankfurt am Main, 2017.

- The Outright Monetary Transactions (OMT) programme was launched in the summer of 2012. Once a programme is established by the European Stability Mechanism (ESM), the OMT programme enables the purchase of eligible sovereign bonds issued by euro area governments in order to address severe distortions in sovereign bond markets. While no purchase has yet been conducted under the OMT programme, its announcement helped to reduce the yields on sovereign bonds issued by fiscally-stressed countries immediately, sharply, and permanently.<sup>98</sup> Furthermore, by alleviating pressure on euro area banks holding such bonds, the announcement of the OMT programme helped to sustain lending.
- Interest rates were lowered to negative territory in the summer of 2014, thus providing additional monetary stimulus.<sup>99</sup> Also, the ECB has repeatedly communicated its intention to keep short-term interest rates low for an extended period of time, with such forward guidance reinforcing the signalling channel of policy rate cuts.
- The CSPP was first announced as part of a broader set of measures under the expanded APP in March 2016. It was launched in June 2016 to allow for large direct purchases of eligible (i.e. investment grade) bonds issued by companies based in the euro area.<sup>100</sup> The programme was aimed at reducing debt-financing costs for large firms which could issue such bonds as an alternative financing source to bank loans, thereby freeing up more loan supply for smaller firms.<sup>101</sup>
- Several rounds of TLTROs were launched to further foster corporate lending. The amounts that credit institutions could borrow as part of these operations were linked to their eligible credit granted to euro area-resident non-financial corporations and households, excluding lending for house purchases, in all currencies. The first series of TLTROs (TLTRO I) was announced in June 2014 and implemented in September 2014. The second series (TLTRO II) was announced in March 2016 and implemented in June 2016. Finally, a third series of TLTROs (TLTRO III) was announced in March 2019 and implemented starting from September 2019.<sup>102</sup>

<sup>97</sup> In this article, the focus is on analyses of UMP decisions based on the assessment of firms through SAFE replies. For this reason, not all the UMP measures implemented are considered here, for example, the programmes for the purchases of asset-backed securities (ABS) or public assets (PSPP), although they had an impact on the financing conditions of euro area non-financial corporations.

<sup>98</sup> Altavilla, C., Giannone, D., and Lenza, M., "The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements", *International Journal of Central Banking*, Vol. 12, No 3, 2001, pp. 29-57.

<sup>99</sup> For a comprehensive assessment of the impact of negative rates, see the article "Negative rates and the transmission of monetary policy", *Economic Bulletin*, Issue 3, 2020; and Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M., and Holton, S., "Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms", *ECB Working Paper Series*, No 2289, ECB, Frankfurt am Main, June 2019.

<sup>100</sup> For an assessment of the impact of the CSPP, see the box entitled "The ECB's corporate sector purchase programme: its implementation and impact", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, Frankfurt am Main, 2017.

<sup>101</sup> Grosse-Rueschkamp, B., Steffen, S. and Streitz, D., "A Capital Structure Channel of Monetary Policy", *Journal of Financial Economics*, Vol. 133, No 2, 2019, pp. 357-378.

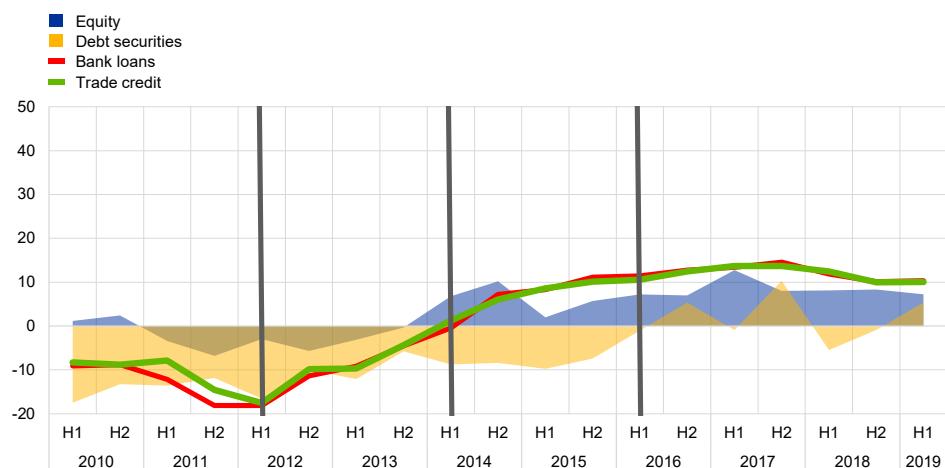
<sup>102</sup> See Rostagno, M. et al., op. cit.

All of these measures shaped euro area firms' perceptions of the availability of external finance (see Charts 5 and 6).

### Chart 5

#### Availability of external financing instruments for SMEs

(net percentages of respondents for which the respective instrument is relevant)



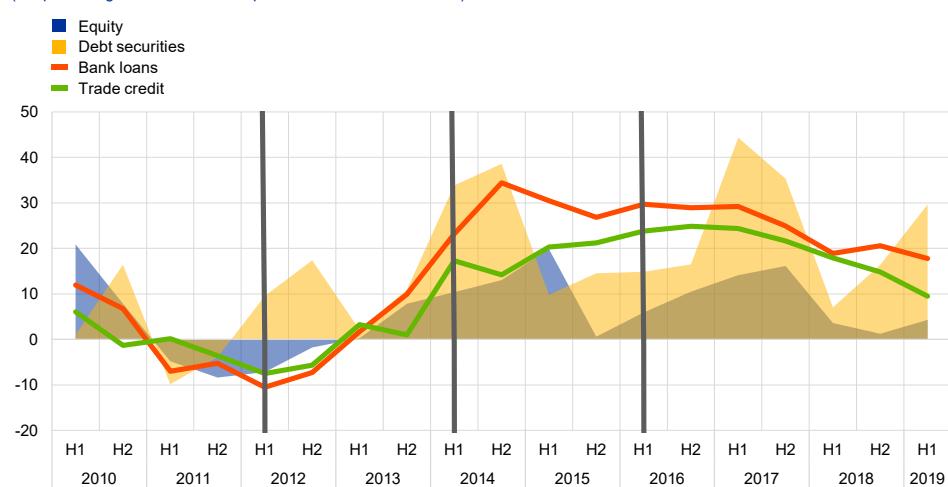
Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

### Chart 6

#### Availability of external financing instruments for large firms

(net percentages for which the respective instrument is relevant)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.

Notes: Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined. The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

In the aftermath of the GFC, the sovereign debt crisis in some euro area countries posed additional challenges to SMEs' access to finance. Since banks tend to hold large quantities of domestic sovereign bonds, banking sectors of stressed countries also came under pressure in financial markets, and their funding costs rose. Furthermore, the rationing of credit to SMEs intensified. Against this background, the

announcement of the OMT was specifically aimed at easing the financial market conditions in stressed countries and thereby indirectly improving access to finance in those countries.

**The announcement of the OMT programme led to an improvement in credit access.** Just before the OMT programme announcement, 18% of euro area SMEs and 10% of large enterprises were reporting a deterioration in the availability of bank loans in net terms (see Charts 6 and 7).<sup>103</sup> The programme represented a turning point in firms' perceptions, a conclusion that is confirmed by econometric analysis. Ferrando et al. showed that SMEs from vulnerable countries reported being less likely to be rationed or discouraged from applying for loans in the six months after the programme announcement.<sup>104</sup>

**Despite the positive impact of the OMT and other UMP measures, developments in credit supply to non-financial corporations have diverged across the euro area since the European sovereign debt crisis (see Chart 7).** Corbisiero and Faccia found that the rejections of non-financial corporations' loan applications tended to be more frequent in countries more affected by the European sovereign debt crisis.<sup>105</sup> These rejections were influenced by the health of bank balance sheets, in particular by the presence of non-performing loans (NPLs). This suggests that supply factors did play an important role in subdued credit in these countries. At relatively high levels of NPLs, banks tend to lend less, even to creditworthy firms.<sup>106</sup> Such high levels of NPLs were mainly observed in vulnerable countries during the European sovereign debt crisis, implying that the balance sheet weakness of individual banks in vulnerable countries may have contributed to the weak credit dynamics observed. Taken together, the above-mentioned empirical evidence lends support to the success of the ECB's UMP measures in improving the terms and conditions of bank credit to SMEs, consistent with the "bank lending view" of monetary policy transmission.<sup>107</sup>

---

<sup>103</sup> Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined.

<sup>104</sup> Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G. F., "Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Microevidence from the Eurozone", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 51, No 4, 2019, pp. 896-928.

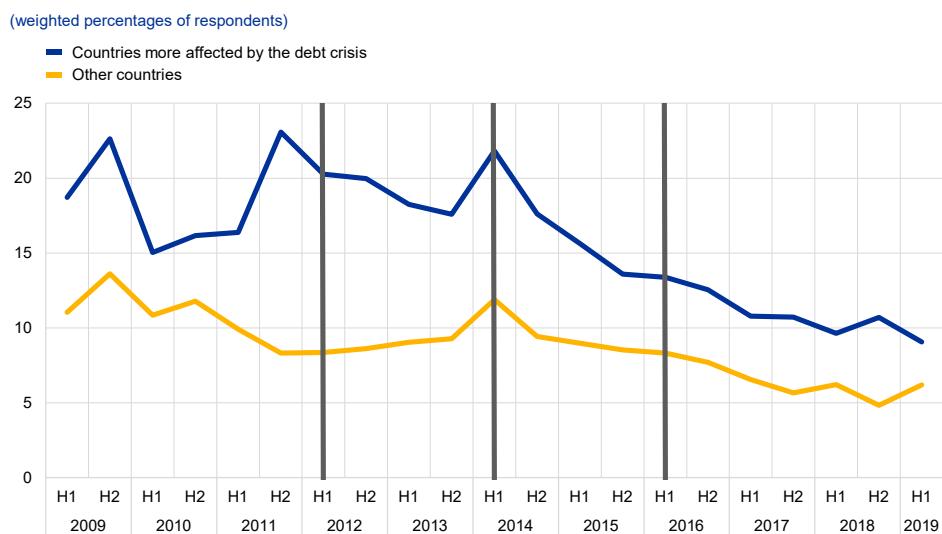
<sup>105</sup> Corbisiero, G. and Faccia, D., "Firm or bank weakness? Access to finance since the European sovereign debt crisis", *ECB Working Paper Series*, No 2361, ECB, Frankfurt am Main, 2020.

<sup>106</sup> The study shows that the key findings are robust to alternative definitions of credit rejection and an alternative firm-bank matching criterion applied to those firms reporting multiple bank relationships, either matching firms with their first listed bank or to the healthiest bank among those listed. In addition, they are not driven by a larger concentration of distressed firms in the periphery countries. See also the July 2018 report of the Bank Lending Survey.

<sup>107</sup> For additional evidence see Burlon, L., Dimou, M., Drahonsky, A.-C. and Köhler-Ulbrich, P., "What does the bank lending survey tell us about credit conditions for euro area firms?", *ECB Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

## Chart 7

### Financially constrained SMEs in countries more affected by the debt crisis



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: "Countries more affected by the debt crisis" refers to Ireland, Greece, Spain, Italy, Cyprus and Portugal.

The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the start of the TLTRO I and the negative rate policy; and the third vertical grey line denotes the start of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

**Several studies show that the TLTROs led to significant improvements in various aspects of financing conditions for firms, for example by improving actual and expected loan availability or lowering interest expenses.<sup>108</sup>**

Importantly, there was an improvement in bank credit availability for firms from countries more affected by the European sovereign debt crisis but also, and more strongly so, for those from the rest of the euro area. In addition, the improvements varied across different types of firms, with medium/large firms and mature firms benefiting most, as there is evidence that the impact of credit constraints on firms' investment was greater for them.<sup>109</sup>

**Access to other sources of finance beyond bank lending is also important for SMEs.** While bank loans have been the main source of finance for euro area SMEs, the changes in financial market conditions and the difficulties faced by the banking sector since the GFC have highlighted that diversified sources of external finance are a key element of resilience to adverse financial and real economic shocks.<sup>110</sup>

**Corporate bond purchases through the CSPP also contributed to an improvement in SMEs' access to finance.** Betz and De Santis showed that the CSPP strongly contributed to an increase in the size of the euro area corporate bond market, pushing banks to increase lending to smaller firms.<sup>111</sup> Indeed, according to

<sup>108</sup> See Afonso, A. and Sousa-Leite, J., "The Transmission of Unconventional Monetary Policy to Bank Credit Supply: Evidence from the TLTRO", *REM Working Paper*, No 65, 2019.

<sup>109</sup> García-Posada Gómez, M., "Credit constraints, firm investment and employment: Evidence from survey data", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 99, 2019, pp. 121-141.

<sup>110</sup> De Fiore, F. and Uhlig, H., "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 47, No 8, 2015, pp. 1571-1598.

<sup>111</sup> Betz, F. and De Santis, R., "ECB corporate QE and the loan supply to bank-dependent firms", *ECB Working Paper Series*, No 2314, ECB, Frankfurt am Main, 2019.

the SAFE replies, the increased availability of bank loans to SMEs during this period was accompanied by improvements in the issuance of debt securities by large enterprises (see Charts 5 and 6).

**In addition to the transmission channels already discussed, UMP measures can have an impact on SMEs' access to finance through their expectations of the future availability of finance.** Ferrando et al. provide evidence for a “funding expectations channel” of monetary policy by looking at how SMEs’ decisions are affected by their expectations of future credit access.<sup>112</sup> This “funding expectations channel” complemented the standard “bank lending channel”, under which monetary policy is transmitted to the real economy through changes in the level and composition of bank credit. The authors provide supporting evidence that three of the unconventional policies mentioned above, namely the announcements of the OMT, the negative rates and the CSPP, had a significant effect on expectations of future credit availability (see Chart 8). In particular, immediately after the policy announcements, expectations of future credit access improved relatively more for SMEs borrowing from banks that were expected to increase SME lending due to the policy measure.<sup>113</sup> The authors also find evidence that SMEs’ investment and employment increased more at those firms expecting bank credit to improve in the future.

---

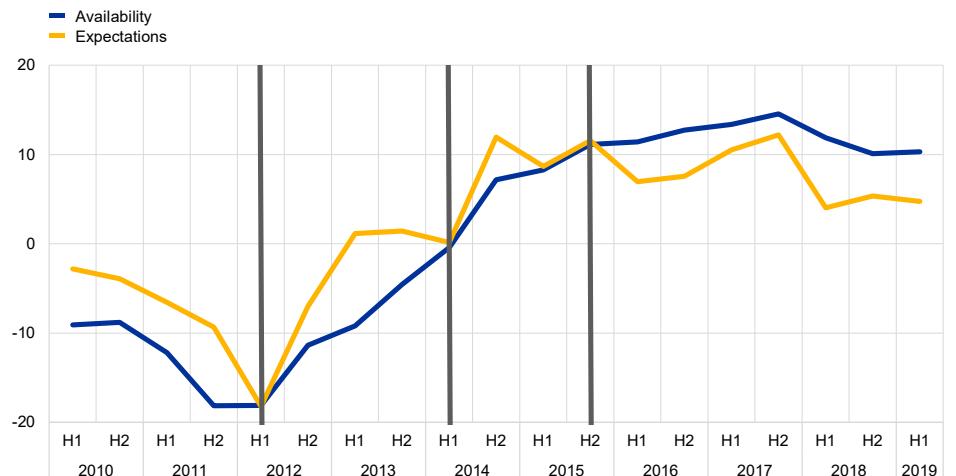
<sup>112</sup> Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G. F., (2020) “A Funding Expectations Channel of Monetary Policy” *ECB Working Paper Series, forthcoming*. In another paper, Ferrando, A., Ganoulis, I. and Preuss, C., “Firms’ expectations on the availability of credit since the financial crisis”, *Review of Behavioural Finance*, 2020 look at the formation of expectations relating to the availability of bank finance among euro area SMEs. Firms seem to use a wider range of information at their disposal, e.g. on their sales and profits and the general economic environment. Importantly, SMEs seem to combine both backward and forward-looking elements, in some cases including important policy announcements, such as the OMT.

<sup>113</sup> This may well be the result of several additional factors set in motion by the announcement of the measures. For example, in the case of negative interest rate policy, Altavilla et al. highlight another channel of pass-through of the monetary policy transmission mechanism, through which sound banks can pass negative rates on to their corporate depositors without experiencing a contraction in funding. Furthermore, they show that the negative interest rate policy provides further stimulus to the economy through firms’ asset rebalancing.

**Chart 8**

## UMP announcements and SMEs' expectations of bank loan availability

(net percentages of respondents for which bank loans are relevant)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: Net percentages are defined as the difference between the percentage of enterprises reporting that a given factor has increased and the percentage of those reporting that it has declined. The first vertical grey line denotes the announcement of the OMT; the second vertical grey line denotes the announcement of the TLTRO I and the negative rate policy; the third denotes the announcement of the TLTRO II and the CSPP. The latest observation is for the period April-September 2019.

**Overall, existing empirical evidence provides strong support for the positive impact of the UMP measures launched by the ECB over recent years to support the financing conditions of euro area firms, including SMEs.** Importantly, the reported evidence suggests that the non-standard measures worked through different channels and that their impact varied somewhat across countries. In interpreting the results, it has to be kept in mind that isolating the effects of monetary policy is always challenging. Furthermore, in the case of the research reviewed in this section, the non-standard nature of the measures – for which a very limited number of episodes exists – further complicates the identification process.

## 4 Financing patterns and financial behaviour

**Despite the improvement in financing conditions and the policy measures implemented so far, some structural challenges for SMEs' access to finance remain.** These challenges are mainly related to the fact that euro area firms still use a limited number of the available financing instruments. To analyse this structural feature, this section focuses on the period from April to September 2019. It represents a snapshot of the financing options chosen by euro area firms after the developments described in the previous section.

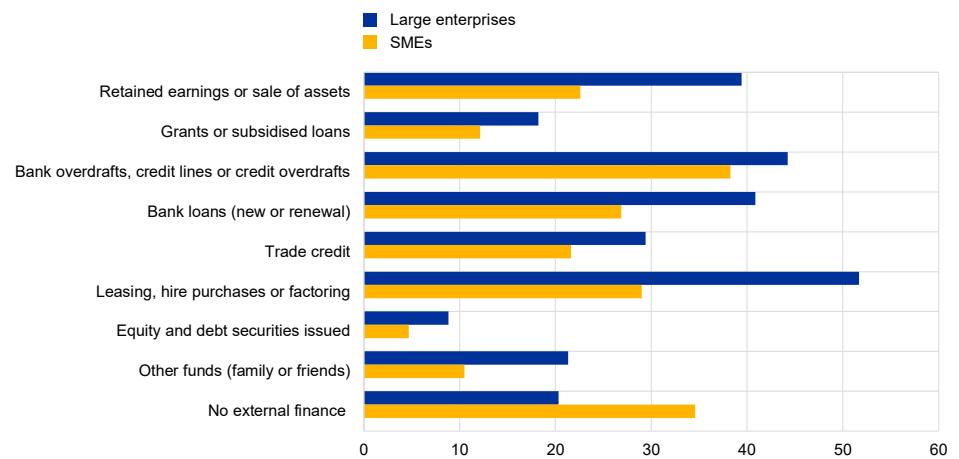
**The financing options of euro area enterprises are limited to a few instruments, mostly related to the banking sector.** Leasing and factoring for large companies and trade credit for SMEs are also important (see Chart 9). There are differences across firm sizes, though the relative importance of the funding sources remains the same overall. In particular, SMEs tend to make less use of external funds: at least one-third of them report that they have not used external sources of finance. For large

firms, the share is 20%. Irrespective of firm size, the use of market-based finance (i.e. debt or external equity) remains limited.

### Chart 9

#### Use of financing sources for euro area firms

(weighted percentages over the period 2009-19)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Notes: Sources of finance that are relevant and that have been used in the past six months.

**SMEs use a limited number of sources of finance.** Chart 10 shows the distribution of the number of financing sources used by SMEs and by large enterprises. As predicted by the literature<sup>114</sup>, the data show the limited diversification of financing sources of SMEs in contrast to large enterprises. Many SMEs used only one type of finance (36%), whereas the respective percentage is lower for large enterprises (22%). When looking at firms using four or more financing sources, the percentage of large enterprises is almost twice as high as for SMEs.

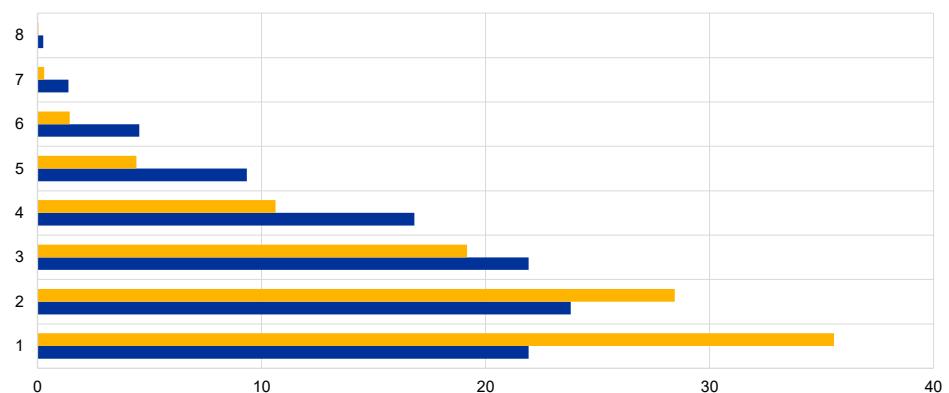
<sup>114</sup> See Berger, A. and Udell, G., "The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 22, Nos 6-8, 1998, pp. 613-673; Cressy, R. and Olafsson, C., "European SME Financing: An Overview", *Small Business Economics*, Vol. 9, No 2, 1997, pp. 87-96; Lawless, M., O'Connell, B. and O'Toole, C., "Financial structure and diversification of European firms", *Applied Economics*, Vol. 47, No 23, 2015, pp. 2379-2398.

### Chart 10

#### Number of sources of finance used (by firm size)

(weighted percentages over the period 2009-19)

■ Large enterprises  
■ SMEs



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE).

Note: The figure shows the frequency of the number of different sources of finance the firms used to finance their operations.

**Firms of different sizes use different combinations of financial instruments.** In order to establish a taxonomy of financing patterns, firms in the SAFE sample are grouped on the basis of their sources of finance using a “cluster analysis”. Box 1 reports on the results of such an analysis, based on the survey round for the period April-September 2019. The taxonomy provides a snapshot of the financing behaviour of euro area firms until the period just before the coronavirus crisis. While the approach is by its nature related to a specific period, the analysis of survey replies in alternative periods, for instance April-September 2012, shows that firms displayed broadly similar financing patterns.<sup>115</sup> In the survey round for the period April-September 2019, each of the eight clusters contains around 7% to 10% of the total number of firms, except for the largest cluster, which contains firms that have not reported the use of external sources of finance (38%). The taxonomy presented in Table 1 confirms that large companies, as defined by the number of employees or turnover, are using more diverse sources of finance than SMEs, and are also more likely to be listed on the stock market or be part of a business group. A higher percentage of large firms belongs to the clusters with more financial instruments (*mixed – market, mixed – family or friends and mixed – grants*, see Box 1), particularly when considering the difference between firms with very high turnover (more than €50 million) and low turnover (less than €10 million). By contrast, SMEs tend to more often be in the clusters where flexible short-term debt or long-term bank loans are the main financing instruments. A combination of leasing/factoring and short-term loans was also of particular importance for SMEs (*mainly leasing-factoring* cluster).

<sup>115</sup> As a signal that the taxonomy has changed slightly over time along with firms' financing conditions, the empirical analysis referring to 2012 points to seven instead of eight clusters, as it is not possible to group firms around the cluster with the extensive use of grants or subsidised loans.

## Box 2

### A taxonomy of financing patterns in the euro area: a cluster analysis approach

Prepared by A. Ferrando and K. Bańkowska

The empirical analysis used to identify financing patterns for euro area enterprises is based on a cluster analysis approach similar to the research carried out by Moritz et al. and Masiak et al.<sup>116</sup> The cluster analysis groups firms according to their use of the nine financing instruments described in Chart 9 in such a way that the groups are both homogenous (small within-cluster variance) and very distinct from each other (large between-cluster variance). The empirical analysis is based on the round that covers the April to September 2019 period for a total of 10,732 firms that reported whether they have used internal or external finance for their business activity in the previous six months. Being solely based on one round, the taxonomy provides a snapshot of the financing behaviour of euro area firms.<sup>117</sup>

Table A presents the eight clusters obtained following the above-mentioned procedure. The different clusters are presented by starting with those that include several financing instruments, and moving towards clusters that use fewer financing options. Each cluster contains around 7% to 10% of the total number of firms, except the last cluster, which includes a large share of firms that have not reported the use of external sources of finance (38%).

**Cluster 1 (*mixed – market*):** Firms in this cluster use a broad range of instruments which combines the highest use of retained earnings and sales of assets (81%) with a high usage of short-term and long-term bank loans (58% and 34% respectively). In contrast to other clusters, firms in this group are the only ones to access market-based finance (26%). Leasing and factoring are also relatively important instruments (50%), followed by trade credit (40%).

**Cluster 2 (*mixed – family or friends*):** The main characteristic of this cluster is that all firms rely on funds from related companies or family and friends. In addition, firms in this group mostly use short-term bank loans (50%), together with leasing and factoring (39%).

**Cluster 3 (*mixed – grants*):** In this cluster, all firms use subsidised loans for their business activity, which they combine with banking products (58% short-term bank loans and 48% long-term bank loans) and leasing and factoring (41%).

**Cluster 4 (*mainly trade credit*):** These firms use only trade credit for their business activity, which they combine with short-term bank financing (54%) and, to a lesser extent, with long-term bank loans (26%). Leasing and factoring are also relatively important (38%).

**Cluster 5 (*mainly bank loans*):** This cluster is characterised by firms that use long-term loans together with short-term ones (55%). The other financing instrument used by firms in this cluster is leasing and factoring (37%).

<sup>116</sup> Moritz, A., Block, J. H., and Heinz, A., "Financing Patterns of European SMEs: An Empirical Taxonomy", *Venture Capital*, Vol. 18, No 2, 2016, pp. 115-148; and Masiak, C., Moritz, A., and Lang, F., "Financing patterns of European SMEs revisited: an updated empirical taxonomy and determinants of SME financing clusters", *EIB research and market analysis working paper*, No 40, 2017. Both papers are based on previous survey rounds (2013 and 2015) and refer only to SMEs.

<sup>117</sup> Technically, the cluster procedure that has been chosen is the hierarchical one, using the Dice-similarity measure. The algorithm used to merge clusters at successive steps was the Ward clustering algorithm. Finally, the choice of the number of clusters was based on the combination of a visual inspection of the resulting dendrogram with several criteria, called stopping rules, such as the variance ratio criterion (VRC) and the Duda-Hart indices. See Mooi, E., Sarstedt, M. and Mooi-Reci, I., "Market Research: The process, Data and Methods using Stata", Springer Verlag, Berlin, 2018.

**Cluster 6 (*mainly leasing and factoring*):** For firms in this cluster, leasing and factoring are the most important source of finance together with short-term loans (39%).

**Cluster 7 (*short-term loans only*):** Firms in this group only focus on short-term financing, and represent 8.7% of the total sample.

**Cluster 8 (*no external financing*):** The last cluster is the largest one, covering 38% of the total sample of firms. It comprises firms that have not used external funds for their business and only 9% of them reported having used internal funds in the previous six months.

**Table A**  
Cluster composition

	Mixed (market)	Mixed (family or friends)	Mixed (grants)	Mixed (trade credit)	Mainly bank loans	Mainly leasing/ factoring	Short-term loans only	No external financing	Pearson chi2
<b>Retained earnings or sale of assets</b>	81.0%	23.0%	23.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	4443.5***
<b>Grants or subsidised loans</b>	5.0%	9.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8901.7***
<b>Bank overdrafts, credit lines or credit cards overdrafts</b>	58.0%	50.0%	58.0%	54.0%	55.0%	39.0%	100.0%	0.0%	4520.7***
<b>Bank loans (new or renewal)</b>	34.0%	25.0%	48.0%	26.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5491.3***
<b>Trade credit</b>	40.0%	26.0%	27.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6469.1***
<b>Leasing, hire purchases or factoring</b>	50.0%	39.0%	41.0%	38.0%	37.0%	100.0%	0.0%	0.0%	5110.8***
<b>Equity and debt securities issued</b>	26.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2450.9***
<b>Other funds</b>	5.0%	100.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9620***
<b>No external finance</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%	10372***
<b>N. observations</b>	1078	769	787	962	839	1087	904	3946	
<b>Percentage of firms</b>	10.4%	7.4%	7.6%	9.3%	8.1%	10.5%	8.7%	38.0%	

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.

Notes: N = 10372; Pearson's chi-square tests for categorical variables are all significant at p<0.01.

**Table 1**  
Cluster comparison according to firm characteristics

		Mixed (market)	Mixed (family or friends)	Mixed (grants)	Mixed (trade credit)	Mainly bank loans	Mainly leasing/ factoring	Short-ter m loans only	No external financing
Size / Number of employees	Large	19.0	13.4	11.1	9.4	9.6	12.1	3.7	21.7
	SMEs	8.8	6.4	7.3	7.0	7.7	11.1	9.6	42.2
Turnover	≤ EUR 2m	5.7	5.6	5.6	6.1	6.7	8.8	11.7	50.0
	> EUR 2m -EUR 10m	10.9	7.5	8.7	7.3	9.3	15.8	7.3	33.1
	> EUR 10m -EUR 50m	15.5	10.2	11.4	8.4	10.6	13.6	4.9	25.4
	> EUR 50m	22.2	13.9	11.4	11.2	8.9	10.8	3.4	18.2
Firm age	≥ 10 years	12.3	8.6	8.7	7.9	8.4	11.5	7.7	34.8
	5 to less than 10 years	7.8	8.0	7.1	6.5	6.8	10.0	9.3	44.5
	< 5 years	12.5	9.5	5.7	6.6	7.0	11.5	6.1	41.3
Financially constrained	No	15.4	7.6	14.0	8.5	13.9	9.4	8.6	22.6
	Yes	15.9	14.9	11.1	15.8	8.2	8.4	6.0	19.7
Vulnerable firms	No	12.0	8.2	8.3	7.8	8.3	11.6	7.6	36.1
	Yes	10.8	22.0	14.8	5.0	7.8	5.0	11.0	23.4
Profitable firms	No	11.9	8.9	8.8	7.8	8.5	11.4	7.9	35.0
	Yes	14.3	4.2	3.7	7.9	5.8	11.7	4.9	47.7
Family	No	12.9	11.1	10.9	7.4	7.3	13.2	5.0	32.2
	Yes	11.7	7.7	7.6	7.9	8.7	10.7	8.7	37.1
Listed	No	11.8	8.5	8.3	7.7	8.3	11.4	8.0	36.2
	Yes	17.6	11.3	12.7	9.5	8.9	12.1	1.3	26.6
Sectors	Industry	17.2	11.5	12.2	10.2	8.3	11.0	4.3	25.3
	Construction	11.5	7.2	7.4	8.8	9.8	13.3	8.3	33.8
	Trade	12.8	7.9	7.1	10.9	8.9	8.0	10.0	34.4
	Services	9.3	7.8	7.6	5.0	7.7	12.8	8.2	41.7
Innovative firms	No	9.5	6.6	6.4	6.5	7.6	11.1	8.5	44.0
	Yes	14.3	10.4	10.3	8.9	8.9	11.7	7.1	28.6
Exporters	No	7.9	6.5	7.4	5.8	8.4	11.3	9.0	43.7
	Yes	16.8	11.3	9.9	10.1	8.3	11.7	6.1	25.9
Expected future growth	Over 20% per year	13.9	11.5	10.7	9.8	8.2	8.2	7.8	30.0
	Below 20% per year	13.8	8.5	9.4	8.5	9.0	12.6	7.3	31.1
	Stay the same size	9.4	8.4	7.4	5.9	7.7	10.6	8.1	42.5
	Become smaller	9.4	9.7	5.7	6.8	5.9	10.4	8.2	44.0

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculation.  
Notes: The cluster analysis refers to the period April-September 2019. Pearson's chi-square test and Cramer's V for categorical variables are all significant at p<0.01 (not reported). The percentages presented are weighted.

**Financially fragile firms tended to receive funds more often from family, friends or related businesses.** Financially fragile firms are defined as those that are either financially constrained (as explained in Section 2), or are financially vulnerable in that

they have difficulties serving their existing debt due to decreasing profits and turnover and increasing interest expenses.<sup>118</sup> Such financially fragile firms tended to obtain funds more often from family or friends, or related businesses (*mixed – family or friends cluster*) or through trade credit (*mixed – trade credit cluster*, see Table 1). Beyond these financing sources, vulnerable firms were more likely to receive funds through grants or subsidised bank loans. By contrast, a high share of profitable firms was in the cluster “*no external financing*”, probably because they have high retained earnings. They were more often using a variety of financial instruments, including market-based ones (*mixed – grants cluster*). This is also the case for innovative firms and exporters. Bank loans – either short or long-term – remained an important source of finance for these three groups of firms.

**Firms diversified their sources of finance according to the sector they belong to.** Industrial firms were slightly more often in the cluster with more diversified financing options (*mixed – market cluster*). Industrial firms are on average larger and are more likely to be exporters. Overall, they are able to attract debt and long-term financing, given their ability to provide collateral to secure their debt. By contrast, firms in the construction sector rely more on asset-backed financing and short-term bank loans, as is the case in the cluster *mainly leasing/factoring*. Firms in the trade sector required more short-term debt and trade credit in their operations. The cluster analysis indicates that a relatively high percentage of them are grouped together in the cluster with more financing options. Finally, firms in the services sector are less likely to use external financing instruments compared with firms in the other industries, with many being in the cluster related to asset-backed financing (*mixed – leasing/factoring*).

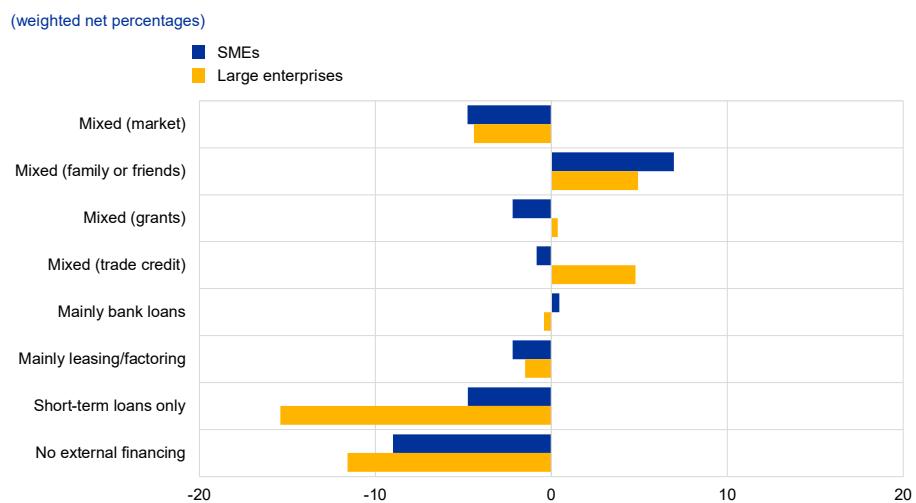
**Firms that are expecting to grow in the near future rely on several financing options.** Firms that were expecting to grow in 2020 had higher financing needs. As the taxonomy shows, they made use of several financing instruments, being mostly grouped in the first three clusters of Table 1.

**Financing gaps are more acute for firms using informal sources of finance.** An important indicator derived from the SAFE dataset is the degree of financing gap, defined as the difference between the change in demand and in the availability of external financing. In the euro area, the financing gap has remained negative since 2014 for large companies and since 2015 for SMEs, meaning that the increase in needs for external financing was smaller than the improvement in access to external funds. In 2019, the weighted net percentages were quite similar between large firms and SMEs (-3% and -4% respectively). Chart 11 plots the financing gap across the different clusters. The financing gap is larger for the group of firms using mostly loans granted by family or friends, or by related businesses (*mixed – family or friends*). On average, these are companies that are financially vulnerable, with little capacity to generate internal funds. Many of them are financially constrained.

---

<sup>118</sup> See footnote 8 in the SAFE report  
[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/ecb.safe201911~57720ae65f.en.html#toc3](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe201911~57720ae65f.en.html#toc3).

**Chart 11**  
Financing gaps across clusters for euro area firms



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.  
Notes: For the construction of the financing gap indicator, see Chart 17 in the [SAFE report](#).

## 5 Real effects of financing patterns

**The diversification of external sources of finance can be linked to the decisions of companies to invest, to hire or to build up inventories.** In the SAFE survey, firms are asked about the use of both external and internal financing. The options in the questionnaire comprise decisions about: (1) investment in fixed assets (property, plant or equipment); (2) inventory and other working capital; (3) hiring and training of employees; (4) developing and launching of new products or services; (5) refinancing or paying off obligations and (6) expenditure for other purposes. Firms mainly use their external financing for fixed investment and working capital financing.

Some stylised facts can be derived by plotting the percentages of firms that have used finance for the named purposes in each of the eight clusters (see Chart 12).<sup>119</sup>

**First, firms investing in fixed assets use several financing instruments, mostly consisting in banking products.** More than 60% of firms in the clusters with more financing options (*mixed – grants*, *mixed – market* and *mainly bank loans*) use finance for fixed investment. While firms used mostly long-term bank loans in the *mainly bank loans* cluster, they tended to substitute them with subsidised loans and other sources in the other two clusters.

**Second, firms are mainly using trade credit and short-term loans to finance their working capital, as shown in the second panel of Figure 12.**

**Third, firms engaging in hiring and training activities use mostly leasing/factoring or internal sources of funds only.** According to the taxonomy,

<sup>119</sup> The regularities could be subject to simultaneity concerns. For example, high-growth firms are more reliant on multiple sources, but firms with more diversified funding can also be more innovative and high-growth as a result. Hence, there is no intention to provide any causal link in the stylised facts.

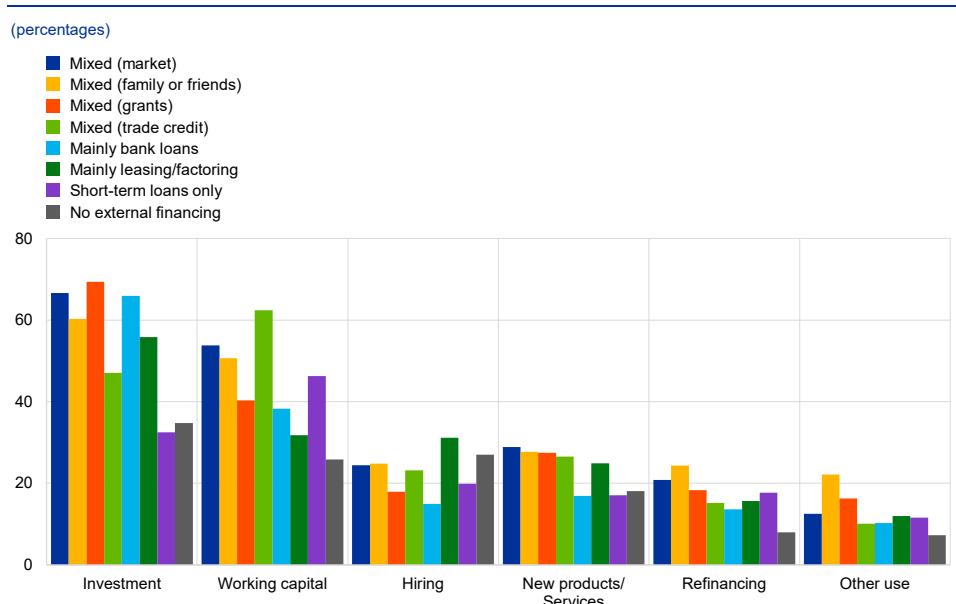
firms that decide to increase their headcount or their training link this decision to the leasing of fixed assets.

**Fourth, firms developing and launching new products or services tend to use a variety of financing products.** This is in line with the results presented in Table 1. Innovative companies are clustered around market-based products but also use other financing instruments.

**Finally, firms reporting having used finance for refinancing or paying off obligations, or for other purposes, rely slightly more on funds from family or friends or related businesses.** As observed in the previous section, these firms are financially constrained and encounter some difficulties in repaying their existing debt.

### Chart 12

#### Purpose of financing as perceived by firms across financing clusters



Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.

**A more formal approach that takes into consideration several other dimensions simultaneously confirms the stylised facts.** To further investigate the link between financing options and firms' decisions in the real economy, a logistic regression model is run.<sup>120</sup> The set of dependent variables, which are dummies set to one if firms are using finance for the five specific purposes, are regressed against dummies for each cluster group and a set of variables that control for differences in firm size, age, industry and country.

<sup>120</sup> There is a vast range of literature that has tried to establish a link between financing patterns and real effects. For example, see: Lamont, O., "Cash flow and Investment: Evidence from Internal capital markets", *Journal of Finance*, Vol. 52, No 1, 1997, pp. 83-109; Brown, J. R., Fazzari, S. M. and Petersen, B. C., "Financing Innovation and Growth: Cash Flow, External Equity, and the 1990s R&D Boom", *Journal of Finance*, Vol. 64, No 1, 2009, pp. 151-185; Popov, A., "Credit constraints and investment in human capital: Training evidence from transition economies", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 23, No 1, 2014, pp. 76-100; and Chodorow-Reich, G., "The Employment Effects of Credit Market Disruptions: Firm-Level Evidence from the 2008-09 Financial Crisis", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, pp.1-59. Most of the literature describes correlations between the two, as is also demonstrated in this article.

**Table 2 reports the effects of the diversification of external funds by clusters on the purposes for which firms used financing.**<sup>121</sup> Focusing on the highest marginal effects, the results show that firms using more grants or long-term bank loans (i.e. grouped in the *mixed – grants cluster*) are 27% more likely to have invested in fixed asset activities than those not using external finance, all the other characteristics being equal. Also, the probability of a firm investing in working capital is 26% higher for firms in the *trade credit financing* cluster. By contrast, the third column in Table 2 appears to indicate that external finance is not better than internal financing for firms hiring and training their employees. In fact, the marginal effect is even negative in some clusters. This is in line with previous findings demonstrating that bank finance displays a negative relationship to investment in intangible assets such as R&D, software, databases and IT networks, and training.<sup>122</sup> Furthermore, the probability of developing new products or services is not related to the use of bank products, but it is higher for firms using grants or market-based finance in particular. In these cases, however, the marginal effects are relatively modest at around 7%. Finally, in the last two columns, the regression results confirm the stylised fact on the relative importance of informal finance for refinancing and other purposes.

---

<sup>121</sup> The table reports the marginal effects over and above the cluster referring to firms with no external financing.

<sup>122</sup> See Covas, F., and Den Haan, W. J., "The role of debt and equity finance over the business cycle", *The Economic Journal*, Vol. 122, No 565, 2012, pp. 1262-1286; Grundy, B., and Verwijmeren, P., "[The external financing of investment](#)", *SSRN Electronic Journal*, 2019; and Ferrando, A. and Preuss, C., "What finance for what investment? Survey-based evidence for European companies", *Economia Politica*, Vol. 35, 2018, pp. 1015-1053.

**Table 2**

Purposes of financing and diversification of financing instruments

Variables	Investment in fixed assets	Working capital	Hiring	New products/Services	Refinancing	Other use
<b>Mixed (market)</b>	0.23*** (0.02)	0.21*** (0.03)	-0.07*** (0.02)	0.07*** (0.02)	0.12*** (0.02)	0.06*** (0.02)
<b>Mixed (family or friends)</b>	0.16*** (0.03)	0.18*** (0.03)	-0.08*** (0.03)	0.06** (0.03)	0.13*** (0.02)	0.14*** (0.03)
<b>Mixed (grants)</b>	0.27*** (0.03)	0.10*** (0.03)	-0.12*** (0.02)	0.07*** (0.02)	0.12*** (0.03)	0.09*** (0.02)
<b>Mixed (trade credit)</b>	0.09*** (0.03)	0.26*** (0.03)	-0.06** (0.02)	0.05** (0.02)	0.08*** (0.02)	0.04** (0.02)
<b>Mainly bank loans</b>	0.27*** (0.03)	0.12*** (0.03)	-0.13*** (0.03)	-0.01 (0.02)	0.08*** (0.02)	0.04** (0.02)
<b>Mainly leasing/factoring</b>	0.14*** (0.03)	0.04* (0.02)	-0.02 (0.02)	0.05** (0.02)	0.06*** (0.02)	0.04** (0.02)
<b>Short-term loans only</b>	-0.01 (0.03)	0.20*** (0.02)	-0.07*** (0.02)	-0.01 (0.02)	0.11*** (0.02)	0.04*** (0.01)
Firm control variables	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Country and sectoral effects	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	10,155	10,153	10,169	10,155	10,134	9,845
Pseudo R2	0.104	0.120	0.0663	0.0537	0.120	0.0505

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE) and authors' own calculations.

Notes: Logit regressions. In the analysis the omitted reference category is the *no external financing* cluster. Other reference categories are large and mature companies in the German manufacturing sector. All specifications use weights based on the number of employees to restore the proportions of the economic weight of each size class, economic activity and country. Standard errors in parentheses, \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1.

## 6 Conclusions

**Since the Global Financial Crisis, a series of unconventional monetary policy measures have contributed to easing SMEs' access to finance.** This article has described the evolution of firms' assessments of their financing conditions throughout the period until the outbreak of the coronavirus crisis. In particular, firms in all euro area countries reported an overall decrease over time in their perceptions of being financially constrained.

**Although it has gradually improved since the mid-2010s, challenges for SMEs' access to finance remain, for example in terms of funding diversification.** Taking stock of the overall development of firms' financing conditions from 2009 onwards, this article analysed the funding options firms had at their disposal in mid-2019 through a cluster analysis approach. The resulting taxonomy highlights that the percentage of firms using market-based financial instruments to fund their business remained small. This is despite both the difficulties encountered with their traditional funding source (i.e. bank lending) during the crisis and the many subsequent efforts since 2015 to set

up a capital markets union (CMU) to facilitate SMEs' fundraising. From the taxonomy, it emerges that firms that were exporters, more profitable, more innovative and that were planning to grow more in the future tended to diversify their financing instruments to a higher degree. However, these firms also tended to report higher financing gaps, namely the overall availability of external sources of finance being lower than their demand for them.

**The analysis highlights some important effects of monetary policy decisions on SMEs' access to finance over recent years.**

- First, monetary policy measures predominantly aimed at supporting bank credit are crucial for SMEs in the light of their dependence on bank credit as the main source of external finance.
- Second, support for bank finance is particularly relevant for the funding of fixed investment by SMEs, which may play an important role in the transmission of monetary policy.
- Third, from a structural point of view, initiatives taken at the EU or national levels to support access to market-based instruments are of the utmost importance. A diversification in sources of finance would facilitate the activity and the expansion of innovative firms in particular, while also generally making SMEs more resilient in situations where the supply of credit tends to dry up.

**The outbreak of the pandemic has given rise to new, more severe and immediate challenges for SMEs in terms of their access to financing. See Box 3 in this issue for additional information.**

# Statistični podatki

## Kazalo

1 Gibanja zunaj euroobmočja	S2
2 Finančna gibanja	S3
3 Gospodarska aktivnost	S8
4 Cene in stroški	S14
5 Denarna statistika	S18
6 Državne finance	S23

## Dodatne informacije

Statistični podatki ECB so dostopni na spletni povezavi Statistical Data Warehouse (SDW): <http://sdw.ecb.europa.eu/>

Podatki v razdelku ekonomskega biltena z naslovom »Statistični podatki« so dostopni tudi na spletnem mestu SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813>

Podrobnejše statistično poročilo je na spletnem metu SDW: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045>

Metodologije so opredeljene v razdelku »Splošne opombe« statističnega poročila: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023>

Podrobnosti o izračunih so v razdelku »Tehnične opombe« statističnega poročila: <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022>

Strokovni izrazi in kratice so pojasnjeni v statističnem glosarju ECB: <http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

## Konvencionalni znaki v tabelah

- podatki ne obstajajo/podatki se ne uporabljajo
- . podatki še niso na voljo
- ... nič ali zanemarljivo
- (p) začasno

# 1 Gibanja zunaj euroobmočja

## 1.1 Glavne trgovinske partnerice, BDP in CPI (indeks cen življenjskih potrebščin)

	BDP <sup>1)</sup> (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje <sup>2)</sup> (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2017	3,9	2,4	1,9	2,2	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,3	0,3	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,9	2,3	1,4	0,7	6,1	1,2	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 II	0,7	0,5	-0,2	0,5	1,6	0,1	2,3	2,2	1,8	2,0	0,8	2,6	1,4
III	0,8	0,5	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
IV	0,6	0,5	0,0	-1,9	1,5	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 I	.	-1,3	-2,0	-0,9	-9,8	-3,8	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
2019 dec.	-	-	-	-	-	-	2,2	2,2	2,3	1,3	0,8	4,5	1,3
2020 jan.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	2,5	1,8	0,7	5,4	1,4
feb.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,2	2,3	1,7	0,4	5,2	1,2
mar.	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
apr.	-	-	-	-	-	-	.	.	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
maj <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	0,1

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

1) Četrteletni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani.

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

## 1.2 Glavne trgovinske partnerice, indeks vodij nabave PMI in svetovna trgovinska menjava

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga <sup>1)</sup>			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>2)</sup>			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,8
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,4	3,1	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 II	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,9	49,5	-0,6	-1,4	-0,1
III	51,4	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,7	48,5	1,2	1,5	1,1
IV	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 I	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,9	-3,1	-2,7
2019 dec.	51,6	52,7	49,3	48,6	52,6	50,9	51,2	51,8	49,5	-0,8	-3,1	0,6
2020 jan.	52,3	53,3	53,3	50,1	51,9	51,3	51,3	52,7	49,5	-1,5	-3,6	-0,1
feb.	45,0	49,6	53,0	47,0	27,5	51,6	42,6	45,8	44,4	-2,0	-2,8	-1,5
mar.	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,9	-3,1	-2,7
apr.	28,9	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,7	28,6	.	.	.
maj	.	.	.	27,8	54,5	31,9	39,8	.	32,9	.	.	.

Viri: Markit (stolpci 1–9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB (stolpci 10–12).

1) »Svet« in »industrijske države« brez euroobmočja. Letni in četrteletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

2) Brez euroobmočja.

## 2 Finančna gibanja

### 2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje <sup>1)</sup>						ZDA	Japonska
	Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) <sup>2)</sup>	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)		
1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
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
2019 nov.	-0,54	-0,45	-0,45	-0,40	-0,34	-0,27	1,90	-0,10
dec.	-0,54	-0,46	-0,45	-0,39	-0,34	-0,26	1,91	-0,06
2020 jan.	-0,54	-0,45	-0,46	-0,39	-0,33	-0,25	1,82	-0,05
feb.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
mar.	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
apr.	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
maj.	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03

Vir: Refinitiv in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja; glej Splošne opombe.

2) ECB je eursko kratkoročno obrestno mero (€STR) prvič objavila 2. oktobra 2019, kaže pa trgovalno aktivnost na dan 1. oktobra 2019. Podatki za predhodna obdobja se nanašajo na uvažljivo €STR, ki je bila objavljena samo za informacijo in se v transakcijah na trgu ni uporabljala kot referenčna obrestna mera.

### 2.2 Krivulje donosnosti

(konec obdobja; stopnje donosa v odstotkih na leto; razponi v odstotnih točkah)

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>		ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>		
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2019 nov.	-0,61	-0,63	-0,65	-0,57	-0,30	0,34	0,18	0,04	-0,66	-0,65	-0,33	0,23
dec.	-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 jan.	-0,62	-0,65	-0,68	-0,64	-0,40	0,26	0,06	-0,11	-0,69	-0,71	-0,46	0,10
feb.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
mar.	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
apr.	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
maj.	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12

Vir: Izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja; glej Splošne opombe.

2) Izračuni ECB na podlagi osnovnih podatkov EuroMTS in bonitetnih ocen Fitch Ratings.

### 2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska	
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva											
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5	21.697,2
2019 nov.	398,4	3.693,1	794,5	283,0	761,3	328,8	163,6	711,6	585,2	339,4	304,8	837,7	3.107,2	23.278,1
dec.	400,9	3.715,3	799,3	290,0	755,9	322,8	165,1	716,0	598,5	341,8	295,3	862,5	3.178,9	23.660,4
2020 jan.	406,9	3.758,2	791,2	295,5	758,6	324,6	166,1	728,8	624,6	362,0	291,6	886,8	3.278,4	23.642,9
feb.	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.282,5	23.180,4
mar.	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4	18.974,0
apr.	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2	19.208,4
maj.	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6	20.543,3

Vir: Refinitiv.

## 2 Finančna gibanja

### 2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)<sup>1), 2)</sup>

(odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom	Stanovanjska posojila					Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja				
	Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev	Vezane				Po začethi fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>			Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>								
		do 2 let	nad 2 leti							spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	1 leta	nad 5 let in do 10 let	nad 10 let						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2019																			
apr.	0,03	0,41	0,32	0,75	5,88	16,52	5,56	5,63	6,19	2,36	1,59	1,78	1,77	1,77	2,02	1,75			
maj.	0,03	0,44	0,31	0,79	5,81	16,53	5,61	5,76	6,34	2,33	1,57	1,80	1,73	1,74	1,99	1,72			
jun.	0,03	0,44	0,32	0,82	5,81	16,48	5,42	5,67	6,24	2,31	1,55	1,74	1,67	1,65	1,95	1,67			
jul.	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,44	5,74	5,73	6,30	2,34	1,55	1,72	1,59	1,57	1,90	1,61			
avg.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56			
sep.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48			
okt.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,48	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44			
nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,25	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47			
dec.	0,03	0,42	0,22	0,80	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41			
2020	jan.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,63	5,63	5,69	6,24	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,72	1,43		
feb.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41			
	mar. <sup>(p)</sup>	0,02	0,36	0,30	0,69	5,60	16,24	5,55	5,45	5,90	2,10	1,39	1,55	1,36	1,36	1,65	1,39		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) Vključno z nepridobitnimi institucijami, ki opravljajo storitve za gospodinjstva.

3) Leta odstotna stopnja stroškov.

### 2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)<sup>1), 2)</sup>

(odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposo- janja		
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR							
		do 2 let	nad 2 leti			spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta	spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta	spre- menljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	3 mesece in do 1 leta	nad 1 leta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
2019																
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62		
maj.	0,03	0,04	0,46	2,14	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,17	1,50	1,57		
jun.	0,03	0,03	0,57	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55		
jul.	0,03	0,04	0,56	2,11	2,07	2,50	2,20	1,66	1,57	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56		
avg.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52		
sep.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,44	1,10	1,26	1,29	1,54		
okt.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56		
nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55		
dec.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,55		
2020	jan.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,32	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55	
feb.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52		
	mar. <sup>(p)</sup>	0,00	-0,08	0,25	2,00	2,17	1,98	1,58	1,53	1,50	1,15	1,10	1,19	1,46		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) Skladno z ESR 2010 se holdingi nefinančnih skupin od decembra 2014 ne uvrščajo več v sektor nefinančnih družb, temveč v sektor finančnih družb.

## 2 Finančna gibanja

### 2.6 Vrednostni papirji razen delnic, ki so jih izdali rezidenti euroobmočja, s členitvijo po sektorju izdajatelja in prvotni dospelosti

(v milijardah EUR; transakcije v mesecu in stanja na koncu obdobja; nominalna vrednost)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja						Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje <sup>1)</sup>					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki niso DFI				Širše opredeljena država					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	FVC	FVC	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Kratkoročne	Dolgoročne
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31	
2018	1.217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35	
2019	1.277	550	175	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38	
2019 okt.	1.356	579	178	.	106	424	69	425	184	69	.	52	75	45	
nov.	1.341	570	178	.	102	425	66	374	148	77	.	44	75	30	
dec.	1.277	550	175	.	84	406	61	318	113	88	.	37	45	35	
2020 jan.	1.363	597	172	.	99	422	73	499	208	77	.	56	100	57	
feb.	1.388	600	195	.	103	415	74	428	173	101	.	47	69	37	
mar.	1.383	546	198	.	104	450	86	401	111	78	.	47	103	61	
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7	
2018	15.746	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6	
2019	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7	
2019 okt.	16.219	3.801	3.325	.	1.316	7.153	623	274	61	98	.	24	85	6	
nov.	16.365	3.832	3.404	.	1.330	7.172	628	275	63	109	.	26	71	6	
dec.	16.311	3.818	3.396	.	1.321	7.151	626	164	58	66	.	14	24	2	
2020 jan.	16.403	3.855	3.411	.	1.324	7.188	625	316	118	63	.	16	110	10	
feb.	16.488	3.867	3.409	.	1.338	7.244	630	261	72	56	.	22	101	10	
mar.	16.506	3.845	3.413	.	1.336	7.276	636	236	57	53	.	16	91	19	

Vir: ECB.

1) Za namene primerjave se letni podatki nanašajo na mesečno povprečje v danem letu.

### 2.7 Stopnje rasti in stanja vrednostnih papirjev razen delnic in delnic, ki kotirajo na borzi (v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic						Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki niso DFI				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	FVC	10	11	12		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Stanje	Stopnja rasti
2017	16.593,3	4.079,8	3.214,7	.	1.293,4	7.304,7	700,8	7.963,3	612,5	1.258,3	.	6.092,6	.		
2018	16.962,4	4.192,8	3.331,5	.	1.318,9	7.445,8	673,4	7.033,1	465,0	1.108,9	.	5.459,2	.		
2019	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	.	6.647,6	.		
2019 okt.	17.575,0	4.380,2	3.502,9	.	1.421,8	7.577,4	692,8	8.265,6	508,2	1.369,0	.	6.388,3	.		
nov.	17.706,2	4.401,6	3.581,5	.	1.431,5	7.597,7	693,9	8.511,9	524,1	1.401,7	.	6.586,2	.		
dec.	17.588,1	4.368,5	3.570,8	.	1.405,2	7.557,2	686,4	8.604,3	546,0	1.410,7	.	6.647,6	.		
2020 jan.	17.766,0	4.452,4	3.582,6	.	1.423,9	7.609,8	697,3	8.487,1	525,3	1.391,5	.	6.570,4	.		
feb.	17.876,0	4.467,3	3.604,2	.	1.441,7	7.659,1	703,6	7.763,6	488,4	1.238,7	.	6.036,5	.		
mar.	17.888,4	4.390,8	3.610,4	.	1.439,7	7.725,9	721,7	6.451,8	333,9	975,0	.	5.143,0	.		
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	.	0,2	.		
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	-0,1	.	0,0	.		
2019 okt.	2,9	3,9	4,0	.	5,2	1,5	1,3	-0,1	0,4	-0,1	.	-0,2	.		
nov.	3,0	3,8	4,8	.	6,3	1,3	1,6	-0,1	0,4	0,0	.	-0,2	.		
dec.	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	-0,1	.	0,0	.		
2020 jan.	3,1	4,1	4,8	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	-0,1	.	0,0	.		
feb.	3,2	3,6	5,3	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	.	0,0	.		
mar.	2,8	1,7	4,8	.	4,4	2,1	3,5	0,0	0,1	-0,1	.	0,0	.		

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.8 Efektivni devizni tečaji<sup>1)</sup>

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	79,9	90,3	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,2	80,1	91,3	117,9	93,8
2019	97,3	91,2	91,8	85,7	78,6	88,8	116,7	91,5
2019 II	97,3	91,4	91,7	85,6	78,2	88,9	116,8	91,8
III	97,7	91,4	91,8	86,0	78,9	89,1	116,9	91,5
IV	97,0	90,4	91,4	85,5	78,1	88,2	116,2	90,5
2020 I	96,7	89,7	91,2	-	-	-	116,6	90,2
2019 dec.	96,7	90,1	91,4	-	-	-	116,0	90,2
2020 jan.	96,2	89,3	91,0	-	-	-	115,5	89,4
feb.	95,6	88,7	90,4	-	-	-	114,9	88,9
mar.	98,1	91,0	92,3	-	-	-	119,3	92,1
apr.	97,5	90,6	92,3	-	-	-	119,2	92,3
maj.	97,7	90,7	92,9	-	-	-	119,2	92,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2020 maj.	0,2	0,0	0,7	-	-	-	0,0	-0,2
% sprememba glede na predhodno leto								
2020 maj.	0,3	-0,8	1,2	-	-	-	1,9	0,2

Vir: ECB.

1) Opredelitev skupin trgovskih partneric in druge informacije najdete v Splošnih opombah statističnega poročila.

### 2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvaška kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
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
2019 II	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
III	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
IV	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 I	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
2019 dec.	7,797	7,442	25,497	7,472	330,706	121,241	4,273	0,847	4,7779	10,483	1,093	1,111
2020 jan.	7,683	7,443	25,216	7,473	334,380	121,363	4,251	0,849	4,7788	10,554	1,076	1,110
feb.	7,630	7,454	25,051	7,471	337,171	120,026	4,277	0,841	4,7837	10,568	1,065	1,091
mar.	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
apr.	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
maj.	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
% sprememba glede na predhodni mesec												
2020 maj.	0,8	-0,2	0,0	-0,1	-1,7	-0,1	-0,4	1,3	0,0	-2,6	0,3	0,4
% sprememba glede na predhodno leto												
2020 maj.	1,0	2,1	5,8	-0,1	7,9	-4,9	5,3	1,7	1,6	-1,3	-6,5	-2,5

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

(v milijardah EUR, razen če ni navedeno drugače; stanje ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Skupaj <sup>1)</sup>			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2019 I	26.555,6	26.818,9	-263,3	11.090,1	9.070,3	9.137,7	11.200,9	-92,3	5.679,0	6.547,8	741,1	14.639,8
II	26.701,6	27.003,5	-301,9	10.941,0	9.050,9	9.242,1	11.374,0	-75,5	5.823,2	6.578,6	770,8	14.760,0
III	27.793,7	27.946,5	-152,8	11.333,5	9.364,6	9.630,7	11.849,2	-91,0	6.093,5	6.732,7	827,0	15.112,7
IV	27.555,9	27.618,4	-62,6	11.207,0	9.322,3	9.905,8	11.943,5	-48,5	5.678,0	6.352,7	813,6	14.517,2
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2019 IV	231,4	232,0	-0,5	94,1	78,3	83,2	100,3	-0,4	47,7	53,4	6,8	121,9
<i>Transakcije</i>												
2019 II	187,0	189,1	-2,1	-86,4	4,4	52,1	103,8	32,8	185,8	81,0	2,8	-
III	491,5	386,1	105,4	178,4	151,8	151,3	192,6	4,2	157,4	41,7	0,1	-
IV	-282,7	-365,5	82,8	-74,8	-46,1	140,1	9,7	-5,4	-340,0	-329,1	-2,5	-
2020 I	551,2	489,6	61,6	62,0	-8,0	-102,3	28,2	12,5	575,5	469,5	3,4	-
2019 okt.	60,6	13,3	47,2	5,9	-36,0	55,3	21,6	6,4	-7,9	27,8	0,9	-
nov.	47,4	21,0	26,3	21,8	52,6	55,6	15,3	0,3	-26,4	-46,9	-3,9	-
dec.	-390,6	-399,8	9,2	-102,4	-62,7	29,2	-27,2	-12,1	-305,7	-309,9	0,5	-
2020 jan.	400,3	395,2	5,1	21,1	4,2	86,7	121,7	8,0	283,5	269,3	1,0	-
feb.	162,6	118,4	44,2	32,7	9,7	30,0	27,3	13,0	88,0	81,4	-1,1	-
mar.	-11,7	-23,9	12,3	8,2	-21,9	-219,0	-120,8	-8,5	204,0	118,8	3,6	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2020 mar.	947,1	699,3	247,7	79,2	102,0	241,2	334,2	44,1	578,7	263,1	3,9	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2020 mar.	8,0	5,9	2,1	0,7	0,9	2,0	2,8	0,4	4,9	2,2	0,0	-

Vir: ECB.

1) Izvedeni finančni instrumenti (neto) so zajeti v terjatvah.

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.1 BDP in izdatkovne komponente

(četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>		
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2017	11.200,9	10.709,5	6.036,4	2.296,9	2.306,0	1.102,1	708,5	488,9	70,2	491,4	5.295,9
2018	11.561,5	11.062,7	6.207,6	2.363,3	2.408,1	1.175,6	743,8	481,8	83,7	498,8	5.547,7
2019	11.906,7	11.434,6	6.362,1	2.444,8	2.605,5	1.253,5	767,6	577,1	22,1	472,1	5.719,3
2019 I	2.950,9	2.819,8	1.575,6	603,3	628,2	310,5	190,7	125,2	12,6	131,1	1.422,8
II	2.967,9	2.866,8	1.589,4	609,0	658,0	307,0	189,9	159,3	10,4	101,1	1.426,7
III	2.987,2	2.851,8	1.596,7	613,8	641,9	315,1	192,5	132,4	-0,5	135,3	1.434,8
IV	3.006,3	2.895,5	1.602,7	618,7	673,2	318,7	194,0	158,7	0,9	110,8	1.442,1
<i>Odstotek BDP</i>											
2019	100,0	96,0	53,4	20,5	21,9	10,5	6,4	4,8	0,2	4,0	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>											
<i>Četrteletne spremembe v odstotkih</i>											
2019 II	0,1	1,4	0,2	0,4	5,0	-1,0	0,0	27,2	-	-	0,0
III	0,3	-0,6	0,5	0,6	-3,8	1,2	0,0	-18,0	-	-	0,6
IV	0,1	1,0	0,1	0,4	4,4	0,2	0,1	20,7	-	-	0,3
2020 I	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>											
2017	2,5	2,2	1,7	1,3	3,4	3,6	4,1	2,3	-	-	5,5
2018	1,9	1,6	1,4	1,1	2,3	3,3	4,3	-2,7	-	-	3,3
2019	1,2	1,8	1,3	1,7	5,7	3,2	1,8	18,1	-	-	2,5
2019 II	1,2	2,5	1,2	1,4	8,2	2,1	1,9	33,2	-	-	2,3
III	1,3	1,2	1,5	2,0	3,1	3,0	0,7	7,1	-	-	2,7
IV	1,0	1,8	1,2	1,8	6,4	2,0	0,8	25,5	-	-	1,9
2020 I	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.
<i>Prispevki k četrteletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2019 II	0,1	1,3	0,1	0,1	1,1	-0,1	0,0	1,2	0,1	-1,1	-
III	0,3	-0,6	0,3	0,1	-0,8	0,1	0,0	-1,0	-0,2	0,9	-
IV	0,1	0,9	0,1	0,1	0,9	0,0	0,0	0,9	-0,1	-0,8	-
2020 I	-3,8	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,2	0,4	-
2018	1,9	1,5	0,8	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,4	-
2019	1,2	1,7	0,7	0,3	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-
2019 II	1,2	2,3	0,6	0,3	1,7	0,2	0,1	1,4	-0,3	-1,2	-
III	1,3	1,1	0,8	0,4	0,6	0,3	0,0	0,3	-0,7	0,2	-
IV	1,0	1,8	0,6	0,4	1,3	0,2	0,0	1,1	-0,6	-0,7	-
2020 I	-3,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Izvoz in uvoz zajemata blago in storitve ter vključujeta čezmejno trgovinsko menjavo znotraj euroobmočja.

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih (četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2017	10.040,0	176,3	1.991,5	503,1	1.909,9	468,8	465,9	1.132,7	1.143,5	1.897,7	350,5	1.160,9
2018	10.356,9	177,9	2.039,7	537,9	1.968,6	488,6	472,0	1.167,0	1.194,9	1.955,1	355,2	1.204,6
2019	10.665,6	179,8	2.048,8	580,4	2.031,8	513,8	480,6	1.205,5	1.240,7	2.020,3	364,0	1.241,1
2019 I	2.644,4	44,7	515,2	142,8	503,4	125,8	119,0	297,9	306,2	499,2	90,1	306,5
II	2.659,8	45,0	512,5	144,1	506,6	128,1	120,0	300,1	309,6	502,8	91,0	308,1
III	2.673,6	45,0	511,6	146,1	509,9	128,8	120,7	302,3	311,6	506,5	91,1	313,5
IV	2.693,7	45,2	513,1	148,0	512,8	131,3	120,8	305,2	313,6	512,0	91,6	312,6
Odstotek dodane vrednosti												
2019	100,0	1,7	19,2	5,4	19,0	4,8	4,5	11,3	11,6	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtletne spremembe v odstotkih												
2019 I	0,5	-0,3	-0,1	1,5	1,1	1,2	0,9	0,5	0,0	0,2	0,7	0,4
II	0,1	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	0,7	0,8	0,4	0,4	0,2	0,3	0,5
III	0,3	0,0	-0,4	0,6	0,3	1,5	0,7	0,4	0,3	0,3	0,1	0,8
IV	0,1	0,4	-0,7	0,0	0,2	1,1	0,3	0,4	0,2	0,4	0,0	0,0
Medletne spremembe v odstotkih												
2017	2,6	0,7	3,3	2,6	2,9	5,4	1,1	0,6	4,4	1,6	1,5	2,4
2018	2,0	1,3	1,8	3,3	2,0	4,5	1,4	1,6	3,3	1,0	0,4	1,6
2019	1,2	-0,5	-1,1	3,1	1,8	4,2	2,1	1,6	1,7	1,1	1,3	1,5
2019 I	1,4	-0,6	-0,4	4,6	2,0	4,5	1,7	1,5	1,9	1,1	1,1	1,2
II	1,2	-1,0	-1,0	3,2	1,6	4,0	2,1	1,7	1,8	1,1	1,5	1,2
III	1,2	-0,1	-1,2	3,1	1,9	3,8	2,1	1,7	1,9	1,1	1,4	2,0
IV	1,0	-0,4	-1,7	1,7	1,7	4,6	2,6	1,7	1,0	1,1	1,0	1,6
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2019 I	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,1	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
2019 I	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
III	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-
IV	1,0	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti										
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,5	1,1	1,4	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,0
2018	1,5	1,8	-0,2	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,5	-0,9	1,8	2,8	1,3	0,4
2019	1,2	1,5	-0,2	-1,7	0,8	2,4	1,2	3,7	-0,3	1,3	1,4	1,4	0,7
2019 II	1,2	1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,6	1,3	4,2	-0,6	1,7	1,2	1,5	0,7
III	1,1	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,2	1,0	3,6	-0,2	0,8	1,2	1,5	0,9
IV	1,1	1,4	-0,5	-1,6	0,4	1,6	1,2	3,0	0,2	0,1	1,2	1,4	1,0
2020 I	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Opravljenih delovnih ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,1
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	1,2	1,7	-1,1	-1,1	0,8	1,3	1,3	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,4
2018	1,4	1,9	-0,3	0,4	1,3	2,7	1,1	3,2	-1,1	2,4	2,8	1,3	0,4
2019	1,1	1,4	-0,5	-1,4	0,5	2,2	1,0	2,7	-0,1	1,3	1,2	1,8	0,6
2019 I	1,7	2,0	0,4	0,3	1,3	4,0	1,6	3,4	0,0	1,7	1,8	1,9	0,5
II	0,9	1,3	-0,7	-3,0	0,4	2,6	0,8	2,8	-0,4	0,8	1,1	1,7	0,3
III	0,8	1,2	-0,9	-2,0	0,3	1,6	0,5	2,5	0,0	1,5	0,8	1,8	0,5
IV	0,8	1,1	-0,7	-1,1	-0,2	0,5	0,8	2,0	0,0	0,8	0,8	1,6	1,0
<i>Opravljenih delovnih ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2017	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,6	-0,5
2018	-0,1	0,1	-0,1	0,8	-0,2	0,3	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0
2019	-0,1	0,0	-0,3	0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,0	0,2	0,0	-0,2	0,3	-0,1
2019 I	0,3	0,4	0,1	0,7	0,0	0,7	0,3	-0,7	0,4	-0,8	0,0	0,5	0,3
II	-0,3	-0,1	-0,6	-0,1	-0,6	0,0	-0,5	-1,4	0,2	-0,9	-0,1	0,2	-0,4
III	-0,3	-0,1	-0,5	-0,1	-0,4	-0,6	-0,5	-1,2	0,3	0,7	-0,5	0,3	-0,4
IV	-0,3	-0,2	-0,2	0,5	-0,6	-1,0	-0,4	-1,0	-0,2	0,7	-0,3	0,2	-0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih	Pod- zaposlenost v odstotkih	Brezposelnost <sup>1)</sup>												Stopnja prostih delovnih mest <sup>3)</sup>	
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>2)</sup>	Po starosti				Po spolu				
		V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8				
2017	161.860	4,1	14.585	9,0	4,4	11.946	8,1	2.640	18,6	7.556	8,7	7.029	9,4	1,9	
2018	162.485	3,7	13.211	8,1	3,8	10.823	7,3	2.388	16,8	6.809	7,8	6.402	8,5	2,1	
2019	163.297	3,5	12.268	7,5	3,3	10.030	6,7	2.238	15,6	6.291	7,2	5.977	7,9	2,3	
2019 II	163.084	3,5	12.237	7,5	3,3	10.031	6,7	2.205	15,4	6.289	7,2	5.947	7,9	2,3	
III	163.196	3,4	12.183	7,5	3,2	9.958	6,7	2.224	15,5	6.290	7,2	5.893	7,8	2,2	
IV	163.998	3,4	12.031	7,3	3,2	9.821	6,6	2.210	15,4	6.146	7,0	5.885	7,7	2,2	
2020 I	.	.	11.858	7,2	.	9.672	6,4	2.186	15,3	6.061	6,9	5.797	7,6	2,0	
2019 nov.	-	-	12.136	7,4	-	9.906	6,6	2.230	15,5	6.240	7,1	5.896	7,7	-	
dec.	-	-	12.093	7,3	-	9.875	6,6	2.218	15,4	6.254	7,1	5.838	7,6	-	
2020 jan.	-	-	12.075	7,3	-	9.848	6,5	2.227	15,5	6.186	7,0	5.889	7,7	-	
feb.	-	-	11.791	7,2	-	9.611	6,4	2.180	15,2	6.030	6,8	5.761	7,6	-	
mar.	-	-	11.708	7,1	-	9.557	6,4	2.150	15,1	5.967	6,8	5.740	7,6	-	
apr.	-	-	11.919	7,3	-	9.680	6,5	2.239	15,8	6.134	7,0	5.785	7,6	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Kjer letni in četrteletni podatki iz ankete o delovni sili še niso bili objavljeni, so letni in četrteletni podatki izpeljani kot navadno povprečje mesečnih podatkov.

2) Nedesezonirano.

3) Stopnja prostih delovnih mest je enaka številu prostih delovnih mest, deljeno z vsoto števila zasedenih delovnih mest in števila prostih delovnih mest, izražena v odstotkih.

#### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov					
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva						
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 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					
	Medletne spremembe v odstotkih																	
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,7					
2018	0,7	1,0	0,6	1,1	1,4	-1,5	2,0	2,7	1,6	1,4	1,9	0,6	0,9					
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,9	1,4	-1,9	2,1	-4,3	2,3	0,8	3,6	0,8	1,8					
2019 II	-1,3	-1,5	-2,3	-2,9	1,9	-0,2	2,3	-3,5	2,1	1,1	3,0	0,1	-0,7					
III	-1,6	-1,6	-3,2	-1,2	0,3	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,8	4,3	1,3	0,6					
IV	-2,1	-2,1	-3,8	-2,9	2,0	-2,4	0,3	-5,8	2,0	0,5	3,5	-0,6	12,5					
2020 I	-6,0	-5,9	-5,1	-9,9	-1,0	-5,7	-3,4	-5,6	-1,7	4,5	-5,7	-8,1	-27,3					
2019 nov.	-1,3	-1,4	-2,9	-1,2	1,0	-1,5	1,3	-7,9	2,4	1,6	3,7	-1,4	10,0					
dec.	-3,4	-3,6	-5,5	-4,9	1,8	-3,2	-2,3	-4,6	1,8	-0,4	3,9	-1,1	17,9					
2020 jan.	-2,2	-1,4	-2,0	-2,0	0,5	-7,3	7,1	-1,4	2,3	1,0	3,2	-0,1	-5,8					
feb.	-2,2	-2,0	-0,8	-4,3	0,7	-2,9	0,2	-1,4	2,5	3,7	2,2	-2,0	-6,3					
mar.	-12,9	-13,5	-11,8	-21,5	-3,9	-6,7	-15,4	-13,9	-9,2	8,3	-21,7	-21,3	-60,3					
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-79,6					
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																	
2019 nov.	-0,5	-0,7	-0,5	0,2	-1,4	0,8	0,7	-0,4	0,9	0,5	1,3	-1,2	2,7					
dec.	-1,6	-1,5	-1,5	-3,2	-0,4	-1,5	-1,5	-0,6	-1,0	-0,9	-1,1	-0,3	7,6					
2020 jan.	1,9	2,1	2,9	2,4	0,5	-1,0	4,0	2,3	0,8	0,8	0,9	2,0	-15,3					
feb.	-0,1	0,0	1,0	-2,0	0,5	0,4	-0,5	-1,2	0,6	2,5	-0,4	-1,2	1,1					
mar.	-11,3	-12,3	-11,0	-15,9	-4,0	-4,0	-14,1	-12,2	-11,2	5,0	-23,1	-20,8	-57,7					
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-44,9					

Viri: Eurostat, izračuni ECB, eksperimentalna statistika ECB (stolpec 8) in združenja EAMA (European Automobile Manufacturers Association) (stolpec 13).

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)							Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)					
	Kazalnik zaupanja v industriji	Predelovalne dejavnosti	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovovanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8	
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4	
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6	
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3	
2019 II	103,8	-4,0	82,2	-7,0	7,2	-0,6	11,7	90,6	47,7	48,5	53,1	51,8	
III	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2	
IV	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7	
2020 I	100,1	-8,1	75,3	-8,8	4,5	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2	
2019 dec.	100,9	-9,3	-	-8,1	5,7	0,7	11,3	-	46,3	46,1	52,8	50,9	
2020 jan.	102,6	-7,0	80,8	-8,1	5,8	-0,1	11,0	90,3	47,9	48,0	52,5	51,3	
feb.	103,4	-6,2	-	-6,6	5,4	-0,2	11,1	-	49,2	48,7	52,6	51,6	
mar.	94,2	-11,2	-	-11,6	2,3	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7	
apr.	64,9	-32,5	69,7	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,6	33,4	18,1	12,0	13,6	
maj.	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,4	-29,7	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9	

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) (stolpci 1–8) in Markit (stolpci 9–12).

#### 3.7 Povzetek kontov gospodinjstev in nefinančnih družb (tekoče cene, razen če je navedeno drugače; ni desezonirano)

Stopnja varčevanja (bruto)	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje <sup>2)</sup>	Premoženje v nepremičninah	Dlež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka <sup>1)</sup>	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,3	94,0	2,0	2,0	5,5	3,4	3,0	35,1	7,4	80,1	4,3	5,5	2,6
2017	12,0	93,9	1,4	2,3	5,2	4,7	4,7	34,3	7,1	77,5	4,6	8,2	3,0
2018	12,3	93,6	1,8	2,2	7,0	2,4	4,5	34,1	6,2	77,1	2,4	5,4	1,6
2019 I	12,6	93,4	2,1	2,4	7,9	3,5	3,9	33,9	6,3	77,3	2,3	7,6	1,6
II	12,8	93,4	2,3	2,5	4,4	4,0	3,8	33,7	5,9	78,0	1,6	16,6	1,3
III	13,0	93,5	2,5	2,6	4,3	4,5	3,5	33,6	5,9	78,7	1,7	-1,2	1,4
IV	13,1	93,7	1,1	2,6	3,8	5,4	3,5	33,4	5,9	77,4	2,2	-2,6	1,7

Viri: ECB in Eurostat.

1) Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrteklet (prilagojeno za spremembo neto kapitala gospodinjstev v rezervah pokojninskih skladov).

2) Finančno premoženje (po obveznostih) in nefinančno premoženje. Nefinančno premoženje predstavlja predvsem premoženje v nepremičninah (stanovanjske nepremičnine in zemljišča). Sem spada tudi nefinančno premoženje podjetij, ki niso gospodarske pravne osebe in se uvrščajo v sektor gospodinjstev.

3) Dlež dobička se izračuna na podlagi neto prihodka podjetij, ki je bolj ali manj enak tekočim dobičkom v poslovnom računovodstvu.

4) Na podlagi stanja posojil, dolžniških vrednostnih papirjev, komercialnih kreditov in obveznosti, ki izhajajo iz pokojninskih schem.

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.8 Plaćilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalski račun (v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalski račun <sup>1)</sup>	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2019 II	1.066,0	1.001,7	64,3	592,5	521,0	245,4	234,5	201,4	183,4	26,7	62,9	9,3	24,7
III	1.088,7	993,9	94,9	604,1	519,4	251,3	221,8	205,1	184,0	28,2	68,6	9,8	7,8
IV	1.090,8	1.009,3	81,6	609,3	519,7	252,7	247,6	199,9	179,6	28,9	62,4	16,5	18,7
2020 I	1.057,3	960,0	97,3	595,7	502,8	241,1	225,2	192,7	171,0	27,7	61,0	11,5	8,1
2019 okt.	366,9	340,1	26,9	204,4	173,9	84,6	82,2	67,8	61,0	10,1	23,0	3,6	4,8
nov.	363,3	335,5	27,8	201,5	172,6	84,3	82,6	68,2	60,3	9,4	20,1	3,7	5,0
dec.	360,6	333,7	26,9	203,4	173,2	83,8	82,8	63,9	58,3	9,5	19,3	9,1	9,0
2020 jan.	370,4	338,3	32,1	203,8	174,3	86,9	78,2	70,1	60,4	9,5	25,4	2,9	2,3
feb.	363,9	326,1	37,8	204,7	173,4	84,0	79,0	65,5	55,9	9,7	17,8	4,6	2,4
mar.	323,0	295,6	27,4	187,2	155,0	70,2	68,0	57,1	54,7	8,5	17,8	4,0	3,4
Skupne 12-mesečne transakcije													
2020 mar.	4 302,8	3 964,8	338,0	2 401,7	2 062,9	990,5	929,1	799,2	718,0	111,5	254,9	47,0	59,3
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP													
2020 mar.	36,1	33,3	2,8	20,2	17,3	8,3	7,8	6,7	6,0	0,9	2,1	0,4	0,5

1) Ni desezonirano.

#### 3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)<sup>1)</sup>, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov<sup>2)</sup> (desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)				
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)
2019 II	2,1	2,5	582,3	276,1	120,3	175,8	486,5	532,1	303,0	85,9	134,9	381,7	65,8	
III	3,2	0,7	585,2	279,5	117,8	177,6	489,0	530,5	297,8	87,9	137,2	387,4	60,2	
IV	2,1	-1,9	591,2	276,9	125,3	178,9	496,5	526,3	292,2	86,6	138,2	385,3	60,7	
2020 I	-1,8	-4,1	575,9	.	.	.	478,9	508,1	.	.	.	368,6	.	
2019 okt.	4,5	-2,3	199,9	93,1	43,4	60,8	168,2	176,2	97,2	29,9	46,4	129,8	19,2	
nov.	-2,6	-4,0	194,4	91,4	40,5	58,9	163,9	175,8	97,7	28,6	46,4	129,0	20,2	
dec.	4,9	1,2	196,9	92,4	41,5	59,2	164,3	174,4	97,2	28,1	45,4	126,6	21,3	
2020 jan.	0,2	-0,4	196,7	93,7	39,1	60,2	164,8	178,1	100,5	28,8	46,0	129,1	22,2	
feb.	1,2	-1,8	198,4	93,4	41,2	60,9	166,3	172,8	97,2	27,0	46,0	126,9	20,0	
mar.	-6,2	-10,0	180,7				147,8	157,3				112,6		
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2019 II	-1,4	-0,1	106,5	108,3	106,0	105,4	106,2	109,4	107,8	109,6	113,6	111,5	97,6	
III	1,0	1,7	106,8	109,6	103,4	106,1	106,2	109,7	108,3	111,3	113,1	111,9	96,7	
IV	-0,1	-1,7	107,2	108,5	108,5	105,8	107,1	107,5	105,7	105,8	112,5	109,9	96,5	
2020 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2019 sep.	3,3	3,9	107,2	109,4	103,4	106,3	106,2	109,3	107,1	110,3	115,4	111,4	95,7	
okt.	2,2	-0,9	109,2	109,8	112,8	108,8	109,3	108,5	105,9	111,5	113,4	111,5	93,1	
nov.	-4,3	-3,4	106,1	107,9	105,7	104,6	106,4	107,9	106,6	104,5	113,6	110,4	97,2	
dec.	2,1	-0,7	106,3	107,9	106,9	104,0	105,5	106,0	104,7	101,4	110,6	107,7	99,2	
2020 jan.	-2,7	-3,4	105,7	108,2	101,1	105,5	105,0	107,5	106,7	105,6	111,3	109,3	101,7	
feb.	-1,1	-2,1	107,2	108,9	107,4	106,8	106,7	106,9	106,6	99,9	113,0	109,3	100,3	

Viri: ECB in Eurostat.

1) Razlike med postavko blaga v plačilni bilanci ECB (tabela 3.8) in Eurostatovo statistiko o blagovni menjavi (tabela 3.9) so predvsem posledica različnih razmejitev.

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

### 4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin<sup>1)</sup>

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni drugače navedeno)

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	87,0	13,0
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2019	104,8	1,2	1,0	1,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,1	1,9
2019 II	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,5	-0,1	0,1	1,6	0,7	1,3	2,4
III	105,1	1,0	0,9	0,7	1,3	0,2	0,5	1,3	0,1	-1,5	0,3	0,9	1,6
IV	105,3	1,0	1,2	0,4	1,7	0,3	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4	1,0	1,2
2020 I	104,7	1,1	1,1	0,8	1,5	0,1	0,7	1,3	0,2	-1,3	0,1	1,2	0,8
2019 dec.	105,4	1,3	1,3	1,0	1,8	0,1	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	1,3	1,3
2020 jan.	104,4	1,4	1,1	1,2	1,5	0,1	0,3	0,3	0,0	0,8	-0,1	1,5	0,8
feb.	104,6	1,2	1,2	0,9	1,6	0,0	0,2	1,0	0,1	-1,6	0,2	1,3	0,8
mar.	105,1	0,7	1,0	0,3	1,3	-0,3	0,3	0,0	0,0	-3,3	0,0	0,8	0,7
apr.	105,4	0,3	0,9	-0,4	1,2	-0,2	0,3	3,8	-0,2	-4,8	0,3	0,3	0,6
maj. <sup>3)</sup>	105,3	0,1	0,9	.	1,3	-0,2	0,2	-0,6	0,0	-1,7	0,0	.	.
% od skupaj v letu 2019	Blago				Storitve								
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobačnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	.
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	.
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	.
2019 II	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	.
III	1,8	1,9	1,6	0,0	0,3	-0,7	1,5	1,5	2,2	-0,8	1,1	1,5	.
IV	1,8	1,9	1,6	-0,3	0,4	-2,1	1,5	1,5	2,4	-0,2	2,0	1,5	.
2020 I	2,2	2,0	2,8	0,0	0,5	-1,0	1,6	1,4	1,7	0,0	1,6	1,5	.
2019 dec.	2,0	2,0	2,1	0,4	0,5	0,2	1,6	1,5	2,5	-0,1	2,1	1,5	.
2020 jan.	2,1	2,0	2,3	0,8	0,3	1,9	1,6	1,5	2,0	-0,2	1,5	1,5	.
feb.	2,1	2,0	2,6	0,3	0,5	-0,3	1,5	1,4	2,0	0,0	1,8	1,5	.
mar.	2,4	2,1	3,6	-0,9	0,5	-4,5	1,5	1,4	1,2	0,1	1,4	1,5	.
apr.	3,6	2,3	7,6	-2,4	0,3	-9,7	1,4	1,3	0,7	-0,4	1,3	1,5	.
maj. <sup>3)</sup>	3,3	2,4	6,5	.	0,2	-12,0	.	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) ECB je začela maja 2016 objavljati izboljšano desezonirano serijo podatkov o HICP za euroobmočje, potem ko je bil način desezoniranja revidiran, kot je opisano v okvirju 1, Economic Bulletin, številka 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov in prvih informacij o cenah energentov.

## 4 Cene in stroški

### 4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva <sup>1)</sup>										Gradbe- ništvo <sup>2)</sup>	Cene stanovanj <sup>3)</sup>	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>3)</sup>			
	Skupaj Prede- lovalne dejav- nosti	Industrija brez gradbeništva in energentov					Ener- genti									
		Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo											
% od skupaj v letu 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,7			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1			
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,0	4,9			
2019 II	104,8	1,6	1,0	1,0	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,0	2,2	4,2	5,8			
III	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	3,9	4,7			
IV	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,1	4,7			
2020 I	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,1	2,3	3,3	0,6	-7,3	.	.	.			
2019 nov.	104,5	-1,3	-0,2	0,3	-1,4	1,4	1,7	2,3	0,7	-6,0	-	-	-			
dec.	104,5	-0,6	0,9	0,5	-1,1	1,5	2,0	2,9	0,7	-3,8	-	-	-			
2020 jan.	104,8	-0,6	1,1	0,5	-1,1	1,3	2,2	3,2	0,6	-4,1	-	-	-			
feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,2	1,2	2,3	3,3	0,7	-6,7	-	-	-			
mar.	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,0	2,3	3,4	0,6	-11,2	-	-	-			
apr.	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,7	1,0	1,7	2,5	0,5	-16,5	-	-	-			

Viri: Eurostat, izračuni ECB in izračuni ECB na podlagi podatkov IPD in nacionalnih virov (stolpec 13).

1) Na domačem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

3) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena naftne (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)							
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>		Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>		Tehtano s porabo <sup>2)</sup>		Skupaj	Živila	Neživila	
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				9	10	11	12				
% od skupaj	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2017	101,8	1,0	1,4	1,3	1,4	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8	
2018	103,1	1,3	1,7	1,4	1,8	2,0	1,4	2,3	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7	
2019	104,9	1,7	1,5	1,2	1,7	2,3	0,6	0,1	57,2	1,7	3,8	-0,1	2,6	7,5	-2,3	
2019 II	104,7	1,7	1,7	1,6	1,8	2,1	1,0	0,9	61,0	-1,8	-0,7	-2,8	-0,1	4,7	-4,9	
III	105,1	1,7	1,3	1,1	1,7	2,2	0,1	-1,1	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1	
IV	105,6	1,8	1,3	1,0	1,6	2,3	0,2	-0,8	56,5	3,9	9,1	-0,6	5,2	13,9	-3,6	
2020 I	.	.	.	.	.	.	.	.	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9	
2019 dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	59,3	6,6	11,6	2,2	7,0	14,7	-1,1	
2020 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,3	7,0	10,9	3,5	6,8	12,6	0,7	
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	50,5	2,1	8,0	-3,0	2,0	8,7	-4,9	
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4	
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,3	4,6	-12,1	-7,2	-1,8	-13,0	
maj.	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,2	5,9	-7,5	-3,4	1,5	-8,7	

Viri: Eurostat, izračuni ECB in Bloomberg (stolpec 9).

1) Deflatorji za izvoz in uvoz se nanašajo na blago in storitve ter vključujejo tudi čezmejno trgovino v euroobmočju.

2) Tehtano z uvozom: nanaša se na povprečno strukturo uvoza v obdobju 2009-2011; tehtano s porabo: nanaša se na povprečno strukturo domačega povpraševanja v obdobju 2009-2011.

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7	
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7	
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4	
2019 II	4,8	7,2	9,2	6,6	19,8	50,6	57,1	51,2	52,3	
III	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0	
IV	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0	
2020 I	2,0	6,6	7,4	4,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7	
2019 dec.	2,1	7,9	8,4	6,4	14,1	45,0	56,7	48,9	51,8	
2020 jan.	2,9	8,6	10,4	6,8	14,9	45,6	57,6	48,6	51,8	
feb.	3,5	7,4	9,1	5,9	14,3	47,1	56,8	48,1	52,1	
mar.	-0,3	3,9	2,8	1,9	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3	
apr.	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2	
maj.	-8,6	-3,1	-8,7	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3	

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) in Markit.

### 4.5 Indeksi stroškov dela

(letne spremembe v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)

	Skupaj (Indeks: 2016 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač <sup>1)</sup>
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7	
v letu 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7	
2017	101,8	1,8	1,7	1,8	1,8	1,7	1,7	1,5
2018	104,2	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1	2,1	2,1
2019	106,9	2,6	2,6	2,5	2,5	2,7	2,7	2,3
2019 II	110,9	2,8	2,8	2,9	2,7	3,1	2,0	
III	103,5	2,6	2,7	2,7	2,7	2,5	2,5	2,6
IV	113,2	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	2,6	2,1
2020 I								2,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html)).

## 4 Cene in stroški

### 4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela (letne spremembe v odstotkih, če ni navedeno drugače; četrteletni podatki, desezonirani; letni podatki niso desezonirani)

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2017	106,2	0,7	-0,2	-0,6	0,8	0,4	0,0	-1,4	3,4	1,7	1,4	1,1
2018	108,1	1,8	0,1	1,7	1,0	1,7	1,6	-0,7	3,4	2,2	2,3	2,5
2019	110,3	2,0	0,6	3,5	1,3	1,7	1,2	-1,1	2,7	1,6	2,7	1,9
2019 I	109,4	2,3	1,6	3,6	1,1	2,0	1,7	-0,7	5,1	1,8	2,6	1,6
II	110,0	2,1	-0,1	3,2	1,7	2,0	1,5	-0,9	3,2	1,7	2,6	2,3
III	110,6	1,9	-0,7	4,0	1,1	1,4	1,6	-1,2	2,3	1,3	2,6	1,7
IV	110,9	1,8	1,5	3,0	1,5	1,2	-0,2	-1,3	0,2	1,7	2,8	2,2
Sredstva za zaposlene												
2017	111,3	1,7	1,1	1,5	1,9	1,5	2,0	1,2	2,2	2,5	1,8	1,6
2018	113,8	2,2	1,8	1,9	1,9	2,4	2,6	1,6	3,2	2,7	2,0	2,6
2019	116,1	2,0	1,8	1,5	2,1	2,2	1,6	1,3	3,0	1,9	2,3	2,5
2019 I	115,4	2,3	1,5	1,9	2,4	2,7	2,0	1,4	4,0	1,9	2,3	2,5
II	115,9	2,1	1,8	1,1	2,2	2,3	1,4	1,8	3,2	2,4	2,2	3,1
III	116,7	2,1	1,2	2,0	2,0	2,3	1,8	1,1	3,2	1,9	2,3	2,1
IV	116,8	1,7	2,8	0,8	1,6	1,6	1,3	1,1	1,8	1,5	2,6	2,2
Produktivnost dela na zaposlenega												
2017	104,8	0,9	1,3	2,1	1,1	1,0	2,0	2,7	-1,1	0,7	0,4	0,5
2018	105,2	0,4	1,7	0,3	0,8	0,6	1,0	2,4	-0,2	0,5	-0,3	0,0
2019	105,3	0,0	1,2	-1,9	0,7	0,6	0,4	2,4	0,4	0,3	-0,3	0,5
2019 II	105,3	0,0	1,9	-2,0	0,6	0,3	-0,1	2,7	-0,1	0,6	-0,4	0,8
III	105,5	0,2	1,8	-1,9	0,9	0,9	0,2	2,3	0,9	0,7	-0,3	0,4
IV	105,3	-0,1	1,2	-2,2	0,1	0,5	1,5	2,4	1,6	-0,2	-0,3	0,0
2020 I	101,6	-3,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sredstva za delovno uro												
2017	113,3	2,0	1,3	1,8	1,9	1,8	2,0	1,8	2,1	2,3	2,4	2,1
2018	115,8	2,1	1,3	2,1	1,4	2,4	2,7	1,9	2,4	2,7	1,9	2,2
2019	118,1	2,1	1,4	1,9	2,3	2,3	2,6	0,9	2,8	2,1	1,9	2,7
2019 I	116,7	1,9	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,6	0,9	4,2	1,9	1,7	2,2
II	117,4	2,2	2,4	1,8	2,4	2,4	2,5	1,4	3,4	2,5	1,9	3,6
III	118,2	2,3	1,4	2,5	2,6	2,6	2,8	0,7	2,3	2,3	1,8	2,5
IV	118,5	1,9	2,1	1,4	2,7	1,8	2,6	1,1	1,4	1,9	2,2	2,3
Produktivnost dela na uro												
2017	107,2	1,4	1,8	2,5	1,2	1,6	2,1	3,2	-0,9	0,9	1,0	1,0
2018	107,7	0,5	0,8	0,5	0,6	0,9	1,3	2,6	-0,8	0,5	-0,3	0,0
2019	107,8	0,2	0,9	-1,5	0,9	0,8	1,5	2,2	0,4	0,5	-0,7	0,7
2019 I	107,4	-0,3	-0,9	-1,6	0,6	0,4	1,1	1,7	-0,2	0,1	-0,8	0,6
II	107,5	0,3	2,0	-1,4	0,6	0,8	1,2	2,5	0,8	0,8	-0,6	1,2
III	107,7	0,5	2,0	-1,5	1,5	1,4	1,4	2,0	0,2	1,1	-0,7	0,8
IV	107,6	0,2	0,7	-1,6	1,2	0,9	2,5	2,6	0,9	0,1	-0,5	0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

### 5.1 Denarni agregati<sup>1)</sup>

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stanja											
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,7	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2019 II	1.189,0	7.415,4	8.604,4	1.111,1	2.338,5	3.449,6	12.054,0	74,5	523,9	37,6	636,0	12.690,0
III	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
IV	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 I	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
2019 nov.	1.216,9	7.715,8	8.932,6	1.081,4	2.359,5	3.440,9	12.373,5	73,4	530,6	26,0	630,0	13.003,5
dec.	1.219,6	7.724,2	8.943,8	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,1	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,2
2020 jan.	1.228,3	7.743,6	8.971,9	1.062,9	2.362,3	3.425,2	12.397,1	75,8	548,3	24,1	648,2	13.045,2
feb.	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	25,9	662,1	13.149,7
mar.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,9	2.361,4	3.439,4	12.776,4	109,9	533,5	58,4	701,9	13.478,3
apr. (p)	1.276,8	8.231,0	9.507,8	1.071,4	2.376,7	3.448,1	12.956,0	94,6	542,8	45,2	682,6	13.638,6
	Transakcije											
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,3	603,1	659,4	-60,0	62,8	2,7	662,1	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	606,8
2019 II	9,7	143,0	152,8	-4,4	20,3	15,9	168,6	0,4	3,2	-2,4	1,3	169,9
III	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
IV	15,6	122,8	138,4	-38,0	8,1	-29,9	108,4	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,4
2020 I	42,1	346,6	388,7	6,5	-2,5	4,0	392,7	31,1	2,0	48,6	81,6	474,4
2019 nov.	7,4	40,3	47,7	-14,0	0,2	-13,8	33,9	-6,5	1,4	-1,4	-6,5	27,4
dec.	2,8	12,9	15,7	-9,9	4,8	-5,1	10,7	5,5	-0,2	-18,1	-12,8	-2,1
2020 jan.	8,7	15,4	24,0	-8,3	-1,6	-9,9	14,1	-3,0	16,6	16,6	30,2	44,3
feb.	7,9	81,9	89,7	1,6	-2,6	-0,9	88,8	9,0	3,0	1,2	13,3	102,1
mar.	25,6	249,3	274,9	13,2	1,7	14,9	289,8	25,0	-17,6	30,7	38,1	327,9
apr. (p)	15,1	152,7	167,8	-7,7	15,3	7,5	175,3	-15,7	9,4	-13,0	-19,3	156,0
	Stopnje rasti											
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 II	4,7	7,7	7,2	-6,1	3,0	-0,1	5,0	1,1	1,1	-38,3	-2,8	4,6
III	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
IV	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 I	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
2019 nov.	5,0	8,8	8,3	-4,7	2,7	0,3	5,9	-1,1	4,1	-47,4	-1,1	5,6
dec.	4,8	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 jan.	5,2	8,3	7,9	-5,7	2,4	-0,2	5,5	0,7	5,1	-53,0	-0,8	5,2
feb.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,6	2,5	5,5
mar.	7,0	10,9	10,4	-3,6	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	56,7	10,1	7,5
apr. (p)	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,4	27,8	3,1	22,0	6,7	8,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

### 5.2 Vloge v denarnem agregatu M3<sup>1)</sup>

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki <sup>2)</sup>	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 II	2.406,1	1.983,7	265,3	150,0	7,1	6.846,9	4.207,9	509,7	2.127,6	1,7	1.009,5	216,6	460,4
III	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
IV	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 I	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
2019 nov.	2.482,0	2.073,5	251,5	151,4	5,6	7.026,7	4.382,6	497,2	2.145,2	1,7	1.022,2	226,8	472,4
dec.	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 jan.	2.475,0	2.063,6	256,8	150,5	4,1	7.061,1	4.421,5	487,3	2.151,4	0,8	1.023,6	217,7	467,2
feb.	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
mar.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.152,1	226,4	475,3
apr. (p)	2.714,4	2.277,0	284,5	146,6	6,3	7.242,0	4.596,7	467,1	2.177,3	0,8	1.121,0	230,3	466,0
Transakcije													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,8	-0,5	394,4	358,3	-25,7	62,3	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 II	29,7	30,7	-4,3	2,2	1,1	94,1	82,2	-5,1	16,7	0,3	31,6	4,0	-0,2
III	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
IV	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,7	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 I	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,4	11,7	7,4
2019 nov.	7,4	19,3	-9,1	-0,5	-2,4	31,1	33,0	-3,6	1,7	0,0	-28,3	3,8	6,0
dec.	-2,8	-8,8	6,3	-1,4	1,0	15,5	13,5	-4,2	7,1	-0,8	17,4	-12,1	-4,6
2020 jan.	-3,5	-0,7	-0,8	0,4	-2,4	19,5	25,5	-5,6	-0,4	0,0	-16,0	3,0	-0,7
feb.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,5	-2,5	8,5
mar.	102,7	93,5	9,7	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,9	11,1	-0,4
apr. (p)	103,5	85,1	20,8	-1,0	-1,4	80,2	65,9	-5,0	19,0	0,2	-33,6	3,7	-9,3
Stopnje rasti													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 II	5,8	7,6	-4,6	2,5	12,2	5,8	8,6	-4,9	3,1	72,0	-1,0	-1,3	7,6
III	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
IV	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 I	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
2019 nov.	7,0	9,8	-8,4	2,1	-24,6	6,3	9,4	-4,2	2,9	30,5	1,2	8,5	6,0
dec.	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 jan.	6,1	8,2	-5,3	1,2	-41,1	5,7	8,7	-6,0	2,7	-43,6	3,2	5,0	5,2
feb.	6,5	9,0	-7,6	1,2	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
mar.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,9	5,9	2,9
apr. (p)	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,3	8,1	1,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinske družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.

3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

4) Sektor države brez centralne države.

## 5 Denarna statistika

### 5.3 Krediti rezidentom euroobmočja<sup>1)</sup>

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

Skupaj	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila				Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
					Skupaj	Prilagojena posojila <sup>2)</sup>	Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stanja													
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,8	4.323,4	5.600,3	838,0	108,7	1.440,4	803,2	
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6	
2019	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9	
2019 II	4.640,2	1.000,7	3.627,9	13.640,4	11.290,6	11.667,0	4.462,4	5.825,8	870,3	132,1	1.546,6	803,2	
III	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5	
IV	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9	
2020 I	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3	
2019 nov.	4.639,2	1.000,9	3.626,5	13.854,2	11.439,1	11.808,0	4.492,2	5.912,9	888,2	145,8	1.570,8	844,3	
dec.	4.652,6	984,5	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9	
2020 jan.	4.670,2	994,2	3.664,2	13.912,8	11.511,9	11.874,9	4.483,9	5.961,1	913,4	153,5	1.547,1	853,8	
feb.	4.672,0	993,0	3.667,2	13.942,6	11.531,4	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,8	845,4	
mar.	4.774,9	1.006,9	3.756,2	14.047,3	11.688,4	12.063,7	4.601,8	5.966,6	958,5	161,5	1.558,7	800,3	
apr. (p)	4.962,6	1.015,5	3.935,3	14.124,7	11.728,0	12.103,8	4.671,0	5.960,8	939,4	156,8	1.610,8	785,9	
Transakcije													
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4	
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6	
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,5	43,8	
2019 II	-49,5	-1,6	-48,2	123,8	105,6	126,5	51,7	38,8	16,6	-1,5	17,4	0,8	
III	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6	
IV	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,1	9,1	6,5	-7,8	19,5	
2020 I	133,8	21,8	112,0	229,5	247,9	240,3	135,6	41,8	61,6	8,8	15,4	-33,8	
2019 nov.	-9,6	-0,9	-8,9	33,8	15,6	21,8	-4,0	18,6	-5,9	6,9	9,2	9,1	
dec.	21,8	-17,1	38,9	22,6	25,9	47,5	-11,5	21,1	9,5	6,8	-8,4	5,0	
2020 jan.	-9,1	9,6	-18,7	44,8	57,9	35,3	10,5	30,5	15,9	0,8	-14,1	1,0	
feb.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9	
mar.	136,2	13,8	122,5	144,0	169,1	178,9	118,6	-11,6	50,7	11,4	8,9	-34,0	
apr. (p)	194,4	8,2	186,0	69,2	38,0	37,9	71,5	-5,4	-23,3	-4,7	47,5	-16,3	
Stopnje rasti													
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2	
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6	
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2019 II	-0,2	-2,0	0,3	3,0	3,2	3,5	3,3	3,2	1,7	5,9	3,1	1,3	
III	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6	
IV	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020 I (p)	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8	
2019 nov.	-1,4	-0,3	-1,7	3,2	3,2	3,6	2,6	3,3	3,6	16,2	2,9	4,2	
dec.	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6	
2020 jan.	-1,9	-1,3	-2,1	3,4	3,5	3,7	2,6	3,7	4,9	16,7	1,1	5,7	
feb.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1	
mar.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,2	20,7	3,0	-0,8	
apr. (p)	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,5	21,1	6,4	-3,6	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

3) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 preražvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanca stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.

4) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

## 5 Denarna statistika

### 5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja<sup>1)</sup>

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

Nefinančne družbe <sup>2)</sup>				Gospodinjstva <sup>3)</sup>						
Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila	
	Prilagojena posojila <sup>4)</sup>					Prilagojena posojila <sup>4)</sup>				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stanja										
2017	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 II	4.462,4	4.554,2	977,6	867,2	2.617,6	5.825,8	6.115,2	703,6	4.426,6	695,6
III	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
IV	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 I	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
2019 nov.	4.492,2	4.588,1	972,4	883,1	2.636,7	5.912,9	6.201,6	716,4	4.506,6	690,0
dec.	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 jan.	4.483,9	4.582,1	965,3	877,1	2.641,5	5.961,1	6.243,4	724,3	4.549,6	687,2
feb.	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
mar.	4.601,8	4.703,7	1.002,2	915,8	2.683,8	5.966,6	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
apr. (p)	4.671,0	4.775,4	986,5	962,7	2.721,8	5.960,8	6.247,0	701,4	4.573,6	685,8
Transakcije										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 II	51,7	55,7	1,3	19,3	31,1	38,8	49,9	11,5	28,7	-1,4
III	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
IV	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,1	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 I	135,6	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
2019 nov.	-4,0	2,9	-10,2	6,4	-0,2	18,6	20,2	3,8	13,5	1,2
dec.	-11,5	2,0	2,0	-4,2	-9,4	21,1	23,2	3,3	19,6	-1,8
2020 jan.	10,5	6,3	-11,0	3,2	18,4	30,5	19,6	4,5	24,9	1,1
feb.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
mar.	118,6	121,4	47,9	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
apr. (p)	71,5	72,7	-15,6	46,6	40,4	-5,4	-6,2	-13,9	7,1	1,4
Stopnje rasti										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 II	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,5	3,4	-1,2
III	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
IV	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
2019 nov.	2,6	3,4	-1,0	4,7	3,3	3,3	3,5	5,8	3,7	-1,5
dec.	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 jan.	2,6	3,2	-1,3	5,1	3,3	3,7	3,7	6,0	4,1	-1,2
feb.	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
mar.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
apr. (p)	6,0	6,6	0,9	13,7	5,4	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.

3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

4) Prilagojeno za prodajo in listnjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

## 5 Denarna statistika

### 5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)<sup>1)</sup>

(v milijardah EUR in letne stopnje rasti, če ni navedeno drugače; desezonirano; stanja in stopnje rasti ob koncu obdobja; transakcije v obdobju)

Enote centralne ravni države <sup>2)</sup>	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Stanja										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2019 II	373,7	6.985,0	1.956,9	57,5	2.135,4	2.835,2	1.318,6	449,5	191,5	207,8
III	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
IV	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.460,4	428,9	178,9	187,2
2020 I	413,3	7.036,8	1.935,1	47,2	2.121,9	2.932,6	1.571,7	534,5	183,7	196,2
2019 nov. dec.	369,1 350,3	7.078,6 7.062,0	1.951,8 1.946,5	52,6 50,1	2.162,7 2.156,1	2.911,5 2.909,3	1.491,5 1.460,4	466,4 428,9	211,8 178,9	224,8 187,2
2020 jan. feb. mar. apr. (p)	372,2 417,2 413,3 521,1	7.115,6 7.130,6 7.036,8 7.059,2	1.948,9 1.942,5 1.935,1 1.930,5	48,8 48,2 47,2 46,1	2.165,9 2.162,5 2.121,9 2.124,9	2.952,0 2.977,5 2.932,6 2.957,7	1.542,8 1.613,6 1.571,7 1.566,5	407,2 469,2 534,5 565,1	171,1 177,9 183,7 187,6	182,3 191,2 196,2 203,3
Transakcije										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	107,3	-5,3	-3,0	27,5	88,1	310,7	10,4	-2,7	-2,5
2019 II	3,8	45,8	22,0	1,6	-0,6	22,7	99,9	45,3	-6,9	-4,5
III	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
IV	-37,5	4,7	-1,4	-3,3	-14,3	23,7	-0,4	-30,0	-5,3	-10,9
2020 I	63,2	-50,3	-9,3	-2,9	-44,9	6,9	71,3	52,6	4,7	9,1
2019 nov. dec.	-11,3 -18,9	17,4 -4,3	1,2 -5,6	-0,6 -1,3	1,7 3,0	15,1 -0,5	-16,8 -30,9	26,1 -38,8	-9,7 -32,8	-11,3 -37,7
2020 jan. feb. mar. apr. (p)	22,1 45,0 -3,9 107,9	-7,3 0,5 -43,6 -19,5	-2,7 -6,8 0,1 -5,4	-1,3 -0,6 -1,0 -1,0	2,6 -5,0 -42,6 -2,1	-5,9 12,8 -0,1 -11,0	42,6 58,1 -29,5 -62,4	-19,2 42,1 29,7 43,2	-7,8 6,8 5,8 4,0	-4,9 9,0 5,0 7,0
Stopnje rasti										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 II	12,6	2,2	-0,4	-1,3	3,1	3,4	-	-	5,1	6,7
III	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
IV	-7,4	1,6	-0,3	-5,4	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 I	12,0	0,2	-0,2	-10,6	-2,5	2,7	-	-	-0,3	0,4
2019 nov. dec.	-4,4 -7,4	1,8 1,6	0,2 -0,3	-2,6 -5,4	1,2 1,3	3,3 3,2	-	-	11,1 -1,5	12,8 -1,5
2020 jan. feb. mar. apr. (p)	-1,3 4,3 12,0 42,3	1,2 0,9 0,2 0,0	-0,1 -0,3 -0,2 -0,4	-7,3 -8,5 -10,6 -12,9	0,6 -0,7 -2,5 -2,2	2,7 3,0 2,7 2,0	-	-	-11,5 -7,6 -0,3 -6,6	-10,3 -6,9 0,4 -4,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajoč se sestavo euroobmočja.

2) Vključuje vloge centralne ravni držav v sektorju DFI in vrednostne papirje centralne ravni držav, ki jih je izdal sektor DFI.

3) Ni desezonirano.

## 6 Državne finance

### 6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-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 I	-0,6	.	.	.	.	1,2
II	-0,7	.	.	.	.	1,1
III	-0,8	.	.	.	.	0,9
IV	-0,6	.	.	.	.	1,0

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtletni podatki).

### 6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7	
2019 I	46,5	46,0	12,9	13,1	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
II	46,5	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
III	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,5	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8	
IV	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,6	3,7	

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtletni podatki).

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj <sup>1)</sup>	Finančni instrument			Imetnik		Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 in nad 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 I	86,5	3,1	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	86,3	3,1	13,5	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	86,0	3,2	13,3	69,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	84,2	3,0	13,1	68,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtletni podatki).

1) Med deležem javnega dolga po razmerju do BDP za leto 2019 in za zadnje četrtletje 2019 je majhna razlika (0,1 odstotne točke BDP). To je mogoče pojasniti z razliko med letnim BDP in BDP, izraženim kot drseča vsota štirih četrtletij.

## 6 Državne finance

### 6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki<sup>1)</sup>

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga <sup>2)</sup>	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu			Razno						
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnične investicijske skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6			
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9			
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8			
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,9	0,9			
2019 I	-1,3	-1,2	0,8	0,6	0,6	-0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,8	1,3			
II	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,7	1,4			
III	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4			
IV	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,9	0,9			

Viri: ECB (letni podatki) in Eurostat (četrtletni podatki).

1) Posojanje med državami v kontekstu finančne krize je konsolidirano, razen pri četrtletnih podatkih o prilagoditvi med primanjkljajem in dolgom.

2) Izračunano kot razlika v razmerju med javnim dolgom in BDP med koncem referenčnega obdobja in letom pred tem.

### 6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji<sup>1)</sup>

(servisiranje dolga kot odstotek BDP; povprečna preostala zapadlost v letih; povprečna nominalna donosnost v odstotkih na leto)

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>						Izdaje	Odkupi		
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije							
	1	2	3	4	5		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta				
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1			
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2019	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1			
2019 I	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0			
II	12,5	11,1	3,6	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9			
III	12,7	11,3	3,8	1,5	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,5	2,1	0,3	1,0			
IV	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1			
2019 nov.	12,5	11,1	3,4	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,0	0,3	1,2			
dec.	12,2	10,9	3,7	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1			
2020 jan.	12,3	10,9	4,1	1,4	0,4	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1			
feb.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1			
mar.	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,0	0,1	1,0			
apr.	12,8	11,5	4,3	1,3	0,3	7,6	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,1			

Viri: ECB.

1) Po nominalni vrednosti in nekonsolidirano znotraj sektorja širše opredeljene države.

2) Ne vključuje prihodnjih plačil iz dolžniških vrednostnih papirjev, ki še niso zapadli, ter predčasnih odkupov.

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

4) Stanje ob koncu obdobja; transakcije kot 12-mesečno povprečje

## 6 Državne finance

### 6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

(kot odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija <sup>1)</sup> 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 I	-1,1	1,8	-0,9	0,0	0,4	-2,5	-2,7	-2,2	-5,1	
II	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-3,0	-2,2	-4,9	
III	-1,8	1,5	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,3	-2,0	2,2	
IV	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
Javni dolg										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 I	103,1	61,7	7,8	65,3	182,0	98,6	99,6	136,4	103,1	
II	102,3	61,1	9,1	63,9	179,5	98,6	99,6	137,8	107,0	
III	102,1	61,1	9,0	62,5	178,1	97,5	100,4	137,1	97,8	
IV	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,4	134,8	95,5	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 I	-0,9	0,2	3,8	1,6	1,5	-0,1	-0,2	0,5	-1,0	-1,1
II	-1,4	0,0	3,9	1,1	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
III	-1,1	-0,3	3,0	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-2,0
IV	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
Javni dolg										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 I	38,6	33,8	20,7	46,3	50,8	72,7	123,4	68,1	49,3	59,5
II	37,5	35,9	20,3	45,7	50,9	71,8	120,8	67,7	48,6	61,5
III	37,1	35,7	20,0	43,4	49,2	71,1	120,2	68,1	48,4	60,2
IV	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4

Vir: Eurostat.

1) Med deležem javnega dolga v razmerju do BDP za leto 2019 in za zadnje četrletje 2019 je majhna razlika (0,1 odstotne točke BDP). To je mogoče pojasniti z razliko med letnim BDP in BDP, izraženim kot drseča vsota štirih četrletij.

© Evropska centralna banka, 2020

Naslov                    60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon                +49 69 1344 0  
Spletna stran        [www.ecb.europa.eu](http://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 objavljujo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 3. junij 2020.

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

ISSN                    2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka        QB-BP-20-096-SL-N (pdf)