

Ekonomski bilten

številka 6 / 2021

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	16
3 Gospodarska aktivnost	22
4 Cene in stroški	30
5 Denar in krediti	37
6 Javnofinančna gibanja	45
Okvirji	49
1 Primerjava nedavnega gibanja inflacije v ZDA in euroobmočju	49
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. aprila do 27. julija 2021	57
3 Zdravje nefinančnih družb med pandemijo	63
4 Vpliv ozkih gril v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo	72
5 Cene pravic do emisije toplogrednih plinov v EU v kontekstu akcijskega načrta ECB o podnebnih spremembah	78
Članka	83
1 Hours worked in the euro area	83
2 TLTRO III and bank lending conditions	104
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Gospodarska aktivnost

Okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti se nadaljuje, čeprav vztrajna ozka grla v ponudbi in širjenje bolj nalezljivega delta seva koronavirusa (COVID-19) mečejo senco na gospodarske obete v bližnji prihodnosti. Novejše ankete nakazujejo določeno umirjanje zagona rasti, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V primerjavi s prejšnjimi projekcijami so bili obeti glede rasti svetovnega gospodarstva v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB popravljeni rahlo navzgor, predvsem za leto 2022. Rast svetovnega realnega BDP (brez euroobmočja) se bo po projekcijah v letošnjem letu povečala na 6,3%, nato pa naj bi se v letu 2022 upočasnila na 4,5%, v letu 2023 pa na 3,7%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja je bilo v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzgor. Po projekcijah se bo letos povečalo za 9,2%, leta 2022 za 5,5%, leta 2023 pa za 3,7%. To je v glavnem posledica dejstva, da je bil globalni uvoz na začetku leta 2021 višji, kot je bilo sprva napovedano, ter tudi odraz večje procikličnosti trgovinske menjave med gospodarskim okrevanjem. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za letos popravljene navzgor, ker so se zvišale cene primarnih surovin, povpraševanje pa se je okreplilo. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva so povezana predvsem s prihodnjim potekom pandemije. Druga tveganja v zvezi svetovnimi gospodarskimi obeti so po ocenah nagnjena navzdol, kar zadeva svetovno rast, oziroma navzgor, kar zadeva svetovno inflacijo.

V drugem četrletju letošnjega leta je v euroobmočju prišlo do gospodarskega odboja v višini 2,2%, kar je preseglo pričakovanja, visoka rast pa se bo predvidoma nadaljevala tudi v tretjem četrletju. Okrevanje temelji na uspešnem cepljenju v Evropi, kar je omogočilo precejšnje ponovno odpiranje gospodarstva. Na storitveni sektor v okolju odpravljanja omejitev ugodno vplivata vračanje ljudi v trgovine in restavracije ter oživitev potovanj in turizma. Predelovalne dejavnosti beležijo dobre rezultate, čeprav proizvodnjo še naprej zavira pomanjkanje repromateriala in opreme. Širjenje različice delta doslej ni terjalo ponovne uvedbe ukrepov za omejitev gibanja, vendar bi lahko upočasnilo okrevanje svetovne trgovinske menjave in polno odpiranje gospodarstva.

Izdatki za potrošnjo se povečujejo, vendar ostajajo potrošniki zaradi dogajanj okrog pandemije nekoliko previdni. Hitro se izboljšuje tudi trg dela, kar utrjuje obete o višjih dohodkih in večjem trošenju. Brezposelnost se znižuje, število ljudi v programih za ohranitev delovnih mest pa je z lanske rekordne ravni upadlo za okrog 28 milijonov oseb. Okrevanje domačega in svetovnega povpraševanja dodatno krepi optimizem v podjetjih, kar spodbuja podjetniške investicije. Vseeno bo trajalo še nekaj časa, preden bo odpravljena škoda, ki jo je gospodarstvu povzročila

pandemija. Še vedno je zaposlenih nad dva milijona ljudi manj kot pred pandemijo, zlasti mladih in nižje kvalificiranih. Precej visoko ostaja tudi število delavcev v programih za ohranitev delovnih mest.

Po precejšnji javnofinančni ekspanziji od začetka pandemije je bilo v zadnjih nekaj mesecih sprejetih le malo dodatnih spodbujevalnih ukrepov, saj so proračunski načrti za leto 2022 še v pripravi, obenem pa je videti, da se gospodarsko okrevanje nadaljuje nekoliko hitreje, kot je bilo pričakovano. Zato so v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB javnofinančni obeti v euroobmočju boljši kot v junijskih projekcijah. Stopnja primanjkljaja bo po projekcijah v letu 2021 ostala visoka (7,1% po 7,3% v letu 2020), vendar naj bi bilo prihodnje izboljšanje hitro, saj se pandemija umirja, gospodarsko okrevanje pa dobro napreduje. Stopnja primanjkljaja naj bi se tako znižala na 3,0% v letu 2022 in na 2,1% ob koncu obdobja projekcij v letu 2023. Podobno naj bi se gibal tudi dolg v euroobmočju, ki bo po projekcijah rekordno vrednost dosegel v letu 2021 (slabih 99% BDP), nato pa naj bi se v letu 2023 znižal na okrog 94% BDP. Pri spodbujanju okrevanja mora denarno politiko še naprej dopolnjevati ambiciozna, ciljno usmerjena in koordinirana javnofinančna politika. Program »EU naslednje generacije« bo tako prispeval k močnejšemu in bolj enovitemu okrevanju v državah v euroobmočju. Pospešil bo tudi zeleni in digitalni prehod, podpiral strukturne reforme in zvišal dolgoročno rast.

V srednjeročnem obdobju se pričakuje močan gospodarski odboj. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 5,0%, v letu 2022 4,6%, v letu 2023 pa 2,1%. V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so se obeti za leto 2021 izboljšali, in sicer predvsem zaradi boljših rezultatov od pričakovanih v prvi polovici letosnjega leta, medtem ko obeti za leti 2022 in 2023 ostajajo večinoma nespremenjeni.

Inflacija

Inflacija v euroobmočju se je avgusta zvišala na 3,0%. Po pričakovanjih se bo letos jeseni inflacija še dodatno zvišala, vendar se bo naslednje leto znižala. Sedanje zviševanje inflacije bo po pričakovanjih večinoma začasno, povezano pa je predvsem z visoko rastjo cen nafte od približno polovice lanskega leta dalje, z odpravo začasnega znižanja DDV v Nemčiji, z zamikom poletnih razprodaj v letu 2020 ter s stroškovnimi pritiski, ki izhajajo iz začasnega pomanjkanja repromateriala in opreme. Tekom leta 2022 bodo ti dejavniki predvidoma oslabeli ali izpadli iz izračuna medletne inflacije. Pritiski na osnovno inflacijo so se rahlo okrepili. Ob nadaljnjem okrevanju gospodarstva ter ob podpori ukrepov denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, se bo osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju predvidoma zviševala. Zviševanje bo po pričakovanjih le postopno, saj bo trajalo nekaj časa, preden bo gospodarstvo zopet delovalo s polno zmogljivostjo, zato bodo plače po pričakovanjih rasle le zmerno. Kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se še naprej zvišujejo, kljub temu pa ostajajo nekoliko pod ciljno 2-odstotno ravnijo.

Takšno oceno kažejo tudi septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, po katerih bo medletna inflacija znašala 2,2% v letu 2021, 1,7% v letu 2022 ter 1,5% v letu 2023, kar pomeni popravek navzgor glede na junajske projekcije. Inflacija brez upoštevanja inflacije v skupinah hrane in energentov bo v povprečju znašala 1,3% v letu 2021, 1,4% v letu 2022 ter 1,5% v letu 2023, kar ravno tako pomeni popravek navzgor glede na junajske projekcije.

Ocena tveganj

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, so po oceni Sveta ECB večinoma uravnotežena. Gospodarska aktivnost bi lahko presegla pričakovanja ECB, če se bo med potrošnike povrnilo zaupanje in bodo varčevali manj, kot se pričakuje sedaj. K višji gospodarski rasti od pričakovane bi lahko vodilo tudi hitrejše izboljševanje pandemičnih razmer. Če bodo ozka grla v ponudbi trajala dlje in se bodo odrazila tudi v višjih plačah od pričakovanih, bi lahko cenovni pritiski postali vztrajnejši. Obenem bi se lahko gospodarski obeti poslabšali, če se bo pandemija zaostriла, kar bi lahko zavrnlo nadaljnje ponovno odpiranje gospodarstva, ali če se bo pomanjkanje na strani ponudbe izkazalo za vztrajnejše od sedanjih pričakovanj in tako zaviralo proizvodnjo.

Finančne in denarne razmere

Okrevanje rasti in inflacije je še vedno odvisno od ugodnih pogojev financiranja za vse sektorje gospodarstva. Tržne obrestne mere so se poleti rahlo znižale, vendar so nedavno zopet porasle. Na splošno ostajajo pogoji financiranja za gospodarstvo ugodni.

Čeprav se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) pri srednjih ročnostih znatno znižala, je krajsi konec ostal večinoma nespremenjen, kar nakazuje, da v zelo bližnji prihodnosti ni pričakovati skorajšnjih sprememb ključnih obrestnih mer. V obravnavanem obdobju (od 10. junija do 8. septembra 2021) so se dolgoročne netvegane obrestne mere sprva znižale – med drugim zaradi spremenjene prihodnje usmeritve o ključnih obrestnih merah, ki je bila predstavljena po julijski seji Sveta ECB, potem ko je bila objavljena nova strategija denarne politike – zatem pa so se v zadnjih tednih tega obdobja deloma obrnile v nasprotno smer. Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (OIS) so v vseh jurisdikcijah ostali približno nespremenjeni. Tvegano finančno premoženje se na splošno ni odzivalo na vse večjo zaskrbljenost zaradi širjenja delta seva. Tečaji delnic so se zvišali predvsem zaradi močnega okrevanja pričakovanj o rasti podjetniškega dobička, kar je le deloma nevtraliziralo zvišanje premij za tveganje lastniškega kapitala. Zaradi zviševanja tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali.

Ustvarjanje denarja v euroobmočju se je julija 2021 umirilo in se tako še naprej normaliziralo po precešnji rasti denarja v zgodnejših valovih pandemije.

Glavno gonilo ustvarjanja denarja je ostalo domače kreditiranje, največ pa so prispevali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Rast posojil zasebnemu sektorju se je stabilizirala blizu nižjih dolgoročnih ravni, zabeleženih pred pandemijo, medtem ko so pogoji financiranja ostali zelo ugodni. Obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom so na zgodovinsko nizkih ravneh. Odobravanje posojil gospodinjstvom, zlasti stanovanjskih posojil, se vztrajno nadaljuje. Nekoliko počasnejša rast posojil podjetjem je predvsem posledica dejstva, da so podjetja še vedno dobro financirana zaradi obsežnega najemanja posojil v prvem valu pandemije. Imajo velika denarna imetja in vse bolj zadržujejo dobičke, s čimer se zmanjšujejo potrebe po zunanjem financiranju. Za velika podjetja je izdajanje obveznic privlačna alternativa bančnim posojilom. Trdne bančne bilance še naprej zagotavljajo, da je na voljo dovolj kreditov.

Toda številna podjetja in gospodinjstva so se med pandemijo dodatno zadolžila. Zato bi lahko poslabšanje gospodarskih obetov ogrozilo njihovo finančno zdravje. S tem bi se po drugi strani poslabšala kakovost bančnih bilanc. Še vedno je podpora s strani denarne politike bistvena, da preprečimo medsebojno krepitev bilančnih napetosti in zaostrovanja kreditnih pogojev.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na septembrski seji o denarni politiki znova pretehtal svojo oceno gospodarskih razmer in ukrepe med pandemijo.

Svet ECB je na podlagi skupne ocene pogojev financiranja in inflacijskih obetov ocenil, da je mogoče ugodne pogoje financiranja ohranjati z nekoliko manjšim obsegom neto nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) kot v prejšnjih dveh četrletjih.

Svet ECB je potrdil tudi ostale ukrepe v podporo mandatu ECB, da ohranja cenovno stabilnost, namreč raven ključnih obrestnih mer ECB, Eurosistemove nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev (APP), politiko ponovnega investiranja glavnice zapadlih vrednostnih papirjev in operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

Svet ECB je pripravljen prilagoditi vse instrumente, če bo potrebno, da se inflacija stabilizira na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju.

Zunanje okolje

Septembriske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje kažejo, da se okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti nadaljuje kljub vztrajnim ozkim grlom na strani ponudbe in širjenju bolj nalezljivega delta seva koronavirusa (COVID-19), kar negativno vpliva na kratkoročne obete glede rasti. Zadnje ankete kažejo, da je rast izgubila nekaj zagona, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih. V primerjavi s prejšnjimi napovedmi so bili obeti za svetovno gospodarsko rast zlasti za leto 2022 popravljeni rahlo navzgor. Rast svetovnega realnega BDP (brez euroobmočja) se bo po projekcijah v letošnjem letu povečala na 6,3%, nato naj bi se v letu 2022 upočasnila na 4,5%, v letu 2023 pa na 3,7%. Zunanje povpraševanje je v primerjavi s prejšnjimi projekcijami popravljeno navzgor. Tako naj bi se letos povečalo za 9,2%, leta 2022 za 5,5%, leta 2023 pa za 3,7%. To je zlasti posledica dejstva, da je bil svetovni uvoz na začetku leta 2021 močnejši od napovedanega, obeti glede svetovne gospodarske rasti so bili boljši, procikličnost trgovinske menjave pa je bila med gospodarskim okrevanjem večja. Izvozne cene konkurentov euroobmočja so bile za letos popravljene navzgor, ker so se zvišale cene primarnih surovin, povpraševanje pa se je okreplilo. Tveganja v osnovnih projekcijah svetovnega gospodarstva so povezana predvsem s prihodnjim potekom pandemije. Druga tveganja za svetovno aktivnost so po ocenah usmerjena navzdol, kar zadeva svetovno rast, oziroma usmerjena navzgor, kar zadeva svetovno inflacijo.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

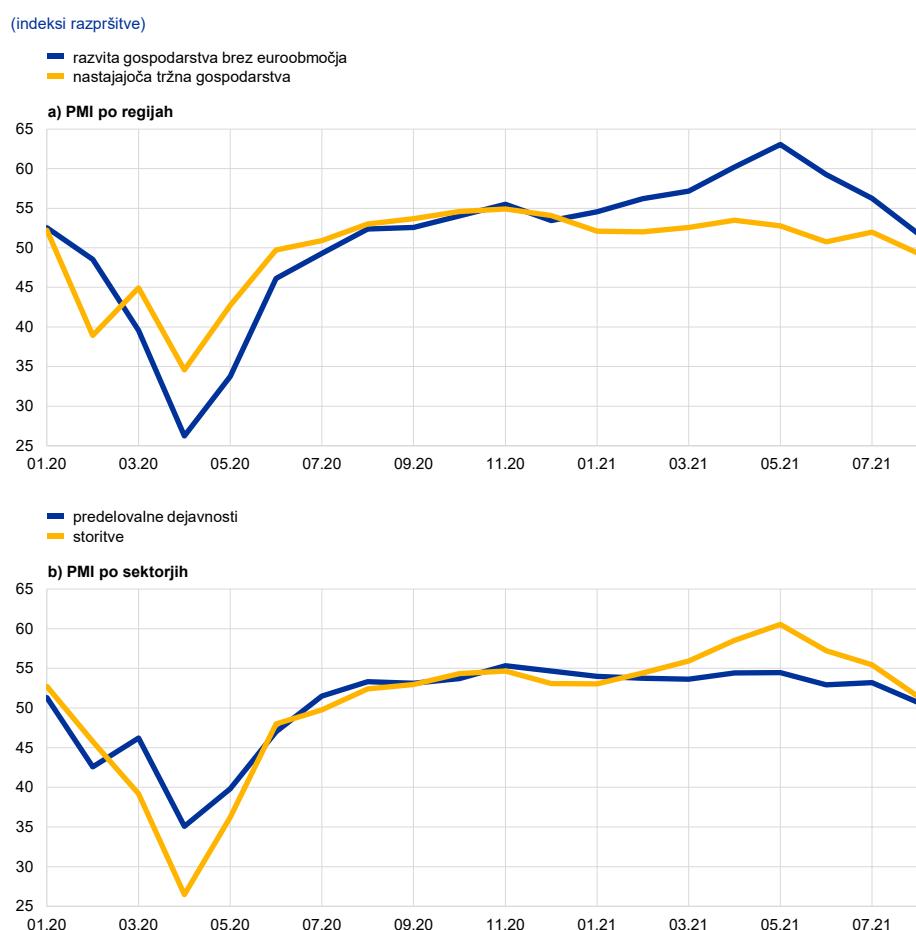
Svetovna gospodarska aktivnost se je v prvi polovici leta 2021 upočasnila zaradi povečevanja števila okužb s COVID-19, neenakomerne napredovanja cepljenja in sprejemanja zajezitvenih ukrepov. V razvitih gospodarstvih so bili zaradi povečevanja števila okužb na začetku leta 2021 zaostreni zajezitveni ukrepi. Pozno spomladi je hitro cepljenje omogočilo, da so se nekatera ključna gospodarstva postopoma odprla in tako nekoliko olajšala svetovno gospodarstvo. Hkrati pa se je pandemija poslabšala v nastajajočih tržnih gospodarstvih, kjer je cepljenje napredovalo počasneje. Zaradi tega se je svetovna realna rast BDP (razen euroobmočja) v prvem četrletju upočasnila na 0,8% in na pričakovanih 0,6% v drugem četrletju po 2,5% v zadnjem četrletju 2020. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2021 je bila aktivnost v drugem četrletju po ocenah približno skladna s projekcijami v nastajajočih tržnih gospodarstvih, v razvitih gospodarstvih pa je bila šibkejša, ker je bila rast v ZDA manj dinamična od napovedane.

Anketni kazalniki kažejo, da naj bi se okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih nekoliko upočasnilo zaradi vztrajnih ozkih grl na strani ponudbe. Avgusta se je svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti že tretji mesec zaporedoma zmanjšal (z julijskih 54,9 na 51,3). Medtem ko indeks še naprej raste, pa kaže, da se rast v primerjavi z drugim četrletjem umirja. Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti se je znižal v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, pri čemer je v slednjih prvič po juniju 2020 padel pod prag rasti (na 49,3 z julijskih 52,0). V večini

komponent se je PMI za storitve strmo znižal z majske najvišje ravni (s 60,5 na 51,5), in sicer zlasti v razvitih gospodarstvih. Znižal se je tudi PMI za predelovalne dejavnosti, ki je v nastajajočih tržnih gospodarstvih padel pod prag rasti, v celoti pa je ostal višji od te najnižje ravni (s 53,2 na 50,7). Medtem ko je okrevanje svetovnega gospodarstva še naprej dvotirno, s tem da razvita gospodarstva okrevojo hitreje kakor nastajajoča tržna gospodarstva, zadnji podatki PMI kažejo, da se razmik med regijama in tudi med sektorji manjša (graf 1).

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) po regijah in sektorjih



Vira: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021.

Pogoji financiranja ostajajo ugodni. Od presečnega datuma za makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema iz junija 2021 so se pogoji financiranja v razvitih gospodarstvih nekoliko zaostrili, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa so ostali večinoma nespremenjeni. Svetovni finančni trgi so ostali večinoma znotraj najvišjih in najnižjih ravni v okolju še vedno živahne dinamike gospodarske rasti, vendar naraščajočih kratkoročnih tveganj. Ponoven porast okužb s COVID-19 in zaskrbljenost, da bodo centralne banke, vključno s sistemom centralnih bank ZDA, kmalu začele zmanjševati nakupe vrednostnih papirjev, vlagatelje spodbujajo k večji previdnosti. Delniški trgi v nekaterih razvitih gospodarstvih še naprej dosegajo nove najvišje vrednosti, razmerje med ceno in dobički – ki so vključeni v indekse finančnih

pogojev – pa se je močno zmanjšalo zaradi obdobja izredno visokih dobičkov v ZDA in drugih razvitih gospodarstvih. Pri razmikih v donosnosti podjetniških obveznic se že vidi naraščanje skrbi, da bi bilo lahko okrevanje gospodarstva dolgotrajnejše od predvidenega, saj so se v nekaterih gospodarstvih, zlasti na nastajajočih trgih, s sicer najnižjih ravni do zdaj nekoliko bolj povečali. Trgi netveganah državnih obveznic so ostali večinoma nespremenjeni na nizkih ravneh, ker so pritiske navzdol zaradi prilivov sredstev v varne naložbe, ki so povezani z zaskrbljenostjo zaradi širjenja seva delta, odtehtala vse večja pričakovanja, da bo ameriška centralna banka že letos začela zmanjševati tempo nakupov vrednostnih papirjev.

Kratkoročno ponovno povečanje okužb s COVID-19 ogroža sicer trdno okrevanje. Pričakuje se, da bo svetovna gospodarska aktivnost ponovno začela rasti v drugi polovici leta, ko se bodo gospodarstva počasi ponovno odprla ob zmanjševanju števila okužb in, zlasti v razvitih gospodarstvih, ob hitrem napredovanju cepljenja. Medtem ko so številna razvita gospodarstva že uspela precepiti več kot polovico prebivalcev, je v nastajajočih tržnih gospodarstvih cepljenje napredovalo precej počasneje. Kitajska je glede tega izjema, saj je bilo cepljenih okoli 70% prebivalcev. V zadnjem času so se obeti poslabšali zaradi ponovnega povečevanja števila okužb z delta sevom COVID-19, ki je bolj nalezljiv. V razvitih gospodarstvih se zaradi povečanja števila okužb še vedno precej povečuje število hospitaliziranih in umrlih v primerjavi z najnižjimi števkami, zabeleženimi to poletje, vendar je nižje od tistega, ki je bilo zabeleženo na začetku leta 2021. Nekatere države, zlasti Kitajska in Japonska, so ponovno začele uvajati (lokalne) ukrepe za zaustavitev javnega življenja, druge pa ne in se zanašajo na manj invazivne ukrepe, kot so strožji predpisi glede nošenja mask. V teh državah se bodo gospodarske posledice ponovnega povečanja števila okužb verjetno pokazale v spremenjenem ravnanju potrošnikov, zlasti v sektorjih z veliko fizičnih stikov. Napredovanje s cepljenjem in boljša ozaveščenost, kako preprečevati okužbe, so ublažili gospodarska tveganja zaradi povečanja števila okužb. Če bodo organi oblasti uspeli omejiti povečanje števila hospitaliziranih in umrlih, bo ta učinek verjetno samo začasen in ne bo ogrozil okrevanja.

Javnofinančna podpora se bo letos po pričakovanjih postopoma zmanjšala v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih. *Fiscal Monitor* MDS aprila 2021 napoveduje, da se bo javnofinančni primanjkljaj začel leta 2021 zmanjševati v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, ker se bodo iztekli ukrepi, povezani s pandemijo, ter bodo začeli delovati samodejni stabilizatorji v okolju okrevanja domačih gospodarstev. Vendar bo hitrost, s katero bodo države začele ponovno uravnoteževati svoje proračune, verjetno različna. V ZDA bodo velike javnofinančne spodbude, ki jih je pripravila Bidnova administracija, podpirale gospodarsko okrevanje leta 2021 in pomagale svetovnemu gospodarstvu v obdobju napovedi.¹ V Združenem kraljestvu se pričakuje, da bo javnofinančni primanjkljaj omejen, čeprav so bili nekateri iztekajoči se javnofinančni ukrepi podaljšani v september 2021.

¹ Ameriški reševalni načrt v skupnem obsegu 1,9 bilijona USD (8,9% BDP) vključuje podaljšanje nadomestil za brezposelnost, dodatna enkratna izplačila gospodinjstvom in povečanje izdatkov lokalnih in državnih oblasti za zdravstveno varstvo in izobraževanje. Ameriška vlada je objavila tudi dva nova srednjeročna javnofinančna načrta, ki sta vključena tudi v septembridske osnovne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB, čeprav bo njihov učinek na gospodarsko aktivnost verjetno bolj omejen kakor učinek ameriškega reševalnega načrta.

Konsolidacija se pričakuje tudi v Braziliji in Rusiji, Indija pa je pred kratkim odobrila dodatno finančno podporo zaradi slabšanja razmer zaradi pandemije.

Obeti za svetovno gospodarsko rast so zlasti za leto 2022 nekoliko ugodnejši kakor v predhodnih napovedih. Po napovedani 6,3-odstotni stopnji rasti leta 2021 naj bi se svetovni realni BDP (brez euroobmočja) po napovedih povečal za 4,5% leta 2022 in 3,7% leta 2023. Svetovno okrevanje po krizi naj bi bilo po napovedih neenakomerno. Gibanja v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja naj bi ponovno dosegla ravni izpred pandemije na začetku leta 2022, in sicer zlasti zaradi ZDA. Na Kitajskem, ki jo je pandemija najprej prizadela, vendar je ob močni podpori hitro okrevala, je realni BDP že ob koncu lanskega leta dosegel gibanje izpred pandemije. Drugi nastajajoči trgi bodo po napovedih okrevali počasi. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2021 popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke, za leto 2022 za 0,3 odstotne točke, za leto 2023 pa je ostala nespremenjena. Ugodnejši obeti za svetovno rast leta 2022 so predvsem posledica prestrukturiranja državne potrošnje v ZDA² in v manjši meri poznejšega napovedanega okrevanja na Japonskem, ker so bili v nekaterih velikih prefekturah, vključno s Tokiem, zaradi visokega števila okužb poleti 2021 ponovno uvedeni omejevalni ukrepi.

V ZDA bo po napovedih gospodarstvo raslo ob močni podpori in postopnem odpravljanju omejitev v dobavi, čeprav zadnje povečanje okužb s COVID-19 te napovedi ogroža. Gospodarska aktivnost je v drugem četrletju 2021 še naprej rasla po 6,5-odstotni stopnji, preračunani na letno raven (potem ko je v prvem četrletju znašala 6,4%). To je manj od makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema iz junija 2021 ter kaže šibkejšo državno potrošnjo od pričakovane in negativen prispevek sprememb zalog. Rast je spodbujala zasebna potrošnja zaradi državne pomoči v začetku leta in hitro sproščanje omejitev zaradi COVID-19. Naložbe so ostale močne. Zadnje povečanje neizpolnjenih naročil v nekaterih panogah, na primer v avtomobilski industriji, je posledica omejitev v dobavi. V kongresu se nadaljujejo pogajanja o dveh javnofinančnih načrtih, vključenih v junajske projekcije, in povzročajo nekaj negotovosti glede obetov. Medtem ko naj bi močna podpora in predvideno postopno odpravljanje omejitev v dobavi po napovedih srednjeročno spodbudila rast, so kratkoročni obeti slabši zaradi strmega povečanja okužb s COVID-19 zaradi bolj nalezljivega seva delta, zlasti v državah, kjer je stopnja precepljenosti nizka. Zaradi tega so postali potrošniki, ki so do zdaj spodbujali okrevanje, previdnejši: zasebna potrošnja se je julija zmanjšala za 0,1%, stopnja zasebnega varčevanja pa se je povečala. Tudi rast zaposlenosti je bila julija manjša od pričakovane, zlasti v panogah, kjer je veliko fizičnih stikov, kot so razvedrilna dejavnost in gostinstvo. Skupna inflacija se je julija stabilizirala na visoki ravni in bo po napovedih do konca leta 2021 ostala na ravni okoli 5% zaradi ozkih grl v dobavi, ki potiskajo navzgor rast cen avtomobilov in drugih proizvodov, zaradi normalizacije povpraševanja po storitvah, višjih cen primarnih surovin in pozitivne proizvodne vrzeli. Po pričakovanjih se bo v obdobju 2022–2023 inflacija vrnila na raven blizu

² Realna rast BDP v ZDA je bila popravljena navzgor za konec tega leta in začetek leta 2022 po zadnji objavi napovedi kongresnega urada za proračun. Zaradi tega se je dinamika državne potrošnje premaknila na poznejši čas (potrošnja in naložbe), kakor je bil predvidena v projekcijah iz junija 2021.

2%, ko bodo ozka grla odpravljena in se bo poslovanje prilagodilo dinamiki povpraševanja po pandemiji.

V Združenem kraljestvu bo gospodarstvo po napovedih vztrajno okrevalo kljub ponovnemu povečanju števila okužb s COVID-19. Potem ko se je realni BDP leta 2020 močno zmanjšal, je v drugem četrletju 2021 okreval in bo po napovedih še naprej okreval. Pričakuje se, da bo visoka prečpljenost ščitila velik del prebivalstva pred resnim potekom COVID-19 kljub vedno večji razširjenosti seva delta, zato ni verjetno, da bi bilo treba ponovno sprejeti ukrepe za omejevanje gibanja, ki vplivajo na gospodarsko aktivnost. Rast bodo verjetno še naprej podpirale močna zasebna potrošnja in zasebne naložbe poleg dodatne javnofinančne potrošnje v višini 2,7% BDP, ki jo je vlada odobrila marca. Videti je, da spremembe zalog kratkoročno še vedno povečujejo volatilnost proizvodnje. Medletna rast cen življenjskih potrebščin se je julija znižala na 2,0%, potem ko je junija znašala 2,5%. Znižala se je tudi osnovna inflacija, in sicer z junijskih 2,3% na 1,8%. Znižanje medletne stopnje skupne inflacije je bilo zlasti posledica gibanja cen za rekreacijo ter kulturo in oblačila, pri čemer so višje cene ob zaključku lanske zaustavitve javnega življenja letos povzročila negativno primerjalno osnovo. To znižanje je verjetno začasno, saj se pričakuje, da se je inflacija avgusta ponovno strmo povečala in da se bo v prihodnjih mesecih še povečevala, in sicer na okoli 4%. Poleg teh neposrednih učinkov zaradi energije, ki predstavlja okoli polovico napovedanega povečanja, se pričakuje, da se bodo povečale tudi cene proizvodov zaradi pritiskov s strani svetovnih cen, ki so posledica višjih cen primarnih surovin, prevoznih stroškov in primanjkljaja na strani ponudbe.

Zagon rasti na Kitajskem kratkoročno zavirajo začasni dejavniki, vendar bo po napovedih gospodarska aktivnost srednjeročno močno rasla. Sprejetje strožjih zaježitvenih ukrepov zaradi povečanja števila okužb s COVID-19, hude poplave in nekatere motnje v dobavi kažejo na upočasnitve v tretjem četrletju. Industrijska proizvodnja, prodaja v trgovini na drobno in naložbe julija kljub rasti niso dosegle pričakovanj. PMI za predelovalne dejavnosti se je avgusta zmanjšal na 49,2, in sicer prvič od aprila 2020, zato je bolj verjetno, da se je ta sektor v tretjem četrletju upočasnil. PMI o poslovni aktivnosti storitev se je zaradi zaostrovanja zaježitvenih ukrepov prav tako zmanjšal, in sicer na 46,7. Vendar pa se je sredi avgusta število novih lokalnih okužb s COVID-19 začelo zmanjševati na zelo nizke ravni, političnega prostora pa je dovolj za spodbujanje rasti, če bi se upočasnitev gospodarstva pospešila. Medletna rast cen življenjskih potrebščin se je julija znižala na 1,0%, medletna rast cen pri proizvajalcu pa se je v istem mesecu rahlo povečala na 9%, potem ko se je junija rahlo zmanjšala na 8,8%, in sicer zlasti zaradi močnega povišanja cen na področju energije in rudarstva. Na splošno ostaja rast cen življenjskih potrebščin umirjena zlasti zaradi tekoče deflacije v skupini hrane ob normalizaciji cen svinjinje, povečale pa so se cene goriv.

Na Japonskem omejitve zaradi COVID-19 še naprej zavirajo gospodarsko aktivnost in s tem odmikajo okrevanje proti koncu leta 2021. Okrevanje po začetnem šoku zaradi COVID-19 se je v začetku leta 2021 zaustavilo zaradi zaostritve omejitev ob naraščanju števila okužb. Zaradi tega se je v prvem četrletju realni BDP zmanjšal. Gospodarska aktivnost se je v drugem četrletju rahlo

povečala, ko je bilo zaradi ponovnih ukrepov za zajezitev širjenja okužb aprila in maja ponovno povečanje domačega povpraševanja, zlasti na področju zasebne potrošnje, močnejše od pričakovanega. Zaradi strmega povečanja okužb s COVID-19 je bilo nato v številnih prefekturah (vključno s Tokiem) četrtič razglašeno izredno stanje. Čeprav je bilo s tem povezano zmanjšanje mobilnosti najprej omejeno, se je v zadnjem času povečalo, avgusta pa se je PMI za storitve še zmanjšal na 42,9. Industrijska proizvodnja se je julija zmanjšala in PMI za proizvodnjo se je avgusta zmanjšal na 51. Močnejše okrevanje se pričakuje proti koncu zadnjega četrletja, ob predpostavki, da se bo zaradi stalnega naraščanja precepljenosti stanje glede pandemije postopoma izboljševalo in da bodo ukrepi za nadzor okužb odpravljeni. Tekoča pomoč javnofinančne in denarne politike ter nadaljnje okrevanje zunanjega povpraševanja podpirata prihodnjo rast. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je gibala z -0,5% na -0,3% julija, osnovna inflacija pa -0,8% (potem ko je mesec pred tem znašala -1,1%). Višje cene energije in stanovanjski stroški so prispevali k povečanju inflacije in pomagali odtehtati učinek velikih zmanjšanj stroškov mobilne telefonije. Osnovna inflacija brez posebnih dejavnikov verjetno še naprej raste, kar kaže pozitivnejši moment od tistega, ki ga je mogoče razbrati iz osnovnih podatkov.

V srednje- in vzhodnoevropskih državah članicah EU bo ekonomska aktivnost po napovedih postopoma oživila ob podpori javnofinančnih in denarnih spodbud. Okrevanje je v tej regiji se je upočasnilo v prvi polovici 2021, ko je aktivnost prizadel novi val okužb s COVID-19. Realni BDP bo po pričakovanjih okreval in bo ostal med letom močan, ker bo nadaljnje sproščanje omejitev in povečevanje stopnje precepljenosti po pričakovanjih ponovno oživilo rast. Domače povpraševanje bo po napovedih glavni dejavnik okrevanja ob umikanju negotovosti in povečevanju zaupanja v okolju močne podpore javnofinančne in denarne politike.

Ugodno zunanje okolje v velikih izvoznicah surovin podpira okrevanje gospodarske aktivnosti. V Rusiji je realni BDP dosegel predkrizne ravni in bo po pričakovanjih v obdobju napovedi močno rasel. Močnejše svetovno povpraševanje po nafti podpira višjo proizvodnjo in izvoz nafte. K rasti v tem obdobju bo prispevalo tudi napovedano okrevanje potrošnje in naložb. Vztrajno visoke cene hrane in naraščanje povpraševanja so povzročili inflacijske pritiske, ki so povzročili zaostrovanje denarne politike. V Braziliji je bila gospodarska aktivnost odporno proti ponovnemu pojavu okužb s COVID-19 ob podpori močne rasti izvoza in nadaljevanju okrevanja naložb (brez idiosinkratičnih dejavnikov). Razmeroma hitro izboljšanje zaupanja potrošnikov in prodaje v trgovini na drobno ter ponovna uvedba (sicer nižjih kakor leta 2020) transferjev družinam z nizkimi dohodki in sheme pomoči za zaposlovanje bodo kratkoročno spodbujali zasebno potrošnjo. Denarna politika se je začela zaostrovati v odziv na naraščanje inflacijskih pritiskov, ko se pričakuje, da bodo visoke cene primarnih surovin in domači dejavniki (suša v nekaterih regijah, povečanje cen energije in okrevanje povpraševanja) kratkoročno ohranjali visoko inflacijo.

V Turčiji bo gospodarstvo po napovedih srednjeročno vztrajno rasto. Po začetnem pretresu zaradi COVID-19 je turško gospodarstvo hitro okrevalo in ga ni prizadel poznejši ponoven pojav novih okužb. V drugem četrletju 2021 je pozitivno

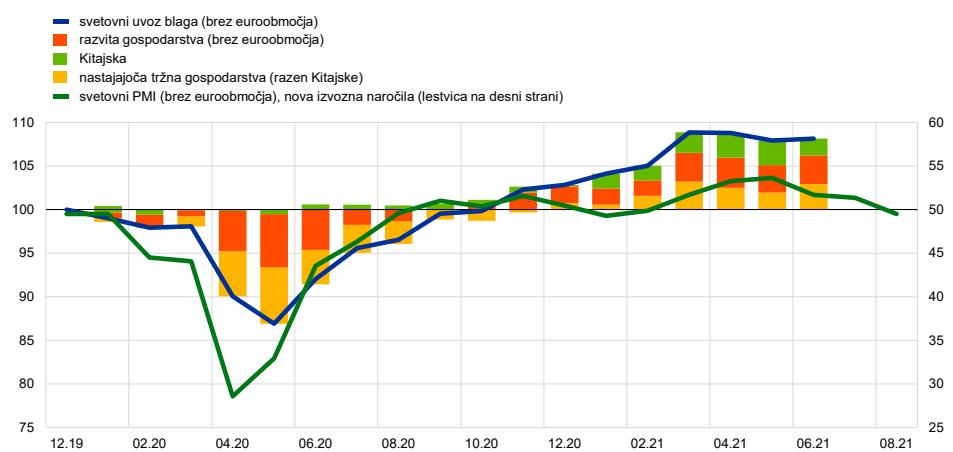
presenetila realna rast BDP, ki se je medčetrtletno znašala 0,9%. Rast sta podpirala predvsem potrošnja gospodinjstev, kljub ponovni uvedbi omejitve, ki so bile sprejetje maja, in kljub strožjim pogojem financiranja, ter neto izvoz. Če se bo nedavni premik politik v smeri makroekonomske stabilnosti nadaljeval, bo realna rast BDP v prihodnjem obdobju verjetno ostala šibka, vendar bolj uravnotežena.

Svetovna trgovinska menjava bo po pričakovanjih v srednjeročnem obdobju vztrajno rasla, vendar se začenjajo kazati znaki umirjanja v bližnji prihodnosti. Po dinamičnem okrevanju po šoku zaradi COVID-19 se je svetovna trgovinska menjava v prvem četrletju 2021 povrnila na ravni pred pandemijo. V zadnjem času se pojavljajo znaki umirjanja rasti trgovinske menjave, kar je, kot kažejo najnovejši podatki, zlasti posledica ozkih grl v dobavi. Uvoz blaga je maja ponovno zdrsnil, vendar je bil junija na splošno stabilen in ostajal blizu visokih ravni, zabeleženih marca. Uvoz storitev ostaja precej manjši od ravni pred pandemijo, znakov širitve okrevanja pa je malo. Visokofrekvenčni podatki o mednarodnih letih in rezervacijah hotelov kažejo, da se turizem in druga storitvena rast trgovinske menjave v zadnjih mesecih ni bolj pospešila. Svetovni PMI o novih izvoznih naročilih v predelovalnih dejavnostih (brez euroobmočja) se je avgusta spet zmanjšal tik pod prag rasti. Hkrati so dobavni roki dobaviteljev po indeksu PMI avgusta še vedno presegali najdaljše v času pandemije. Ozka grla v dobavi so bila zlasti posledica močnejšega okrevanja povpraševanja po industrijski proizvodih od pričakovanega, pričakuje pa se, da se bodo začela zmanjševati na začetku leta 2022. Povpraševanje po industrijskih proizvodih je precej močnejše od povpraševanja po storitvah, na katere še vedno vplivajo zaježitveni ukrepi. Ker so postala gospodarstva odpornejša na omejevalne ukrepe in ker so potrošniki prilagodili svoje nakupe v korist storitev, bi lahko imela stran povpraševanja manjšo vlogo pri ozkih grlih. Trenutno motnje na strani ponudbe povzročajo idiosinkratični dejavniki, kot so omejitve zmogljivosti na področju polprevodnikov, izbruhi COVID-19 in izredni vremenski pojavi.

Graf 2

Svetovni uvoz blaga (brez euroobmočja) in nova izvozna naročila

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



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021 za indeks PMI in na junij 2021 za svetovni uvoz blaga.

Zunanje povpraševanje bo po napovedih raslo ob podpori ugodnejšega zunanjega okolja. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po pričakovanjih letos povečalo za 9,2%, leta 2022 za 5,5%, leta 2023 pa za 3,7%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je to za leto 2021 popravek navzgor za 0,6 odstotne točke, za leto 2022 in 2023 pa za 0,3 odstotne točke. Za leto 2021 je to predvsem posledica boljših rezultatov od pričakovanih na področju svetovnega uvoza v prvem četrletju 2021, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, medtem ko je ostala trgovinska menjava razmeroma odporna na zaviranje gospodarske aktivnosti. Za leti 2022 in 2023 popravek navzgor izhaja iz boljših svetovnih gospodarskih obetov ter kaže večjo prociklčnost trgovinske menjave v času gospodarskega okrevanja. Svetovni uvoz (brez euroobmočja) je bil prav tako popravljen navzgor za celotno obdobje projekcij ter se bo po pričakovanjih v letu 2021 povečal za 11,9%, v letu 2022 za 5,3% in v letu 2023 za 4,1%.

Tveganja v osnovnih projekcijah so po ocenah usmerjena navzdol, kar zadeva svetovno rast, oziroma usmerjena navzgor, kar zadeva svetovno inflacijo. V skladu s projekcijami iz preteklih obdobij sta uporabljena dva alternativna scenarija o svetovnih obetih, ki odražata negotovost glede prihodnjega poteka pandemije. Prikazujeta različne medsebojne vplive med potekom pandemije in zaježitvenimi ukrepi, ki bi bili lahko sprejeti zaradi takega ali drugačnega razvoja dogodkov.³ Poleg tega se navzgor usmerjena tveganja za svetovno inflacijo nanašajo zlasti na možnost, da bi sedanji inflacijski pritiski postali trajnejši zaradi vztrajnejših ozkih gril na strani ponudbe od pričakovanih, s čimer bi povzročali višja inflacijska pričakovanja. To bi lahko spodbudilo zgodnejše in močnejše zaostrovanje denarne politike. Zaostreni svetovni pogoji financiranja bi lahko zavrli občutljivo gospodarsko okrevanje, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, povečali svetovno volatilnost na finančnih trgih in okreplili negativne vplive višje zadolženosti na rast. Ti dejavniki naj bi odtehtali navzgor usmerjena tveganja za gospodarske obete, ki se nanašajo na večji ekspanzivni učinek svežnja javnofinančnih spodbud v ZDA od pričakovanega in hitrejše zniževanje prihrankov od trenutno napovedanega. Ocenuje se torej, da tveganja za svetovno rast niso več uravnotežena, kakor so bila v prejšnjih napovedih, ampak so usmerjena navzdol.

Svetovna cenovna gibanja

Cene nafte so se od zadnjih projekcij nekoliko zvišale, zviševanje cen surovin razen nafte pa se je ustavilo. Na naftnem trgu se je ponovno pojavila volatilnost, ko je nesoglasje med članicami skupine OPEC+ začasno potisnilo svetovne cene nafte navzgor, medtem ko so se obeti za svetovno povpraševanje po nafti izboljšali. Udeleženci na trgu pričakujejo, da se bo povpraševanje po nafti leta 2021 povečalo, ko se bo mobilnost počasi vračala na ravni izpred pandemije. V začetku avgusta so se cene umirile zaradi povečevanja števila novih okužb s COVID-19 in so obeti glede zaostrovanja denarne politike ZDA vplivali na ocene tveganja. Promptne cene

³ Podrobnejši opis je v okvirju 4 v [septembrisih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje](#), ki so bile objavljene na spletnem mestu ECB 9. septembra 2021.

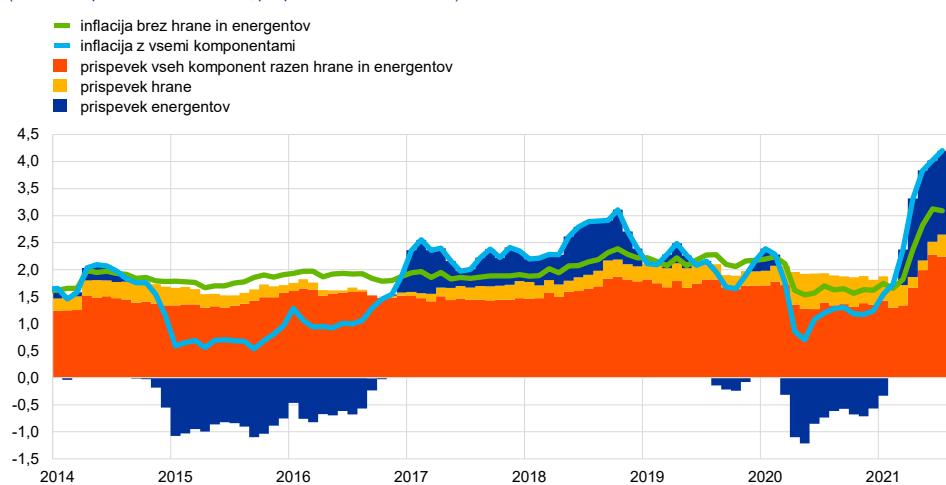
primarnih surovin razen energentov se v septembrskih projekcijah niso veliko spremenile v primerjavi z ravnimi iz junijskih projekcij, ker je zadnje zniževanje cen kovin v okolju šibkejšega povpraševanja in uporabe strateških rezerv na Kitajskem zaustavilo zviševanje, zabeleženo od poletja 2020 do konca pomladi 2021.

Svetovna inflacija, merjena s cenami živiljenjskih potrebščin, se bo letos po napovedih povečala zaradi primerjalne osnove, ozkih grl na strani ponudbe in tekočega okrevanja povpraševanja, ter zmanjšala v drugem delu obdobja projekcij. K inflacijskim pritiskom prispevajo višje cene nafte in drugih primarnih surovin, vse višje cene tovornega prometa in trenja v oskrbovalni verigi. To je zlasti opazno v razvitih gospodarstvih, kjer so ponovno odpiranje in precejšnja državna podpora sprožili močno povpraševanje potrošnikov. Zato so zadnji podatki o rasti cen živiljenjskih potrebščin v večini razvitih gospodarstev presegli pretekla povprečja. V državah članicah Organizacije za ekonomsko sodelovanje in razvoj (OECD) se je skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, julija povečala na 4,2%, potem ko je junija znašala 4,0% (glej graf 3). Julijnska vrednost je zaznamovala deveto zaporedno povečanje in je bila predvsem posledica rasti cen hrane (z 1,9% na 3,1%), rast cen energentov pa je bila le rahla (s 16,9% na 17,4%), kar je večinoma še vedno posledica baznih učinkov. Inflacija v državah OECD brez hrane in energije je ostala nespremenjena na ravni 3,1%. Skupna medletna inflacija je ostala v ZDA stabilna na ravni 5,4%, v Kanadi se je povečala, v Združenem kraljestvu pa umirila. Na Japonskem je po spremembi v baznem letu ostala skupna inflacija julija negativna, čeprav se je v primerjavi z mesecem prej povečala (z – 0,5% na –0,3%). Med večjimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi zunaj OECD se je skupna medletna inflacija v Braziliji povečala na 9,0%, v Rusiji je ostala stabilna, v Indiji pa se je zmanjšala. Na Kitajskem je ostala stabilna na vrednosti približno 1%.

Graf 3

Rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vira: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

Ko bo primerjalna osnova pri cenah primarnih surovin višja in se bodo sprostila ozka grla na strani ponudbe (po pričakovanjih v začetku leta 2022), se

bo po napovedih zmanjšala rast cen živiljenjskih potrebščin. Podobno dinamiko kažejo tudi projekcije izvoznih cen konkurentov euroobmočja (v nacionalni valuti), ki so se v prvi polovici tega leta izrazito povečale. Projekcije teh cen za leto 2021 so bile popravljene strmo navzgor, kar je večinoma posledica zadnjih objavljenih podatkov v državah, ki so ključne trgovinske partnerice euroobmočja, kar je pozitivno presenetilo v primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, ter v manjši meri posledica višjih cen nafte in nekoliko močnejšega povpraševanja v razvitih gospodarstvih.

2

Finančna gibanja

Čeprav se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) pri srednjih ročnostih premaknila navzdol, je krajši konec ostal večinoma nespremenjen, kar nakazuje, da trgi v zelo bližnji prihodnosti ne pričakujejo skorajšnjih sprememb ključnih obrestnih mer. V obravnavanem obdobju (od 10. junija do 8. septembra 2021) so se dolgoročne netvegane obrestne mere najprej znižale, kar je bilo med drugim posledica revidirane prihodnje usmeritve ECB o gibanju obrestnih mer, najavljene po julijski seji Sveta ECB, potem ko je bila objavljena nova strategija denarne politike. Dolgoročne netvegane obrestne mere so se nato v zadnjih tednih obravnavanega obdobja ob presenetljivem zvišanju skupne inflacije in ugibanju glede zmanjšanja obsega nakupov v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji spet nekoliko zvišale. Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč so ostali v vseh jurisdikcijah približno nespremenjeni. Vse večja zaskrbljenosti zaradi širjenja delta različice koronavirusa (COVID-19) ni veliko vplivala na tvegano finančno premoženje. Tečaji delnic so se zvišali, k čemur je prispevalo predvsem veliko povečanje pričakovanj o podjetniškem dobičku, ki ga je le deloma odtehtalo zvišanje premij za tveganje lastniškega kapitala. Kot odraz gibanja tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali.

EONIA in referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali –48 oziroma –57 bazičnih točk.⁴

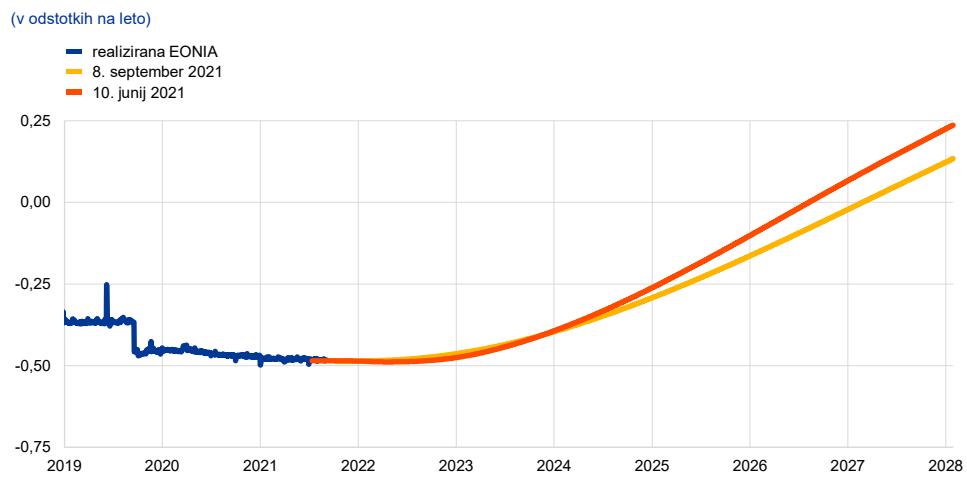
Presežna likvidnost se je povečala za približno 189 milijard EUR na okrog 4.395 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev ter tudi zaradi poravnave osme operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) v znesku 109,83 milijarde EUR. Rast presežne likvidnosti, ki jo je sprožilo povečanje imetij finančnih instrumentov za namene denarne politike, se je zaradi neto upada drugih sredstev za okrog 180 milijard EUR v obravnavanem obdobju zmanjšala.

Čeprav se je v obravnavanem obdobju krivulja terminskih obrestnih mer EONIA pri srednjih ročnostih premaknila navzdol, je bila na krajšem koncu še vedno izravnana (graf 4). Krajši konec krivulje terminskih obrestnih mer EONIA, ki se do približno konca leta 2024 dviguje, ostaja večinoma nespremenjen, iz česar je mogoče sklepati, da udeleženci na trgu v bližnji prihodnosti ne pričakujejo sprememb ključnih obrestnih mer. Vendar pa so se obrestne mere srednjih ročnostih znižale, k čemur je deloma prispevala revidirana prihodnja usmeritev ECB, najavljena po julijski seji Sveta ECB, potem ko je bila na začetku meseca objavljena nova strategija denarne politike.

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

Graf 4

Termske obrestne mere EONIA

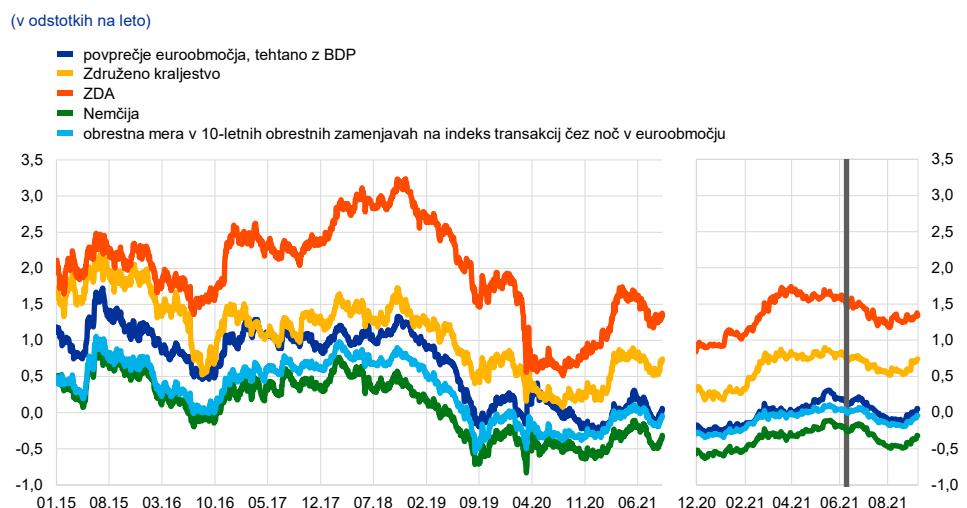


Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju ob pričakovanem nadaljevanju podpornih ukrepov denarne politike zmanjšala (graf 5). Gibanja na trgih državnih obveznic v euroobmočju so tesno sledila gibanju netveganih obrestnih mer, pri čemer se je v obravnavanem obdobju donosnost v posameznih jurisdikcijah gibala vzporedno in se v več državah približala rekordno nizkim vrednostim, v zadnjih tednih tega obdobja pa se je donosnost spet nekoliko zvišala. Tako se je donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju in 10-letnih nemških državnih obveznic, tehtana z BDP, zmanjšala za okrog 7 bazičnih točk na $-0,05\%$ oziroma $-0,32\%$. Podobno se je zmanjšala donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA, in sicer za 10 bazičnih točk na $1,34\%$.

Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. junij 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 8. september 2021.

Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so v vseh jurisdikcijah ostali približno nespremenjeni, k čemur so prispevali sklepi o denarni politiki in sporočilo, objavljeno po julijski seji Sveta ECB (graf 6).

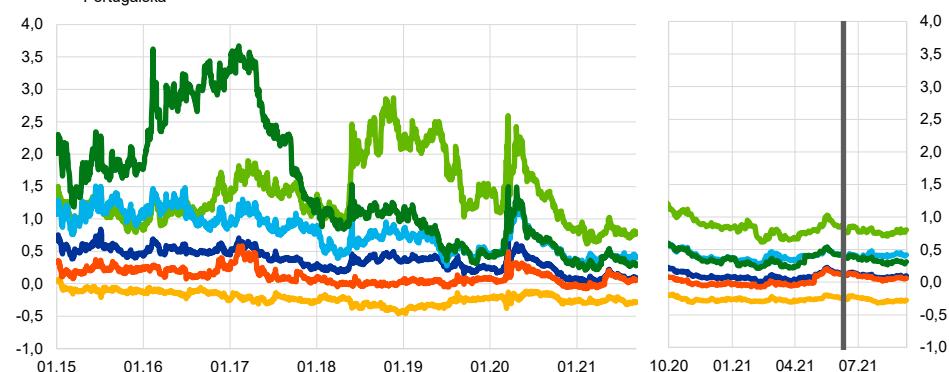
Spremembe posameznih razmikov v donosnosti državnih obveznic glede na netvegane obrestne mere so bile zelo majhne, kar se kaže v skupnem razmiku v donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtani z BDP, glede na enakovredno obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč, ki se je zmanjšal za 3 bazične točke na 0,10%. Zato je to merilo še vedno blizu zelo nizkim ravnem, zabeleženim proti koncu leta 2020, potem ko so se po začasnom povečanju na začetku poletja razmiki znova zmanjšali. V celoti gledano se je razmik v donosnosti portugalskih 10-letnih državnih obveznic rahlo zmanjšal za 9 bazičnih točk na 0,31%, francoskih pa za 7 bazičnih točk na 0,06%. V istem obdobju je razmik v donosnosti italijanskih 10-letnih državnih obveznic ostal nespremenjen pri 0,80%, razmik v donosnosti španskih 10-letnih državnih obveznic pa se je povečal za 3 bazične točke na 0,42%. Takšna umirjena gibanja je verjetno spodbudil junija sprejeti in julija potrjeni sklep Sveta ECB, da se bodo nakupi v tretjem četrtletju izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih letošnjega leta. Ob umirjenih gibanjih na trgih državnih obveznic so bile prve izdaje v okviru programa »EU naslednje generacije« uspešno plasirane na trg.

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)

- povprečje euroobmočja, tehtano z BDP
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- Portugalska



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

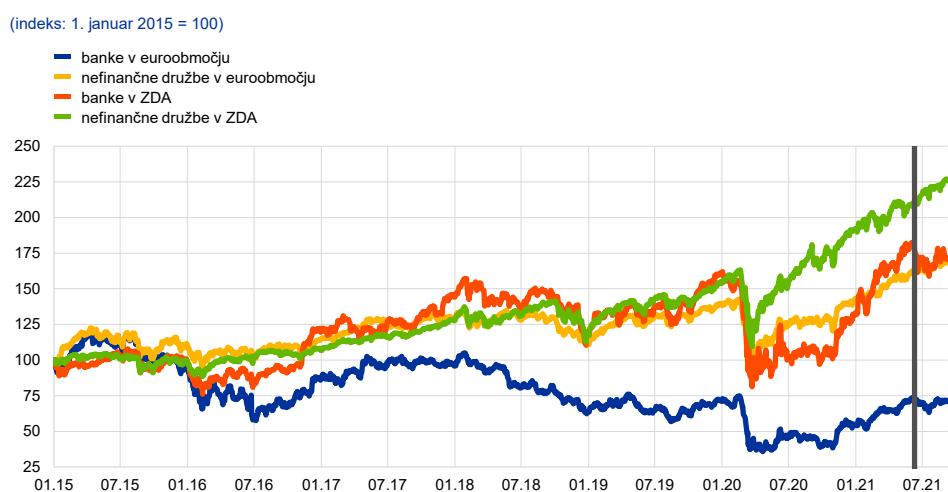
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. junij 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 8. september 2021.

Klub določeni začasni volatilnosti, povezani z novicami o širjenju delta različice koronavirusa, so se tečaji delnic zvišali na obeh straneh Atlantika, k čemur je prispevalo predvsem dodatno izboljšanje pričakovanj o podjetniškem dobičku (graf 7). Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se zvišali za 3,1%, tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA pa za 6,6%, pri čemer so v ZDA dosegli

rekordno visoke vrednosti. Tečaji bančnih delnic v ZDA so se nekoliko znižali, medtem ko so tečaji delnic bank v euroobmočju ostali večinoma nespremenjeni. K dvigu tečajev delnic nefinančnih družb so prispevali zlasti velika pričakovanja o podjetniškem dobičku in za malenkost nižje diskontne obrestne mere, ki so bile po drugi strani posledica nadaljnje podpore s strani denarne politike. Vendar pa je rahlo zvišanje premije za tveganje lastniškega kapitala, tj. dodatnega donosa, ki ga zahtevajo vlagatelji, ker namesto v netvegane obveznice vlagajo v delnice, negativno prispevalo k tečaju delnic v euroobmočju. Tečaji delnic so se zvišali v vseh državah euroobmočja, čeprav pandemija koronavirusa ni imela povsod enakega vpliva na delniški trg.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

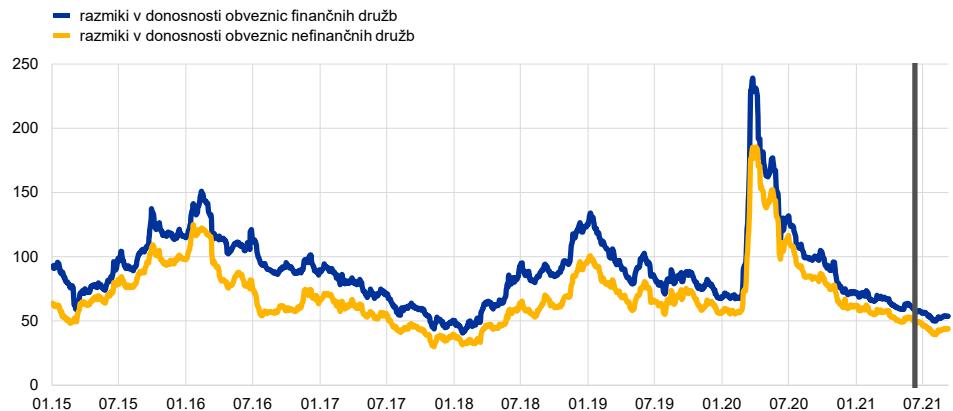
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. junij 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 8. september 2021.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se še naprej zmanjševali in tako potrdili sliko o odpornosti trgov tveganega finančnega premoženja (graf 8). Zaradi zviševanja tečajev delnic so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju še naprej zmanjševali. V obravnavanem obdobju se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) zmanjšal za 5 oziroma 4 bazične točke ter tako dosegel ravni pred pandemijo. Nadaljevanje trenda zmanjševanja razmikov v zadnjih mesecih je mogoče večinoma pripisati čezmernim premijam za tveganje obveznic, tj. komponenti razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju, ki je ni mogoče pojasniti z ekonomskimi in kreditnimi dejavniki oziroma dejavniki v zvezi z negotovostjo, kar bi bilo lahko po drugi strani posledica nadaljnje podpore s strani denarne politike. Hkrati še vedno obstajajo določene ranljivosti v podjetjih, sedanja raven razmikov pa očitno temelji na sedanjih spodbujevalnih ukrepih.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

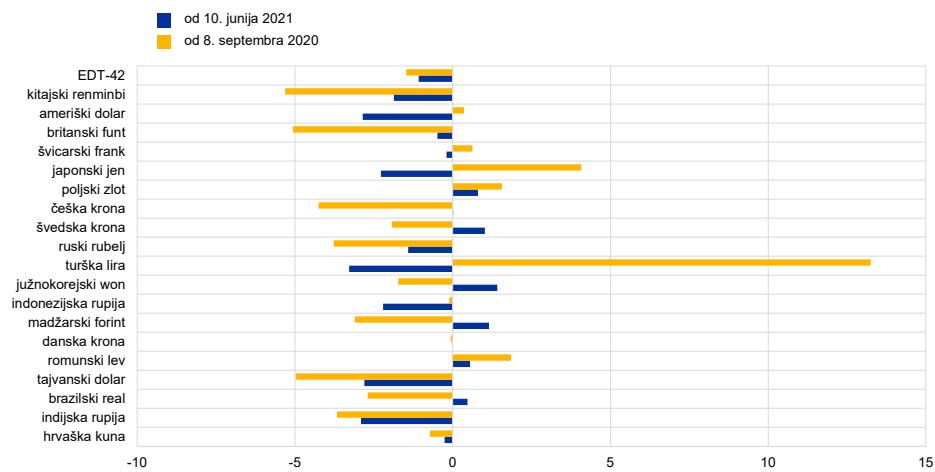
Opombe: Razmiki so razlika med obrestnimi merami v obrestnih zamenjavah in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno načožbenega razreda. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (10. junij 2021). Zadnji podatki se nanašajo na 8. september 2021.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, nekoliko deprecirral (graf 9), kar je bilo posledica splošne oslabitve v razmerju do vseh pomembnejših valut. Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju znižal za 1,1%. Euro je v razmerju do ameriškega dolarja deprecirral (za 2,9%) zaradi povečanja razlike v kratkoročnih pričakovanjih glede obrestnih med euroobmočjem in ZDA, ki je bilo posledica pričakovane hitrejše normalizacije denarne politike v ZDA. Oslabel je tudi v razmerju do drugih pomembnejših valut, vključno z japonskim jenom (za 2,3%), kitajskim renminbijem (za 1,9%), britanskim funtom (za 0,5%) in švicarskim frankom (za 0,2%). V istem obdobju se je euro okrepil v razmerju do valut več držav članic EU zunaj euroobmočja, vključno z madžarskim forintom (za 1,2%), švedsko krono (za 1,0%) in poljskim złotem (za 0,8%).

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 8. septembra 2021.

Gospodarska aktivnost

Okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju vse bolj napreduje. Realni BDP se je v drugem četrtletju 2021 ponovno povečal, še vedno pa je za okrog 2,5% nižji od ravni pred pandemijo v zadnjem četrtletju 2019. K rasti BDP je močno prispevalo domače povpraševanje, zlasti zasebna potrošnja, na katerega je ugodno vplivala postopna odprava zaježitvenih ukrepov, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave le neznaten. Na proizvodni strani je dodano vrednost podpiral predvsem odboj aktivnosti v storitvenih dejavnostih, medtem ko je bil prispevek industrije in gradbeništva le malenkosten. Pozitivni rezultati za drugo četrtletje zaznamujejo začetek ponovne krepitve gospodarske aktivnosti po dveh četrtletjih krčenja ob ponovni uvedbi strožjih zaježitvenih ukrepov, potem ko se je začela pandemija koronavirusa (COVID-19) v zimskih mesecih ponovno širiti.

Na začetku druge polovice leta so ankete o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov ter visokofrekvenčni kazalniki nakazovali, da se bo močna rast kljub še vedno prisotni pandemiji in ozkim grlom na strani ponudbe nadaljevala tudi v tretjem četrtletju. Ankete o poslovnih tendencah še naprej nakazujejo močno okrevanje v storitvenih dejavnostih, saj je nadaljnji napredek pri cepljenju kljub povečevanju števila okužb prispeval k omejitvi števila hospitalizacij, kar je omogočilo večjo normalizacijo v dejavnostih, kjer so pogosti fizični osebni stiki. V nasprotju s tem so predelovalne in gradbene dejavnosti še vedno omejene zaradi vztrajnih ozkih grl na strani ponudbe, čeprav zaupanje ostaja veliko.

Po pričakovanem močnem tretjem četrtletju naj bi se hitrost okrevanja postopoma normalizirala, saj naj bi bilo zaradi napredka pri cepljenju mogoče nadalje sproščati zaježitvene ukrepe, ozka grla na strani ponudbe pa naj bi se zmanjšala. V srednjeročnem obdobju bodo okrevanje gospodarstva v euroobmočju po pričakovanjih vse bolj spodbujali močno svetovno povpraševanje ob vse močnejšem domaćem povpraševanju ter nadaljnja podpora denarne in javnofinančne politike. Tako oceno na splošno kaže tudi osnovni scenarij v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih bo medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 5,0%, v letu 2022 4,6% in v letu 2023 2,1%, gospodarska aktivnost pa se bo na četrtletne ravni pred pandemijo vrnila do konca letošnjega leta. V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili predvsem zato, ker so bili rezultati v prvi polovici leta boljši od pričakovanih, gospodarski obeti za leto 2021 popravljeni navzgor, za leti 2022 in 2023 pa večinoma ostajajo nespremenjeni.

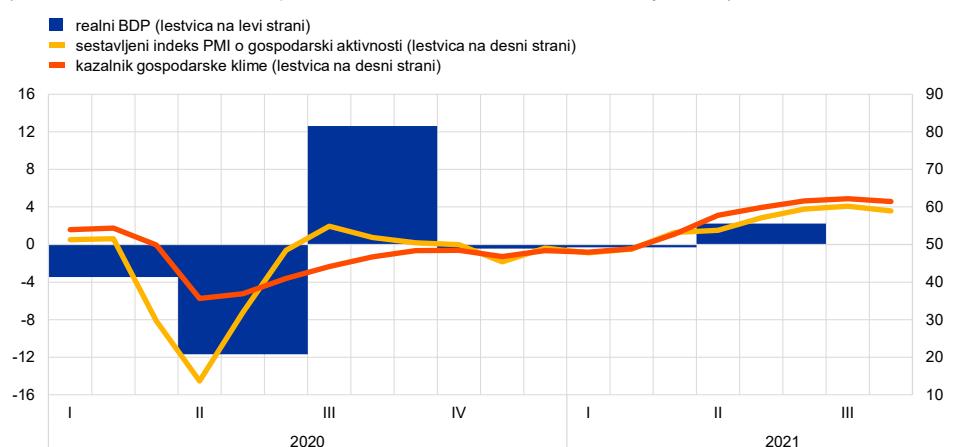
Gledano v celoti so tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ocenjena kot približno uravnotežena. Po eni strani je mogoče pričakovati še hitrejše okrevanje, če se bo zaradi pandemije povečano stanje prihrankov gospodinjstev zmanjšalo hitreje, kot je pričakovano, če se bodo obeti glede svetovnega povpraševanja dodatno izboljšali ali če se bodo sedanja ozka grla na strani ponudbe zmanjšala hitreje, kot je pričakovano. Po drugi strani bi bila lahko rast slabša od pričakovane, če se bo pandemija zaradi širjenja novih sevov virusa okreplila, ali če bodo motnje na strani ponudbe vztrajale dlje in bodo proizvodnjo omejevale bolj, kot je pričakovano.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je v drugem četrletju okrepila, pri čemer se je medčetrletno povečala za 2,2%, in nakazuje, da je okrevanje kljub zaviralnim ozkim grlom v ponudbi trenutno močno. Po tehnični recesiji ob prelому leta je realni BDP v drugem četrletju ponovno začel rasti, čeprav so zaježitveni ukrepi veljali večino tega obdobja (graf 10). Rezultati v drugem četrletju so bili zaradi vse manjše občutljivosti gospodarske aktivnosti na omejitve zaradi pandemije COVID-19 boljši od predvidenih v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema, medčetrletna aktivnost pa se je približala 2,5-odstotni ravni pred pandemijo, doseženi ob koncu leta 2019. K rasti v drugem četrletju je prispeval predvsem močan porast domačega povpraševanja, zlasti zasebne potrošnje, pri čemer je bil prispevek neto trgovinske menjave le skromen, rast zalog pa je rahlo zmanjšala skupno gospodarsko rast.

Graf 10

Realni BDP euroobmočja, sestavljeni indeks vodij nabave in kazalnik gospodarske klime

(lestvica na levi strani: medčetrletne spremembe v odstotkih; lestvica na desni strani: difuzijski indeks)



Vira: Eurostat in Markit.

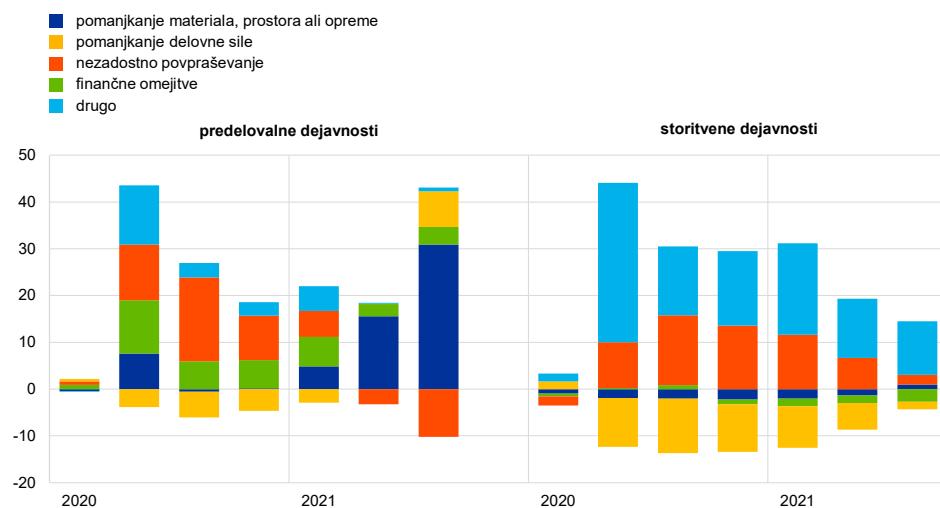
Opombe: BDP euroobmočja je prikazan z medčetrletnimi stopnjami rasti, indeks vodij nabave (PMI) in kazalnik gospodarske klime pa sta prikazana mesečno. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2021 pri BDP ter na avgust 2021 pri PMI in kazalniku gospodarske klime.

Ozka grla na strani ponudbe so v drugem četrletju verjetno zavirala industrijsko proizvodnjo bolj kot storitvene dejavnosti. Dodana vrednost v industriji in gradbeništvu je k rasti v drugem četrletju prispevala le malenkostno, kar je bilo posledica vztrajnih motenj na strani ponudbe (graf 11), vključno s splošnim pomanjkanjem surovin (med drugim polprevodnikov, kovin in plastike) in nadaljnji ozkimi grli v transportu. Vseeno se je aktivnost v storitvenih dejavnostih zaradi postopnega sproščanja zaježitvenih ukrepov znova močno povečala, zaradi česar sta se povečala zaupanje potrošnikov in potrošnja.

Graf 11

Dejavniki, ki omejujejo proizvodnjo v euroobmočju

(v odstotkih anketirancev, razlika glede na dolgoročno povprečje)



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Dolgoročno povprečje je izračunano za obdobje med letoma 2003 in 2019. Četrletna anketa je bila opravljena v prvem mesecu četrletja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

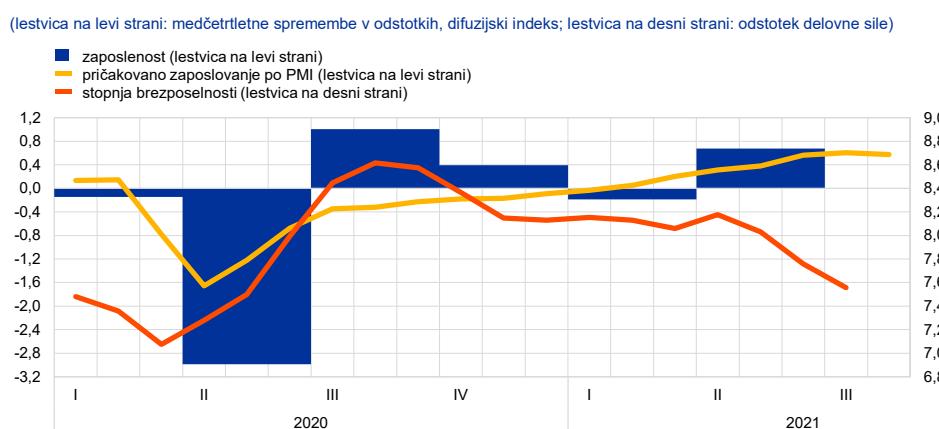
Razmere na trgu dela v euroobmočju so se v drugem četrtletju 2021 izboljšale, na kar so še vedno spodbudno vplivali programi za ohranitev delovnih mest.

Zaposlenost se je v drugem četrtletju 2021 medčetrtletno povečala za 0,7%, število opravljenih delovnih ur pa za 2,7% (graf 12). V primerjavi z zadnjim četrtletjem 2019, tj. pred izbruhom pandemije, sta se zaposlenost in skupno število opravljenih delovnih ur zmanjšala za 1,3% oziroma 4,2%, pri čemer je bilo zmanjšanje slednjih večje kot zmanjšanje zaposlenosti zaradi podpore zaposlovanju v okviru uvedenih programov za ohranitev delovnih mest.⁵ Stopnja brezposelnosti se je v juliju znižala na 7,6%, medtem ko je delež delavcev, vključenih v programe za ohranitev delovnih mest, v istem mesecu po ocenah znašal 2,7% delovne sile, tj. precej manj kot v prvih petih mesecih letosnjega leta, in se je precej zmanjšal glede na povprečni 6,2-odstotni delež v prvih petih mesecih letosnjega leta, kar je mogoče pripisati sproščanju omejitev. Kljub temu je delež delavcev, vključenih v te programe, še vedno precejšen, kar pomeni, da prilaganje trga dela še vedno ni končano.

⁵ Glej članek z naslovom »Hours worked in the euro area« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 12

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti in stopnja brezposelnosti sta prikazana mesečno; zaposlenost je prikazana četrtletno. PMI je izražen kot odstopanje do 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2021 pri zaposlenosti, na avgust 2021 pri PMI in na julij 2021 pri stopnji brezposelnosti.

Kratkoročni kazalniki nakazujejo, da se razmere na trgu dela še naprej izboljšujejo.

Mesečni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o zaposlenosti, ki vključuje industrijo in storitvene dejavnosti, se je v avgustu rahlo znižal na 55,7 (v primerjavi s 56,1 v juliju), vendar je še vedno precej višji od mejne vrednosti 50, ki označuje rast zaposlenosti. Indeks PMI o zaposlenosti je od takrat, ko je aprila 2020 dosegel rekordno nizko vrednost, v celoti okreval, trenutno pa je še vedno blizu ravni iz julija 2021, ki je bila najvišja po marcu 2000.

Potrošniki ostajajo previdno optimistični, saj se njihov finančni položaj kljub okolju vztrajne negotovosti, povezane s pandemijo, izboljšuje. Zasebna potrošnja se je v drugem četrtletju 2021 močno povečala (medčetrtletno za 3,7%) in naj bi po pričakovanjih hitro rasla tudi v tretjem četrtletju zaradi nadaljnjega sproščanja zajezitvenih ukrepov, pozitivnih gibanj dohodka od dela in znakov normalizacije nagnjenosti gospodinjstev k varčevanju. Zaupanje potrošnikov ostaja veliko. Po petih zaporednih mesecih zviševanja se je kazalnik zaupanja potrošnikov, ki ga objavlja Evropska komisija, v juliju in avgustu rahlo znižal na -5,3, čeprav je bil še vedno višji od dolgoročnega povprečja od leta 1990 dalje (-10,6) in od predpandemijske ravni, dosežene februarja 2020 (-6,4). Čeprav je bilo število registracij novih avtomobilov v juniju še vedno za 20% manjše kot pred pandemijo, je umirjeno trošenje za automobile verjetno odraz sedanjih omejitve na strani ponudbe in ne šibkega povpraševanja potrošnikov. To je mogoče sklepati iz tega, da je bilo zaupanje v industriji veliko, industrijska proizvodnja v avtomobilskem sektorju pa je bila umirjena.⁶ Po dveh mesecih pozitivne rasti se je obseg trgovine na drobno v juliju medmesečno skrčil za 2,3%, še vedno pa je za 2,6% večji kot februarja 2020.

Rast realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev naj bi bila v drugem četrtletju 2021 po ocenah močna, v tretjem četrtletju pa naj bi se še okreplila. K temu prispeva dohodek od dela, ki navadno pomeni večjo nagnjenost k trošenju kot

⁶ Glej okvir z naslovom »Vpliv ozkih gril v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo« v tej številki Ekonomskega biltena.

drugi viri dohodka. To potrjujejo mesečne informacije o tokovih bančnih vlog gospodinjstev, iz katerih je razvidno, da so se razmere na tem področju v obdobju od aprila do julija 2021 nekoliko normalizirale. Kljub temu iz analize dejavnikov nenadnega povečanja tokov prihrankov gospodinjstev v okolju pandemije ni mogoče razbrati, da bodo akumulirani prihranki po vsej verjetnosti takoj ponovno absorbirani za namene potrošnje.⁷ To oceno potrjujejo zadnji anketni podatki Evropske komisije, po katerih naj bi gospodinjstva pričakovala, da bodo njihovi večji nakupi v naslednjih 12 mesecih po obsegu primerljivi s tistimi pred krizo. Poleg tega zaradi sedanje negotovosti, povezane s pandemijo, anketiranci v anketi o pričakovanjih potrošnikov, ki jo je ECB opravila avgusta 2021, vrnitve k običajnim ekonomskim in družbenim interakcijam ne pričakujejo pred pomladjo 2022.

Podjetniške (negradbene) naložbe so se v drugem četrletju 2021 povečale, kratkoročni kazalniki pa nakazujejo, da bo povpraševanje po proizvodih za investicije v prihodnje močno. Negradbene naložbe v euroobmočju so se v drugem četrletju 2021 medčetrtletno povečale za 1,0%, potem ko so se v četrletju prej v podobnem obsegu zmanjšale, vendar so še vedno za 17% manjše od predpandemijske ravni, dosežene v zadnjem četrletju 2019. Kar zadeva največje države euroobmočja, so se negradbene naložbe v drugem četrletju povečale v Nemčiji, Franciji in Italiji, medtem ko so se v Španiji zmanjšale, na Nizozemskem pa ostale približno nespremenjene. Poleg tega so se naložbe v transportno opremo v euroobmočju zmanjšale že drugo četrletje zapored, kar je bilo verjetno povezano s pomanjkanjem repromateriala zaradi vztrajnih motenj v dobavnih verigah, medtem ko je komponenta netransportne opreme ostala razmeroma odporna. Iz kratkoročnih kazalnikov za tretje četrletje 2021 je razvidno, da je kljub vztrajnim ozkim grlom v dobavnih verigah povpraševanje po proizvodih za investicije močno: nova naročila proizvodov za investicije se povečujejo, pri čemer je bil indeks PMI julija in avgusta nedvomno še vedno v območju rasti, medtem ko so se dobavni roki dobaviteljev nekoliko skrajšali, a so bili še vedno dolgi. Zato so se v avgustu pričakovanja glede proizvodnje izboljšala. Vseeno podjetja v sektorju proizvodov za investicije kot ključni dejavnik, ki omejuje ponudbo v euroobmočju, trenutno navajajo pomanjkanje materiala in opreme, medtem ko je delež podjetij, ki navajajo težave s povpraševanjem, še vedno majhen. Podjetja v tem sektorju trenutno poročajo o pomanjkanju delovne sile, ki je precej večje od dolgoročnega povprečja, vendar le pri razmeroma majhnem deležu teh podjetij. Z izboljševanjem naložbenih obetov so skladni tudi najnovejši podatki iz ankete o bančnih posojilih.⁸ Banke v anketi poročajo, da se je povpraševanje po posojilih za investicije v osnovna sredstva v drugem četrletju 2021 povečalo, in pričakujejo, da se bo povpraševanje po dolgoročnih posojilih (ki se ponavadi uporablja za financiranje naložb) v tretjem četrletju 2021 izboljšalo. Čeprav so zaradi potencialnih ranljivostih podjetij⁹ še vedno prisotna nekatera srednjeročna tveganja za naložbene obete, naj bi na te

⁷ Glej okvir z naslovom »COVID-19 and the increase in household savings: an update«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

⁸ Glej anketo o bančnih posojilih v euroobmočju iz julija 2021.

⁹ Širši pregled finančnega položaja nefinančnih družb med pandemijo je predstavljen v okvirju 3 z naslovom »Zdravje nefinančnih družb med pandemijo« v tej številki Ekomskega biltena.

spodbudno vplivalo postopno zmanjšanje ozkih grl na strani ponudbe, ki se pričakuje v prihodnjih četrtletjih.

Stanovanjske naložbe so se povečale tudi v drugem četrtletju, njihova rast pa naj bi kljub vse večim zaviralnim dejavnikom na strani ponudbe ostala močna. Stanovanjske naložbe so se v drugem četrtletju medčetrtletno povečale za 0,9% in so bile za 1,2% višje od predkrizne ravni v zadnjem četrtletju 2019. V drugi polovici leta 2021 naj bi stanovanjske naložbe v euroobmočju kljub nadaljnemu zaostrovanju omejitve v ponudbi sledile pozitivnemu trendu. Čeprav se je kazalnik Evropske komisije o novejših gibanjih gradbene aktivnosti v prvih dveh mesecih tretjega četrtletja rahlo znižal, je bil še vedno precej višji od dolgoročnega povprečja. Indeks vodij nabave (PMI) o aktivnosti na stanovanjskem trgu se je avgusta glede na mesec prej zvišal in se pomaknil še globlje v območje pozitivne rasti. Iz anketnih podatkov Evropske komisije je razvidno, da je bilo povpraševanje po stanovanjih do pred kratkim veliko, kar se kaže v visoki ravni kratkoročnih namer potrošnikov glede nakupa ali gradnje ter v nadalnjem precejšnjem zvišanju ocen podjetij glede skupne ravni naročil. Čeprav bi se lahko zaradi izteka nekaterih državnih podpornih ukrepov, povezanih s krizo, povpraševanje po stanovanjih nekoliko normaliziralo, na gibanje stanovanjskih naložb trenutno močno vplivajo zlasti omejitve v ponudbi, ki se še naprej zaostrujejo, pri čemer so se zaradi pomanjkanja materialov in delovne sile ocenjene omejitve gradbene aktivnosti v juliju in avgustu še povečale, potem ko so se močno povečale že v drugem četrtletju. Ozka grla na strani ponudbe se kažejo tudi v anketah PMI za gradbeni sektor, po katerih so dobavni roki dobaviteljev zelo dolgi. V celoti gledano bodo omejitve v ponudbi verjetno pomenile nekatera tveganja za vztrajno močno rast stanovanjskih naložb v bližnji prihodnosti.

Rast izvoza euroobmočja je bila umirjena tudi v drugem četrtletju 2021. Izvoz euroobmočja se je v drugem četrtletju 2021 povečal za 2,2%, na kar je vplival šibak izvoz predelovalnih dejavnosti, saj so ga še naprej zavirale omejitve, povezane z špedicijo in proizvodnjo.¹⁰ Nominalni podatki o izvozu blaga kažejo, da se je ta v juniju povsod medmesečno skrčil za 0,7%, pri čemer so bile med glavnimi izvoznimi destinacijami edine izjeme Turčija, Severna Amerika in Mehika. Glede gibanj v prihodnosti kazalniki izvoza blaga, ki temeljijo na naročilih, nakazujejo, da bo ob normalizaciji svetovne aktivnosti in trgovinske menjave zagon močan, čeprav se bo umirjal. Izvoz storitev naj bi se ob sproščanju omejitve gibanja, kar bo spodbudno vplivalo na izvoz potovalnih storitev, še izboljšal. Uvoz blaga v euroobmočju in trgovinska menjava v euroobmočju, ki sta zaradi močnega okrevanja domačega povpraševanja beležila visoko rast, sta se v juniju zmanjšala. Ker se je skupni uvoz medčetrtletno povečal za 2,3%, je bil prispevek neto trgovinske menjave k BDP v drugem četrtletju 2021 rahlo pozitiven (0,1 odstotne točke).

Iz novih informacij je razvidno, da se je v drugi polovici leta gospodarska aktivnost v euroobmočju še izboljšala. Čeprav so se anketni podatki v zadnjem času poslabšali glede na najvišje vrednosti s konca junija, so še vedno skladni z nadaljnjo okrepljeno rastjo v tretjem četrtletju 2021, kljub temu pa so pod vplivom vztrajnih in vse večjih omejitve v ponudbi, zlasti v predelovalnih dejavnostih (graf 11).

¹⁰ Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Vpliv ozkih grl v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo« v tej številki Ekonomskega biltena.

Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti se je od drugega četrletja, ko je znašal 56,8, v juliju in avgustu dodatno zvišal na povprečno raven 59,6, čeprav se je avgusta zviševanje rahlo umirilo. Izboljšanje indeksa je predvsem posledica nadaljnje krepitve aktivnosti v storitvenih dejavnostih, medtem ko na aktivnost v predelovalnih dejavnostih, ki je sicer še vedno močna, še naprej vplivajo ozka grla na strani ponudbe. Tudi kazalnik gospodarske klime Evropske komisije je skladen z močnejšo rastjo v tretjem četrletju, čeprav se je v avgustu rahlo znižal z rekordno visoke ravni iz julija. Zaupanje potrošnikov ostaja veliko, potem ko je bila odpravljena večina omejitev prostočasnih dejavnosti, saj je bilo mogoče zaradi napredka pri cepljenju kljub določenemu ponovnemu povečanju števila okužb v zadnjih mesecih omejiti število hospitalizacij in smrti. Naložbene namere se še naprej izboljšujejo, napredek pri uporabi sredstev iz sklada »EU naslednje generacije« in spodbujevalno naravnana denarna politika pa še naprej podpirata okrevanje in širšo finančno stabilnost. Kljub temu je negotovost še vedno velika, zlasti glede širjenja novih in bolj nalezljivih sevov virusa ter vztrajnih omejitev pri proizvodnji zaradi nadalnjih ozkih grl na strani ponudbe, in še ni jasno, ali bodo po pandemiji kmalu ali v celoti okrevali vsi sektorji.

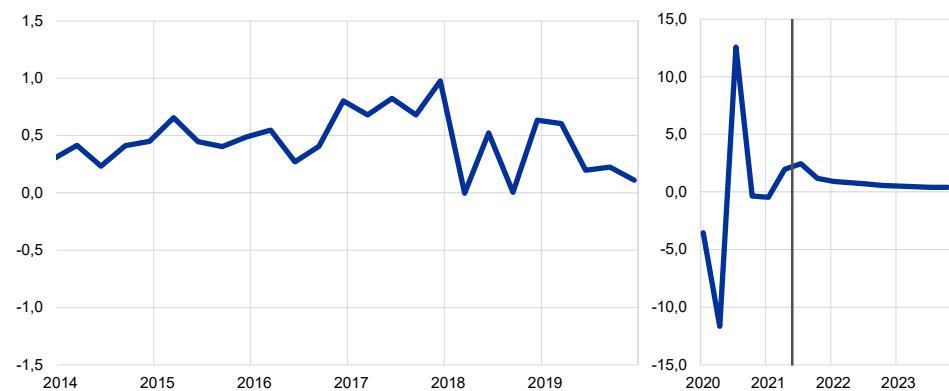
Nadaljevanje pandemije COVID-19 še naprej ovira gospodarske obete, čeprav okrevanje ostaja na dobri poti. Kljub rahlemu podaljšanju zaježitvenih ukrepov, sprejetih na lokalni ravni, in vztrajnim ozkim grlom v proizvodnji v nekaterih državah euroobmočja ostajajo obeti za gospodarsko rast ugodni zaradi širitve odboja gospodarske aktivnosti v euroobmočju na vse glavne sektorje, nadaljnega napredka pri cepljenju, ugodnih razmer na trgu dela, učenja iz dosedanjih izkušenj s pandemijo in močnega tujega povpraševanja, pa tudi zaradi nadaljnje podpore denarne in javnofinančne politike. To se kaže v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2021 znašala 5,0%, v letu 2022 4,6% in v letu 2023 2,1% (graf 13). Popravek projekcije rasti za leto 2021 navzgor za 0,4 odstotne točke je predvsem posledica ugodnejših dejanskih rezultatov v prvih dveh četrletjih leta od pričakovanih v junijskih projekcijah, pri čemer bo medčetrtletna rast v drugi polovici leta predvidoma nekoliko nižja. Predvidena dinamika rasti v letih 2022 in 2023 ostaja približno nespremenjena. Gospodarska aktivnost v euroobmočju naj bi se po ocenah na četrletne ravni pred pandemijo vrnila do zadnjega četrletja 2021, kar je četrletje prej, kot je predvideno v letošnjih junijskih projekcijah, k temu pa naj bi prispevalo vse močnejše domače povpraševanje ob predvidenem nadaljnjem sproščanju zaježitvenih ukrepov v prihodnjih četrletjih, odpravi ozkih grl na strani ponudbe do začetka leta 2022, nadaljni krepitvi svetovnega okrevanja in nadaljni obsežni podpori politik.¹¹

¹¹ Glej članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 9. septembra 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 13

Rast realnega BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih, desezonirani in za število delovnih dni prilagojeni četrtletni podatki)



Vira: Eurostat in članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 9. septembra 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Podatki so desezonirani in prilagojeni za število delovnih dni. Pretekli podatki se lahko razlikujejo od podatkov iz zadnjih publikacij Eurostata, saj so bili podatki objavljeni po presečnem datumu za izdelavo projekcij. Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. V grafu niso prikazani razponi okrog projekcij, kar je posledica dejstva, da s standardnim izračunom razponov (na podlagi preteklih napak v projekcijah) ne bi zajeli velike negotovosti, povezane s pandemijo COVID-19. Namesto tega so v okvirju 4 v članku z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)« predstavljena alternativna scenarija na podlagi različnih predpostavk o prihodnjem poteku pandemije COVID-19, s tem povezani zaježitveni ukrepi in velikost gospodarskih posledic.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, nadalje zvišala z 1,9% junija in 2,2% julija na 3,0% avgusta 2021.

Po pričakovanjih se bo letos jeseni inflacija še dodatno zvišala, vendar se bo naslednje leto znižala. Začasen zasuk inflacije navzgor je povezan predvsem z visoko rastjo cen nafte od približno polovice lanskega leta dalje, z odpravo začasnega znižanja DDV v Nemčiji, z zamikom poletnih razprodaj v letu 2020 ter s stroškovnimi pritiski, ki izhajajo iz začasnega pomanjkanja repromateriala in opreme. Tekom leta 2022 bodo ti dejavniki predvidoma oslabeli ali izpadli iz izračuna medletne inflacije. Pritiski na osnovno inflacijo so se rahlo okrepili. Ob nadalnjem okrevanju gospodarstva bo osnovna inflacija srednjeročno predvidoma porasla, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike. Zviševanje bo po pričakovanjih le postopno, saj bo trajalo nekaj časa, preden bo gospodarstvo zopet delovalo s polno zmogljivostjo, zato bodo plače po pričakovanjih rasle le zmerno. Kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se še naprej zvišujejo, kljub temu pa ostajajo nekoliko pod ciljno 2-odstotno ravnijo. Takšno oceno kažejo letošnje septembriske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letu 2021 znašala 2,2%, v letu 2022 1,7% in v letu 2023 1,5%, medletna inflacija brez emergentov in hrane pa bo znašala 1,3% v letu 2021, 1,4% v letu 2022 in 1,5% v letu 2023. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni navzgor tako za skupno inflacijo kot tudi za inflacijo brez emergentov in hrane.

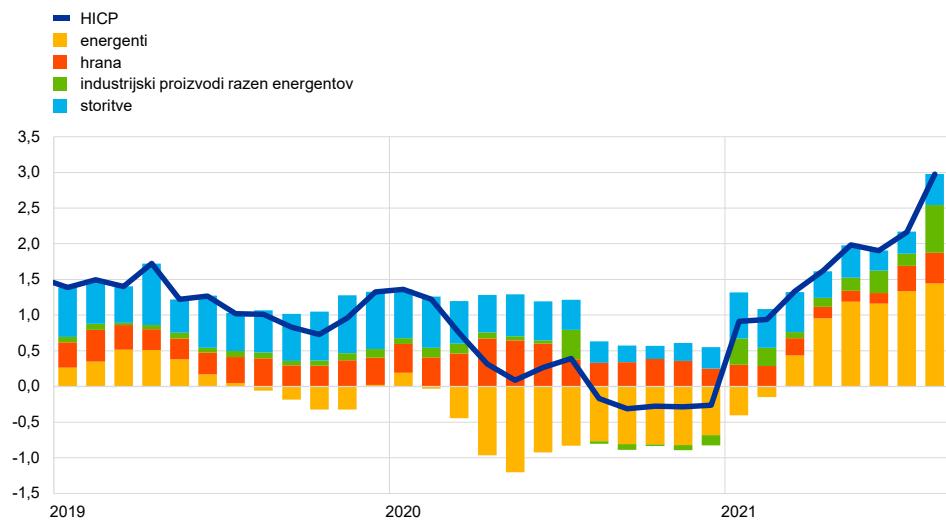
Medletna inflacija se je julija in avgusta zvišala predvsem zaradi začasnih dejavnikov. Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija avgusta znašala 3,0%, potem ko je junija dosegla 1,9% in julija 2,2% (graf 14). K nedavnemu zvišanju inflacije je v veliki meri prispevala pospešena rast cen emergentov zaradi pozitivnih baznih učinkov in močnega medmesečnega zvišanja cen – medletna stopnja rasti je avgusta znašala 15,4%. Okrepila se je tudi dinamika cen hrane, in sicer z 0,5% v juniju glede na predhodno leto na 1,6% v juliju in še dodatno na 2,0% v avgustu. Inflacija brez emergentov in hrane je avgusta dosegla 1,6%, potem ko se je znižala z 0,9% v juniju na 0,7% v juliju. Na nedavno volatilnost inflacije brez emergentov in hrane je vplivalo predvsem gibanje inflacije v komponenti industrijskih proizvodov razen emergentov, v kateri so se avgusta v primerjavi s predhodnim letom cene strmo zvišale. Delež postavki s pripisanimi cenami je ostal na nizki ravni iz junija, zaradi česar se je v primerjavi z začetnimi meseci letošnjega leta zmanjšala negotovost, ki spreminja signal temeljne cenovne dinamike.¹²

¹² Delež pripisanih cen pri postavkah v indeksu HICP je julija znašal 3% in avgusta 4%, v primerjavi s 13% v januarju. Delež pripisanih cen pri postavkah v indeksu inflacije brez emergentov in hrane ostaja nizek, in sicer je julija znašal 3% in avgusta 5%, v primerjavi z 18% v januarju.

Graf 14

Skupna inflacija in komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

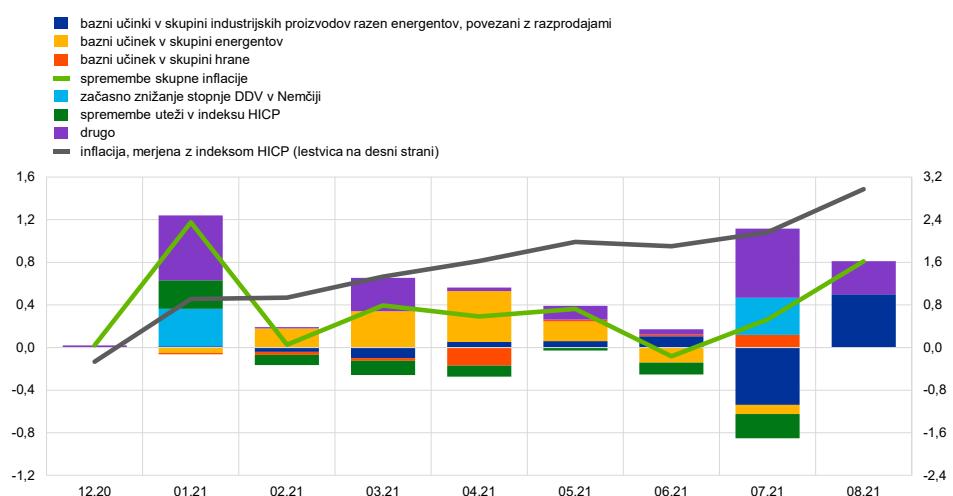
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021 (prva ocena).

Na zvišanje skupne inflacije so poleg cen energentov še naprej vplivali tudi drugi začasni dejavniki (graf 15). Ti dejavniki so v zadnjih mesecih oblikovali dinamiko inflacije. Odprava začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji v januarju 2021, ki je bilo v veljavi v drugi polovici leta 2020, nakazuje navzgor deluječe bazne učinke v drugi polovici letosnjega leta. Spremembe obdobja in obsega razprodaj v trgovinah v nekaterih državah euroobmočja so močno vplivale na zvišanje medletne stopnje rasti cen industrijskih proizvodov razen energentov (z 0,7% julija na 2,7% avgusta), zato se je ta zvišala precej nad dolgoročno povprečje (0,6%). Bazni učinki, povezani z razprodajami, predstavljajo približno 0,5 odstotne točke zvišanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov od julija do avgusta. Kljub temu je nedavno zvišanje deloma povezano tudi s cenovnimi pritiski vzdolž dobavne verige, ki izhajajo iz ozkih gril v dobavi in proizvodnji. Ocene kažejo, da sprememba uteži v indeksu HICP v letu 2021 avgusta ni imela dodatnega vpliva (graf 15), kar nakazuje, da je bil vpliv na znižanje medletne stopnje inflacije avgusta enako velik kot julija. Brez upoštevanja vpliva, ki ga imajo spremembe uteži v indeksu HICP, sta bili skupna inflacija in inflacija brez energentov in hrane po ocenah avgusta skoraj pol odstotne točke višji. Učinek uteži v indeksu HICP predvidoma nakazuje določeno volatilnost v prihajajočih mesecih. Večina dejavnikov, ki trenutno prispevajo k skupni inflaciji, se bo po pričakovanjih na začetku leta 2022 izteklia in ne bo več vplivala na medletno stopnjo rasti. To velja predvsem za vpliv DDV in sedanjo zelo visoko stopnjo inflacije v skupini energentov, ki od aprila 2021 znaša več kot 10%.

Graf 15

Prispevki baznih učinkov in drugih začasnih dejavnikov k mesečnim spremembam medletne inflacije

(spremembe in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat, Deutsche Bundesbank, septembriski podatki raziskovalne enote NIPE in izračuni ECB.

Opombe: Prispevek začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji temelji na ocenah iz publikacije *Monthly Report – November 2020*, ki ga je pripravila Deutsche Bundesbank. Predpostavlja se, da je učinek uteži v avgustu enak učinku v juliju, vendar se to lahko spremeni z objavo končnih podatkov o inflaciji, ko bo mogoče izračunati pravilne ocene. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021.

Večina merit osnovne inflacije se je pred kratkim zvišala in v nekaterih primerih presegla stopnje, zabeležene pred pandemijo koronavirusa (COVID-19)

(graf 16). Zadnji razpoložljivi podatki za meritila osnovne inflacije so iz julija 2021, razen pri inflaciji brez emergentov in hrane. Inflacija brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk ter oblačil in obutve se je zvišala z 1,4% v juniju na 1,6% v juliju. Modelska kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije, na katerega manj vplivajo spremembe uteži in začasno znižanje DDV v Nemčiji, se je zvišal z 1,5% v juniju na 1,6% v juliju. Merilo najožje osnovne inflacije se je zvišalo z 0,8% v juniju na 1,0% v juliju. Delež postavk v indeksu inflacije brez emergentov in hrane, pri katerih so cenovne spremembe višje od 2%, se je julija povečal na 36% in je bil tako višji kot v obdobju pred pandemijo. Vseeno pa meritila osnovne inflacije trenutno ostajajo daleč pod 2%.¹³

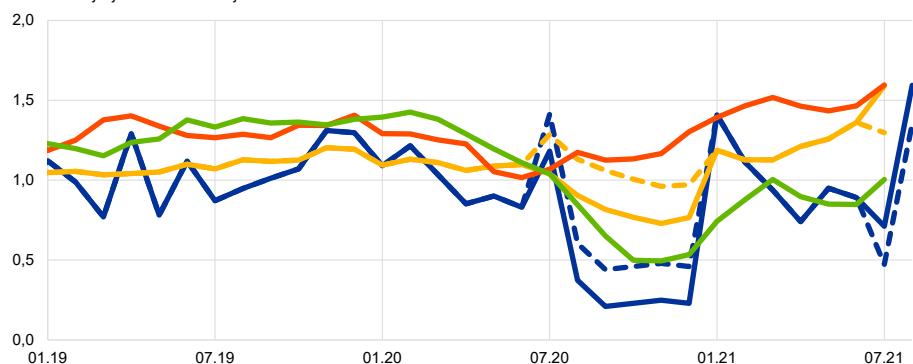
¹³ Več informacij o omenjenih meritih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 v članku z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

Graf 16

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Prispevek začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji temelji na ocenah iz publikacije *Monthly Report – November 2020*, ki ga je pripravila Deutsche Bundesbank. zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021 pri inflaciji brez energentov in hrane (prva ocena) in na julij 2021 pri vseh drugih merilih.

Pritiski iz proizvodne verige v komponenti industrijskih proizvodov razen energentov so se v zadnjih mesecih še naprej povečevali. Rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, ki je kazalnik cenovnih pritiskov v poznejših fazah dobavne verige, se je julija malce zvišala na 1,9% (z 1,3% v maju in 1,4% v juniju) ter tako dosegla raven, ki je precej nad dolgoročnim povprečjem (0,6%). V tej skupini je medletna stopnja rasti uvoznih cen postala pozitivna in je junija znašala 0,1% in julija 1,2%, torej se je z majske ravni zvišala za 0,9 odstotne točke oziroma za 2,0 odstotne točke. To bi bil deloma lahko odraz določenih navzgor delujocih pritiskov zaradi nedavne depreciacije efektivnega tečaja eura. V zgodnejših fazah domače cenovne verige se je stopnja rasti cen proizvodov za vmesno porabo medletno zvišala za 10,7% v juniju in 12,6% v juliju, torej se je od maja zvišala za 1,4 odstotne točke oziroma za 3,3 odstotne točke. Zvišala se je tudi rast uvoznih cen, in sicer z 10,6% maja na 12,5% junija in 13,8% julija. Zato je v prihodnjih mesecih še vedno mogoče pričakovati dodatne pritiske na zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, in sicer zaradi nedavnega gibanja lastnih stroškov. Vseeno pa obseg in čas prenosa v zadnje faze proizvodne verige in v cene življenjskih potrebščin ostajata negotova. Odvisna bosta predvsem o tega, kako vztrajni bodo v prihajajočih četrtletjih globalni šoki na strani lastnih stroškov.

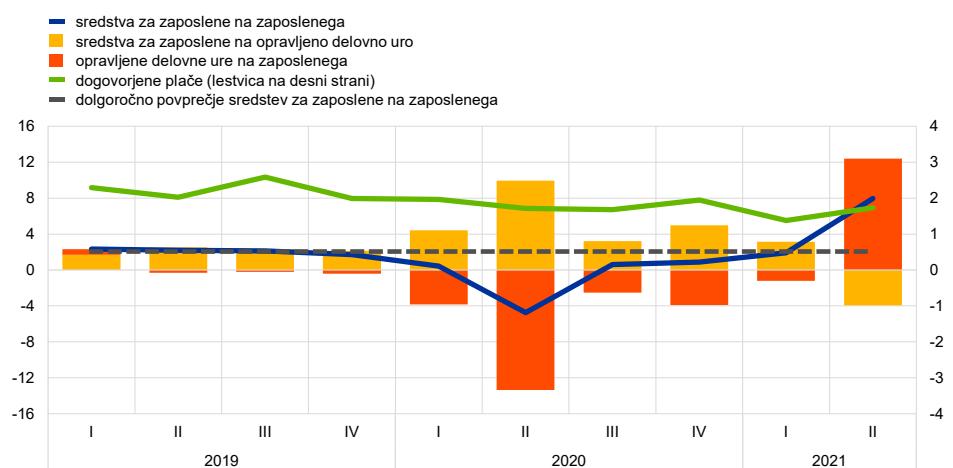
Na merila rasti plač v euroobmočju vplivajo začasni dejavniki. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je zvišala z 1,9% v prvem četrtletju na 8,0%, v drugem četrtletju (graf 17). Na močno zvišanje je vplivala medletna stopnja rasti opravljenih delovnih ur na zaposlenega, ki se je v drugem četrtletju zvišala na 12,4% zaradi baznih učinkov, povezanih s pandemijo. Medletna rast sredstev za zaposlene na opravljeno delovno uro se je v drugem četrtletju znižala na -3,9%, potem ko je v predhodnem četrtletju znašala 3,1%, pri čemer je povečanje števila

opravljenih delovnih ur na zaposlenega odtehtalo povečanje sredstev za zaposlene na zaposlenega. Dogovorjene plače so se v drugem četrletju zvišale za 1,7%, v primerjavi z 1,4% v prvem četrletju 2021, predvsem zaradi enkratnih plačil, povezanih s pandemijo, v posameznih državah.

Graf 17

Prispevek komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

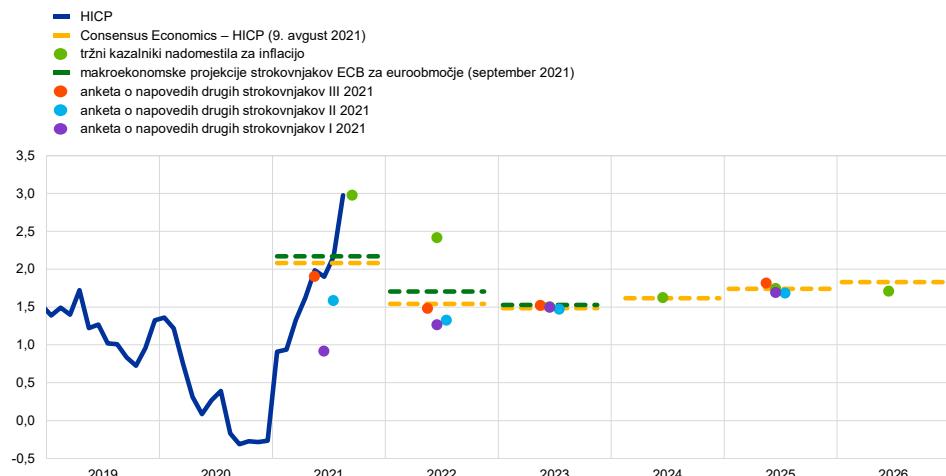
Opombe: Dolgoročna povprečna stopnja rasti sredstev za zaposlene se izračunava od prvega četrletja 1999 dalje. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2021.

Tržni kazalniki dolgoročnejšega nadomestila za inflacijo so se zvišali, medtem ko anketna merila inflacijskih pričakovanj ponovno kažejo, da bo prelom dosežen v različnih časovnih obdobjih. Dolgoročnejše obrestne mere v obrestnih zamenjavah na inflacijo se zvišujejo od sredine julija 2021. Tako se je na primer obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let v euroobmočju v obravnavanem obdobju zvišala za okrog 10 bazičnih točk in prvič v skoraj treh letih doseгла 1,7%. K zvišanju tržnih kazalnikov nadomestila za inflacijo bi lahko prispevalo to, da so udeleženci na trgu postopno ponotranjili novo opredelitev inflacijskega cilja ECB in s tem povezane spremembe prihodnje usmeritve denarne politike. Glede na [anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov](#) za tretje četrletje 2021 in zadnjo anketo Consensus Economics so bila anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj v primerjavi z drugim četrletjem letošnjega leta popravljena navzgor (graf 18).

Chart 18

Anketni kazalniki inflacijskih pričakovan in tržni kazalniki nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat, Thomson Reuters, Consensus Economics, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov in izračuni ECB.
Opombe: Serija podatkov o tržnih kazalnikih nadomestila za inflacijo temelji na 1-letni promptni stopnji inflacije ter na 1-letni terminski stopnji čez eno leto, 1-letni terminski stopnji čez dve leti, 1-letni terminski stopnji čez tri leta in 1-letni terminski stopnji čez štiri leta. Zadnji podatki za tržne kazalnike nadomestila za inflacije se nanašajo na 8. september 2021. Anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za trejte četrtletje 2021 je bila izvedena julija 2021. Presečni datum za makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje je 26. avgust 2021 (in 16. avgust 2021 za predpostavke).

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo skupna inflacija še naprej zmerno zviševala do konca letošnjega leta, nato pa bo v prvi polovici leta 2022 ponovno upadla in se proti koncu obdobja projekcij postopoma krepila. Projekcije skupne inflacije kažejo na povprečno 2,2-odstotno stopnjo tekom leta 2021, pri čemer bo najvišja vrednost dosegla v zadnjem četrtletju 2021 zaradi različnih pomembnih baznih učinkov. Skupna inflacija se bo po projekcijah v letu 2022 znižala na 1,7% in v letu 2023 na 1,5% (graf 19). V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila stopnja inflacije za leto 2021 popravljena navzgor za 0,3 odstotne točke, za leto 2022 za 0,2 odstotne točke in za leto 2023 za 0,1 odstotne točke. To je odraz višjih vrednosti najnovejših podatkov za inflacijo in gospodarsko aktivnost ter povečanih pritiskov na strani ponudbe, ki izhajajo iz motenj v dobavnih verigah na svetovni ravni. Če odmislimo začasen skokovit porast inflacije v letu 2021, srednjeročna dinamika inflacije nakazuje vse večje pritiske na rast cen, ki izhajajo iz okrevanja gospodarske aktivnosti in povpraševanja, medtem ko bodo pritiski na rast cen na strani ponudbe predvidoma popustili. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih dosegla 1,3% v letu 2021, 1,4% v letu 2022 in 1,5% v letu 2023, pri čemer je v primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema popravljena navzgor za 0,2 odstotne točke v letu 2021, 0,1 odstotne točke v letu 2022 in 0,1 odstotne točke v letu 2023.

Graf 19
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »**Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje**«, ki je bil 9. septembra 2021 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2021 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2023 (projekcije). Presečni datum za podatke v projekcijah je 26. avgust 2021 (in 16. avgust 2021 za predpostavke).

5

Denar in krediti

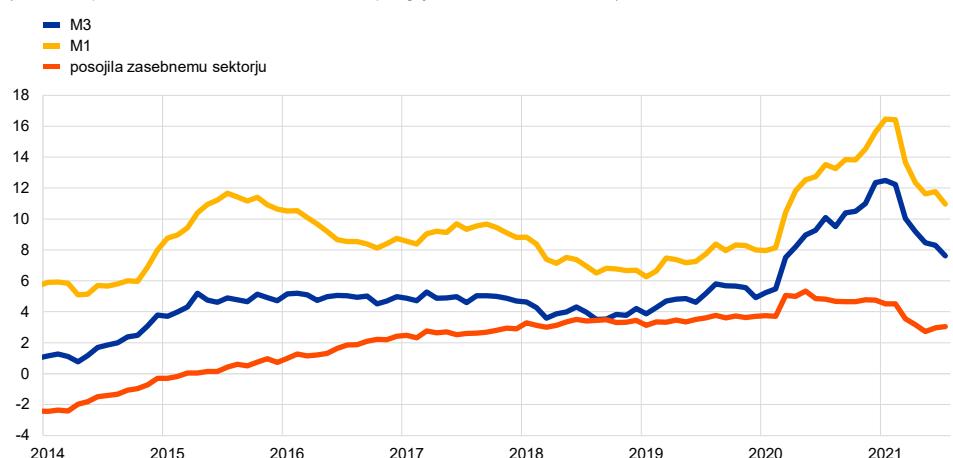
Ustvarjanje denarja se je v euroobmočju julija 2021 umirilo in se še nadalje normaliziralo po precej dinamični rasti, povezani s prejšnjimi valovi pandemije koronavirusa (COVID-19). Glavni vir ustvarjanja denarja je ostalo domače kreditiranje, največ pa so prispevali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Rast posojil zasebnemu sektorju se je stabilizirala blizu nižjih dolgoročnih stopenj, kakršne so bile pred pandemijo, pogoji financiranja pa so ostali zelo ugodni. Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v drugem četrtletju 2021 umiril. V primerjavi z aprilom 2021 so se julija 2021 skupni stroški zunanjega financiranja podjetij rahlo povečali, in sicer zaradi višjih stroškov lastniških vrednostnih papirjev, stroški tržnega dolžniškega financiranja in bančnih posojil pa so ostali večinoma nespremenjeni.

Rast širokega denarja se je julija 2021 umirila. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je julija glede na junij zmanjšala z 8,3% na 7,6% (graf 20), nanjo pa so še naprej vplivali negativni bazni učinki, povezani z izredno visokimi potrebami po likvidnosti v prvi polovici leta 2020. Četrtnetno gibanje rasti denarja se je vrnilo na dolgoročno povprečje, kratkoročnejša dinamika širokega denarja pa je ob precešnji podpori politik izkazovala močno ustvarjanje denarja. Kar zadeva komponente, je bil glavni vir hitre rasti agregata M3 ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M1 se je julija glede na junij zmanjšala z 11,8% na 11,0% zlasti zaradi upočasnjevanja rasti vlog podjetij in gospodinjstev čez noč. Medtem ko je prispevek drugih kratkoročnih vlog ostal julija negativen, je bil prispevek tržnih instrumentov k medletni rasti M3 še naprej majhen, in sicer v skladu z nizko ravnjo obrestnih mer in ravnanjem vlagateljev, ki so iskali donose.

Graf 20

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

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

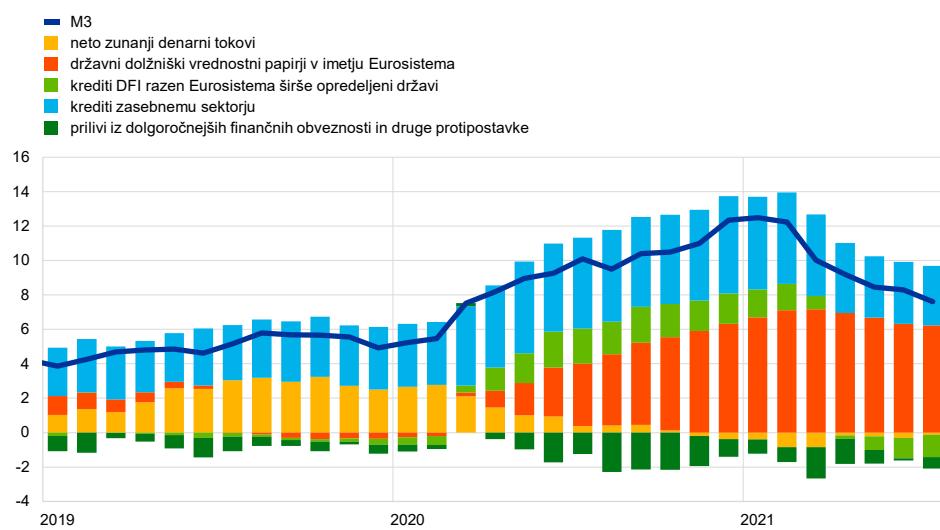
Rast vlog čez noč se je še naprej umirjala. Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je zlasti zaradi podjetij in gospodinjstev znižala z 12,2% v juniju na 11,3% v juliju. Veliko zanimanje nedenarnih sektorjev za vloge čez noč je bilo med pandemijo zlasti odraz previdnosti. V zadnjih mesecih se je ob naraščanju precepljenosti in povečevanju gospodarske aktivnosti akumuliranje bančnih vlog podjetij in gospodinjstev vrnilo na počasnejše vrednosti izpred pandemije. Rast imetij vlog podjetij je bila po državah raznolika, kar je posledica razlik v potrebah podjetij po likvidnosti in nacionalnih ukrepov javnofinančne pomoči. Medtem je bila medletna stopnja rasti gotovine v obtoku, ki se je maja znižala, julija približno stabilna pri 8,9%.

Ustvarjanje denarja so še naprej spodbujali Eurosistemovi nakupi vrednostnih papirjev. Enako kot v preteklih mesecih so bili glavni viri rasti agregata M3 Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (glej rdeči del stolpcev v grafu 21). Rast agregata M3 so podpirali tudi krediti zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcev). Bančni krediti širši državi so negativno prispevali k ustvarjanju denarja zaradi prodaje državnih obveznic in manjšega izdajanja državnih vrednostnih papirjev (svetlozeleni del stolpcev), neto zunanji denarni tokovi pa so na ustvarjanje denarja učinkovali večinoma negativno (rumeni del stolpcev). Rast širokega denarja so še naprej zavirale tudi druge protipostavke (temnozeleni del stolpcev), medtem ko so ugodni pogoji v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja še naprej spodbujali nadomeščanje financiranja v bankah z umikom iz dolgoročnejših obveznosti.

Graf 21

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opombi: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila denarni finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetu DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

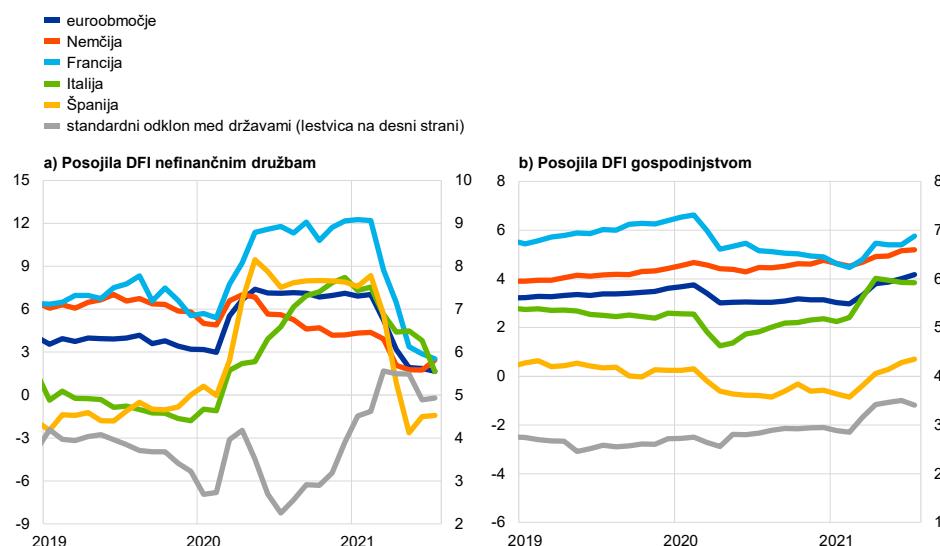
Rast posojil zasebnemu sektorju se je stabilizirala blizu nižjih dolgoročnih stopenj, kakršne so bile pred pandemijo. Medletna stopnja rasti bančnih posojil

zasebnemu sektorju je julija znašala 3,0% (graf 20). Posojanje podjetjem in gospodinjstvom so še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja in gospodarsko okrevanje. Medletna stopnja rasti posojil podjetjem je nekoliko oslabela, in sicer z 1,8% v juniju na 1,7% v juliju, medtem ko se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom zaradi hipotekarnih posojil aprila povečala na 4,2%, potem ko je junija znašala 4,0% (graf 22). Nekoliko počasnejša rast posojil podjetjem je zlasti posledica dejstva, da imajo podjetja še vedno dovolj finančnih sredstev, ker so si veliko izposojala v prvem valu pandemije. Njihova visoka denarna imetja in vse večje zadrževanje dobičkov zmanjšujejo potrebo po zunanjem financiranju. Na splošno ta gibanja zakrivajo precejšnje razlike po državah, kar je med drugim posledica neenakomerne napredovanja okrevanja gospodarstva.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; standardni odklon)



Vir: ECB.

Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno zdrževanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Standardni odklon med državami je izračunan na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

Stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so ostali nižji kakor pred pandemijo ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Skupni stroški dolžniškega financiranja so se zaradi več dejavnikov še dodatno zmanjšali na nove najnižje vrednosti (graf 23). Prvič, povečanje naklona krivulje donosnosti, zaradi česar so se v prvi polovici leta 2021 povečali stroški financiranja z izdajo obveznic, je bilo ponovno absorbirano. Drugič, banke v euroobmočju od izbruha pandemije nefinančnim družbam zaračunavajo negativne obrestne mere za vse večji delež bančnih vlog, hkrati pa se je povečal tudi delež negativnih obresti za gospodinjstva, čeprav zaradi njihove »lepljivosti« z zelo nizkimi ravni. Tretjič, razpoložljive ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), ki bankam zagotavljajo likvidnost po zelo ugodnih pogojih, so pripomogle k nadaljnemu umirjanju pogojev financiranja na splošno. Četrтиč, program nakupa vrednostnih papirjev in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej prispevata k zmanjševanju razhajanja pogojev financiranja po državah, po razredih

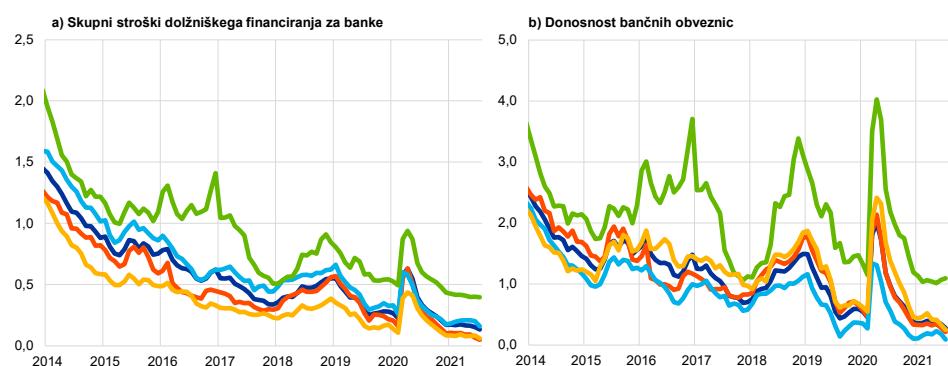
tveganja in po zapadlostih na ravni, zabeležene pred pandemijo. Pomaga tudi program »EU naslednje generacije«, saj prispeva k močnejšemu in enotnejšemu okrevanju ter zmanjšuje kreditno tveganje v euroobmočju. Cene kritih bančnih obveznic neposredno podpira tretji program nakupa kritih obveznic.

Graf 23

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

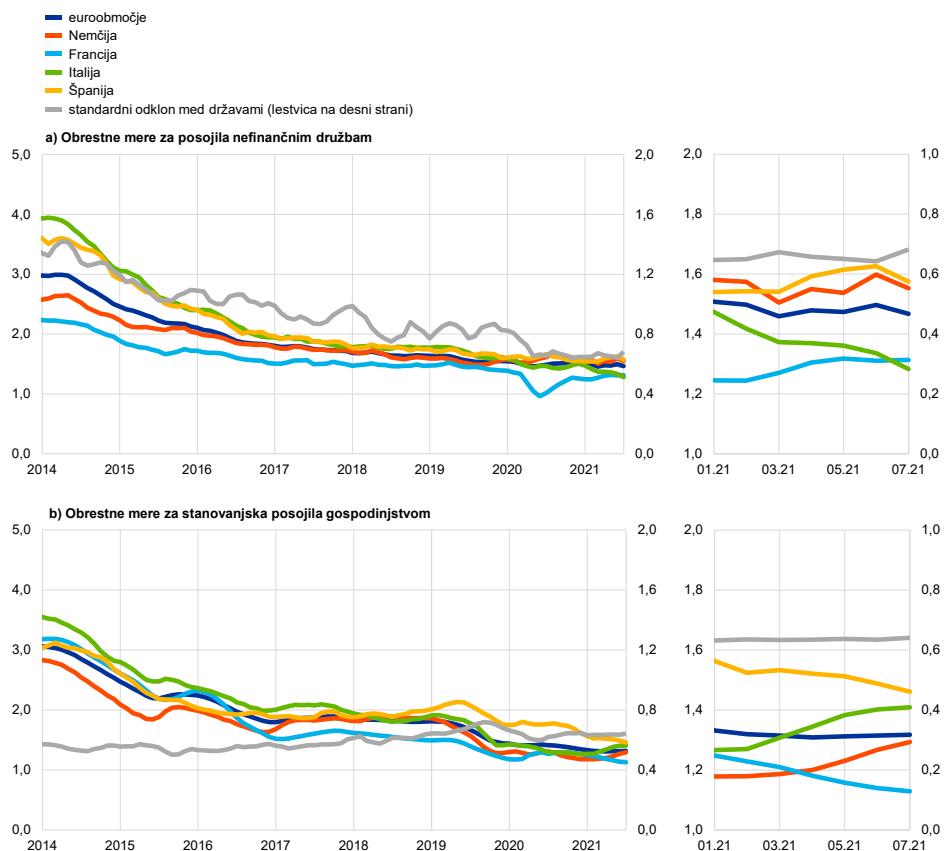
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na julij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

Obrestne mere bank za posojila so ostale blizu najnižjih vrednosti. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in stanovanjska posojila gospodinjstvom so julija 2021 ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,47% oziroma 1,32% (glej graf 24). Ta gibanja, ki zakrivajo nekatere razlike po največjih državah euroobmočja, ročnostnih razredih in velikosti posojil, kažejo učinke ukrepov denarne politike ECB. Razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila se je še bolj ustalil na ravneh, kakršne so bile pred pandemijo. Kljub precejšnji negotovosti glede dolgoročnejših posledic pandemije so ukrepi državne podpore preprečili splošno zaostrovanje pogojev financiranja, kar bi lahko še zaostriло začetne neugodne gospodarske učinke.

Graf 24

Skupne obrestne mere za posojila v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih na leto (3-mesečna drseča sredina); standardni odklon)



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 julij 2021.

Skupni obseg zunanjega financiranja v podjetjih se je v drugem četrtletju 2021 umiril. Medletna stopnja rasti zunanjega financiranja se je znižala s 4,3% marca na 2,2% junija (grafu 25, slika a), čeprav so zunanje tokove financiranja še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja. V drugem četrtletju 2021 se je povečalo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, medtem ko so nižji tokovi zunanjega financiranja zlasti posledica umirjanja bančnega posojanja podjetjem. Videti je, da je to zmanjšanje posledica ugodnih gibanj, povezanih višjimi denarnimi imetji in zadržanimi dobički, precejšnjimi likvidnostnimi rezervami, ugodnimi pogoji tržnega dolžniškega financiranja in nižjo intenzivnostjo posojil v sektorjih, ki poganjajo okrevanje. Kljub temu v okolju z veliko denarnimi rezervami in vztrajno podporo politik podjetja vedno bolj nadomeščajo kratkoročno financiranje z instrumenti z daljšimi ročnostmi. Ta sprememba na področju ročnosti podpira stališče, da se je povečal interes, da se zunanje financiranje uporabi za poslovne naložbe namesto za likvidnostne rezerve.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe (vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem) so se od aprila 2021 povečali. Stroški

zunanjega financiranja so julija znašali 4,4% (graf 25, slika b), kar je okoli 70 bazičnih točk pod najvišjo vrednostjo, zabeleženo marca 2020, in 35 bazičnih točk več od najniže zabeležene vrednosti marca 2021. Povečanje, zabeleženo julija 2021, je večinoma posledica višjih stroškov lastniških vrednostnih papirjev, ki so bili posledica povečanja premije za tveganje lastniškega kapitala, ki je preseglo skupno zmanjšanje netveganih obrestnih mer. To zmanjšanje, v povezavi z nadaljnjam zmanjšanjem razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, zlasti v segmentu visoko donosnih obveznic, so povzročili rahlo nadaljnje zmanjšanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja, ki so dosegli vrednosti blizu najnižjih, zabeleženih januarja 2021. Po ocenah so skupni stroški financiranja od julija do 8. septembra ostali praktično nespremenjeni. Medtem ko so bili v tem obdobju stroški lastniških vrednostnih papirjev na splošno stabilni, so stroški tržnega dolžniškega financiranja kazali večjo volatilnost, saj so bili avgusta najnižji, nato pa so se povrnili na julijsko raven ob zviševanju netveganih obrestnih mer.

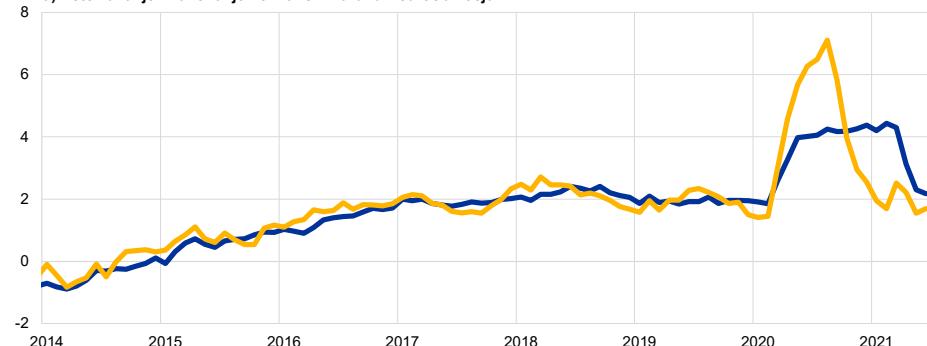
Graf 25

Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

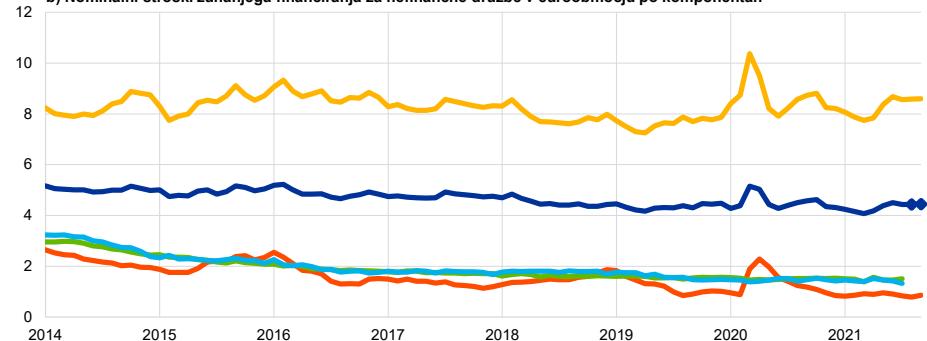
(medletne spremembe v odstotkih)

- medletna stopnja rasti
- 6-mesečna anualizirana stopnja rasti

a) Neto zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju



b) Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju 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 in neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter zdrževanje denarnih sredstev. Slika b: skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodri karo oznaki se nanašata na oceno skupnih stroškov financiranja za avgust in september 2021, če predpostavimo, da bodo obrestne mere bank za posojila ostale nespremenjene na ravni iz julija 2021. Zadnji podatki za sliko a so za junij 2021. Zadnji podatki za sliko b so za 8. september 2021 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (mesečno povprečje dnevnih podatkov), za 3. september 2021 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za julij 2021 pri stroških posojil (mesečni podatki).

Bruto zadolženost nefinančnih družb v euroobmočju se je umirila z visokih ravni v drugem četrtletju 2021 (graf 26). Delež bruto zadolženosti z vidika dodane vrednosti podjetij se je v drugem četrtletju 2021 zmanjšala za 6 odstotnih točk zaradi močne rasti dodane vrednosti, s tem pa je skupno povečanje od konca leta 2019 zmanjšalo na 12,7 odstotne točke. Splošno povečanje bruto zadolženosti nefinančnih družb od začetka leta 2020 je na splošno posledica večje uporabe dolžniškega financiranja. Bruto zadolženost se je povečevala neenakomerno po vrstah podjetij ter po državah zaradi njihove različne izpostavljenosti pandemiji in različnih nacionalnih odzivov. Ker so podjetja od izbruha pandemije marca 2020 nakopičila velike količine likvidnih sredstev, se je neto zadolženost povečala veliko manj kot bruto zadolženost. Dejstvo, da ostaja bruto zadolženost glede na pretekle podatke visoka, kaže, da je njihova občutljivost na negativne šoke verjetno še vedno visoka, tako da se likvidnostne rezerve razlikujejo po sektorjih. Hkrati so ukrepi

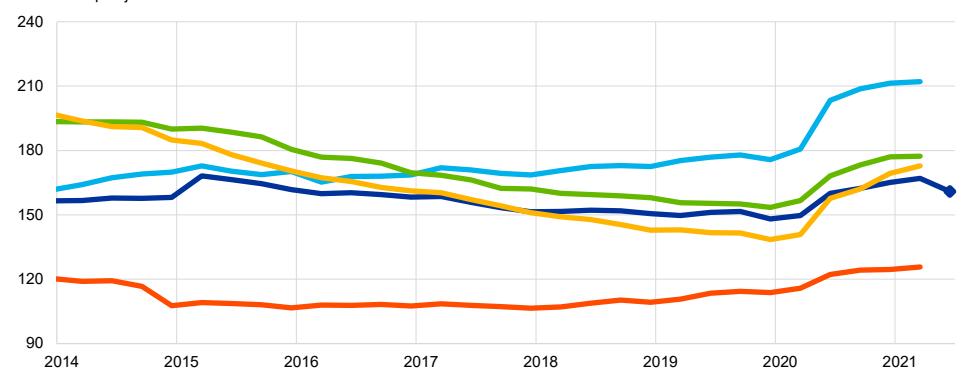
javnofinančne politike preprečevali, da bi imela podjetja velik negativen primanjkljaj financiranja ob močno negativnih bruto prihrankih. Ta gibanja v celoti kažejo, da je odpornost podjetij in njihova sposobnost povečanja poslovnih naložb v veliki meri odvisna od okrevanja in nadaljnje podpore politik.

Graf 26

Bruto zadolženost nefinančnih družb v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih bruto dodane vrednosti nefinančnih družb)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



Viri: ECB, Eurostat in ocene ECB.

Opombe: Dolg je opredeljen kot vsota vseh posojil, odobrenih nefinančnim družbam, brez posojil znotraj sektorja, izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in pokojninskih obveznosti. Modra karo oznaka se nanaša na oceno za drugo četrletje 2021. Sicer se zadnji podatki nanašajo na prvo četrletje 2021.

Javnofinančna gibanja

Po precejšnji fiskalni ekspanziji od začetka pandemije koronavirusa (COVID-19) je bilo v zadnjih nekaj mesecih sprejeto le omejeno število dodatnih spodbujevalnih ukrepov, saj so proračunski načrti za leto 2022 še v pripravi, gospodarsko okrevanje pa je, kot kaže, nekoliko hitrejše, kot je bilo predvideno. Zato so javnofinančni obeti za euroobmočje v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB boljši kot v junijskih. Čeprav naj bi bila stopnja primanjkljaja v letu 2021 po ocenah še vedno visoka na ravni 7,1%, potem ko je v letu 2020 znašala 7,3%, naj bi se ob popuščanju pandemije in napredovanju gospodarskega okrevanja hitro znižala, in sicer v letu 2022 na 3,0% in ob koncu obdobja projekcij v letu 2023 na 2,1%. Zaradi teh gibanj naj bi dolg euroobmočja po napovedih v letu 2021 dosegel najvišjo raven (slabih 99% BDP), v letu 2023 pa naj bi se zmanjšal na okrog 94% BDP. Kljub temu je ambiciozna in usklajena naravnost javnofinančnih politik še vedno ključna, saj bi lahko prezgodnji umik javnofinančne podpore pomenil, da bo okrevanje šibkejše, dolgoročnejše negativne posledice pa hujše. Hkrati bi morali biti javnofinančni ukrepi še naprej začasni in proticiklični ter po naravi dovolj ciljno usmerjeni, da je mogoče z njimi učinkovito odpraviti ranljivosti in podpirati hitro okrevanje gospodarstva v euroobmočju. Sveženj »EU naslednje generacije« naj bi imel kot dopolnitev nacionalnih javnofinančnih ukrepov pri tem ključno vlogo, s tem ko bo prispeval k hitrejšemu, močnejšemu in enakomernejšemu okrevanju.

Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2021 le malenkostno izboljšal, močno pa naj bi okreval od leta 2022 naprej.¹⁴ Stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju je leta 2020 znašala 7,3% BDP, kar je največji primanjkljaj od uvedbe eura. Po napovedih naj bi se v letu 2021 stopnja le malenkostno znižala na 7,1% BDP, nato pa močneje na 3,0% v letu 2022 in na 2,1% v letu 2023 (graf 27). Povečanje javnofinančnega primanjkljaja v letu 2020 je bilo večinoma posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov v podporo gospodarstvu kot odziv na pandemijo v višini okrog 4,2% BDP. Podpora reševanju krize in okrevanju naj bi se po zdajšnjih napovedih v letu 2021 povečala na okrog 4,6% BDP, kar je posledica dejstva, da so vlade v podporo okrevanju podaljšale veljavnost interventnih ukrepov, postopno povečale njihov obseg oziroma sprejele nove podporne ukrepe, vključno z ukrepi, ki naj bi se financirali prek sklada »EU naslednje generacije«.¹⁵ Lansko povečanje primanjkljaja je bilo deloma tudi posledica velike negativne ciklične komponente, ki naj bi se v letu 2021 začela zmanjševati, čeprav le zmerno. Na večje izboljšanje proračunskega salda od leta 2022 naj bi vplival večji ciklično prilagojeni primarni saldo, saj se bo iztekla veljavnost velikega deleža interventnih ukrepov (ki niso financirani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«). Poleg tega naj bi se negativni prispevek gospodarskega

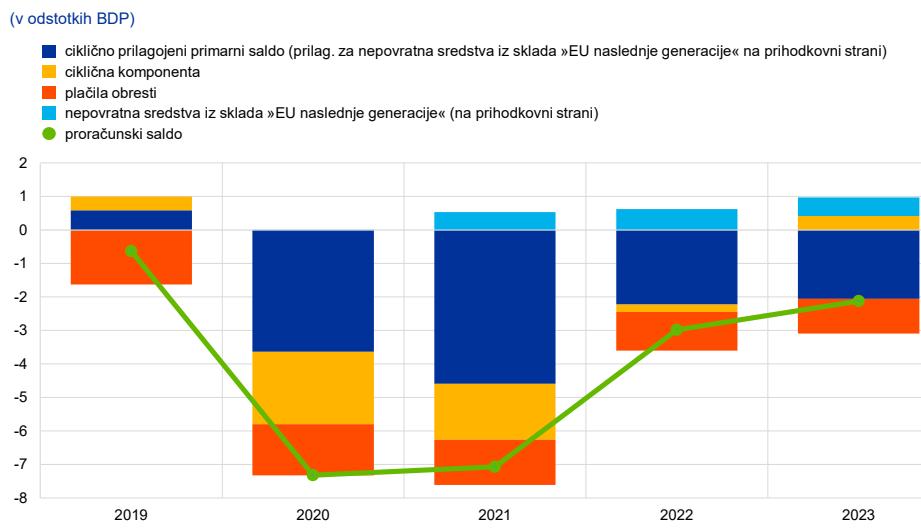
¹⁴ Glej [Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov EUR za euroobmočje](#), objavljene 9. septembra 2021 na spletnem mestu ECB.

¹⁵ Nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« znašajo okrog 0,6% BDP v vsakem letu obdobja projekcij. S temi sredstvi naj bi se kumulativno v obdobju 2021–2023 skupaj z omejenim zneskom posojil financirali dodatni spodbujevalni ukrepi v višini okrog 1,5% BDP. Ti spodbujevalni ukrepi so v primerjavi s predvidenimi v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema večinoma nespremenjeni.

cikla od leta 2022 hitro zmanjševal in v letu 2023 postal pozitiven. Manj, toda v celotnem obdobju projekcij bo k izboljšanju proračunskega salda prispevalo tudi postopno zmanjševanje prispevka plačil obresti.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je bila v letu 2020 zelo ekspanzivna, po napovedih pa naj bi bila eksplanzivna tudi v letu 2021.¹⁶ Javnofinančna politika naj bi se z zelo visoke spodbujevalne naravnosti zaostrila v letu 2022, ko se bo ob izteku veljavnosti pandemijskih in začasnih podpornih ukrepov iztekla tudi javnofinančna podpora. Leta 2023 naj bi bila naravnost javnofinančne politike po ocenah približno nevtralna.¹⁷ Kljub temu je v celotnem obdobju projekcij javnofinančna podpora gospodarskemu okrevanju še vedno velika, kar se kaže v še vedno velikem negativnem skupnem primarnem javnofinančnem saldu.

¹⁶ Naravnost javnofinančne politike održa smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker višji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo v tem kontekstu prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Upoštevati je treba tudi, da javnofinančne napovedi za euroobmočje, omenjene v tem razdelku, ne vključujejo evropskega nadnacionalnega primanjkljaja in dolga, povezanih s transferji v okviru sklada »EU naslednje generacije«. Koncept naravnosti javnofinančne politike je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

¹⁷ Naravnost javnofinančne politike je v letu 2020 ocenjena na -4,3% odstotne točke BDP, po napovedih pa naj bi po prilagoditvah zaradi prihodkov, povezanih z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije«, v letu 2021 znašala -1,1, v letu 2022 +2,3 in v letu 2023 +0,2 odstotne točke BDP.

Države v euroobmočju poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna poroštva za posojila, katerih namen je krepiti likvidnostni položaj podjetij. Ta poroštva v letu 2021 znašajo skupno okrog 19% BDP euroobmočja. Kumulativna uporaba teh poroštev v obdobju 2020–2021 po ocenah znaša 5% BDP in je od letošnjih junijskih makroekonomskej projekcij strokovnjakov Eurosistema večinoma nespremenjena. Upoštevati je treba, da te vrednosti prikrivajo precejšnje razlike v velikosti in ravni uporabe med državami. Poroštva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo z njihovim morebitnim uveljavljanjem nastali dodatni javni izdatki, s čimer se bo povečal javni dolg.

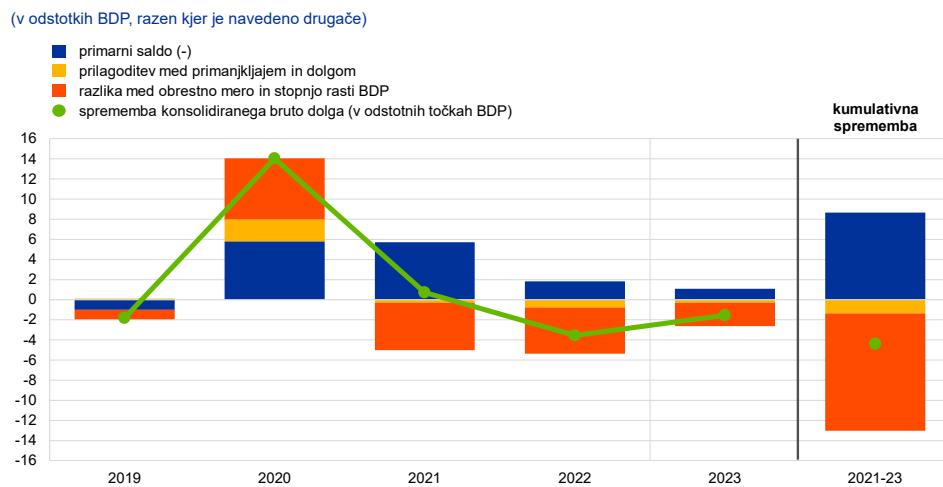
Proračunski saldo naj bi bil v letu 2021 blizu napovedanemu v letošnjih junijskih makroekonomskej projekcijah strokovnjakov Eurosistema, medtem ko so obeti za leti 2022 in 2023 močnejše popravljeni navzgor. Tako je bil proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP za leto 2021 popravljen navzgor za 0,1 odstotne točke, za naslednji dve leti pa za 0,4 oziroma 0,5 odstotne točke. Ti popravki so predvsem posledica boljše ciklične komponente in v manjši meri nižjih plačil obresti.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki se je v letu 2020 zelo povečal, naj bi v letu 2021 dosegel najvišjo vrednost (slabih 99% BDP), nato pa naj bi se v letu 2023 postopno zmanjšal na okrog 94%. Po zvišanju stopnje dolga za 14 odstotnih točk v letu 2020 bo v letu 2021 še vedno velik primarni primanjkljaj le delno odtehtalo dejstvo, da bo imela razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP velik prispevek k zmanjšanju dolga. V letih 2022 in 2023 naj bi se dolg začel zmanjševati, saj bo majhen primarni primanjkljaj več kot odtehtala ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter v manjši meri negativna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom (graf 28). Zato naj bi bil delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu obdobja projekcij leta 2023 za skoraj 10 odstotnih točk večji kot pred krizo. Vseeno je treba upoštevati, da je kriza zaradi COVID-19 nekoliko manj negativno vplivala na gibanje dolga, kot se je na splošno predvidevalo v začetni fazi krize.¹⁸

¹⁸ Skladno z lanskimi septembrskimi makroekonomskej projekcijami strokovnjakov ECB naj bi bil denimo delež javnega dolga v razmerju do BDP ob koncu leta 2022 za okrog 4 odstotne točke višji kot v sedanjih projekcijah.

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga euroobmočja



Viri: ECB in septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Z nacionalnimi javnofinančnimi politikami bi se morala še naprej zagotavljati ključna, pravočasna in dovolj ciljno usmerjena podpora podjetjem in gospodinjstvom, najbolj izpostavljenim pandemiji. Prezgodnji umik javnofinančne podpore bi lahko pomenil, da bo okrevanje šibkejše, dolgoročnejše negativne posledice pa hujše. Hkrati bi morali biti javnofinančni ukrepi še naprej začasni in proticiklični ter po naravi dovolj ciljno usmerjeni, da je mogoče z njimi učinkovito odpraviti ranljivosti in podpirati hitro okrevanje gospodarstva v euroobmočju. Ko bo gospodarska aktivnost dovolj okrevala, bo postopno zmanjševanje proračunskih neravnovesij mogoče pospešiti z odločnim premikom v smeri rasti prijaznejše sestave javnih financ in strukturnih reform, s katerimi bi se povečala sposobnost gospodarstev držav euroobmočja, da okrepijo rast. Mehanizem za okrevanje in odpornost v okviru instrumenta »EU naslednje generacije« je lahko pri tem v pomembno oporo, zlasti s pospešitvijo zelenega in digitalnega prehoda.

Okvirji

1 Primerjava nedavnega gibanja inflacije v ZDA in euroobmočju

Pripravili Gerrit Koester, Jakob Nordeman in Michel Soudan

Potem ko je skupna inflacija leta 2020 upadla, se je v zadnjih mesecih močno zvišala tako v ZDA kot tudi v euroobmočju (graf A). Pri zvišanju so imeli pomembno vlogo bazni učinki, povezani z okrevanjem cen energentov po lanskem upadu – tako v ZDA kot tudi v euroobmočju.¹

Vseeno pa je bilo nedavno zvišanje skupne inflacije precej bolj izrazito v ZDA kot v euroobmočju, kar se odraža tudi v gibanju ravni cen v ZDA in v euroobmočju. Indeks skupne inflacije in indeks inflacije brez energentov in hrane sta v euroobmočju okrog 2% višja kot pred pandemijo koronavirusa (COVID-19) (december 2019), medtem ko sta v ZDA višja za okrog 6% (graf B).

Na gibanje skupne inflacije v zadnjih mesecih je, predvsem v ZDA, vplivalo s razmeroma majhno število postavk z zelo visoko stopnjo inflacije – vključno s cenami energentov. To je na primer mogoče ponazoriti z »modificirano aritmetično sredino« indeksa cen življenjskih potrebščin (CPI) v ZDA in inflacije, merjene s HICP, v euroobmočju, ker ne vključuje postavk z najvišjo in najnižjo stopnjo inflacije (graf A). Modificirana aritmetična sredina skupne inflacije se je od januarja do julija 2021 zvišala za okrog 1,0 odstotne točke pri ameriškem CPI in za 0,8 odstotne točke pri HICP euroobmočja. Nasprotno pa se je nemodificirana skupna inflacija v ZDA v istem obdobju zvišala za 4,0 odstotne točke, medtem ko je inflacija v euroobmočju porasla za 1,3 odstotne točke.

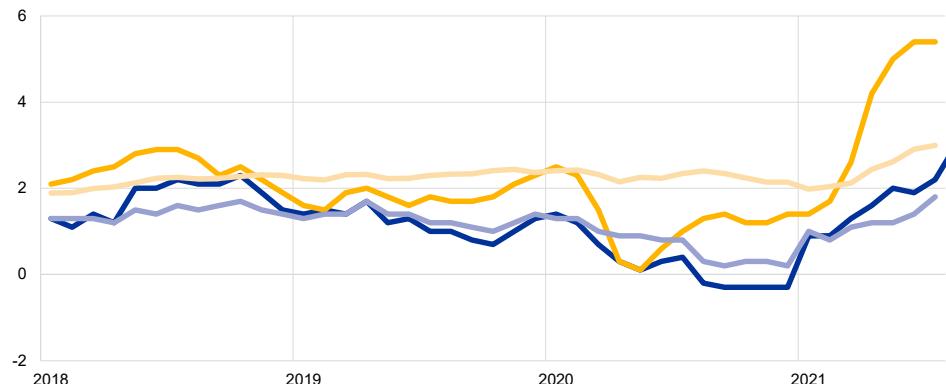
¹ Glej tudi okvir z naslovom »Recent dynamics in energy inflation: the role of base effects and taxes«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021.

Graf A

Skupna inflacija in modificirana aritmetična sredina

(medletne spremembe v odstotkih)

- HICP v euroobmočju
- CPI v ZDA
- modificirana aritmetična sredina HICP v euroobmočju
- modificirana aritmetična sredina CPI v ZDA



Viri: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland in ECB.

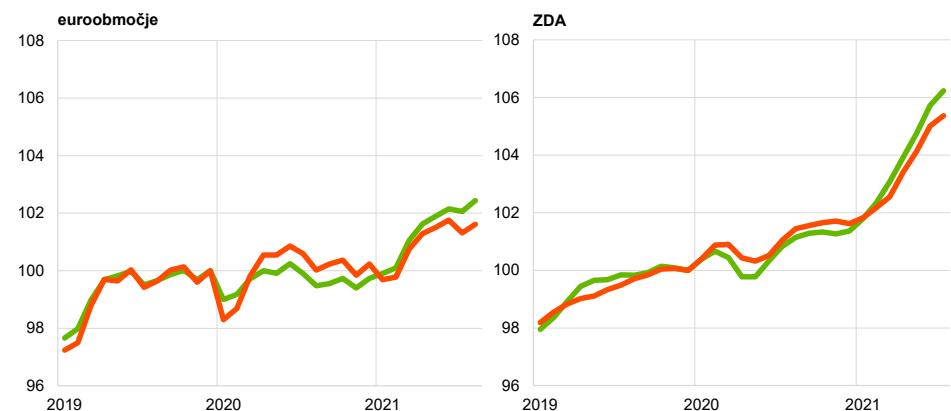
Opombe: HICP pomeni harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin, CPI pa pomeni indeks cen življenjskih potrebščin. Modificirana aritmetična sredina ne vključuje 16% postavk pri ameriškem CPI (izračun Federal Reserve Bank of Cleveland) in 15% postavk pri HICP euroobmočja (na podlagi izračunov ECB). Z modificirano aritmetično sredino se vsak mesec odstrani okrog 8% z vsakega skrajnega konca porazdelitve cenovnih sprememb v HICP euroobmočja in ameriškem CPI. Medletna stopnja rasti se izračuna s pretvorjenimi utežmi. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021, razen pri HICP euroobmočja, kjer se nanašajo na avgust 2021.

Graf B

Raven indeksa inflacije v euroobmočju in v ZDA

(indeks: december 2019 = 100)

- indeks skupne inflacije
- indeks inflacije brez energentov in hrane



Viri: Eurostat, Federal Reserve Bank of Cleveland in ECB.

Opombe: HICP pomeni harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin, CPI pa pomeni indeks cen življenjskih potrebščin. Inflacija brez energentov in hrane se nanaša na HICP brez energentov in hrane za euroobmočje in CPI brez hrane in energentov za ZDA. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021 za ZDA in na avgust 2021 za euroobmočje.

Medtem ko je v ZDA inflacija brez hrane in energentov zdaj precej višja kot pred pandemijo, pa je inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju ostala

nižja kot pred pandemijo (graf C).² V euroobmočju je inflacija brez emergentov in hrane julija 2021 znašala 0,7% v primerjavi z 1,2% februarja 2020. Nasprotno pa se je inflacija brez hrane in emergentov v ZDA začela zviševati z znatno višje ravni (2,4% februarja 2020) in je julija 2021 znašala 4,3%. Razlike v gibanju inflacije je poleg še vedno večjega obsega neizkoriščenega gospodarskega potenciala v euroobmočju mogoče pripisati več dejavnikom. Prvič, v drugem četrletju 2021 so cene rabljenih avtomobilov in tovornjakov v ZDA poskočile, in sicer iz več razlogov: zaradi upočasnitve proizvodnje, povezane s pomanjkanjem polprevodnikov, je bilo na voljo manj novih avtomobilov (ki so bližnji substitut), podjetja za najem avtomobilov so zmanjšala prodajo rabljenih avtomobilov zaradi večjega povpraševanja po najemu avtomobilov, ko se je gospodarstvo ponovno odprlo, ljudje so začeli raje uporabljati zasebni kot javni prevoz, prav tako pa so javnofinančne spodbude okrepile razpoložljivi dohodek gospodinjstev – kar je povzročilo povečanje povpraševanja po rabljenih avtomobilih v ZDA. Zgolj zvišanje cen rabljenih avtomobilov in tovornjakov je predstavljalo približno polovico (1,5 odstotne točke) zvišanja inflacije brez hrane in emergentov v ZDA, z 1,4% januarja 2021 na 4,3% julija 2021. Nasprotno pa so se v euroobmočju v zadnjih mesecih cene novih avtomobilov nekoliko zvišale – kar je deloma povezano z ozkimi grli v dobavnih verigah – vendar se cene rabljenih avtomobilov v povprečju niso zelo izrazito zvišale, ker ni bilo zelo velikega povečanja povpraševanja. Obenem imajo rabljeni avtomobili v skupnem indeksu HICP znatno manjšo utež (1,1% v primerjavi z okrog 3% v ZDA). Drugič, cene potovalnih in prevoznih storitev so se v ZDA močno zvišale, potem ko so se sprostili zajezitveni ukrepi, kar je privedlo do znatnega pozitivnega prispevka k inflaciji v zadnjih nekaj mesecih. V euroobmočju so se zajezitveni ukrepi sprostili pozneje, zato je odziv v sektorju potovalnih in prevoznih storitev zaostal za odzivom v ZDA.³ Razhajanje med gibanjem inflacije v ZDA in euroobmočju so malce ublažile najemnine. Medtem ko so zavirale inflacijo brez hrane in emergentov v ZDA, je v euroobmočju niso, ker imajo v ameriški potrošniški košarici večjo utež in so bile v euroobmočju med pandemijo bolj »lepljive«. Vseeno pa je med gibanjem osnovne inflacije v ZDA in euroobmočju nekaj podobnosti. Pri obeh se je namreč povečeval prispevek proizvodov za široko porabo brez volatilnih postavk, kot so na primer oblačila in obutev ter rabljeni avtomobili (graf D). To najverjetneje odraža kombinacijo dejavnikov, kot je na primer okrevanje povpraševanja po koncu omejitve gibanja, pa tudi določen prenos pritiskov iz svetovne proizvodne verige, ki so posledica višjih lastnih cen (tudi cen primarnih surovin), transportnih stroškov in ozkih grl za nekatere surovine.⁴

² Na gibanje inflacije brez emergentov in hrane v euroobmočju od začetka leta 2021 so vplivale tudi spremembe uteži v indeksu HICP v letu 2021. Med drugim so negativno vplivale na najnovejše gibanje inflacije brez emergentov in hrane – ob upoštevanju teh učinkov bi bila inflacija brez emergentov in hrane v euroobmočju veliko bliže ravni, zabeleženi februarja 2020. Podrobnosti so v poglavju 4 in predvsem v grafu 8, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

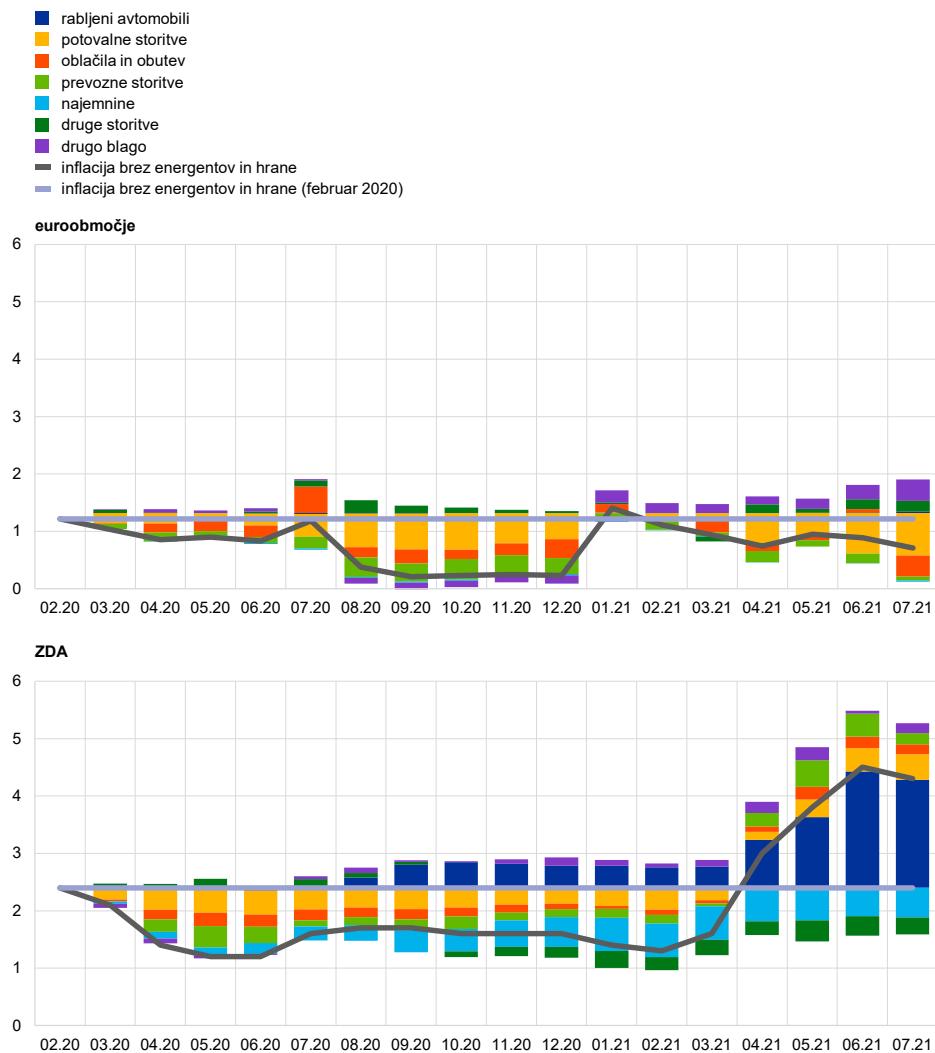
³ Poleg tega so spremembe uteži v indeksu HICP v letu 2021 negativno vplivale na stopnjo inflacije predvsem v skupini teh storitev (glej prejšnjo opombo).

⁴ Glej tudi okvirje z naslovom »*What is driving the recent surge in shipping costs?*«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021, »*Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2021 in »*Recent developments in pipeline pressures for non-energy industrial goods inflation in the euro area*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2021.

Graf C

Prispevki k inflaciji brez energentov in hrane v euroobmočju in ZDA

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah v primerjavi s februarjem 2020)



Viri: Haver Analytics, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: HICP pomeni harmonizirani indeks cen živiljenjskih potrebščin, CPI pa pomeni indeks cen živiljenjskih potrebščin. Prispevki v HICP brez energentov in hrane za euroobmočje in K CPI brez hrane in energentov za ZDA. Na gibanje inflacije v euroobmočju je vplivalo začasno znižanje DDV v Nemčiji v drugi polovici leta 2020. Cene letalskih vozovnic so vključene v potovalne storitve tako za euroobmočje kot za ZDA, zato niso vključene v prevozne storitve. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

Cenovni pritiski v ZDA izhajajo iz več postavk kot v euroobmočju (graf D).

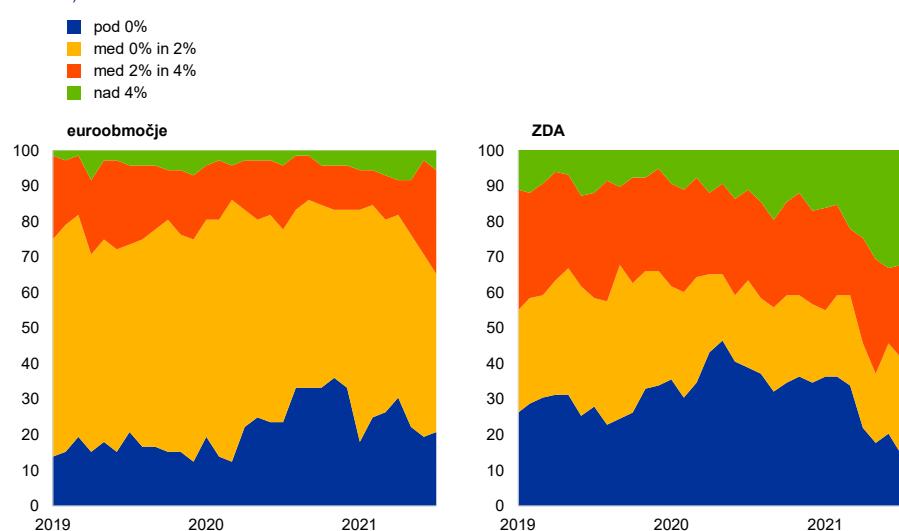
Medtem ko je imelo nekaj postavk s še posebej visoko stopnjo inflacije (vključno z inflacijo v skupini energentov) ključno vlogo pri močnem zvišanju skupne inflacije v zadnjih mesecih, je povečanje cenovnih pritiskov v ZDA izhajalo iz širše porazdelitve postavk, vključenih v inflacijo brez hrane in energentov. Če vzamemo pod drobnogled porazdelitev cenovnih sprememb v postavkah, vključenih v indeks v ZDA, se je delež postavk, pri katerih so se cene medletno zvišale za več kot 4%, strmo povečal (na približno eno tretjino v juliju 2021), medtem ko se je obenem delež postavk z negativno stopnjo inflacije znatno zmanjšal (z okrog ene tretjine januarja na 14% julija). Nasprotno pa je v euroobmočju delež postavk z zelo nizko (nižjo od nič) in visoko inflacijo (višjo od 4%) ostal razmeroma stabilen. Delež postavk s stopnjo inflacije med 2% in 4% se je povečal z okrog 10% na začetku leta na okrog

30% julija, medtem ko se je delež postavk s stopnjo inflacije med 0% in 2% zmanjšal v podobnem obsegu, vendar je ostal prevladujoča kategorija v euroobmočju. Zato se je delež postavk s stopnjo inflacije nad 2% v košarici izdelkov za osnovno inflacijo v ZDA – ki ga je mogoče razumeti kot kazalnik širine cenovnih pritiskov – pred kratkim povečal z manj kot polovice v letu pred pandemijo na blizu dve tretjini. V euroobmočju je bil ta delež veliko nižji in se je šele prav pred kratkim povečal na okrog eno tretjino (v juliju).

Graf D

Porazdelitev stopnje inflacije po postavkah, vključenih v inflacijo brez energentov in hrane

(delež postavk po stopnji inflacije v inflaciji brez energentov in hrane v euroobmočju in v inflaciji brez hrane in energentov v ZDA; v odstotkih)



Viri: Haver Analytics, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: HICP pomeni harmonizirani indeks cen živiljenjskih potrebščin, CPI pa pomeni indeks cen živiljenjskih potrebščin. HICP brez energentov in hrane za euroobmočje in CPI brez hrane in energentov za ZDA. Deleži se izračunajo kot število enot komponent osnovne inflacije v ZDA in inflacije brez energentov in hrane v euroobmočju. Za euroobmočje je vključenih 72 postavk, za ZDA pa 118. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2021.

Nedavno zvišanje inflacije je povzročilo zvišanje inflacijskih pričakovanj v napovedih drugih strokovnjakov (graf E). V primerjavi z začetkom leta so bila inflacijska pričakovanja za leto 2021 popravljena navzgor za euroobmočje in še več za ZDA (1,2 odstotne točke za euroobmočje in 2,0 odstotne točke za ZDA – graf E, slika a). Za leto 2022 je bil popravek navzgor za ZDA znaten, za euroobmočje pa le zmeren (0,7 odstotne točke za ZDA in 0,3 odstotne točke za euroobmočje). Po zadnji anketi Consensus Economics (avgust 2021) naj bi skupna inflacija v ZDA v skladu s srednjo vrednostjo napovedi leta 2021 dosegla 4,1%, nato pa naj bi leta 2022 ponovno upadla na 2,9%. V euroobmočju naj bi skupna inflacija v letu 2021 porasla na 2,1%, nato pa v letu 2022 upadla nazaj na 1,5% – kar je primerljivo z dinamiko iz septembrskih makroekonomskej projekcij strokovnjakov ECB. Kot kaže anketa Consensus Economics, bo leta 2022 skupna inflacija v ZDA predvidoma na splošno kar znatno nad predkrizno ravnijo, medtem ko bo inflacija v euroobmočju leta 2022 po pričakovanjih upadla nazaj na raven, ki bo le nekoliko nad ravnijo, zabeleženo leta 2019. Obenem pa razpon projekcij v napovedih Consensus Economics

nakazuje, da naj bi negotovost glede gibanja inflacije v letu 2022 ostala znatno večja v ZDA kot v euroobmočju.

Pozitivna presenečenja glede objavljenih podatkov o inflaciji v zadnjih mesecih so bili znatno večja v ZDA kot v euroobmočju. Mesečno gibanje napovedi Consensus Economics (graf E, slika b – od napovedi za marec 2021 dalje) kaže, da je v zadnjih mesecih gibanje inflacije preseglo napovedi v euroobmočju in še bolj v ZDA. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo skupna inflacija po napovedih Consensus Economics v prihodnjih mesecih ostala povišana, nato pa bo do julija 2022 upadla na 2,5% v ZDA in 1,4% v euroobmočju – tako se bo inflacija vrnila na raven, zabeleženo spomladi 2021, tj. pred nedavnim močnim zvišanjem stopnje inflacije v obeh regijah.

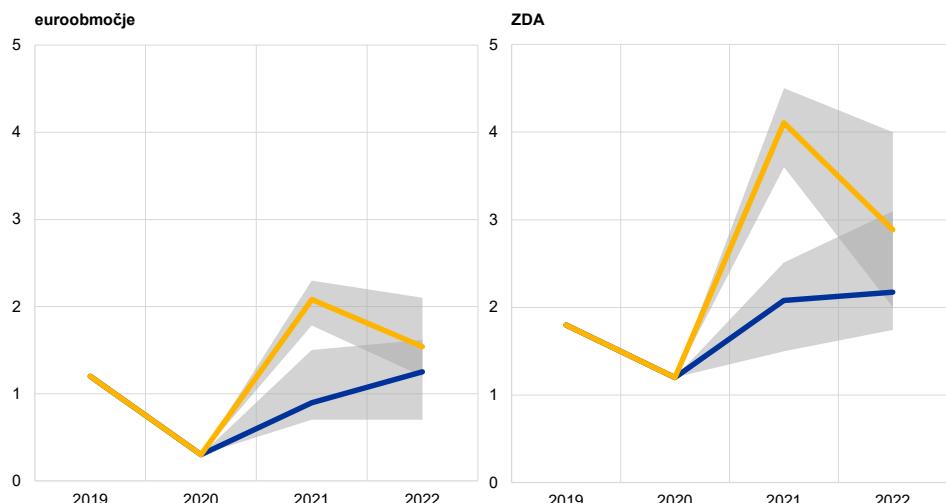
Graf E

Inflacijska pričakovanja iz napovedi Consensus Economics za skupno inflacijo v ZDA in v euroobmočju

a) Letne napovedi inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

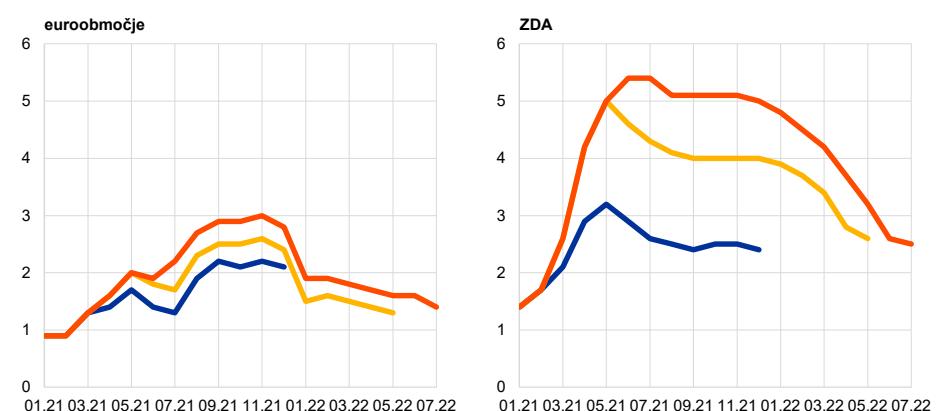
- srednja vrednost napovedi (januar)
- srednja vrednost napovedi (avgust)



b) Mesečne napovedi inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)

- srednja vrednost napovedi (marec)
- srednja vrednost napovedi (junij)
- srednja vrednost napovedi (avgust)



Viri: Consensus Economics, Eurostat, Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Siva območja označujejo razpon napovedi iz anketa Consensus Economics. Mesečne napovedi od marca 2021 so na voljo samo do decembra 2021, avgustovska napoved pa vključuje napovedi do julija 2022.

Gledano v celoti je znaten del močnega zvišanja inflacije in presenetljivo visokih podatkov o inflaciji v zadnjih mesecih v ZDA in euroobmočju mogoče pripisati posebnim dejavnikom, ki so najverjetneje začasni. Za dolgotrajnejše zvišanje inflacije bi cenovni pritiski običajno morali postati širši (predvsem v euroobmočju) in bi morali odražati tudi vse večje pritiske, ki izhajajo iz stroškov dela. Vendar do zdaj ni jasnih pokazateljev slednjega, če se upoštevajo spremembe sestave zaposlenosti in učinki programov za ohranitev delovnih mest. Obenem pa okrevanje po pandemiji predstavlja izjemne razmere s precejšnjimi neobičajnimi

učinki na gibanje inflacije, kar terja natančno spremeljanje in povečuje negotovost, ki spremila inflacijske obete.

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. aprila do 27. julija 2021

Pripravili Elvira Fioretto in Svetla Daskalova

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2021.

Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 28. aprila do 27. julija 2021 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je v obravnavanem obdobju še naprej povečevala in doseгла rekordno raven (4.191,5 milijarde EUR). To je bilo zlasti posledica nakupov vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) in programa nakupa vrednostnih papirjev ter poravnave osme operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR). Dokončni portfelji so se začeli hitreje povečevati potem, ko je Svet ECB 11. marca in 10. junija sprejel sklep, da se bodo nakupi v okviru programa PEPP v drugem in tretjem četrtletju izvajali v bistveno večjem obsegu kot v prvih mesecih letošnjega leta. Svet ECB je omenjena sklepa ponovno potrdil na seji 22. julija.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 88,8 milijarde EUR na 2.119,4 milijarde EUR.

Prejšnje povečanje likvidnostnih potreb od prejšnjih dveh obdobjij izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo skoraj v celoti posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov za 86,8 milijarde EUR na 1.970,6 milijarde EUR (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A). Obvezne rezerve so se povečale le malenkostno, in sicer za 1,9 milijarde EUR na 148,9 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali predvsem zaradi bankovcev v obtoku, medtem ko so se vloge države rahlo zmanjšale. Bankovci v obtoku so se v obravnavanem obdobju povečali za 35 milijard EUR na 1.475 milijard EUR. Vrednost vlog države, ki se je le malenkostno zmanjšala za 1,3 milijarde EUR, je bila še vedno zelo visoka na ravni 616,9 milijarde EUR, ki pa je nižja od rekordno visoke vrednosti 729,8 milijarde EUR, dosežene v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020. Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se skupno povečali za 46,9 milijarde EUR na 2.996,3 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se zmanjšali za 39,9 milijarde EUR.¹ K temu je prispevalo zmanjšanje neto aktive v eurih za 28,6 milijarde EUR in

¹ Več podrobnosti o avtonomnih dejavnikih je v članku z naslovom »The liquidity management of the ECB«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2002.

neto tuje aktive za 11,2 milijarde EUR. V tabeli A je pregled obravnavanih avtonomnih dejavnikov in njihovih sprememb v obravnavanem obdobju.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva (povprečje; v milijardah EUR)	Sedanje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021					Prejšnje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021		
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. april–15. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. junij–27. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.996,3	(+46,9)	2.943,8	(-27,9)	3.057,4	(+113,6)	2.949,4	(+28,4)
Bankovci v obtoku	1.475,0	(+35,0)	1.465,8	(+18,0)	1.485,8	(+20,0)	1.440,0	(+23,4)
Vloge države	616,9	(-1,3)	586,7	(-57,8)	652,3	(+65,6)	618,3	(+29,6)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	904,3	(+13,2)	891,4	(+11,9)	919,4	(+28,0)	891,1	(-24,5)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	3.471,2	(+338,8)	3.443,9	(+170,3)	3.502,9	(+59,0)	3.132,3	(+282,0)
od tega izvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	887,1	(+13,1)	879,5	(+2,7)	894,8	(+15,3)	874,1	(+14,9)
od tega neizvzete presežne rezerve po dvostopenjskem sistemu	2.586,3	(+317,9)	2.564,5	(+167,6)	2.608,1	(+43,6)	2.268,4	(+277,2)
Obvezne rezerve²⁾	148,9	(+1,9)	147,7	(+0,3)	150,2	(+2,4)	146,9	(+2,2)
Priznano izvzetje³⁾	893,2	(+11,6)	886,4	(+1,7)	901,1	(+14,7)	881,6	(+13,0)
Odprta ponudba mejnega depozita	720,4	(+86,2)	706,5	(+30,1)	736,6	(+30,1)	634,2	(+73,0)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Vir: ECB.

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

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

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

3) Izvzete in neizvzete presežne rezerve so pojasnjene [tukaj](#).

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. aprila 2021	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. april–15. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. junij–27. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.026,1	(-39,9)	1.042,5	(-20,8)	1.007,0	(-35,4)	1.066,0	(+26,2)
Neto tuja aktiva	815,3	(-11,2)	809,8	(-7,0)	821,7	(+12,0)	826,5	(-30,3)
Neto aktiva v eurih	210,8	(-28,6)	232,7	(-13,9)	185,3	(-47,4)	239,5	(+56,5)
Instrumenti denarne politike	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Operacije odprtega trga	6.311,0	(+513,8)	6.199,9	(+193,6)	6.440,6	(+240,7)	5.797,2	(+359,5)
Avkcijski postopki	2.148,2	(+234,4)	2.107,2	(+52,3)	2.196,1	(+88,9)	1.913,8	(+139,9)
Operacije glavnega refinanciranja	0,1	(-0,2)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,4	(-0,0)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,1	(-0,4)	0,2	(-0,1)	0,1	(-0,1)	0,5	(-0,4)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	0,0	(-9,7)	0,0	(-2,6)	0,0	(+0,0)	9,7	(-12,8)
Trečja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	2.120,7	(+244,3)	2.079,8	(+55,1)	2.168,5	(+88,6)	1.876,5	(+152,3)
Izredne operacije dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji	27,2	(+0,5)	27,0	(+0,1)	27,4	(+0,4)	26,7	(+0,8)
Dokončni portfelji	4.162,8	(+279,4)	4.092,7	(+141,3)	4.244,5	(+151,7)	3.883,4	(+219,6)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,4	(-0,0)	0,5	(-0,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,4	(-0,2)	2,4	(-0,1)	2,4	(-0,0)	2,6	(-0,2)
Trečji program nakupa kritih obveznic	291,6	(+2,1)	290,7	(+1,0)	292,6	(+1,9)	289,5	(+2,2)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	17,2	(-8,4)	17,3	(-6,5)	17,1	(-0,2)	25,6	(-3,0)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	28,4	(-0,3)	28,6	(-0,1)	28,3	(-0,3)	28,7	(-1,0)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.412,0	(+37,7)	2.403,8	(+19,9)	2.421,5	(+17,7)	2.374,3	(+37,2)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	279,3	(+15,9)	275,6	(+7,6)	283,6	(+8,0)	263,4	(+13,5)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	1.131,4	(+232,6)	1.073,9	(+119,7)	1.198,5	(+124,7)	898,8	(+170,9)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. april–15. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. junij–27. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Agregatne likvidnostne potrebe ¹⁾	2.119,4 (+88,8)	2.049,5 (-6,8)	2.201,0 (+151,5)	2.030,7 (+4,4)				
Neto avtonomni dejavniki ²⁾	1.970,6 (+86,8)	1.901,7 (-7,1)	2.050,8 (+149,1)	1.883,7 (+2,2)				
Presežna likvidnost ³⁾	4.191,5 (+425,0)	4.150,4 (+200,5)	4.239,5 (+89,1)	3.766,5 (+355,1)				

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 28. april 2021–27. julij 2021						Prejšnje obravnavano obdobje: 27. januar 2021–27. april 2021	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 28. april–15. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 16. junij–27. julij	Prvo in drugo 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)	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)	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 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)
EONIA ¹⁾	-0,480 (-0,001)	-0,480 (+0,001)	-0,480 (+0,001)	-0,481 (-0,001)	-0,481 (-0,001)	-0,480 (-0,001)	-0,480 (-0,001)	-0,480 (-0,005)
€STR	-0,565 (-0,001)	-0,565 (+0,001)	-0,565 (+0,001)	-0,566 (-0,001)	-0,566 (-0,001)	-0,565 (-0,001)	-0,565 (-0,001)	-0,565 (-0,005)

Vir: ECB.

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

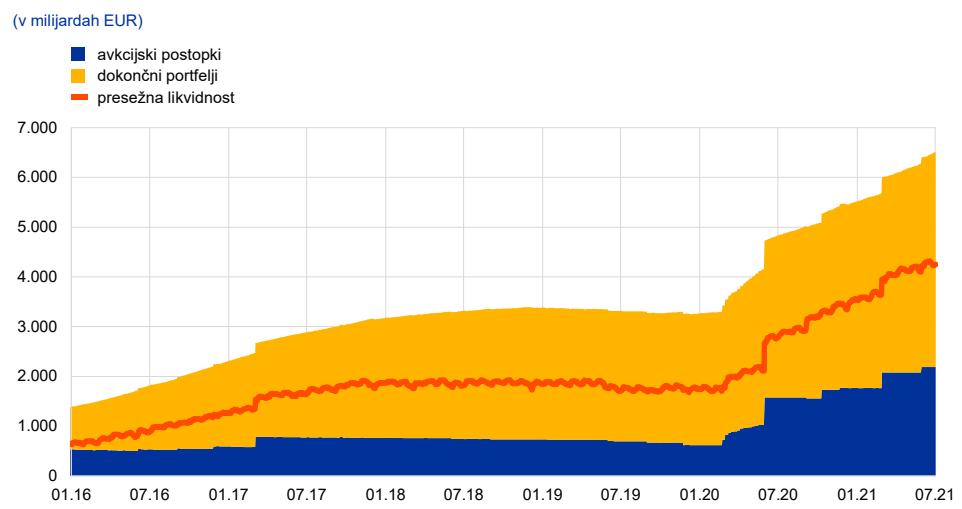
1) Od 1. oktobra 2019 izračunano kot eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) plus 8,5 bazične točke. Razlike v spremembah pri obrestni meri EONIA in €STR so posledica zaokroževanja.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju povečal za 513,8 milijarde EUR na 6.311 milijard EUR (glej graf A). Okrog 54% povečanja likvidnosti je bilo posledica sedanjih neto nakupov v okviru programov nakupa vrednostnih papirjev, zlasti programa PEPP, medtem ko je preostalih 46% izhajalo iz kreditnih operacij, v tem kontekstu skoraj izključno iz operacij v okviru tretje serije CUODR.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 27. julij 2021.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 234,4 milijarde EUR. K temu je prispeval predvsem znesek v višini 330,5 milijarde EUR, ki je bil dodeljen v sedmi operaciji iz tretje serije CUODR ob koncu marca, in znesek v višini 109,8 milijarde EUR, ki je bil zagotovljen z osmo operacijo, poravnano v juniju. Dodatnih 0,5 milijarde EUR likvidnosti je bilo zagotovljenih z drugo operacijo od štirih dodatnih izrednih nečilno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO), napovedano decembra in poravnano junija. Operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele še naprej postransko vlogo, pri čemer se je povprečna uporaba obeh rednih operacij refinanciranja od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 0,2 milijarde EUR oziroma 0,4 milijarde EUR na nov rekordno nizek znesek (0,1 milijarde EUR pri obeh).

Hkrati so se zaradi neto nakupov v okviru programa PEPP in programa nakupa vrednostnih papirjev dokončni portfelji povečali za 279,4 milijarde EUR na 4.162,8 milijarde EUR. Povprečna imetja v programu PEPP so znašala 1.131,4 milijarde EUR in so se v primerjavi s povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju povečala za 232,6 milijarde EUR. Nakupi v okviru programa PEPP so predstavljali daleč največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povečanjem povprečnih imetij za 37,7 milijarde EUR na 2.412 milijarde EUR in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povečanjem povprečnih imetij za 15,9 milijarde EUR na 279,3 milijarde EUR. Zmanjšanje za 8,6 milijarde EUR je bilo povezano z zapadlimi vrednostnimi papirji v portfeljih neaktivnih programov.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 425 milijard EUR na nov rekordni znesek v višini 4.191,5 milijarde EUR (glej graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu, in likvidnostnimi potrebami bank. Imetja na tekočih računih bank, ki presegajo obvezne rezerve, so se povečala za 338,8 milijarde EUR na 3.471,2 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa za 86,2 milijarde EUR na 720,4 milijarde EUR.

Presežne rezerve, ki so po dvostopenjskem sistemu² izvzete iz obrestovanja po negativni obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, so se povečale za 13,1 milijarde EUR na 887,1 milijarde EUR. Neizvzete rezerve so se ob nadaljnjem povečevanju presežne likvidnosti povečale za 317,9 milijarde EUR na 2.586,3 milijarde EUR. Skupna stopnja izkoriščenosti priznanega izvzetja, tj. razmerje med izvzetimi rezervami in najvišjim izvzetim zneskom,³ se je malenkostno zvišala z 99,1% na 99,3%, medtem ko se na ravni, višji od 98%, ohranja od tretjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020. Delež izvzetih presežnih rezerv v celotni presežni likvidnosti je znašal 21,2%, medtem ko je bil v prejšnjem obravnavanem 23,2-odstoten.

Gibanje obrestnih mer

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena na ravni –56,5 bazične točke.

Povečanje presežne likvidnosti ni vplivalo na €STR, ki je še naprej razmeroma neodzivna tudi na precejšnja nihanja likvidnosti. EONIA se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, zato se je gibala in se bo še naprej gibala vzporedno z €STR, dokler se ne bo 3. januarja 2022 prenehala uporabljati. Ključne obrestne mere ECB, tj. obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

² Več informacij o dvostopenjskem sistemu obrestovanja imetij presežnih rezerv je na voljo [tukaj](#).

³ Najvišji izvzeti znesek se meri kot seštevek obveznih rezerv in priznanega izvzetja, ki je enako šestkratniku zneska obveznih rezerv.

3

Zdravje nefinančnih družb med pandemijo

Pripravili Gabe de Bondt, Arne Gieseck, Giulio Nicoletti in Mika Tujula¹

V tem okvirju analiziramo vpliv pandemije koronavirusa (COVID-19) na zdravje sektorja nefinančnih družb v euroobmočju. Ocenujemo tudi, v kolikšni meri so ukrepi državne podpore podjetjem olajšali težave s financiranjem in ublažili pritiske, ki povečujejo ranljivost podjetij. Analiza temelji na podatkih iz četrtletnih sektorskih računov za agregat euroobmočja. Temu ustrezno je v tem okvirju predstavljena agregatna slika sektorja nefinančnih družb brez razlikovanja med posameznimi državami, gospodarskimi sektorji, panogami ali podjetji.

Pandemija je ogrozila dobičkonosnost in učinkovitost poslovanja sektorja nefinančnih družb v euroobmočju. Dobičkonosnost in učinkovitost poslovanja sta bistveni za zdravje podjetja. Medtem ko lahko podjetja dolgo časa preživijo, ne da bi bila dobičkonosna, če so jim upniki in vlagatelji naklonjeni, pa morajo za dolgoročno preživetje slej ko prej doseči in ohraniti dobičkonosnost. Rast dobička, merjena z bruto poslovnim presežkom in rastjo denarnega toka, je od začetka pandemije negativna (graf A, slika a). Bruto poslovni presežek se je zmanjševal s podobno hitrostjo kot med svetovno finančno krizo, medtem ko je bil upad denarnega toka izrazitejši kot v tistem obdobju. Slika je podobna tudi pri razmerju med neto poslovnim presežkom in dodano vrednostjo ter pri razmerju med denarnim tokom in proizvodom (graf A, slika b).

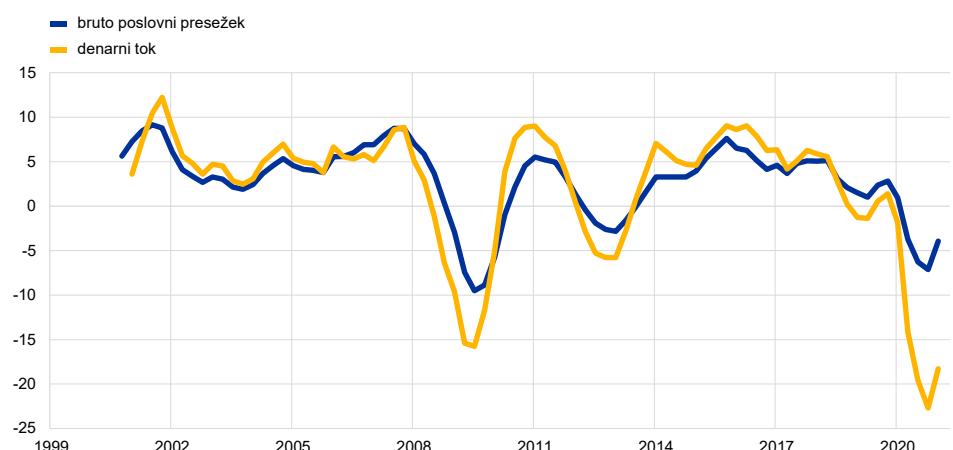
¹ Zahvaljujemo se tudi A. Consoloju in V. Botelhu za njuna prispevka glede ukrepov državne podpore.

Graf A

Rast dobička in učinkovitost poslovanja nefinančnih družb v euroobmočju

a) Rast dobička

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Učinkovitost poslovanja

(odstotki)

— neto stopnja dobička iz poslovanja (lestvica na levi strani)
— razmerje med denarnim tokom in proizvodom (lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Neto stopnja dobička iz poslovanja je izračunana kot neto poslovni presežek kot odstotek neto dodane vrednosti. Denarni tok je izračunan kot bruto dodana vrednost, zmanjšana za izplačane plače, potrošnjo osnovnih sredstev in neto plačila obresti. Proizvod se nanaša na bruto dodano vrednost. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021.

Likvidnost sektorja nefinančnih družb so v veliki meri podpirali ukrepi državne podpore.² Nefinančne družbe, soočene z dejstvom, da bodo v letu 2020 notranje ustvarile manj sredstev kot v letu 2019, so poleg tega, da so začele iz previdnosti kopirčiti denarna imetja, prejele tudi državno podporo v višini okrog 550 milijard EUR. Brez teh ukrepov bi bili v letu 2020 prihranki podjetij, zmanjšani za amortizacijo kapitala, precej negativni. Skupni krediti nefinančnim družbam, ki so jih podjetja uporabila za to, da bi se izognila likvidnostni krizi in dodatno nakopičila gotovino, so se v letu 2020 povečali za okrog 240 milijard EUR bolj kot v letu 2019, pri čemer je bilo povečanje zlasti izrazito v prvi polovici leta 2020.³ Na dostop podjetij do kreditov

² Uporaba fiskalnih svežnjev za pomoč pri zadovoljevanju likvidnostnih potreb podjetij je predstavljena v De Santis, R. A., Ferrando, A., in Gabbani, E. S., »Vpliv ukrepov javnofinančne podpore na likvidnostne potrebe podjetij med pandemijo«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2021.

³ Tu upoštevamo samo podjetja, ki so se zadolževala pri bankah, in njihovo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev v letu 2020 glede na leto 2019.

in pogoje financiranja so precej spodbudno vplivale nove ciljne usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR), izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP), državna poroštva za posojila in nadzorniški ukrepi.⁴ Denarna imetja so se močno povečala, saj so podjetja občutno povečala uporabo dolžniškega financiranja, da bi nadomestila upad dobička. Iz previdnosti so velik del pridobljenih sredstev prenesla v vloge, da bi se pripravila na morebitno pomanjkanje gotovine in predfinancirala potrebe po obrtnem kapitalu, tako kot so to naredila tudi v prejšnjih kriznih obdobjih.

K izboljšanju likvidnostnih razmer podjetij so poleg ukrepov državne podpore prispevala tudi podjetja z lastnimi prizadevanji. V časih krize postane sposobnost podjetja, da izpolni kratkoročne obveznosti, glavna prednostna naloga. Pomemben vidik likvidnosti je sposobnost podjetja, da za pridobitev gotovine hitro proda premoženje ter da hitro zmanjša vse vrste stroškov in izdatkov.^{5,6} Med slednje sodi odložitev in preklic naložbenih projektov, kolikor je to mogoče. Na splošno so se denarna imetja nefinančnih družb v letu 2020 povečala za okrog 400 milijard EUR bolj kot v letu 2019, med drugim tudi zaradi večje uporabe kreditov, pri čemer je bilo povečanje skoncentrirano predvsem v drugem četrletju 2020. Neto rezultat zmanjšanja stroškov in naložb se odraža v neto poziciji posojanja (ali finančni vrzeli) nefinančnih družb (graf B, slika a). Z vidika bruto dodane vrednosti so se prihranki povečali in naložbe zmanjšale, zaradi česar se je neto posojanje povečalo in v drugem četrletju 2020 dejansko postalo pozitivno. Vendar pa bi lahko preklic naložbenih projektov pustil dolgoročnejše posledice v gospodarstvu, ker se s tem omejuje sposobnost za rast v prihodnosti.

Znesek denarnih sredstev, ki ga imajo podjetja na voljo za plačevanje obrestnih odhodkov, je trenutno na zadovoljivi ravni. Denarno kritje, tj. razmerje med imetji denarja in vlog ter bruto plačili obresti, se od leta 2010 izjemno hitro povečuje, to povečevanje pa se je med krizo zaradi COVID-19 še pospešilo (graf B, slika b). Pri tem so imeli odločilno vlogo višje denarne pozicije in nižja bruto plačila obresti. Bruto plačila obresti so se med pandemijo kljub močnemu povečanju zadolženosti še naprej zmanjševala, med drugim tudi zaradi odziva politik v obliki programa PEPP, ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, državnih poroštev za posojila in nadzorniških ukrepov.

⁴ Ocena vpliva denarne in bonitetne politike na zaposlovanje podjetij je predstavljena v Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M., in Burlon, L., »[The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#)«, *Working Paper Series*, št. 2465, ECB, september 2020.

⁵ Podjetja v euroobmočju so v prvem četrletju 2020 precej zmanjšala obseg svojih posojil, odobrenih tujini, v drugem četrletju 2020 pa obseg posojil, odobrenih drugim finančnim institucijam (tj. finančnim družbam razen denarnih finančnih institucij ter zavarovalnicam in pokojninskim skladom). V prvem četrletju 2020 so izrazito zmanjšala tudi svoja imetja delnic/enot skladov denarnega trga in v drugem četrletju 2020 imetja delnic, ki kotirajo na borzi.

⁶ Glej Panetta, F., »[Cash still king in times of COVID-19](#)«, nagovor na peti mednarodnih konferenci o gotovini z naslovom »Cash in times of turmoil«, ki jo je gostila Deutsche Bundesbank, 15. junij 2021. To potrjuje tudi [anketa o bančnih posojilih iz julija 2021](#), ki jo je opravila ECB in v kateri so anketiranci poročali o strmem povečanju potreb po obrtnem kapitalu v začetnih fazah krize zaradi COVID-19. Podatki na ravni panog in držav so predstavljeni v članku z naslovom »European corporates: Cash-rich sectors get richer«, *Economic Insights*, Euler Hermes, 19. april 2021.

Graf B

Razmerje med varčevanjem in naložbami ter denarno kritje nefinančnih družb v euroobmočju

a) Varčevanje, naložbe in neto posojanje

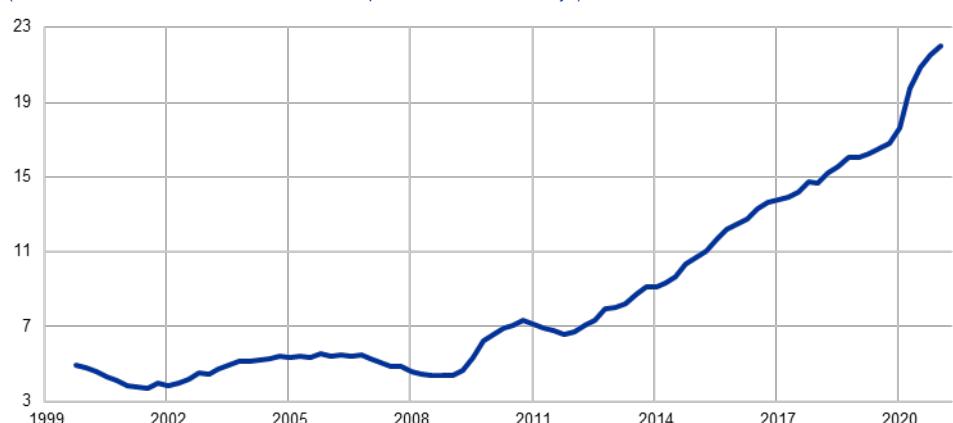
(drseče vsote štirih četrtletij kot odstotek bruto dodane vrednosti)

- neto posojanje (lestvica na levi strani)
- bruto investicije v osnovna sredstva (lestvica na desni strani)
- bruto varčevanje (lestvica na desni strani)



b) Denarno kritje

(denarna sredstva kot odstotek drseče vsote bruto plačil obresti v štirih četrtletjih)



Viri: Eurostat, ECB in izračuni avtorjev.

Opombe: Denarna sredstva vključujejo gotovino in vloge. Bruto plačila obresti so izračunana pred posredno merjenimi storitvami finančnega posredništva. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2021.

Trend zniževanja stopnje bruto zadolženosti nefinančnih družb v euroobmočju, ki je trajal od leta 2015, se je od izbruha pandemije COVID-19 v celoti obrnil.

Konsolidirana bruto zadolženost podjetij se je od konca leta 2019 povečala za 18,9 odstotne točke in v prvem četrtletju 2021 dosegla 167,0% njihove bruto dodane vrednosti, kar je le 1,1 odstotne točke manj od rekordno visoke ravni, dosežene na začetku leta 2015 (graf C, slika a).⁷ Povečanje stopnje bruto zadolženosti od konca leta 2019 je mogoče v 57% pripisati izrazitemu upadu gospodarske aktivnosti in prometa (denominacijskem učinku), v preostalem deležu pa večji uporabi

⁷ Več informacij je v članku z naslovom »[Corporate solvency challenges could weigh on sovereigns, households and creditors](#)«, *Financial Stability Review, ECB, maj 2021*. Gibanja na ravnini panog in držav so obravnavana v članku z naslovom »[The business insolvency paradox in Europe: Miracle and mirage](#)«, *Economic Publications, Coface*, 16. marec 2021.

dolžniškega financiranja. To pomeni, da naj bi se trend zviševanja stopnje zadolženosti v prihodnjih letih pasivno obrnil le deloma, če bo gospodarstvo ponovno dosegalo običajnejše stopnje rasti. Vendar bi lahko, kot je razvidno iz gibanja neto dolga, ob normalizaciji razmer zmanjševanje denarnih imetij spodbudno vplivalo na zmanjševanje bruto dolga.

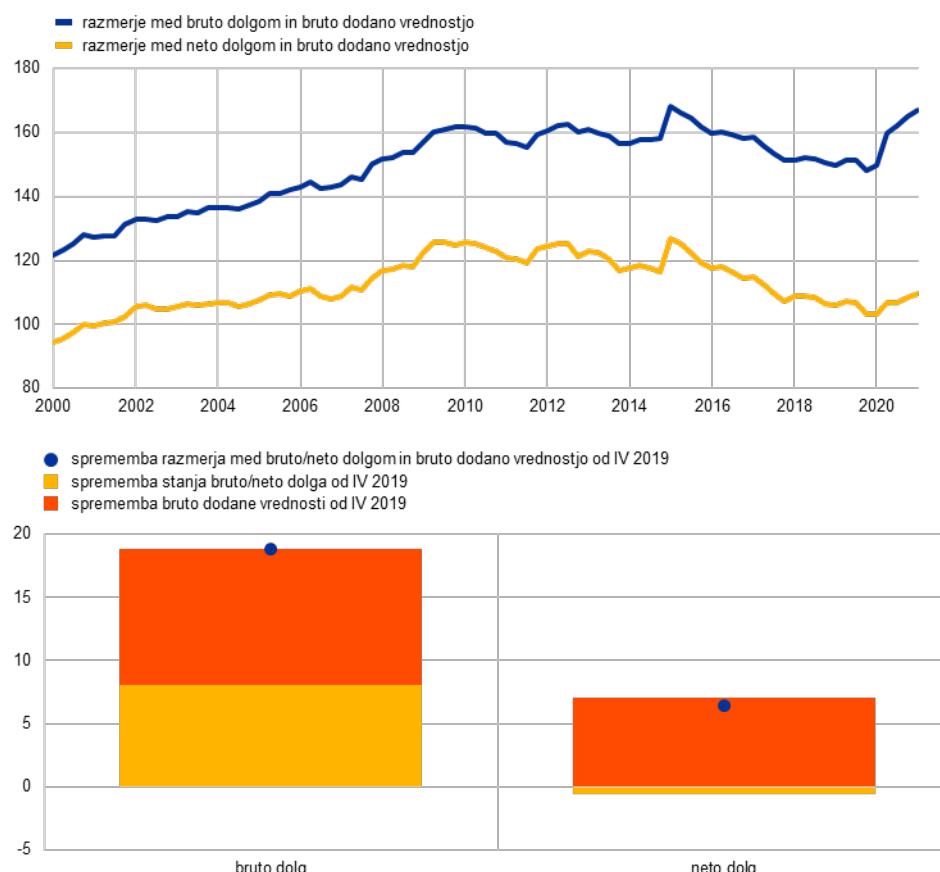
Zaradi velikega obsega nakopičenih likvidnih sredstev se je neto zadolženost povečala precej manj kot bruto zadolženost. Neto dolg je trenutno manjši kot ob koncu leta 2019 (graf C, slika a). Denarna sredstva lahko delujejo kot dejavnik zmanjševanja velike zadolženosti podjetij, če visoko raven likvidnosti vzdržujejo tista podjetja, ki imajo visoko raven dolga. Na vrhuncu pandemije COVID-19 so velika podjetja hkrati povečala obseg svojih denarnih sredstev in dolga (graf C, slika b). Vendar pa za manjša podjetja (ki kotirajo na borzi) kopiranje denarnih sredstev pri zmanjševanju povečevanja njihove zadolženosti ni bilo tako učinkovito. Povezava med povečevanjem denarnih sredstev in zadolženosti se je po vrhuncu pandemije COVID-19 začela normalizirati.

Graf C

Bilance stanja nefinančnih družb v euroobmočju

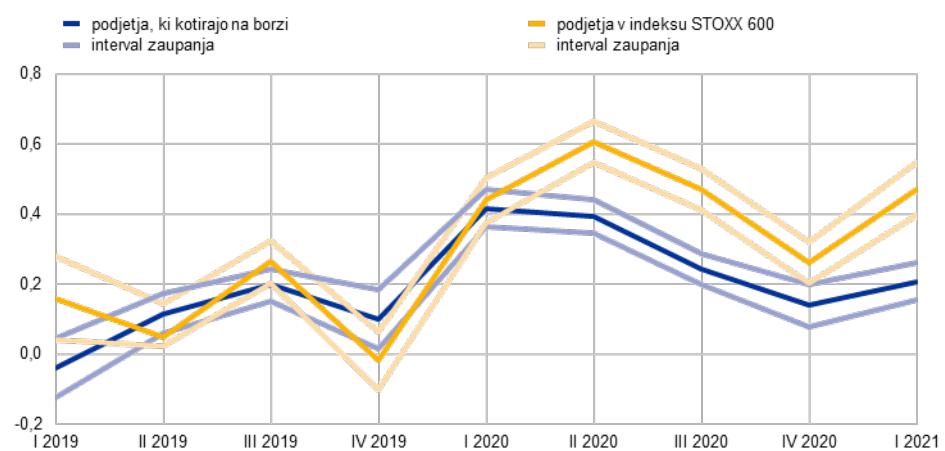
(odstotek bruto dodane vrednosti; odstotne točke)

a) Na agregatni ravni: konsolidirani dolg



b) Na ravni podjetij: elastičnost bruto dolga glede na denarna sredstva

(os x: četrletje opazovanja; os y: regresija)



Viri: Eurostat, ECB, Refinitiv in izračuni avtorjev.

Opombe: Slika a – konsolidirani bruto dolg je opredeljen kot vsota vseh posojil, odobrenih nefinančnim družbam, brez posojil znotraj sektorja, izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in pokojninskih obveznosti. Konsolidirani neto dolg je opredeljen kot konsolidirani bruto dolg brez imetij gotovine in vlog. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021.

Slika b – vsako četrletje se na podlagi preza bilanc stanja na ravnici podjetij sprememba dolga primerja s spremembami imetij likvidnih sredstev. Vsi spremenljivki so izmerjene glede na skupna sredstva. Podjetja, upoštevana na sliki, so nefinančne družbe v euroobmočju, vključene v indeks STOXX 600, in vse javne delniške družbe, ki so na voljo prek Refinitiva. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021.

Verjetno je, da bo zaradi velikih razlik v denarnih imetjih med podjetji vpliv pandemije na ranljivost nefinančnih družb dolgotrajen. Ranljivost podjetij, merjena s sestavljenim indeksom ranljivosti, se je po izbruhu pandemije močno povečala, pri čemer je večja kot v obdobju po svetovni finančni krizi (graf D, slika a).⁸ K povečanju ranljivosti nefinančnih družb so prispevali predvsem upad prihodkov od prodaje, manjša dobičkonosnost ter povečanje finančnega vzvoda in zadolženosti. Vendar pa je od sredine leta 2020 izboljšanje gospodarske aktivnosti ter dejanskega in pričakovanega dobička prispevalo k znižanju indeksa ranljivosti in k izboljšanju položaja glede zadolženosti podjetij. Ranljivost je bila na začetku leta 2021 na ravni blizu povprečnim ravnem iz preteklih obdobjij in ravnem ob koncu leta 2019, medtem ko je bila stopnja bruto zadolženosti še vedno visoka, denarna imetja pa so bila večinoma skoncentrirana v velikih podjetjih, ki kotirajo na borzi, kot je navedeno zgoraj. Vseeno je ranljivost malih in srednje velikih podjetij še vedno velika, poleg tega pa prikriva precejšnje razlike med državami in sektorji.⁹

Povečevanje ranljivosti podjetij se je omejilo z daljnosežnimi ukrepi denarne, fiskalne in nadzorne politike. Ti ukrepi so preprečili uresničitev tveganja v zvezi s financiranjem in tveganja obnovitve, s tem ko je bila zagotovljena neposredna likvidnostna podpora, dostop do kreditov je bil izboljšan, stroški servisiranja dolga so bili ohranjeni na rekordno nizki ravni, zapadlost neodplačanega dolga pa je bila podaljšana. Tudi z uporabo hipotetičnih vrednosti je razvidno, da bi brez teh ukrepov indeks ranljivosti sredi leta 2020 dosegel precej višjo vrednost, na začetku leta 2021 pa bi ostal rahlo nižji od ravni, dosežene med evropsko državno dolžniško krizo (graf D, slika a).¹⁰

Število stečajev se je v letu 2020 kljub izrazitemu upadu gospodarske aktivnosti med pandemijo COVID-19 zmanjšalo. V preteklosti je bila insolventnost podjetij tesno povezana z rastjo realnega BDP. Ta povezava se je med pandemijo prekinila (graf D, slika b). Nizki stroški dolžniškega financiranja, državni podporni ukrepi, vključno z moratorijem na stečaje, in zaprtje sodišč so preprečili, da bi se zaradi poslabšanja zdravja podjetij število propadlih podjetij na vrhuncu krize skokovito povečalo. Ni pa mogoče izključiti, da bodo mnoga podjetja, zlasti v sektorjih, ki jih je pandemija močneje prizadela, kljub temu prisiljena prijaviti stečaj,

⁸ Glej tudi Gardó, S., Klaus, B., Tujula, M., in Wendelborn, J., »Assessing corporate vulnerabilities in the euro area«, *Financial Stability Review*, ECB, november 2020.

⁹ Glej tudi »Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area, October 2020 to March 2021«, ECB, ter Battistini, N., in Stoevsky, G., »Vpliv zaježitvenih ukrepov med pandemijo COVID-19 po sektorjih in po državah«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2021.

¹⁰ Pri uporabi hipotetičnih vrednosti je predpostavljeno gospodarstvo brez državnih ukrepov za razbremenitev stroškov podjetij, tretje serije CUODR, programa PEPP, državnih poroštev za posojila in nadzorniških ukrepov. Brez državnih ukrepov za razbremenitev stroškov bi morale nefinančne družbe v letu 2020 dolžniško financiranje povečati za 550 milijard EUR, da bi nadomestile primanjkljaj prihodkov. To bi se v indeksu ranljivosti podjetij odrazilo v večji zadolženosti in bruto plačilih obresti podjetij ter v zmanjšanju notranje ustvarjenih sredstev. Poleg tega bi se brez dodatnih ukrepov denarne politike in nadzorniških ukrepov ter državnih poroštev za posojila efektivna obrestna mera za neodplačani dolg podjetij in delež dolgoročnega dolga v celotnem dolgu ohranila na ravni s konca leta 2019. Ti učinki so bili preslikani nazaj v hipotetični indeks, pri čemer sta delež plačil obresti in delež dolgoročnega dolga v celotnem dolgu ostala nespremenjena.

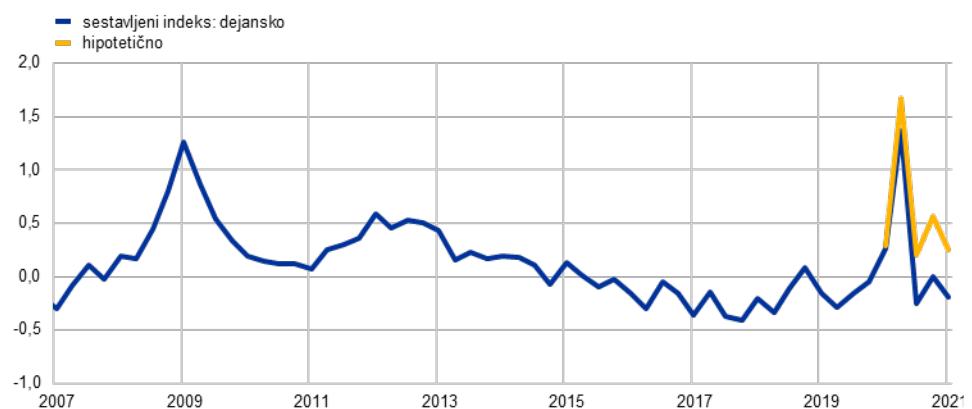
zlasti če bodo podporni ukrepi odpravljeni prezgodaj ali če se bodo pogoji najemanja bančnih posojil močno zaostroili.¹¹

Graf D

Ranljivost in stečaji nefinančnih družb v euroobmočju

a) Sestavljeni indeks ranljivosti

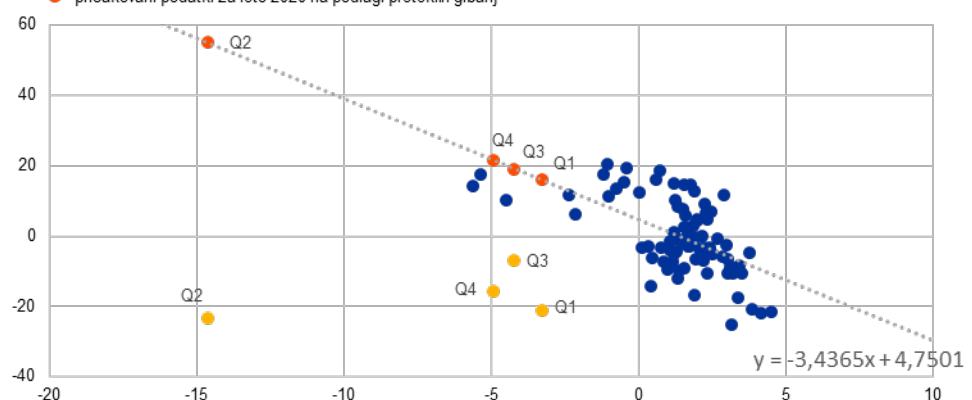
(vrednosti z)



b) Stečaji in rast realnega BDP

(os x: medletne spremembe v odstotkih; os y: odstopanje od povprečja preteklih obdobjij v odstotkih)

- zgodovinski podatki za obdobje 2000-2019
- realizirani podatki za leto 2020
- pričakovani podatki za leto 2020 na podlagi preteklih gibanj



Viri: Eurostat, ECB, Merrill Lynch, Refinitiv in izračuni avtorjev.

Opombe: Slika a – sestavljeni indeks ranljivosti temelji na širokem naboru kazalnikov na petih različnih področjih, med katerimi so: zmožnost servisiranja dolga (merjena s stopnjo pokritosti obresti, varčevanjem podjetij in ustvarjanjem prihodkov); finančni vzvod/zadolženost (razmerje med dolžniškim in lastniškim financiranjem, razmerje med zadolženostjo in dobičkom pred obrestmi, davki in amortizacijo ter razmerje med bruto dolgom in dohodkom); financiranje/obnovitev (razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim dolgom, pospešeni koeficient, skupni stroški dolžniškega financiranja in kreditni impulz); dobičkonosnost (donosnost sredstev, stopnja dobička in razmerje med tržno in knjigovodska vrednostjo) ter aktivnost (rast prodaje, delež komercialnih kreditorjev in spremembe prihodkov od terjatev). Pospešeni koeficient je opredeljen kot kratkoročna finančna sredstva, deljena s kratkoročnimi finančnimi obveznostmi. Kreditni impulz je izračunan kot $C_I = 100 \cdot ((C_1 - C_{t-1}) / GDP_{t-1} - (C_{t-4} - C_{t-5}) / GDP_{t-5})$, pri čemer je C hipotetično stanje skupnih kreditov, odobrenih nefinančnim družbam, BDP pa nominalni brutni domači proizvod po tržnih cehah. Skupni krediti nefinančnim družbam so opredeljeni kot skupne obveznosti nefinančnih družb, zmanjšane za lastniški kapital, ki so ga izdale nefinančne družbe. Kazalniki so standardizirani tako, da so preoblikovani v vrednosti z, tj. pretvorjeni v skupno lestvico s srednjem vrednotjo 0 in standardnim odklonom 1. Sestavljeni podkazalniki so izračunani za vsako od petih področij ob uporabi enostavnega povprečja zadevnih osnovnih vrednosti z posameznimi kazalnikov. Skupni sestavljeni kazalnik je izračunan z enakomernim tehtanjem vrednosti z navedenih petih podkategorij. Positivne vrednosti pomenijo večjo ranljivost, negativne vrednosti pa manjšo ranljivost.

Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2021.

Slika b – pričakovani podatki za leto 2020 na podlagi linearne interpolacije pretekle povezave med stečaji in realnim BDP. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2020.

¹¹ Sicer obstaja nekaj dokazov, da so dolgoročnejše negativne posledice kriz zaradi epidemij manjše kot dolgoročnejše negativne posledice finančnih kriz ali vojn. Glej Martin Fuentes, N., in Moder, I., »Bragotine, ki so jih v svetovnem gospodarstvu pustile pretekle krize«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2020.

Če povzamemo, je pandemija COVID-19 občutno vplivala na zdravje podjetij v euroobmočju. Podjetjem je s precejšnjim trudom uspelo oblikovati rezerve denarnih imetij, s katerimi so ob močni podpori denarnih, fiskalnih in nadzornih organov preprečili likvidnostno krizo. Hkrati so bile med obdobji zapore zaradi ukrepov za zaježitev pandemije dobičkonosnost, učinkovitost poslovanja in solventnost podjetij pod pritiskom. V prihodnjem obdobju bi bila lahko zaradi različno visoke ravni bruto in neto zadolženosti po državah, sektorjih in velikosti podjetij intenzivnost gospodarske rasti v srednjeročnem obdobju omejena, tveganje porasta števila propadov podjetij pa bi se povečalo.

4

Vpliv ozkih grl v dobavnih verigah na trgovinsko menjavo

Pripravili Erik Frohm, Vanessa Gunnella, Michele Mancini in Tobias Schuler

Špedicijske motnje in pomanjkanje vhodnih surovin povzročajo precejšnja ozka grla v globalnih dobavnih verigah. V času okrevanja po pandemiji koronavirusa (COVID-19) so gospodinjstva povečala nakupe nekaterih izdelkov, na primer elektronike in opreme za dom, tako da je povečanje povpraševanja zlasti v nekaterih sektorjih preseglo pričakovanja. Povečanje povpraševanja je skupaj z dogodki, na katere dobavitelji (zaradi višje sile) niso mogli vplivati – izbruhi koronavirusa v pristaniščih, nesreče v obratih in neugodne vremenske razmere – povzročilo ozka grla v prevoznem sektorju ter pomanjkanje določenih vhodnih surovin, kot so plastika, kovine, les in polprevodniki.¹ Ker so se ob izbruhu pandemije zaloge zmanjšale zaradi črpanja zalog ter pomanjkanja vhodnih surovin ob zapiranju proizvodnje in konservativni politiki zalog, so imela podjetja težave pri zadovoljevanju hitrega povečanja povpraševanja in pri obnavljanju porabljenih zalog. Neravnovesje med povpraševanjem in ponudbo se je pokazalo v izjemnem podaljšanju dobavnih rokov pri dobaviteljih, zlasti v sektorjih, ki so odvisni od prevoza in vhodnih surovin iz sektorjev, v katerih se je pojavil izpad, in sicer v sektorju računalniške in elektronske opreme, strojev in opreme, lesenih izdelkov, motornih vozil in kemikalij. Junija je svetovni indeks PMI o dobavnih rokih pri dobaviteljih padel na najnižjo raven (kar pomeni dolge dobavne roke) od začetka spremeljanja leta 1999.

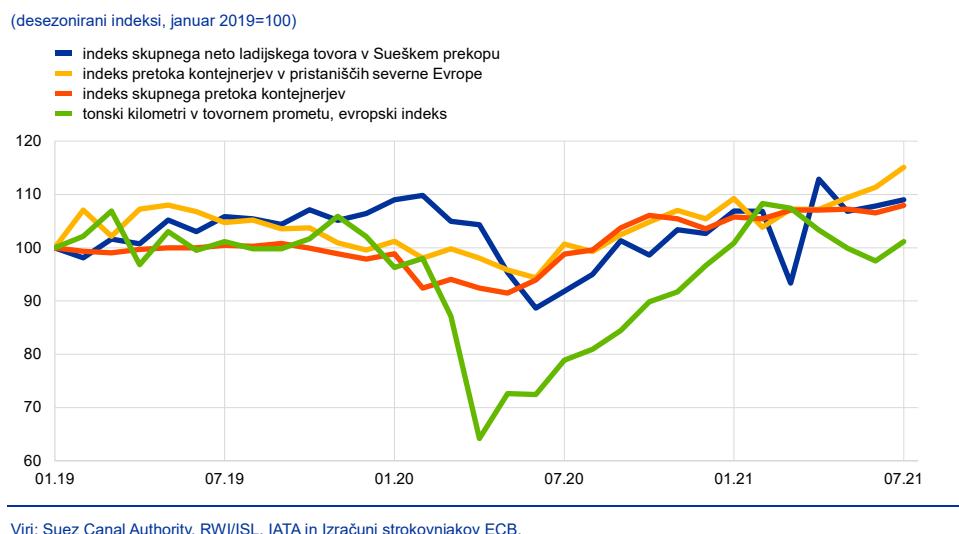
Obseg tovornega prometa je od najnižjih vrednosti sredi leta 2020 okreveval (graf A). Svetovni (skupni) kazalniki pretoka in kazalniki pretoka za pristanišča na območju severne Evrope kažejo, da so v prvi polovici leta 2021 začasne motnje, kot na primer marčni dogodek v Sueškem prekopu, povzročile hude pritiske v svetovni špediciji, niso pa zaustavile pozitivne dinamike rasti. Pandemija je bolj prizadela evropski letalski tovorni promet zaradi izjemnega zmanjšanja potniških letov, zaradi česar se je zmanjšala zmogljivost prevoza tovora.² Do začetka leta 2021 pa je letalski tovorni promet ponovno dosegel predkrizne ravni, ker so se podjetja deloma preusmerila s pomorskega tovornega prometa na letalski promet.

¹ Glej okvir z naslovom »[What is driving the recent surge in shipping costs](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021; in okvir z naslovom »[Posledice pomanjkanja polprevodnikov za trgovino, proizvodnjo in cene v euroobmočju](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2021.

² Podjetja so poskušala ublažiti zmanjšanje tovorne zmogljivosti s preuređitvijo potniških letal v tovorna letala in so še naprej uporabljala zmogljivosti potniških letal za prevoz tovora v kabini. Skupna razpoložljiva zmogljivost se je leta 2020 kljub temu strmo zmanjšala, kot je prikazano v grafu B.

Graf A

Obseg ladijskega in letalskega tovornega prometa



Najbolj so bile ovirane špedicijske poti iz Azije v Severno Ameriko in iz Azije v Evropo (graf B), kar je povzročilo izredno povečanje špedicijskih stroškov.³

Špedicijske zmogljivosti na poteh iz Azije v Severno Ameriko so po pandemiji bolj okrevale kakor tiste med Azijo in Evropo, deloma zaradi povečane zmogljivosti zaradi močne dinamike okrevanja v ZDA. Glede na razmeroma neelastično ponudbo špedicijskih zmogljivosti in motnje v prometnem sektorju so se promptne (kratkoročne) cene kontejnerskega tovora na poteh iz Azije strmo povečale in dosegle rekordne ravni, zlasti na poteh v Severno Ameriko.⁴ To je povzročilo tudi preusmeritev zmogljivosti k donosnejšim potem na škodo drugih poti.⁵ V špediciji se uporablja predvsem fiksne dolgoročne pogodbe. Te okoliščine so verjetno vplivale na pogajanja o novih dolgoročnih pogodbah, kar je povzročilo precejšnje, čeprav manj strmo povečanje prevoznin v dolgoročnih pogodbah kakor v pogodbah po promptnih cenah.⁶

³ HARPEX (indeks stroškov svetovnega kontejnerskega prevoza) je bil v letih pred izbruhom pandemije COVID-19 bolj ali manj stabilen na razmeroma nizkih ravneh. V prvem četrtletju 2020 pa se je povečal in presegel najvišje vrednosti iz drugega četrtletja 2005, do tretjega četrtletja pa je bil že več kot dvakrat tako visok kot zadnja najvišja vrednost.

⁴ V skladu z ekonometrično analizo na podlagi strukturnega vektorskega avtoregresijskega modela so povečanje špedicijskih stroškov na začetku leta 2020 spodbujale ovire pri dobavi, močno povečanje ob koncu leta 2020 pa je bilo zlasti posledica močnega okrevanja globalnega povpraševanja. Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »[What is driving the recent surge in shipping costs](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2021.

⁵ Glej Khasawneh, R., in Xu, M., »[China-U.S. container shipping rates sail past \\$20,000 to record](#)«, Reuters, avgust 2021.

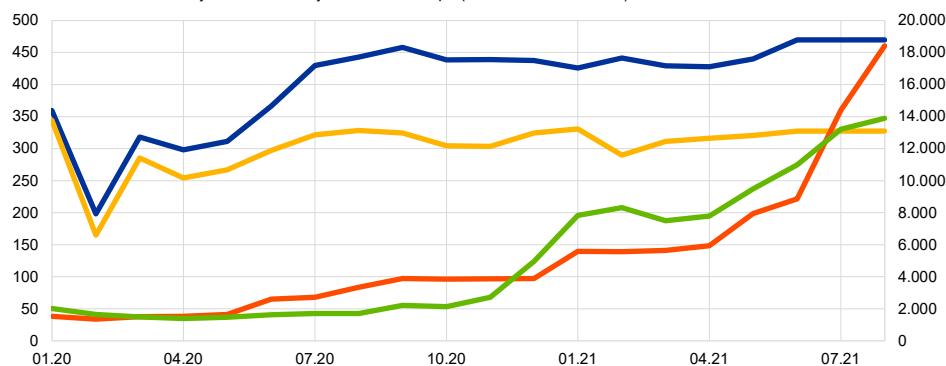
⁶ Glej Sand, P., »[Container shipping: records keep falling as industry enjoys best markets ever](#)«, BIMCO, junij 2021.

Graf B

Špedicijske zmogljivosti in cene

(tedenska tovorna zmogljivosti v TEU in promptne prevozne cene v USD)

- obseg iz Azije v Severno Ameriko (v tisočih TEU, lestvica na levi strani)
- obseg iz Azije v Evropo (v tisočih TEU, lestvica na levi strani)
- cene SCFI iz Kitajske/vzhodne Azije na zahodno obalo Severne Amerike (lestvica na desni strani)
- cene SCFI iz Kitajske/vzhodne Azije v severno Evropo (lestvica na desni strani)



Viri: CTS, Bloomberg, Freightos in izračuni strokovnjakov ECB.

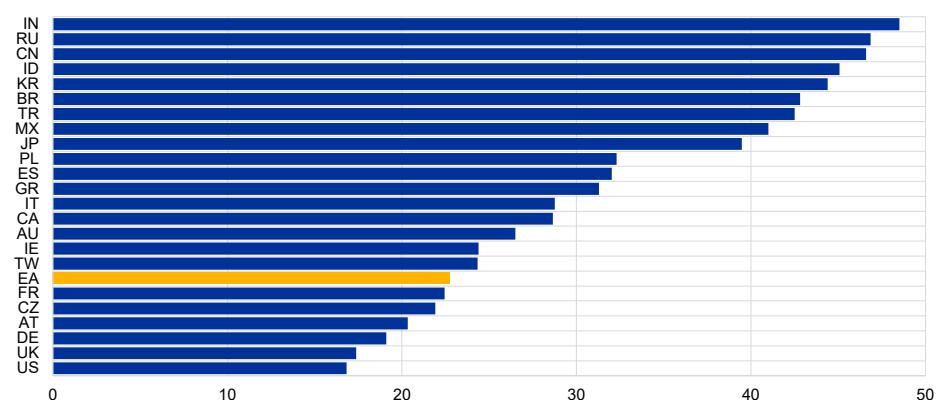
Opombe: TEU so enote, ki ustrežajo dvajsetim čevljem, SCFI pa indeks tovornega prometa Shanghai Container Freight Index. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2021.

Kot kaže indeks PMI o dobavnih rokih pri dobaviteljih, so bile države v euroobmočju in EU med najbolj prizadetimi zaradi ozkih gril v špediciji in pomanjkanja vhodnih surovin. Graf C kaže, da so ostali dobavni roki pri dobaviteljih avgusta dolgi v skoraj vseh državah, pri čemer so bile najbolj prizadete države EU, ZDA, Združeno kraljestvo in Tajvan. Razvrstitev držav je odraz številnih dejavnikov: (1) sestava proizvodov se je nagibala k najbolj prizadetim panogram (npr. avtomobilska industrija v euroobmočju, elektronika na Tajvanu); (2) močno povpraševanje; (3) resnost prometnih in logističnih težav; (4) posebni neželeni dogodki, na primer izredne vremenske razmere v nekaterih državah; (5) politika zalog (npr. kopiranje čipov in kovin na Kitajskem).

Graf C

Dobavni roki pri dobaviteljih po državah

(indeks razprtisitve)



Vir: Markit.

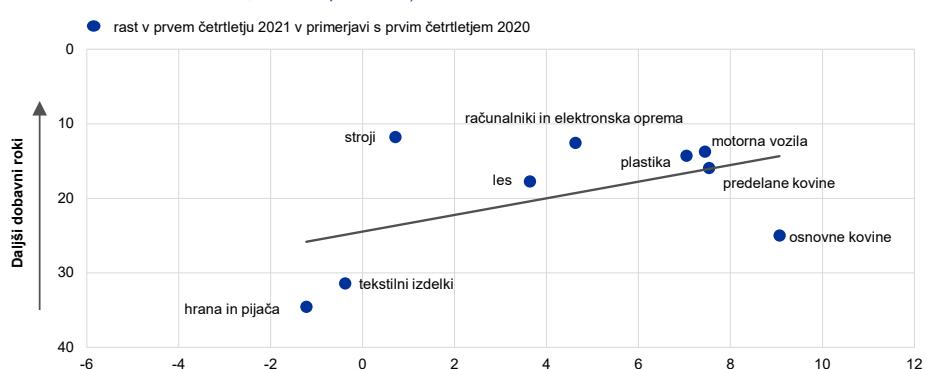
Opombe: V grafu so navedene vrednosti za avgust 2021. Najnižje uvrščena država je tista, ki ima najdaljše dobavne roke pri dobaviteljih. EA pomeni euroobmočje.

V euroobmočju se z največjim izpadom dobave soočajo izvozni sektorji, ki so okrevali najhitreje (graf D). Omejitve pri dobavi so prizadele zlasti izvoz motornih vozil, elektronike in predelanih kovin, ki se je do prvega četrtletja 2021 precej povečal v primerjavi s prvim četrtletjem 2020, kar je upočasnilo nadaljnjo širitev teh sektorjev. To izpostavlja vlogo, ki jo ima močno povpraševanje pri daljšanju dobavnih rokov pri dobaviteljih. Podaljšanje rokov je prizadelo tudi industrijski sektor, ki je odvisen od elektronske opreme in predelanih kovin.

Graf D

Izvoz v države zunaj euroobmočja in dobavni roki pri dobaviteljih po sektorjih

(medletna rast vrednosti v odstotkih, indeks razpršitve PMI)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Nižja vrednost na vertikalni osi kaže daljše dobavne roke. Navedene so vrednosti za prvo četrtletje za izvoz in maj 2021 za dobavne roke. Regresijska linija kaže razmerje med vrednostmi dobavnih rokov pri dobaviteljih ter rastjo teh sektorjev med prvim četrtletjem 2020 in prvim četrtletjem 2021.

Empirična analiza z uporabo panelnih podatkov po posameznih državah ugotavlja in kvantificira vpliv ozkih grl pri dobavi na rast izvoza onkraj vloge, ki jo ima povpraševanje. Medmesečne stopnje rasti obsega izvoza v panelu 23 držav so regresirane glede na merilo, ki je približek za ozka grla. Z indeksom PMI o dobavnih rokih pri dobaviteljih se zajema razsežnost ozkih grl pri dobavi, medtem ko se z uvozom proizvodov za vmesno porabo iz sektorjev, v katerih se pojavljajo ozka grla, meri izpostavljenost posameznih držav motnjam pri dobavi. Za oceno vpliva na rast izvoza so indeksi PMI, delež uvoženih vhodnih surovin iz sektorjev, v katerih se pojavijo ozka grla, in razmerje med njima vključeni v regresijo (z učinki države in časovno fiksнимi učinki), ki upošteva posledice motenj v dobavni verigi. Vključeni so tudi indeksi PMI o novih izvoznih naročilih za posamezne države (ki merijo povpraševanje iz tujine) in odlogi pri odvisni spremenljivki.⁷ Poleg tega se šteje, da so zaradi ozkih grl bistveno prizadete samo države, katerih PMI o dobavnih rokih pri dobaviteljih bistveno odstopa od povprečne ravni indeksa. Tako je mogoče preveriti, ali ozka grla pri uvoženih vhodnih surovinah negativno vplivajo na rast izvoza. Skratka, pričakuje se, da bo na izvoz neke države negativno vplivala dolžina dobavnega roka pri dobaviteljih, ta vpliv pa naj bi se okrepil, ko je delež uvoza vmesnih vhodnih surovin iz sektorjev, v katerih se pojavljajo ozka grla, večji.

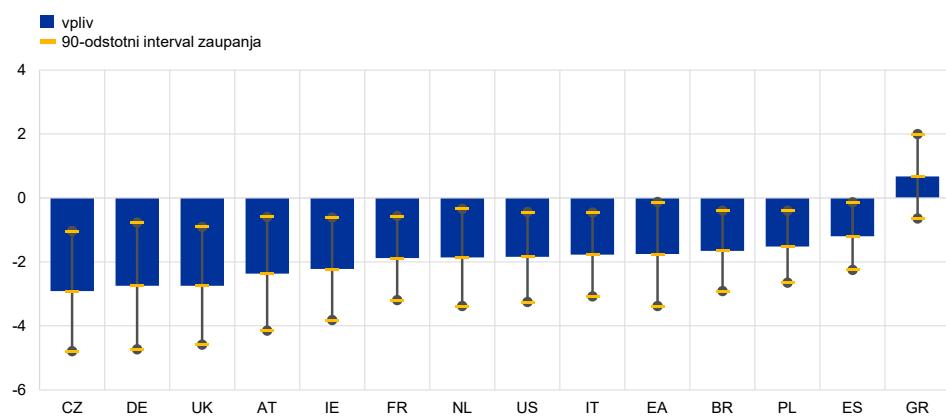
⁷ Za izračun deleža neposredno in posredno uvoženih vhodnih surovin iz sektorjev, v katerih se pojavljajo ozka grla, glede na skupno vrednost uvoženih vhodnih surovin, se uporabljajo input-output tabele Azilske razvojne banke. Sektorji, ki so jih prizadeli motnje pri dobavi, so stroji, električna in optična oprema, prevozna oprema, notranji promet, vodni promet, zračni promet in druge prevozne dejavnosti.

Ocene potrjujejo, da so ozka grla pri dobavi negativno vplivala na rast izvoza blaga, vpliv pa je večji v državah, ki so bolj izpostavljene sektorjem, v katerih so se pojavila ozka grla. V grafu E je prikazan vpliv ozkih grl pri dobavi po državah. Države so razvrščene glede na resnost ozkih grl (npr. daljšanje dobavnih rokov) in obseg izpostavljenosti sektorjem, v katerih so se pojavila ozka grla. Večina držav je v EU, bolj neugoden pa je po ocenah vpliv na velike države v euroobmočju in države EU zunaj euroobmočja, pri čemer na slednje najverjetneje vplivajo vezi v dobavnih verigah v hudo prizadetih sektorjih (npr. v avtomobilskem sektorju).

Graf E

Vpliv ozkih grl pri dobavi na prizadete države

(povprečni vpliv ne mesečno rast izvoza blaga, v odstotnih točkah)



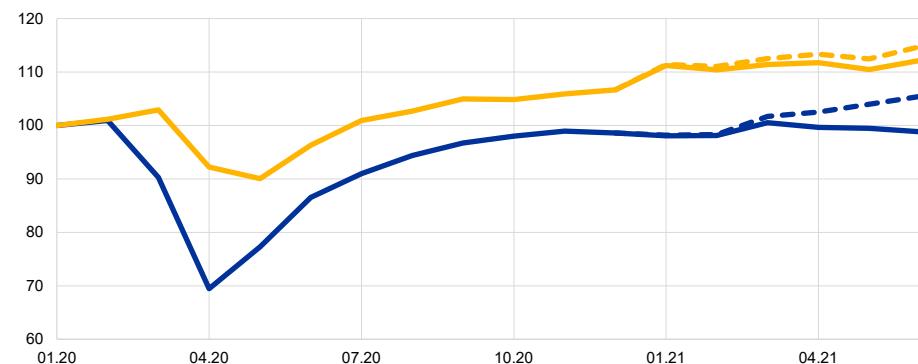
Viri: CPB, Markit, večregionalne input-output tabele Azjske razvojne banke in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: EA pomeni euroobmočje.

Ocenjeni skupni izpad izvoza blaga znaša 6,7% v euroobmočju in 2,3% na svetovni ravni. V grafu F je prikazano hipotetično gibanje izvoza v države zunaj euroobmočja in svetovnega izvoza (brez euroobmočja). V skladu z analizo bi bil izvoz blaga euroobmočja 6,7% višji, če ne bi nanj vplivala ozka grla pri dobavi. Svetovni izvoz blaga (brez euroobmočja) bi bil 2,3% višji. Čeprav so potrošniki ob postopnem ponovnem odpiranju gospodarstva preusmerjali nakupe k storitvam, motnje na strani dobave še ne kažejo znakov normalizacije. Poleg tega ponoven pojav okužb s COVID-19 v Aziji povzroča dodatne pritiske na špedicijo in pretovor ter na gospodarske panoge, ki so jih ozka grla že precej prizadela, kot sta sektor polprevodnikov in avtomobilski sektor.

Graf F:
Ocena izgub pri izvozu blaga

(indeks: januar 2020=100)

— euroobmočje
— svet (brez euroobmočja)



Viri: CPB, Markit, večregionalne input-output tabele Azijske razvojne banke in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Črtkane črte kažejo oceno gibanja izvoza v odstotnosti ozkih grl.

5

Cene pravic do emisije toplogrednih plinov v EU v kontekstu akcijskega načrta ECB o podnebnih spremembah

Pripravili Giovanna Bua, Daniel Kapp, Friderike Kuik in Eliza Lis

ECB se je v podnebnem akcijskem načrtu zavezala, da bo pospešila razvoj novih modelov ter opravila teoretične in empirične analize za spremljanje posledic podnebnih sprememb in podnebnih politik na gospodarstvo.¹ ECB kot prvi korak v podrobнем načrtu podnebnih ukrepov predvideva vključitev tehničnih predpostavk o cenah ogljika v projekcije strokovnjakov Eurosistema/ECB.² Takšna dopolnitve obstoječih tehničnih predpostavk bo podlaga za razširitev ekonomskih modelov, ki se uporabljajo v projekcijah. Ta okvir zato povzema vzpostavitev in osnovne značilnosti sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS), v okviru katerega se oblikujejo cene ogljika v EU.

Sistem EU ETS je trg, na katerem se trguje s pravicami do emisij toplogrednih plinov v EU – vsaka pravica dovoljuje imetniku, da izpusti v ozračje eno tono ekvivalenta ogljikovega dioksida (CO₂). Gre za ključno orodje politike EU za zmanjšanje emisij toplogrednih plinov, ki obsega približno 10.000 podjetij v energetskem sektorju in predelovalnih dejavnostih ter letalske prevoznike, ki opravljajo polete med letališči v Evropskem gospodarskem prostoru (EGP). Gledano v celoti je okrog 40% emisij toplogrednih plinov v EU vključenih v sistem EU ETS. Julija 2021 so bile predlagane spremembe sistema EU ETS v kontekstu ambicioznega svežnja »Pripravljeni na 55«, katerega cilj je – skupaj z drugimi ukrepi – do leta 2030 zmanjšati 55% vseh emisij toplogrednih plinov v primerjavi z letom 1990.³

Sistem EU ETS deluje po načelu omejevanja emisij in trgovanja z njimi, pri čemer je določena zgornja meja skupnega obsega toplogrednih plinov, ki jih gospodarski subjekti, vključeni v sistem, lahko letno izpustijo v ozračje. Zgornja meja določa število pravic do emisije toplogrednih plinov, ki so na voljo v sistemu. Ta meja se sčasoma znižuje s ciljem, da se uveljavi postopno zmanjševanje emisij in doseže ogljična neutralnost do leta 2050. Znotraj omejitev, ki jih določa zgornja meja, so pravice do emisije toplogrednih plinov dodeljene udeležencem bodisi brezplačno bodisi prek dražb. Podjetja in drugi gospodarski subjekti morajo

¹ Glej »[ECB predstavlja akcijski načrt za vključitev problematike podnebnih sprememb v strategijo denarne politike](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 8. julij 2021. Glej tudi »[Climate change and monetary policy in the euro area](#)«, Occasional Paper Series, št. 271, ECB, 2021, ki povzema prispevek strokovnjakov ECB k razpravam Sveta ECB v okviru pregleda strategije denarne politike ECB.

² Glej »[Detailed roadmap of climate change-related actions](#)«, priloga k sporočilu za javnost, v katerem je ECB predstavila akcijski načrt za vključitev problematike podnebnih sprememb v strategijo denarne politike ECB, 8. julij 2021.

³ Sveženj je predstavljen v [Sporočilu Komisije »Pripravljeni na 55: uresničevanje podnebnega cilja EU za leto 2030 na poti do podnebne neutralnosti« \(COM\(2021\)/550 final\)](#); predlagane spremembe sistema EU ETS pa so v [predlogu Direktive Evropskega parlamenta in Sveta o spremembah Direktive 2003/87/ES o vzpostavitvi sistema za trgovanje s pravicami do emisije toplogrednih plinov v Uniji, Sklepa \(EU\) 2015/1814 o vzpostavitvi in delovanju rezerve za stabilnost trga za sistem Unije za trgovanje z emisijami toplogrednih plinov ter Uredbe \(EU\) 2015/757 \(COM\(2021\)/551 final\)](#).

vsako leto »vrniti« eno pravico za vsako tono ekvivalenta CO₂, ki ga v tistem letu izpuštijo v ozračje. Če emisije udeleženca presežejo dodeljene pravice, mora udeleženec kupiti dodatne pravice na trgu EU ETS. Če udeleženec po drugi strani emisije zmanjša pod dovoljeno/dodeljeno raven, lahko presežne pravice bodisi obdrži za prihodnje potrebe bodisi jih proda na trgu EU ETS.⁴

Sistem EU ETS je začel delovati leta 2005 in se izvaja v različnih »fazah«, kar pomeni, da se zgornja meja postopno znižuje, obenem pa se povečuje obseg sistema – geografsko, po sektorjih in po vrsti emisij toplogrednih plinov, vključenih v sistem (tabela A).⁵ Medtem ko je bilo za prvi dve fazi značilno veliko število brezplačnih dodelitev in pogosto tudi neskladje med povpraševanjem in ponudbo, predvsem zaradi velike finančne krize, ki se je začela leta 2008, pa so dve novejši fazi spremljali povečanje deleža pravic, prodanih na dražbi, v primerjavi z dodeljenimi pravicami, poenotenje pravil, znižanje letne zgornje meje emisij ter reforme trga, da bi se ta prilagodil presežni ponudbi z zamikom presežnih pravic, kar pomeni odlog dražb, ne da bi se zmanjšalo skupno število pravic, ki bodo prodane na dražbi, ter vključevanje pravic v rezervo za stabilnost trga. Tako revidirana direktiva o sistemu EU ETS⁶ iz leta 2018 vključuje znatno zmanjšanje presežka pravic do emisije toplogrednih plinov.

⁴ Podrobnejše informacije o sistemu EU ETS so v poročilu o delovanju evropskega trga ogljika, ki ga vsako leto objavi Evropska komisija.

⁵ Več informacij o razvoju sistema EU ETS je v »[Development of EU ETS \(2005-2020\)](#)«, Evropska komisija.

⁶ Direktiva (EU) 2018/410 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 14. marca 2018 o spremembji Direktive 2003/87/ES za krepitev stroškovno učinkovitega zmanjšanja emisij in nizkoogljičnih naložb ter Sklepa (EU) 2015/1814 (UL L 76, 19. 3. 2018, str. 3). Glej tudi Direktivo 2003/87/ES evropskega parlamenta in Sveta z dne 13. oktobra 2003 o vzpostavitvi sistema za trgovanje s pravicami do emisije toplogrednih plinov v Skupnosti in o spremembji Direktive Sveta 96/61/ES (UL L 275, 25. 10. 2003, str. 32).

Tabela A
Štiri faze sistema EU ETS

FAZA 1: 2005–2007	FAZA 2: 2008–2012
<ul style="list-style-type: none"> Geografsko: EU27 Zgornja meja: brez zniževanja Pravice: brezplačne Sektorji: elektrarne in toplarne, rafinerije nafte, koks, železarne in jeklarne, proizvodnja cementa, stekla, apna, opek, keramike, vlaknin, papirja ter kartona in lepenke Značilnost te faze je presežna ponudba pravic, zaradi katere so cene na koncu faze strmoglavile na nič 	<ul style="list-style-type: none"> Geografsko: EU27 + Norveška, Islandija in Lichtenštajn Zgornja meja: brez zniževanja Pravice: večinoma brezplačne Sektorji: letalstvo dodano leta 2012 Zaradi finančne krize leta 2008 se je zmanjšala industrijska aktivnost in emisije iz držav EU, zato je prišlo do neravnovesja med ponudbo in povpraševanjem
FAZA 3: 2013–2020	FAZA 4: 2021–2030
<ul style="list-style-type: none"> Geografsko: vključitev Hrvaške v sistem EU ETS Zgornja meja: v veljavi za celotno EU, vsako leto se zniža za 1,74% Pravice: postopen premik k dražbam; porazdelitev brezplačnih pravic na podlagi poenotenih referenčnih vrednosti (»bolj zelena« podjetja dobijo brezplačne pravice) Sektorji: (pri različnih pravogih) so vključeni zajemanje CO₂ in obrati za skladiščenje, proizvodnja petrokemičnih proizvodov, amonijaka, železnih in neželeznih kovin, sadre, aluminija ter dušikove, adipinske in glioksilne kisline Uvedba tržnih mehanizmov za odpravljanje neravnovesij med ponudbo in povpraševanjem (zamik presežnih pravic do obdobja 2019–2020, nedodeljene pravice se prenesejo v rezervo za stabilnost trga) Začetek veljavnosti revidirane direktive o sistemu EU ETS za četrto fazo 	<p>V veljavi:</p> <ul style="list-style-type: none"> Geografsko: Združeno kraljestvo je izstopilo iz sistema EU ETS Zgornja meja: zvišanje letnega faktorja zniževanja z 1,74% na 2,2% Podvojitev obsega vključevanja pravic v rezervo za stabilnost trga (12% na 24%) do leta 2023 Od leta 2023 bo število pravic v rezervi za stabilnost trga omejeno, presežne pravice bodo postale neveljavne <p>Predlagano v okviru svežnja »Pripravljeni na 55«:</p> <ul style="list-style-type: none"> Zgornja meja: zvišanje faktorja zniževanja z 2,2% na 4,2% Pravice: brezplačne pravice še naprej pogojene s prizadevanji za razogljicanje; postopno zmanjševanje brezplačnih pravic Sektorji: vključitev pomorskega prevoza v sistem EU ETS Uvedba ločenega sistema trgovanja z emisijami za stavbne emisije in emisije v prometu Obseg vključevanja pravic v rezervo za stabilnost trga ostane na ravni 24%

Cena pravic do emisije toplogrednih plinov, s katerimi se trguje na trgu EU ETS, se je zvišala z 8 EUR na tono ekvivalenta CO₂ na začetku leta 2018 na okrog 60 EUR v zadnjem času (graf A). Med pomembnimi dejavniki, ki so v srednjeročnem obdobju potiskali cene navzgor, sta uvedba rezerve za stabilnost trga in hitrejše zmanjševanje števila pravic do emisije toplogrednih plinov v EU, ki so na voljo podjetjem v sistemu EU ETS. Poleg tega je videti, da se je z zgoraj omenjeno revidirano direktivo o sistemu EU ETS – ki je vzpostavila okvir za četrto obdobje trgovanja od leta 2021 do leta 2030 – povečala verodostojnost programa. Nedavno sta k zvišanju cen najverjetneje prispevala ocenjen premik k strožjim podnebnim politikam na svetovni ravni ter verjetnost zgodnejšega prenehanja brezplačnega dodeljevanja pravic do emisije toplogrednih plinov, kot je opredeljeno v svežnju »Pripravljeni na 55«. K višjim cenam je prispevala tudi napoved evropskega zelenega dogovora⁷ in s tem povezan odlog dražb v okviru sistema EU ETS v letu 2021. Poleg sprememb v zasnovi trga bi skokovit porast cen lahko odražal povečano povpraševanje po energentih zaradi vremenskih vzorcev in ponovnega odprtja gospodarstva po koncu omejitev, povezanih s pandemijo koronavirusa (COVID-19), in obenem tudi špekulacije nekaterih tržnih akterjev, ki se na trgu EU ETS odločajo za dolge pozicije, ker pričakujejo, da se bo cena v prihajajočih mesecih še naprej zviševala. Do zdaj je bila krivulja terminskih cen razmeroma položna, vendar se

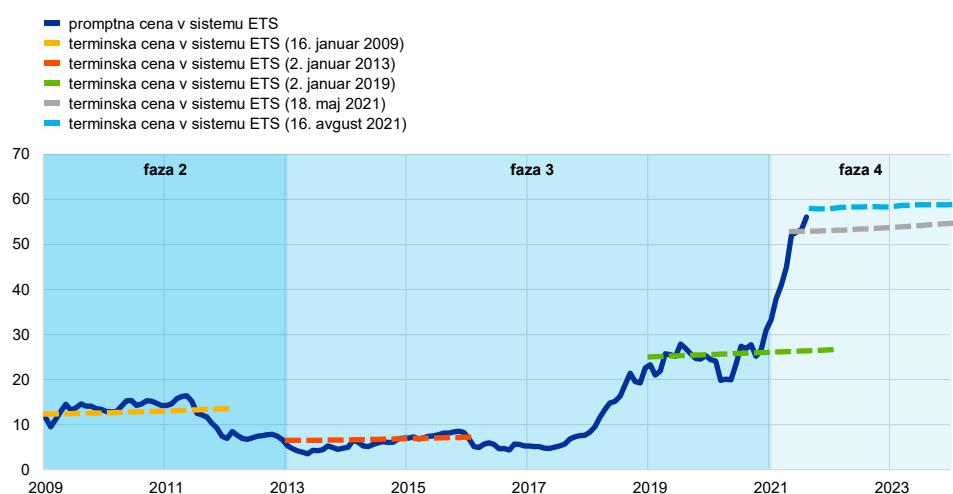
⁷ Glej »[Evropski zeleni dogovor](#)«, Evropska komisija.

nagiba rahlo navzgor. Glavni razlog za to je, da je presežne pravice mogoče obdržati za prihodnje potrebe, kar ustvarja močno povezavo med promptnimi in terminskimi cenami. Stroški hranjena takšnih pravic so nizki, obenem pa imetje pravic ne prinaša očitnih koristi, kot jih pri fizičnih surovinah. Tako so glavna razlika med promptnimi in terminskimi cenami pravic do emisije toplogrednih plinov oportunitetni stroški denarja, ki ga je treba plačati za promptne cene pravic.⁸

Graf A

Pravice do emisije toplogrednih plinov v EU – promptne in terminske cene v sistemu ETS

(EUR na metrično tono)



Viri: Refinitiv, Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: Letne terminske cene v sistemu EU ETS se izračunajo kot povprečje četrteletnih terminskih cen za posamezno leto. Zadnji podatki: avgust 2021 za promptne cene v sistemu EU ETS (mesečni podatki) in december 2023 za terminske cene v sistemu EU ETS (četrteletni podatki).

Do zdaj so cene pravic do emisije toplogrednih plinov najverjetnejše vplivale le na inflacijo v skupini energentov – predvsem na cene elektriKE – ker so v drugih sektorjih pravice brezplačne in v sistem še niso vključeni vsi sektorji.

Leta 2020 se je v vseh državah EU večina pravic za industrijske obrate v predelovalnih dejavnostih in za letalstvo v EGP dejansko dodelila brezplačno, medtem ko se je večina pravic do emisije toplogrednih plinov zaradi zgorevanja fosilnih goriv prodala na dražbi (graf B). Nedaven skokovit porast cen pravic do emisije toplogrednih plinov je po ocenah eden od vzrokov za nedavno zvišanje cen elektriKE v nekaterih državah euroobmočja. To velja predvsem tam, kjer cene elektriKE niso ali so le delno regulirane ali kjer so se gospodinjstva odločila za spremenljive tarife.⁹ V drugih državah se bodo cene elektriKE najverjetnejše odzvale z zamikom zaradi regulacije cen ali pa je vpliv nanje manjši, ker uporabljajo

⁸ Možno je, da se bo nagib krivulje v prihodnje spremenil. To bi se na primer lahko zgodilo, če bi trenutno rahlo negativna donosnost uporabnosti postala bolj negativna. Do tega bi lahko prišlo, če bi bili imetniki fizičnih pravic zaskrbljeni zaradi sprememb pravil, zaradi katerih bi se znižala vrednost fizičnih pravic, ne pa vrednost terminskih pogodb. Videti je, da so nekateri udeleženci na trgu v zvezi s tem zaskrbljeni, ker bi regulatorji lahko omejili pravico, da se pravice do emisije lahko prenesejo v naslednje leto. Glej tudi Bredin, D. in Parsons, J., »Why is Spot Carbon so Cheap and Future Carbon so Dear? The Term Structure of Carbon Prices«, *The Energy Journal*, letnik 37, št. 3, 2016.

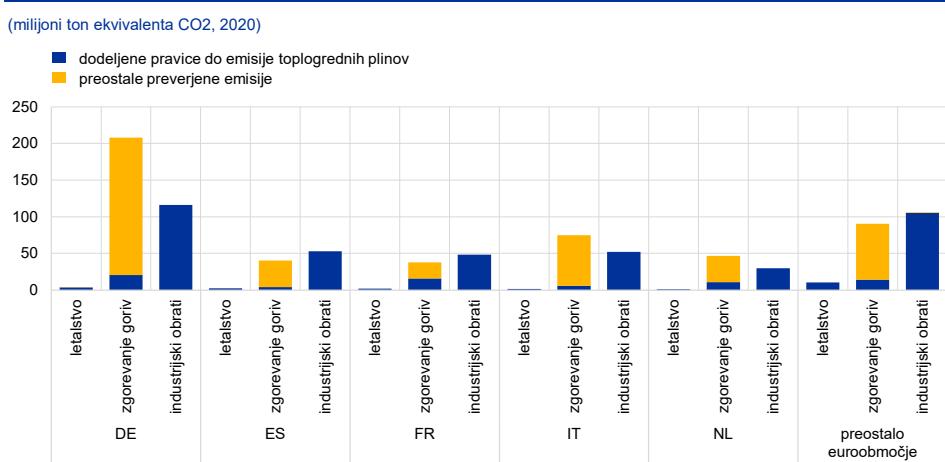
⁹ Glej Pacce, M., Sánchez, I. in Suárez-Varela, M., »Recent developments in Spanish retail electricity prices: the role played by the cost of CO₂ emission allowances and higher gas prices«, *Occasional Paper*, št. 2120, Banco de España, 2021.

nizkoogljično proizvodnjo električne.¹⁰ Dolgoročno bo neposredni vpliv cen pravic do emisije toplogrednih plinov na inflacijo odvisen tudi od hitrosti razogličenja, vključno s prehodom z električne, ki se proizvaja z uporabo ogljično intenzivnejših fosilnih goriv, na električno iz ogljično nevtralnih virov. Po podatkih Eurostata se je delež fosilnih goriv pri proizvodnji električne v EU znižal z okrog 45% v letu 2018 na 40% v letu 2020, vendar se je delež znatno razlikoval po državah. Vseeno pa se je letos proizvodnja električne iz premoga povečala, čeprav so se cene pravic do emisije toplogrednih plinov zvišale, kar verjetno odraža sedanje visoke cene plina. Gledano v celoti je videti, da je tveganje, da bodo cene pravic do emisije toplogrednih plinov v okviru sedanjega sistema EU ETS kratkoročno privedle do precej višje skupne inflacije, omejeno, ker so do zdaj te cene vplivale predvsem na inflacijo v skupini emergentov.

Kar zadeva prihodnje obdobje, bo v skladu z nedavno napovedanim akcijskim načrtom ECB treba te in druge politike za blažitev podnebnih sprememb podrobneje proučiti z vidika njihovih posledic za inflacijo in gospodarsko aktivnost. Za to bo potreben nadaljnji razvoj makroekonomskega modeliranja, ki bo ključno pri podpori izvajanju denarne politike.

Graf B

Dodeljene pravice do emisije toplogrednih plinov in preostale emisije, za katere je pravice treba kupiti, po sektorjih



Viri: Evropska agencija za okolje in izračuni ECB.

Opombe: Preostale preverjene emisije se izračunajo kot skupne preverjene emisije, zmanjšane za dodeljene pravice do emisije toplogrednih plinov. Emisije iz industrijskih obratov so seštevek emisij iz vseh vključenih industrijskih sektorjev. Pokritost preverjenih emisij z dodeljenimi pravicami se razlikuje po industrijskih sektorjih: emisije nekaterih sektorjev niso v celoti pokrite z dodeljenimi pravicami, medtem ko so emisije drugih sektorjev nižje od dodeljenih pravic.

¹⁰ Delež električne, proizvedene iz nizkoogljičnih obnovljivih virov ali jedrske energije, se znatno razlikuje med državami euroobmočja, zato se razlikuje tudi delež električne, poizvedene iz fosilnih goriv. Glej na primer [Energy, transport and environment statistics](#), Eurostat, 2020.

Članka

1 Hours worked in the euro area

Prepared by Vasco Botelho, Agostino Consolo and António Dias da Silva

1 Introduction

This article analyses the evolution of hours worked per worker in the euro area, given their relevance for the labour contribution to the production of goods and services and for the capacity of the labour market to adjust to macroeconomic developments.¹ First, it analyses the factors behind the trend decline in hours worked per worker over the last 25 years. Second, it analyses the importance of hours worked per worker for labour market adjustment during economic expansions and recoveries. The long-term decline in hours worked per worker may affect labour input, depending on its interplay with labour market participation. Cyclical movements in hours worked per worker allow flexibility during downturns, as firms can adjust labour costs by reducing hours instead of employment (labour hoarding) in the event of adverse shocks to the profitability of the firms concerned. The contribution of average hours to the cyclical adjustment affects the measurement of labour market strength and slack. This is an important determinant of the dynamics of wage and price inflation, making it relevant for the conduct of monetary policy.

The decline in hours worked per worker is a long-term phenomenon. Annual hours worked per worker declined by more than a thousand hours in France, Germany, Italy and the Netherlands between 1870 and 1973.² Similar developments occurred in other countries, such as Australia, Canada, Japan, the United Kingdom and the United States. The pace of the decline decelerated somewhat after 1973 and became more uneven across countries. There are several reasons for the long-term decline in hours worked per person, with technological progress as a common factor or even enabler.³ In fact, technological progress over the last 150 years changed the nature of production work and led to the creation of large numbers of

¹ Two main data sources for hours worked per worker are used throughout the article. The first is the Eurostat national accounts dataset, which contains information on total employment and total hours worked. Hours worked per worker are obtained by dividing total hours worked by total employment. The second is the European Union Labour Force Survey (EU-LFS). The EU-LFS collects data on "number of hours usually worked per week" and "number of hours actually worked during the reference week". The number of hours usually worked per week comprises all hours including extra hours (either paid or unpaid) that a person normally works. The number of hours actually worked during the reference week covers all hours including extra hours regardless of whether they were paid or not.

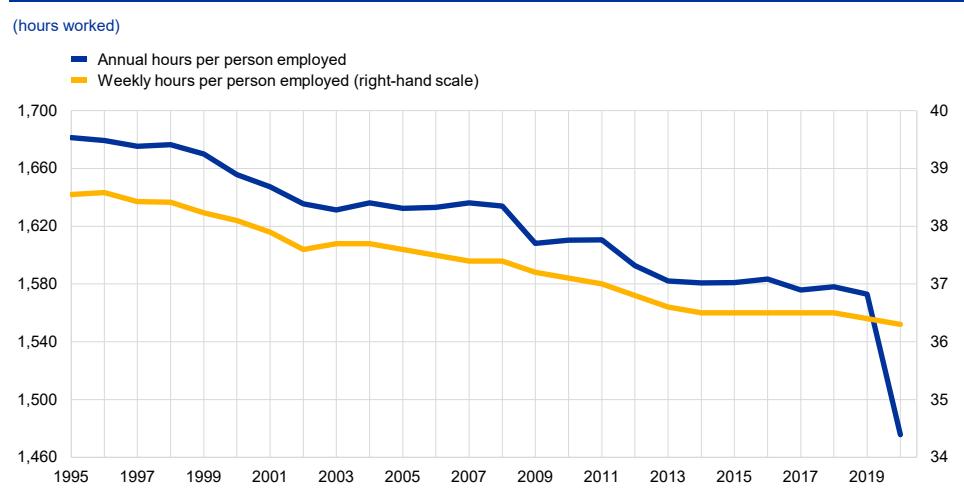
² Data collected in Maddison, A., *The World Economy: A Millennial Perspective*, OECD, 2001. More specifically, annual hours worked per person employed in 1870 were 2,945 in France, 2,841 in Germany, 2,886 in Italy and 2,964 in the Netherlands. By 1973, hours worked per person employed had declined to 1,804 in Germany, 1,771 in France, 1,612 in Italy and 1,751 in the Netherlands.

³ Boppart, T. and Krusell, P., "Labor Supply in the Past, Present, and Future: A Balanced-Growth Perspective", *Journal of Political Economy*, Vol. 128, No 1, 2020. The authors argue that the key to falling hours is that the income effect allowed by productivity slightly overweights the substitution effect.

jobs in the services sector. Fast productivity gains allowed wages to increase and the cost of leisure activities to decrease, changing the optimal allocation of time between work and leisure. This article zooms in on the last 25 years for a detailed analysis of the evolution of hours worked per worker in the euro area.

Between 1995 and 2019, annual hours worked per worker in the euro area declined by more than a hundred hours. On a weekly basis, hours worked per worker in the euro area declined from 38.6 in 1995 to 36.4 in 2019 (Chart 1). The decline in hours worked per worker was particularly large in 2020, on account of the COVID-19 pandemic, although most of this decline is expected to be only temporary. Moreover, while the pandemic affected the number of hours effectively worked in the euro area, it has not led to significant changes in the usual duration of the work week for the average worker during 2020, compared to the period preceding the pandemic.

Chart 1
Hours worked per worker



Source: Authors' calculations based on Eurostat data. Latest observation: 2020.

Notes: See footnote 1 for the definition of the two measures of hours worked used in this chart. The discrepancy in the path of hours worked per worker between the two measures in 2020 may reflect the temporary impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market.

The decline in hours worked per worker in the euro area over the last 25 years is mainly associated with trends in labour force participation and part-time work. From a theoretical perspective, the reduction in hours worked per worker could entail a reduction in hours worked in full-time or part-time jobs as well as an increase in the share of part-time work. The main factor behind the decline in hours worked per worker in the euro area over the last 25 years is an increase in the share of part-time workers. From a household perspective, a higher labour force participation increases aggregate income and may lead to lower average hours worked due to income effects, i.e. the income is higher with two members of the household working, who may decide to work less hours on average.. At the same time, joint taxation systems may discourage the labour supply of second earners,

leading to a higher likelihood of the second earner working part time.⁴ Both the income effects and the joint taxation systems may trigger lower hours worked per worker. Moreover, changes in regulations and workers' preferences affect working time. For example, there were changes in working time regulations (e.g. the introduction of the 35 hour week in France in the early 2000s) coupled with preference shifts, with workers calling for a reduction of the weekly hours worked instead of negotiating for higher wages.⁵ The increase in labour force participation and in the share of part-time employment have mainly been driven by a higher female labour force participation, as women are also more likely to take up part-time jobs. The increase in female participation results in part from a shift of home production to the market economy (known as marketisation of home production), a phenomenon that is considered to have occurred later in Europe and to a more limited extent than in the United States.⁶

Developments in hours worked per worker are important to gauge the strength of the euro area labour market over the business cycle. The fallout from the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis has had a lasting effect on labour input as measured by total hours worked. During the crisis period, labour hoarding by reducing hours worked limited the increase in unemployment in the euro area. The adjustment in hours worked is an important part of any comprehensive analysis of the strength and timing of labour market recoveries, as the unemployment rate may not fully reflect the state of the labour market. For example, the number of hours worked per worker became even more important for the capacity of the labour market to adjust to the coronavirus (COVID-19) pandemic, as euro area countries deployed job retention schemes to protect employment (Chart 2).⁷

⁴ For explanations on hours worked per worker based on taxation, see, for example, Prescott, E.C., "Why Do Americans Work So Much More Than Europeans?", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Vol. 28, No 1, 2004; Ohanian, L., Raffo, A. and Rogerson, R., "Long-term changes in labor supply and taxes: Evidence from OECD countries, 1956-2004", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, Issue 8, 2008, pp. 1353-1362; and Bick, A., Brüggemann, B., Fuchs-Schündeln, N. and Paule-Paludkiewicz, H., "Long-term Changes in Married Couples' Labor Supply and Taxes: Evidence from the US and Europe Since the 1980s", *Journal of International Economics*, Vol.118, Issue C, 2019. See also Eckstein, Z. and Wolpin, K.I., "Dynamic Labour Force Participation of Married Women and Endogenous Work Experience", *Review of Economic Studies*, Vol. 56, No 3, 1989, pp. 375-390.

⁵ This includes more flexibility in terms of the duration of the work week and annual leave plans. Other regulations facilitated the use of part-time work, for example the Framework Agreement on part-time work (Directive 97/81/EC).

⁶ Marketisation of home production refers to the shift of traditional household production to the market. This includes, for example, food preparation, childcare, elderly care and house cleaning. See, for example, Freeman, R.B. and Schettkat, R., "Marketization of household production and the EU-US gap in work", *Economic Policy*, Vol. 20, No 41, 2005, pp. 5-50; Fang, L. and McDaniel, C., "Home hours in the United States and Europe", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 17, Issue 1, 2017, pp. 1-27; and Bridgman, B., Duernecker, G. and Herendorf, B., "Structural transformation, marketization, and household production around the world", *Journal of Development Economics*, Vol. 133, Issue C, 2019, pp. 102-126.

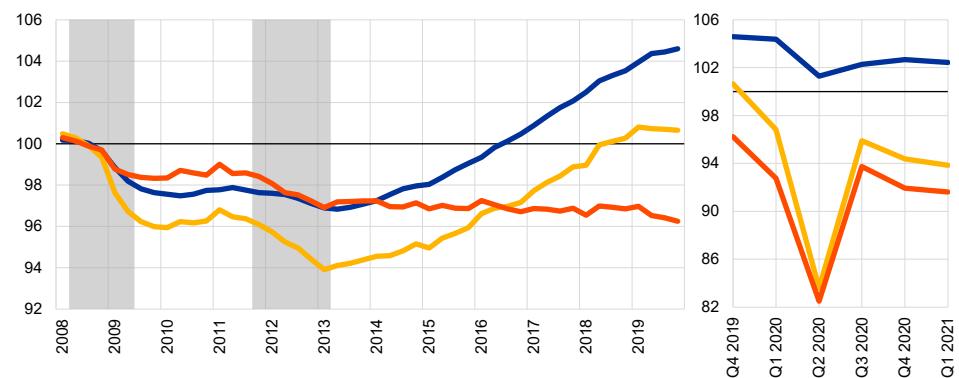
⁷ See the article entitled "The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020.

Chart 2

Hours worked and employment since the global financial crisis

(index, 2008=100)

- Total employment
- Total hours worked
- Average hours worked per worker



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Note: The shaded areas in the left panel represent recessions in the euro area as defined by the CEPRA business cycle dating committee. The latest observation is for the fourth quarter of 2019 in the left panel, and for the first quarter of 2021 in the right panel.

2 Long-term developments in hours worked

Structural changes over the last 25 years had a considerable impact on hours worked per worker. These transformations include an increased share of employment in the services sectors, increased female labour force participation, an increased share of part-time work and an ageing society.⁸ The increase in labour market participation contributed to higher total hours worked and higher hours worked per capita.⁹ However, to the extent that new labour market entrants worked fewer hours, they contributed to a decrease in hours worked per worker. This section analyses developments in hours worked per worker in the euro area in the last 25 years. It concludes that the main driver of the decline is higher labour market participation by women, which is also reflected in an increased employment-to-population ratio.

Hours worked per worker declined across all sectors, while shifts towards services put further downward pressure on this metric. A shift-share analysis shows that most of the secular decline in average hours worked in the euro area is driven by within-sector dynamics, as average hours worked declined in most sectors. However, composition effects play a role, accounting for roughly 20% of the decline in hours worked per worker in the euro area since 1995 (Chart 3). These composition effects are driven by a decline in the employment share of agriculture and industry and a corresponding increase in the employment share of professional services and administrative and support activities. The shift from manufacturing to services is often labelled as the “servitisation” of the economy, with manufacturing

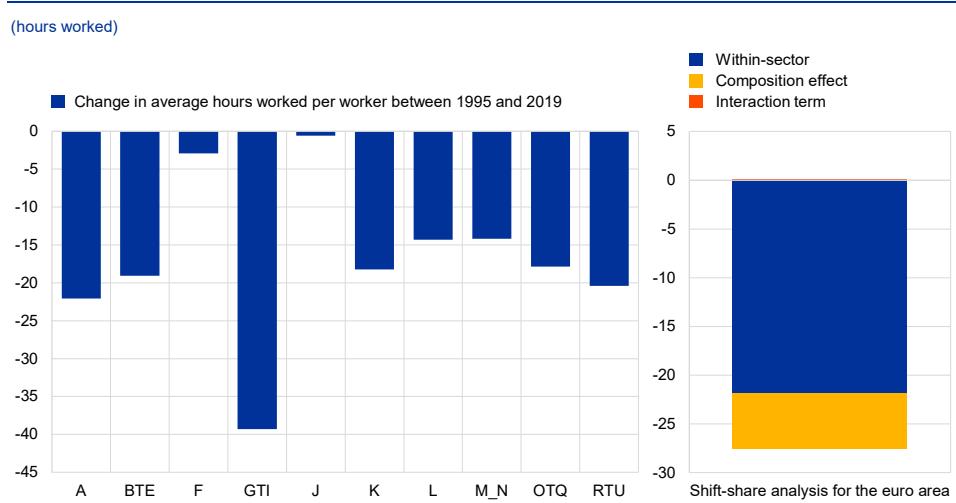
⁸ Other changes include labour market polarisation. See, for example, Dias da Silva, A., Laws, A. and Petroulakis, F., “Hours of work polarisation?”, *Working Paper Series*, No 2324, ECB, 2019.

⁹ Between 1995 and 2019, annual hours worked per capita in the euro area increased from 696 to 738.

firms changing their business models to start selling both goods and services.¹⁰ More broadly, sectoral differences in hours worked per worker are also related to technological differences across the different sectors and to the different conditions offered by employers across sectors. The technological channel implies differences in hours worked per worker across sectors resulting from differences in the production methods used at the firm level in different sectors. The different conditions offered by employers across sectors is driven instead by changes in labour demand and in the bargaining power of workers as they negotiate their labour contracts.

Chart 3

Decline in hours worked per worker at the sectoral level – shift-share analysis



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Notes: A – agriculture, BTE – industry, F – construction, GTI – wholesale and retail trade, J – information and communication technologies, K – financial activities, L – real estate, M_N – professional services and administrative and support activities, OTQ – public services, including health and education, RTU – other services, including recreation and personal services.

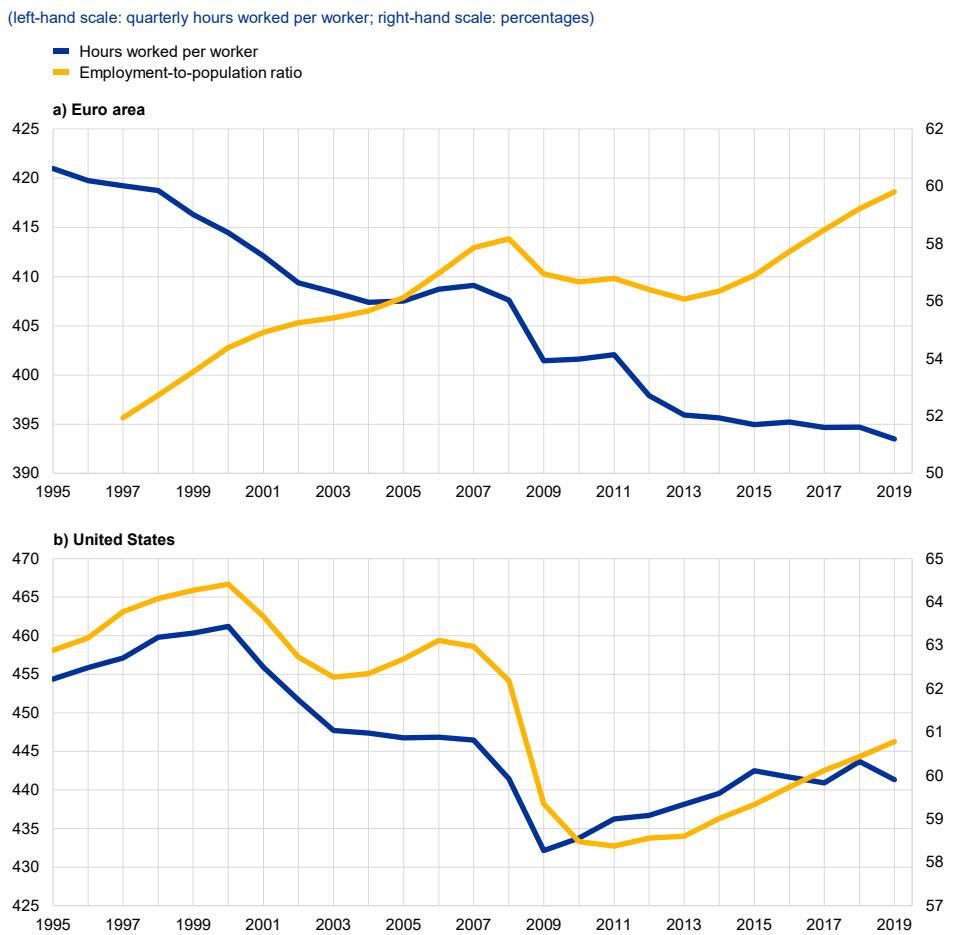
The decline in hours worked per worker in the euro area was accompanied by a corresponding increase in the employment-to-population ratio. Chart 4 (panel a) compares the employment-to-population ratio with the quarterly hours worked per worker in the euro area. It shows that in the last 25 years, the significant decline in hours worked was accompanied by higher labour market participation (about 8 percentage points), hinting at a substitution effect in the labour market as more people started participating with fewer hours. Taken together, the increase in the employment-to-population ratio and the decline in average hours worked also suggest the existence of income effects and long-term changes in labour supply decisions taken by households in the euro area. Such a substitutability between average hours worked and labour market participation is a feature of the euro area as this is not present in the data for the United States in this period. In the United States, employment and hours worked per worker tend to co-move and depend

¹⁰ The structural transformation in the industry structure of the economy, from agriculture and manufacturing to services, is documented in the handbook chapter of Herrendorf, B., Rogerson, R. and Valentinyi, A., “Growth and Structural Transformation”, *Handbook of Economic Growth*, Vol 2, 2014, pp. 855-941. See also Crozet, M. and Milet, E., “The Servitization of French Manufacturing Firms”, in Fontagné, L. and A. Harrison (eds.) “The Factory-Free Economy: Outsourcing, Servitization, and the Future of Industry”, Chapter 4, 2017 for further details on the “servitisation” of French manufacturing firms.

mostly on business cycle conditions (Chart 4, panel b).¹¹ Also, the reduction in hours worked per worker during the last 25 years was smaller in the United States than in the euro area. Such differences highlight the importance of careful analysis of hours worked per worker when assessing the euro area labour market.

Chart 4

Quarterly hours worked per worker and employment-to-population ratio



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

The largest euro area countries share a secular decline in hours worked per worker, although the level of hours worked varies and is negatively related to the employment-to-population ratio. Chart 5 shows that countries with relatively fewer hours worked per worker have a relatively higher employment-to-population ratio (e.g. Germany) and countries with higher levels of quarterly hours worked per worker have lower employment-to-population ratios (e.g. Italy and Spain). Beyond differences in the level of average hours worked and employment-to-population ratios, both variables face a common trend across countries. Larger declines in

¹¹ Despite the long-term trends in the employment-to-population ratio and hours worked per worker in the euro area and the lack of those trends in the United States, the cyclical adjustment of average hours worked is more marked for the euro area countries than for the United States. See Dossche, M., Lewis, V. and Poilly, C., “[Employment, hours and the welfare effects of intra-firm bargaining](#)”, *Journal of Monetary Economics*, Vol 104, 2019, pp. 67-84. for more details on this comparison. The cyclical adjustment of average hours worked in the euro area is considered further in Section 3 of this article.

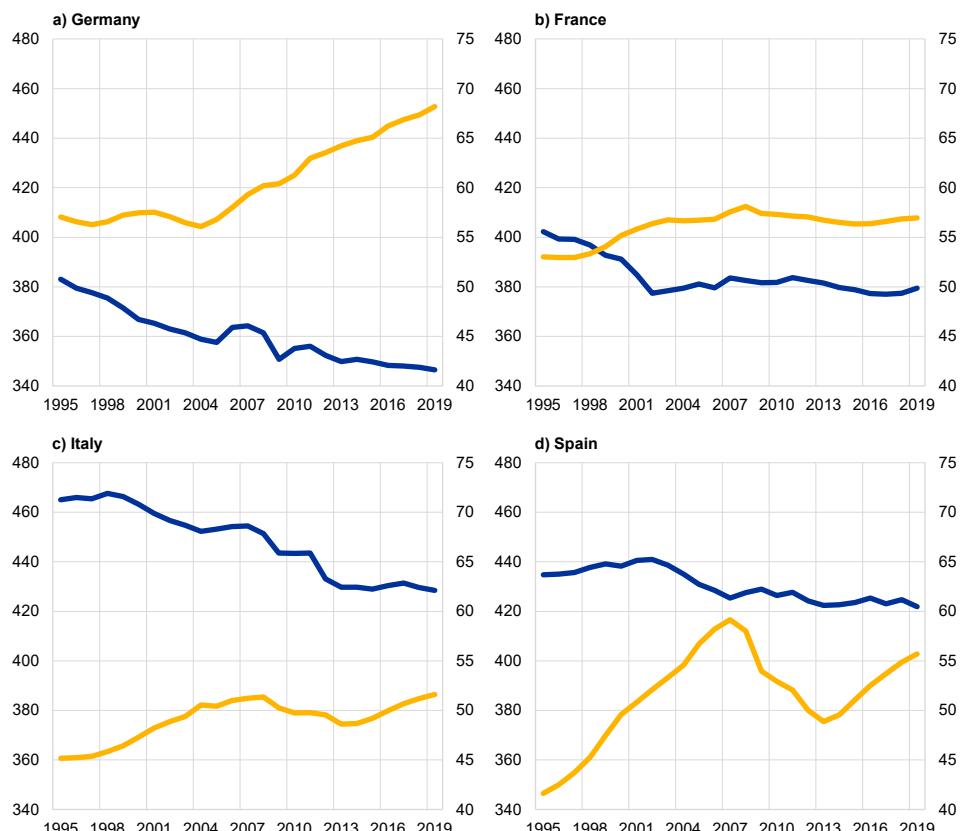
average hours tend to be associated with larger increases in employment-to-population ratios. France, Germany and Italy contributed the bulk of the decline in average hours worked in the euro area (around 78%) over the last 25 years.

Chart 5

Quarterly hours worked per worker and employment-to-population ratio in the four largest euro area countries

(left-hand scale: quarterly hours worked per worker; right-hand scale: percentages)

- Average hours (left-hand scale)
- Employment-to-population ratio (right-hand scale)



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Note: The latest observation is for the fourth quarter of 2019.

The higher labour market participation of women is the main driver behind the increase in the employment-to-population ratio in the euro area. The euro area labour force participation rate was 59.8% in 2000, rising to 64.6% in 2019.¹² The increase in labour force participation in the euro area was mostly driven by women participating more in the labour market, with their rate increasing by around 9 percentage points over the last two decades to reach 59.4% in 2019. Thus,

¹² The difference between the employment-to-population ratio and the labour force participation rate relates to the number of unemployed workers. While unemployment fluctuates with business cycles, usually decreasing during upturns and increasing during downturns, there has been no major structural change in the unemployment rate in the euro area in the last three decades, as documented in "How does the current employment expansion in the euro area compare with historical patterns?", ECB Economic Bulletin, Issue 6/2019. As such, structural changes in labour force participation are the main drivers of long-term movements in the employment-to-population ratio in the euro area.

increased female participation contributed 90% of the increase in labour force participation in the euro area between 2000 and 2019.¹³

The increase in female labour force participation is also associated with an increase in part-time employment.¹⁴ Women are more likely to work part-time than men.¹⁵ In the euro area, women make up a disproportionate share of part-time workers, accounting for more than 75% of part-time employment. 29% of employed women and 5% of employed men worked part-time in 2000, rising to 36% of employed women and 10% of employed men in 2019. Most of part-time employment is voluntary and allows for more people to participate in the labour market at any given point in time (see also Chart 16 in Section 3).¹⁶ Yet some institutional features, such as insufficient child care arrangements, may hamper the availability of some workers to work full time.

The increase in part-time employment is the main factor behind the decline in hours worked per worker. Conceptually, hours worked per worker can decrease either when full-time or part-time workers work less hours or when there is an increase in the share of part-time work in the economy. Over the last two decades, the average full-time worker in the euro area saw their average hours worked fall by about half an hour per week, while the average part-time worker saw their average hours worked increase by slightly more than half an hour per week (Chart 6, panel a).¹⁷ These developments did not contribute much to the decline in average hours

¹³ The increase in the labour force participation for women in euro area can be linked to several factors, such as: (1) behavioural differences between generations regarding labour supply decisions at the household level, as in Vlasblom, J. and Schippers, J., “[Increases in Female Labour Force Participation in Europe: Similarities and Differences](#)”, *European Journal of Population*, Vol 20, 2004, pp. 375-392 (2) the marketisation of home production, as described by Buera, F. and Kaboski, J., “[The Rise of the Service Economy](#)”, *American Economic Review*, Vol 102, 2012, pp. 2540-2569, Ngai, R. and Petrongolo, B., “[Gender Gaps and the Rise of the Service Economy](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol 9, 2017, pp. 1-44, Bridgman, B., Duernecker, G., and Herrendorf, B., “Structural transformation, marketization, and household production around the world”, *Journal of Development Economics*, Vol 133, 2018, pp. 102-126 and Reimers, P., “Industry Structure and the Composition of Men’s and Women’s Productive Time”, *mimeo*, 2020; (3) changes in labour market institutions, as argued by Cipollone, A., Patacchini, E., and Vallanti, G., “[Female labour market participation in Europe: novel evidence on trends and shaping factors](#)”, *IZA Journal of European Labor Studies*, Vol 3, 2014 and Kelly, S., Watt, A., Lawson, J., and Hardie, N., “[Disentangling the drivers of labour force participation by sex – a cross country study](#).”, *CEPR Discussion Paper 15661*, 2021; or (4) changes in tax wedges on second earners and single parents, as discussed in Bick, A. and N. Fuchs-Schündeln, “[Taxation and Labour Supply of Married Couples across Countries: A Macroeconomic Analysis](#)”, *The Review of Economic Studies*, Vol 85, 2018, pp. 1543-1576, and Bick, A., Brüggemann, Fuchs-Schündeln, N., and Paule-Paludkiewicz, H., “[Long-term changes in married couples’ labor supply and taxes: Evidence from the US and Europe since the 1980s](#)”, *Journal of International Economics*, Vol 118, 2019, pp. 44-62.

¹⁴ In the EU-LFS, the distinction between full-time and part-time work is generally based on a spontaneous response by the respondent. The main exception among euro area countries is the Netherlands, where a 35-hour threshold is applied.

¹⁵ The reasons for taking up part-time work differ between men and women. According to data from the EU labour force survey, the two most important reasons for men to work part-time are “Person could not find a full-time job” and “Person is undergoing school education or training”. For women, the single most important reason is “Looking after children or incapacitated adults”, followed by “Person could not find a full-time job” and “Other family or personal reasons”.

¹⁶ Changes in regulations were an important element in the increase in part-time work. Other regulation affecting working time appears to have been less important, as there is no significant long-term difference between usual and actual hours worked, which could indicate an increase in annual leave days.

¹⁷ The patterns shown in Chart 6 (panel a) are also similar when splitting the sample by gender, with the average hours worked by a full-time worker and by a part-time worker remaining broadly constant over time, and with the share of part-time employment increasing over time. Moreover, new hires are more likely to work part-time than workers that remain with their employers for more than one year. In 2019 about 28% of new hires worked part-time, while around 20% of tenured workers worked part-time.

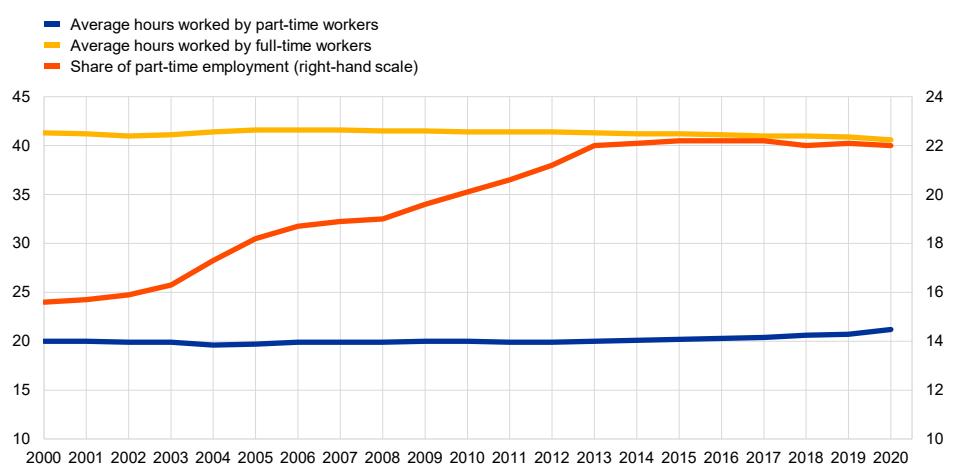
worked in the euro area. By contrast, the euro area has faced a remarkable increase in part-time work, with the share of part-time employment in the euro area increasing from 15.4% in 2000 to 22.1% in 2019.¹⁸ While workers are traditionally more likely to work part-time in some countries (such as Germany or the Netherlands) than in others (such as Italy or Spain), the increase in part-time employment is common to all the larger euro area countries (Chart 6, panel b)).¹⁹

Chart 6

Relation between average hours worked and part-time employment

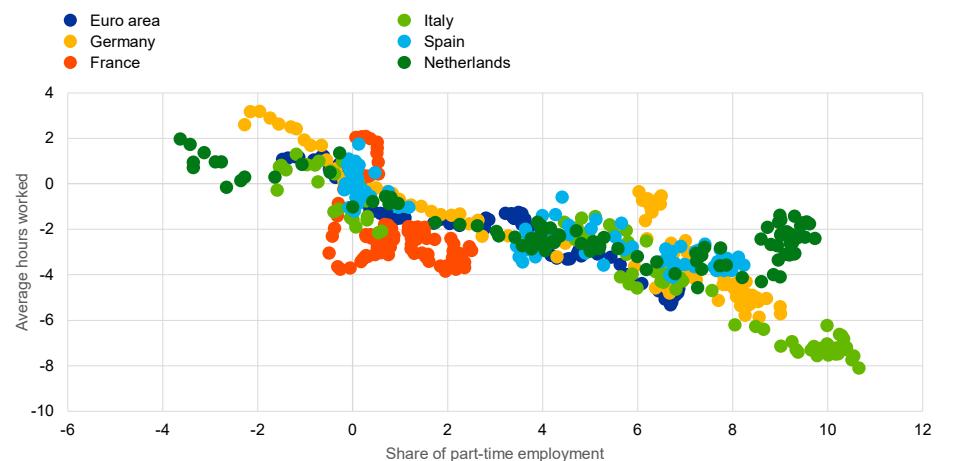
a) Average hours worked by part-time and full-time workers, and share of part-time employment

(left-hand scale: hours per week; right-hand scale: percentages)



b) Average hours worked and part-time employment - cumulative change from 2000

(percentages)



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Notes: Panel a): hours worked for full-time and part-time workers measured as usual weekly hours worked, as recorded in the European Union Labour Force Survey. Panel b): the chart comprises changes in part-time employment and average hours worked to their average values in 2000, with average hours worked taken from the Eurostat national accounts data. The sample in panel b) comprises the period between the first quarter of 1997 and the fourth quarter of 2019, and changes are measured with respect to the average in 2000 for consistency with the data presented in panel a), which is only available from 2000 onwards. Part-time employment is calculated as a share of total employment, and average hours worked are at quarterly frequency.

¹⁸ See also “Labour supply and employment growth”, *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2018.

¹⁹ Between 2000 and 2019, the share of part-time employment increased by 10.5 percentage points in Italy, 9.6 percentage points in the Netherlands, 8.8 percentage points in Germany, 6.7 percentage points in Spain and 1.4 percentage points in France.

The negative relationship between hours worked per worker and part-time employment is a long-term feature of the euro area labour market. The growth rate of average hours worked is lower as part-time employment increases during both expansions and recessions. However, this relation is asymmetric with the business cycle, with changes in part-time employment having a stronger impact on the growth of average hours worked during recessions than during expansions.

Table 1 proposes a set of reduced-form regressions quantifying the negative relationship between average hours worked and the share of part-time employment. To account for cross-sectoral variability across countries, panel data across all euro area countries are used to estimate the relationship between the year-on-year growth rate of average hours worked and the year-on-year changes in the share of part-time employment. An increase of one percentage point in the share of part-time employment serves to slow year-on-year growth in average hours worked by 0.12 percentage points during expansions and by 0.57 percentage points during recessions.²⁰ The cyclical conditions of the labour market are also an important factor contributing to the dynamics of average hours worked. Year-on-year changes in the unemployment rate also impact the growth rate of average hours worked asymmetrically with the business cycles. During expansions, decreases in the unemployment rate lead to a higher growth rate of average hours worked.²¹ By contrast, increases in the unemployment rate during recessions also lead to increases in the growth rate of average hours worked, as workers who work fewer hours are usually laid off first. This implies that the dynamics of average hours worked also have an important cyclical component on top of the declining long-run trend.

²⁰ During recessions, workers may be offered fewer hours than they would wish to work, as reflected by an increase in involuntary part-time work. Further details are provided in Section 3.

²¹ The results in Table 1 do not necessarily provide a causal relation on the drivers of average hours worked. Instead, they provide a characterisation of the long-run association between average hours worked, part-time employment and the business cycle in the euro area.

Table 1

Quantifying the relation between average hours worked and part-time employment

(dependent variable: year-on-year growth rate of average hours worked, percentages)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
PT	-0.277**	-0.169***	-0.140**	-0.121**	-0.121**
Recession x PT					-0.445**
U rate			-0.067**	-0.070**	-0.105***
Recessions x U rate					0.341***
Recessions					-0.627***
Country FE				✓	✓
Observations	88	1,724	1,724	1,724	1,724

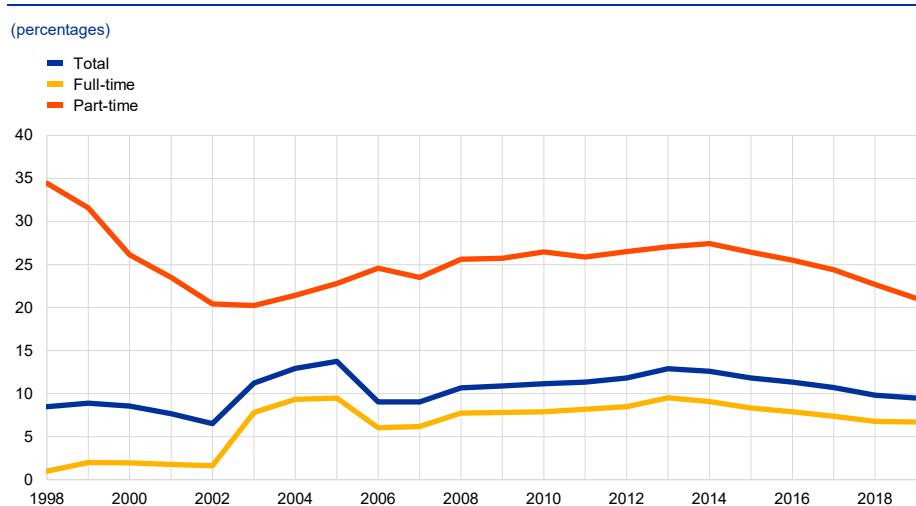
Sources: Eurostat, EU Labour Force Survey and ECB staff calculations.

Notes: ** and *** refer to statistical significance at 5 and 1 percent, respectively. Each regression model estimates the relationship between the year-on-year growth rate of average hours worked and the year-on-year percentage point differences in the share of part-time employment (PT), defined as the ratio between part-time employment and total employment. Model (1) estimates this relationship using time series data for the euro area as a whole, while (2) estimates the same relation using panel data for the 19 euro area countries. Model (3) accounts for the state of the business cycle by augmenting the regression in (2) with each country's unemployment rate. Model (4) introduces additional country fixed effects. Finally, model (5) includes a dummy for the euro area recessions as communicated by the [CEPR business cycle dating committee](#) and allows for asymmetric effects of part-time employment and the unemployment rate to the growth rate of average hours worked during expansions and recessions. The panel data regressions in models (2) to (5) are weighted by the employment share of each country. The sample period is from the first quarter of 1995 to the fourth quarter of 2019.

The documented decline in hours worked per worker depends on both demand and supply factors. Most people working part-time do so voluntarily, as they choose to work fewer hours than full-time workers. However, a not insignificant share of part-time workers report doing so because they could not find a full-time job, suggesting demand as a factor determining the numbers of hours worked. The European Union Labour Force Survey (EU-LFS) asks all workers whether they would like to work more hours. In the total sample, about 10% of workers report that they would like to work more hours than they currently do (Chart 7). Among part-time workers, more than one in five would like to work more hours than they usually do.

Chart 7

Share of workers who would like to work more hours

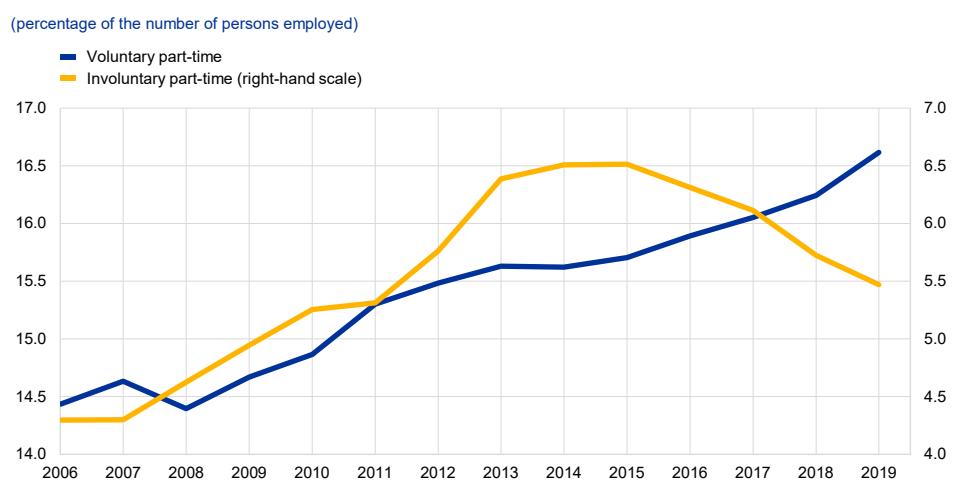


Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Part-time employment features a cyclical component related to “involuntary” part-time employment, which played as a buffer in the adjustment of the labour market during crisis periods. Chart 8 shows the evolution of part-time employment in the euro area between 2006 and 2019, focusing on disentangling the trend increase in “voluntary” part-time employment from the more cyclical “involuntary” part-time employment. “Voluntary” part-time employment reflects increases in the aggregate labour supply stemming from increasing flexibility in the labour market, which allows workers to work if they wish to and to work fewer hours than a full-time job. By contrast, “involuntary” part-time employment comprises all workers who work part-time because they could not find a full-time job. In this way, involuntary part-time captures fluctuations in labour demand, in workers’ bargaining power and in the matching efficiency of the euro area labour market. This all means that involuntary part-time employment is considerably more cyclical than voluntary part-time employment. Voluntary part-time employment has been trending upwards over time, without many major cyclical fluctuations. At the same time, involuntary part-time employment in the euro area increased during the global financial crisis and the sovereign debt crisis periods, before falling slowly during the economic expansion that ensued following a stabilisation during the first years of the recovery.²² The share of involuntary part-time work can also be linked to labour underutilisation beyond that captured by the unemployment rate, with this factor instead being observed in a decline in average hours worked.

Chart 8

Part-time employment: voluntary vs involuntary



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

Note: The latest observation is for 2019.

The differences in hours worked per worker across demographic groups are largest for women. To analyse differences across individuals, hours per week usually worked are regressed on five age groups, three education groups, gender, occupation, economic activity sector, country and year. The regression analysis is carried out for the period 1998–2019 using the EU-LFS microdata for workers aged

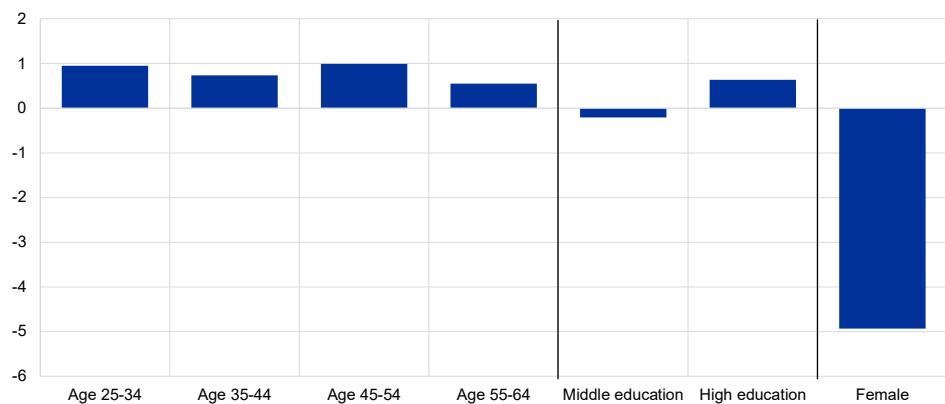
²² For an earlier assessment of the decline in underemployed part-time workers during the latest economic expansion, see “Recent developments in part-time employment”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2018.

20-65 reporting between ten and 60 hours usually worked per week; the agriculture sector and armed forces are excluded. Chart 9 displays the estimation results for individual characteristics and shows that the more marked differences in weekly hours worked occur for gender, with usual hours worked per week being about five hours less for women than for men. This result is partly explained by the larger share of women working part-time. All age groups work higher hours on average than the 20-24 age group. Among prime-age workers, the 35-44 age group reports slightly lower hours, which may be related to childcare activities. Across education groups, workers with high levels of education tend to work more hours than workers with middle and low levels. These are average results for 1998-2019, and the patterns are relatively stable over this period for gender but differ both for age and education. The age group 20-24 had a larger decline in hours worked than any other age group; and workers with a high level of education had a lower decline in hours worked than workers with low and middle levels of education.

Chart 9

Differences in weekly hours worked by demographic group

(weekly hours in differences from the base category: age 20-24 for age groups, low education for education levels; and male for gender)



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Notes: Results based on a regression framework with usual hours worked per week as dependent variable and age, education, gender, occupation, sector, country and year as explanatory variables. Estimates statistically significant at 1% level.

The incidence of part-time work varies across demographic groups and activity sectors, and these differences may offer insights on the future evolution of hours worked per worker. Female and older workers have been two important forces driving the increase in the labour force participation in the euro area. It is expected that these two groups will continue to increase their share in the labour market, in view of the large heterogeneity in their labour force participation rates across the euro area countries and the ageing of the population. These developments are likely to continue to contribute to lower hours worked per worker

as these workers are more likely to work part-time.²³ In addition, the incidence of part-time is very different across economic activity sectors. For example, accommodation, human health and social activities, and education are three sectors with an incidence of part-time work above average, which also gained employment shares since the Global Financial Crisis. An increase in employment in sectors with higher shares of part-time work may lead to lower average hours worked per worker in the future. The skill level is another factor explaining the incidence of part-time work. Part-time work increased across all education groups, with faster increases for low and middle-skilled workers than for high-skilled workers, from about 16% in 2000 to 24% in 2020. In the same period, part-time employment among high-skilled workers increased from 13% to 18%. The increasing employment share of high-skilled workers may moderate the downward pressure in hours worked per worker.

Self-employment is another important factor driving the decline in average hours worked in the euro area. Self-employment contributes to the decline in average hours worked directly – with the average self-employed worker decreasing their hours worked by more than the average employee – and indirectly via composition effects in the economy.²⁴ The direct effects can be assessed by looking at the relative decline in average hours worked across the two groups of workers. While employees reduced their average hours worked by 5.2% between 1995 and 2019, the average self-employed worker reduced their hours by 7% over the same period (Chart 10, left panel). The indirect contribution of self-employment to the decline in average hours worked stems from composition effects, as self-employed workers worked longer hours on average than the average employee (Chart 10, middle panel) and their share in total employment decreased (Chart 10, right panel).

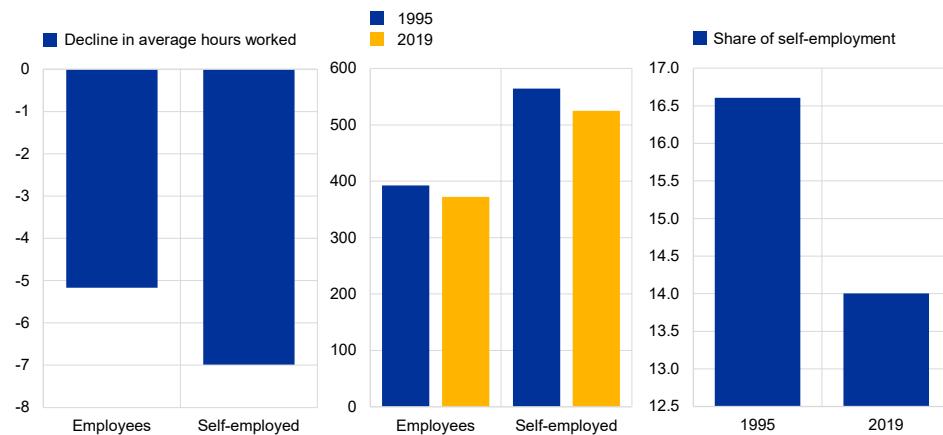
²³ Both young and older workers work on average less hours than prime age workers. In the period of analysis, composition effects arising from change in the age structure of the workforce have had a very small impact on the decline in average hours worked due to offsetting effects. The increasing share of older workers have been counter-balanced by a declining share in younger workers, which is the group that has higher incidence of part-time and work fewer hours. Instead, hours worked per worker declined across all age groups. For the younger cohorts, the main reason for a higher incidence of part-time work is that the “person is undergoing school, education or training”. While age composition effects have not played an important role until now, it is expected that in the future ageing will play a downward pressure in average hours worked.

²⁴ Self-employment accounts for about 25-35% of the decline in hours worked in the euro area, depending on whether the national accounts or the EU-LFS are used. The share of women in self-employment increased from 28% in 2000 to 33% in 2019, as the number of self-employed women increased by 30.5% in this period. While self-employed with employees declined by 17% for men and stabilised for women, own-account self-employment increased by 15% for men and 46% for women. Own-account self-employed people work significantly fewer hours (40.1 hours a week in 2019) than self-employed people with employees (48.8 hours a week in 2019).

Chart 10

Employment share and average self-employed hours worked

(left panel: percentages, middle panel: quarterly hours worked; right panel: percentages)



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Notes: The left panel shows the percentage decline in average hours worked by employees and self-employed workers between 1995 and 2019; the middle panel considers the average hours worked by employees and self-employed workers in 1995 and 2019; and the right panel depicts the employment share of self-employment in the euro area in 1995 and 2019.

Box 1

Implications of the declining trend in hours worked per worker for potential output

Prepared by Katalin Bodnár and Julien Le Roux

This box examines how changes in trend hours worked per worker have affected euro area potential output growth. Total labour input is defined in terms of total trend hours worked and can be further decomposed into different components such as the size of the working age population, the trend labour force participation rate, the trend unemployment rate (NAIRU) and trend hours worked per worker.

The labour contribution to potential output in the euro area is decreasing over time. According to estimates from the European Commission, labour contribution was around 0.4-0.5 percentage points before the global financial crisis and slowed down to 0.1pp by 2019. This reflects that the growth rate of the working age population has slowed down, while trend hours worked per worker has provided a negative contribution. This has been partially offset by a positive contribution of the rising trend labour force participation rate and the declining NAIRU.

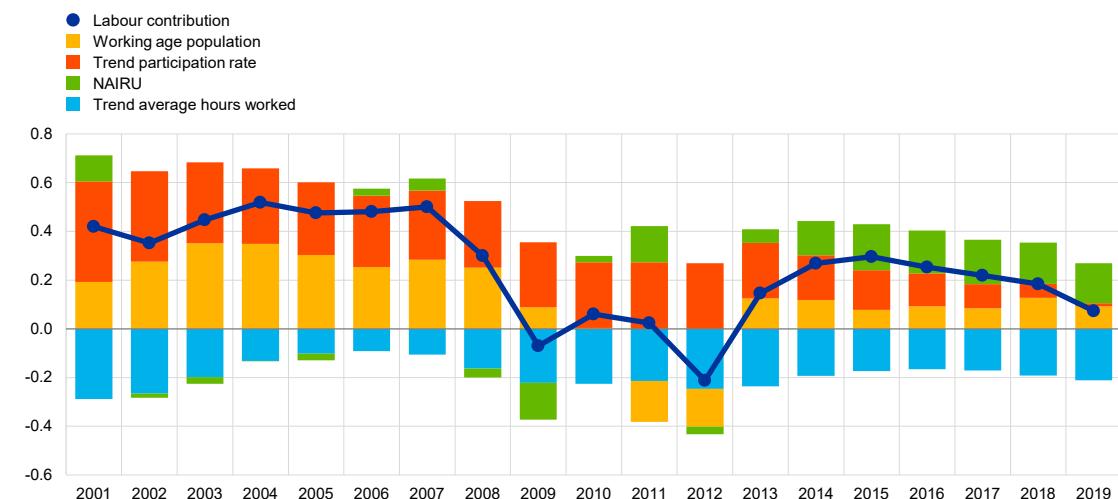
The growth in trend average hours worked has been negative over recent years, averaging -0.3% per year between 2001 and 2019. The decline in trend average hours worked led to an estimated contribution of less than -0.2 percentage points to the annual growth rate of potential output (Chart A). Put in perspective, this is a relatively small and somewhat constant contribution to the annual growth rate of potential output which, according to the European Commission, increased by an average of around 1.8% between 2001 and 2008 and around 0.6% between 2009 and 2012, before improving to around 1% thereafter.²⁵ However, it is not negligible as a driver of the labour input contribution to potential output growth.

²⁵ See the article entitled "Potential output in the post-crisis period", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2018.

Chart A

Labour contribution to potential output growth and its components in the euro area

(percentage point contributions)



Source: European Commission.

The declining trend in average hours worked has been accompanied by an increase in the trend labour force participation rate. This is not merely a co-movement, but the two indicators are related. The rise in the trend labour force participation rate is instead driven by a higher labour market involvement of women and older people. The increase in the trend labour force participation rate has offset the negative contribution from trend hours worked per worker, albeit with differences over time.²⁶ Developments in trend hours worked per worker and labour force participation also relate to the slowing growth of the working age population. The ageing of the euro area population results in an increasing share of pensioners and worsening of the old-age dependency ratio. This has incentivised governments to introduce pension reforms that have been the main driver of the rise in the labour force participation rate²⁷ and also contributed to the decline in trend hours worked per worker.

Furthermore, the trend decline in hours worked per worker can also influence total factor productivity, in a relation that is not necessarily linear. Lower hours worked may lead to higher productivity, because employee fatigue, which was found to decrease marginal productivity, appears less.²⁸ But employing a worker implies some fixed costs, for example in terms of training and providing office equipment. Such fixed costs are relatively higher for those whose working hours are lower, resulting in a lower measured productivity. However, these effects are difficult to estimate as characteristics of industries, firms, jobs and individuals may also play an influential role in the evolution of both productivity and hours worked.

²⁶ From 2001 to 2013, the negative contribution to potential growth of trend hours worked per worker represents almost 68% of the positive contribution of the trend labour force. This ratio rises to 180% over the period 2014-19 as the increase in trend labour force participation slows down while that of hours worked per worker continues to decrease at a similar rate to that observed previously.

²⁷ See the article entitled “[Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

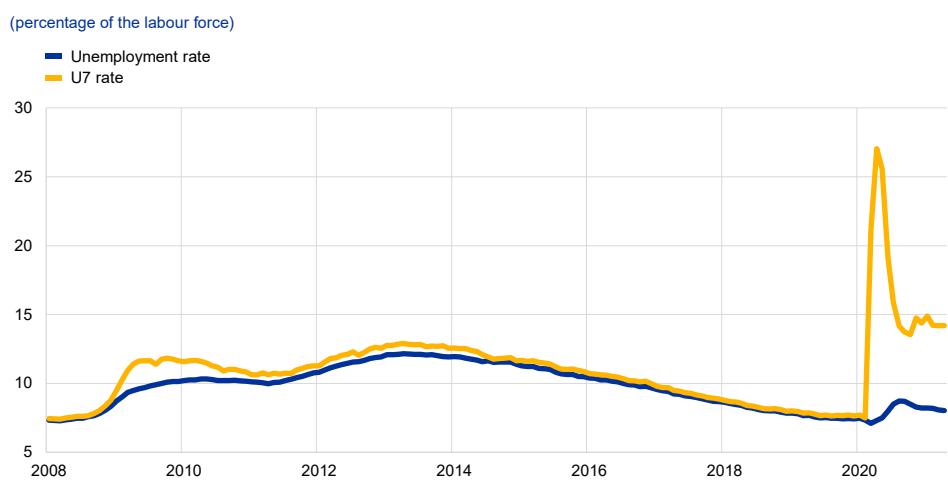
²⁸ See, for example, Colleweyt, M. and Sauermann, J., “[Working hours and productivity](#)”, *Labour Economics*, Vol. 47, August 2017, pp. 96-106

The impact of the COVID-19 shock on trend hours worked per worker is still uncertain. During the pandemic, the adjustments on the labour market occurred mainly through the intensive margin, which has taken a particularly heavy toll. In that context, disentangling trends in hours worked per worker and cycles may be challenging.²⁹ Furthermore, the future path of trend hours worked per worker will also crucially depend on how the crisis affects the trend participation rate of women and older people in the labour force, and how teleworking impacts trend hours worked per worker.

3 Hours worked during the COVID-19 pandemic

The adjustment of the labour market during the COVID-19 pandemic featured only limited changes in the standard unemployment rate. Measures to contain the spread of the coronavirus severely limited activity in some sectors. This situation would normally lead to a sharp increase in unemployment. However, policy support in the form of job retention schemes helped to protect employment and facilitated labour market adjustment via average hours worked (Chart 11). This led the standard measure of the unemployment rate to be mostly unaffected during the pandemic. However, a broader measure of labour underutilisation, the “U7” rate, can account for both people unemployed and workers in job retention schemes. The U7 rate thus better capture the strong response of the labour market to the sharp contraction in economic activity during the pandemic (Chart 12).³⁰

Chart 11
Unemployment rate and U7 rate



Sources: Authors' estimates based on data from Eurostat, Institute for Employment Research, ifo Institute, French Ministry of Labour, Employment and Economic Inclusion, Italian National Institute for Social Security and Spanish of Inclusion, Social Security and Migration.

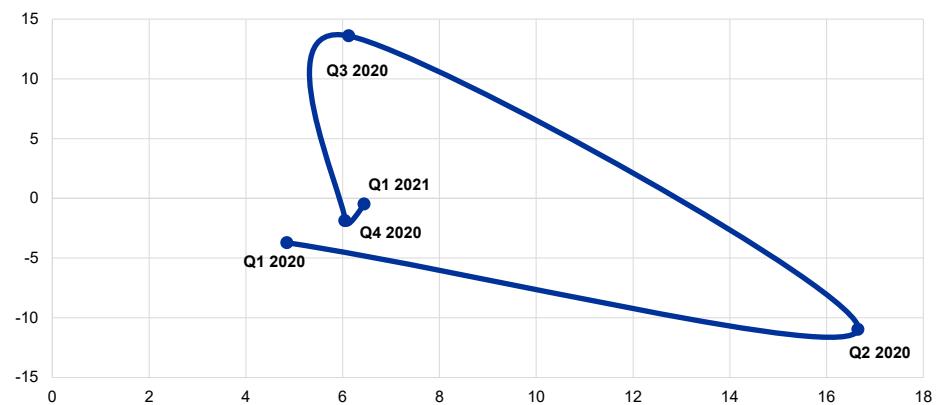
Notes: The U7 rate is defined as the unemployment rate augmented by the workers in job retention schemes as percentage of the labour force. Workers in job retention schemes are considered employed during the period analysed and thus part of the labour force.

²⁹ See the article entitled “The impact of COVID-19 on potential output in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2020.

³⁰ The U7 rate is the sum of the unemployed and workers in job retention schemes, divided by the labour force. For an application of this metric see for example “A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market”, ECB Economic Bulletin, Issue 5/2020.

Chart 12
Average hours worked and job retention schemes

(y-axis: percentage variation in hours worked per person; x-axis: workers in job retention schemes as a share of total employment)



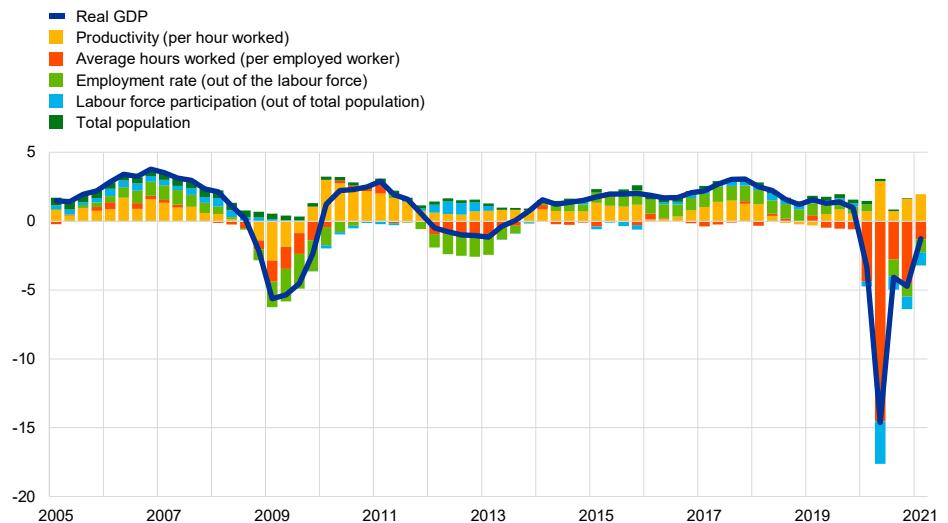
Sources: Authors' estimates based on data from Eurostat, Institute for Employment, ifo Institute, French Ministry of Labour, Employment and Economic Inclusion, Italian National Institute for Social Security and Spanish of Inclusion, Social Security and Migration.

Hours worked per worker played an important role in the adjustment of the labour market during the COVID-19 pandemic. The year-on-year growth rate of real GDP can be decomposed into developments in total hours worked and in labour productivity per hour worked. The developments in total hours worked are further decomposed in Chart 13 to account for the different margins of adjustment in the labour market, such as changes in average hours worked, the unemployment rate, labour force participation and population growth. These different margins can have either a persistent or a cyclical impact on the growth rate of total hours worked. Of these factors, changes in hours worked per worker represent on average a persistent drag on the growth rate of real GDP over time, which is stronger during recessions and milder during expansions. The importance of hours worked per worker increased considerably during the COVID-19 pandemic, boosted by the strong policy support in the form of job retention schemes.

Chart 13

Labour market decomposition of real GDP growth

(year-on-year growth, percentages)



Sources: Eurostat and ECB staff calculations.

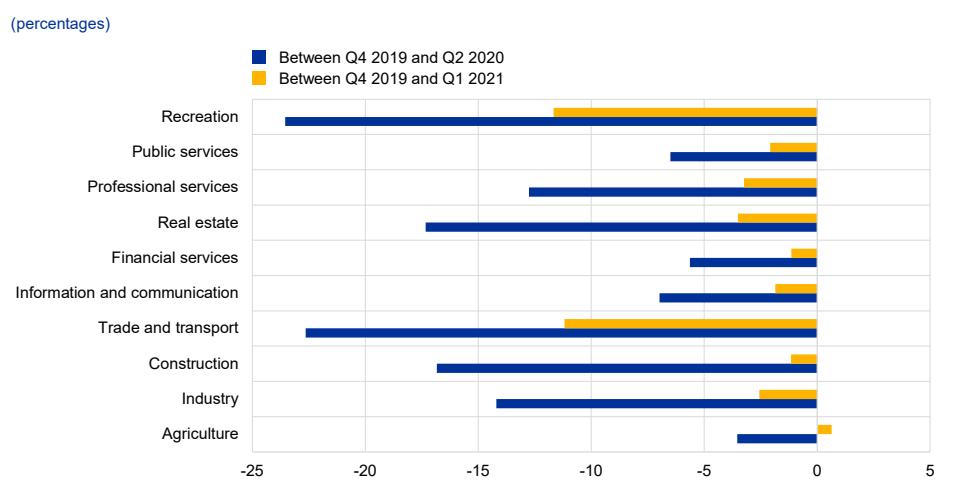
Notes: Real GDP is decomposed into labour productivity (real GDP/total hours worked), average hours worked per employed worker, employment rate (total employment/labour force), labour force participation rate and total population. The labour force is defined as the sum of employed and unemployed workers. The contribution of total hours worked to the growth rate of real GDP can be obtained by adding together the contributions of average hours worked, employment rate, labour force participation and total population. The latest observation is for the first quarter of 2021.

The adjustment in average hours worked varied greatly across sectors, reflecting the nature of the pandemic and subsequent containment measures.

In the first half of 2020, average hours worked declined by 14.3%. The decline was much stronger in contact-intensive sectors such as trade and transport and recreation – which also saw their activity substantially curtailed due to social distancing measures – than for sectors such as ICT or financial services, which are less contact-intensive and have a higher proportion of potentially teleworkable jobs (Chart 14).³¹ Average hours worked recovered substantially from the lows recorded in the second quarter of 2020. That said, average hours worked were still 5% lower in the first quarter of 2021 than in the last quarter of 2019. The trade and transport and recreation sectors remain the worst affected by the pandemic, with average hours worked in the first quarter of 2021 standing at 11% below the levels seen in the fourth quarter of 2019.

³¹ The trade and transport sector includes the wholesale and retail trade, accommodation and food services, and transport sectors, while the recreation sector comprises recreational activities and personal services. Relatedly, see “The impact of the COVID-19 crisis on the euro area labour market for men and women” for an earlier take on the sectoral impact of the pandemic on employment and average hours worked, and “The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2020 for a sectoral analysis of potentially teleworkable jobs in the euro area.

Chart 14
Variation in hours worked per worker by sector



Source: Authors' calculations based on Eurostat data.

Job retention schemes facilitated the preservation of employment in these sectors.³² A great advantage of these schemes is that they help activity to resume swiftly as soon as containment measures are lifted. However, they need to be flexible enough to be adjusted quickly as soon as activity recovers so as to allow labour reallocation across firms.

4 Concluding remarks

The analysis of hours worked per worker play an important role in explaining both the long-term trends and the cyclical fluctuations of the euro area labour market. A secular downward trend in hours worked per worker is mainly related to technological progress, sectoral shifts towards the services sector, changes in labour and tax regulations, increases in labour force participation and the increased preference for part-time jobs. At the same time, cyclical changes in hours worked per worker have provided an important margin of labour market flexibility to withstand adverse shocks to firms' profitability during the global financial crisis, the euro area sovereign debt crisis and the COVID-19 pandemic.

Various factors help to explain the decline in hours worked per worker over the last 25 years, while the future path after the pandemic is uncertain. The increase in the participation rate of women and the related increase in part-time employment, and self-employment explain some of the decline in hours worked per worker over the last 25 years. While hours worked per worker played a prominent

³² Sectoral data on the number of workers in job retention schemes for Germany, France, and Spain show that job retention schemes have had a widespread usage in the trade and transport sector. In May 2021, around 2.8 million workers in job retention schemes were working in the trade and transport sector, representing 54% of all workers in job retention schemes in these three countries. By country, the number of workers in job retention schemes in these sectors was about 1 million in Germany (43% of all workers in job retention schemes in the country), 1.5 million workers in France (63%) and 300,000 in Spain (66%).

role as a margin of adjustment during the COVID-19 pandemic, it remains unclear whether hours worked will recover to pre-pandemic levels.

The cyclical adjustment of hours worked per worker is a distinct feature of the euro area, making it important for assessing the labour market. The use of part-time contracts and, more recently, the widespread use of job retention schemes means that the standard measure of unemployment is not fully capable of capturing labour underutilisation in the euro area. Consequently, any analysis of the labour market needs to include the intensive margin. Hours worked and the share of (involuntary) part-time employment are thus important metrics to complement standard labour market indicators. Moreover, hours worked per worker in the euro area tend to decline faster during cyclical downturns and then not fully recover during the upturn. The real-time analysis has become more difficult and uncertain as different permanent and cyclical factors are at play in the dynamics of hours worked per worker, which can blur potential scarring effects from recessions.

Labour market heterogeneity measured in terms of full-time and part-time workers is an important factor affecting the Phillips curve. When looking at the wage-unemployment relationship in the euro area, Eser et al. (2020)³³ conclude that the sensitivity of wages to the output gap can be lower to the extent that there are many people underemployed or inactive. Thus, assessing the intensive margin and considering differences across job types may provide a better signal of the strength of the labour market as well as the implications for wages and inflation. In addition, labour market heterogeneity is relevant for income inequality. This is especially the case when either average hours worked or part-time workers are more persistently affected following an economic recession. Hysteresis effects on hours worked can further contribute to a higher income dispersion across workers, as also suggested by Heathcote et al. (2020)³⁴ for the United States.

The future path in hours worked per worker is difficult to predict, while the balance of factors seems to point to the continuation of the downward trend. The expected increase in labour market participation of female and older workers is likely to exert downward pressure in hours worked per worker. A higher employment share in service sector with higher rates of part-time employment may also lead to lower average hours worked. By contrast, the ongoing upskilling of the labour force may moderate the decline in hours worked per worker as individuals with high education tend to work more hours on average. Preferences regarding the allocation of time will continue to play a key role on the evolution of hours worked.

³³ See Eser, F., Karadi, P., Lane, P.R., Moretti, L. and Osbat, C., “[The Phillips Curve at the ECB](#)”, The Manchester School, 2020.

³⁴ See Heathcote, J., Perri, F. and Violante, G.L., “[The rise of US earnings inequality: Does the cycle drive the trend?](#)”, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 37/1, 2020.

2

TLTRO III and bank lending conditions

Prepared by Francesca Barbiero, Miguel Boucinha and Lorenzo Burlon

1 Introduction

Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) play a key role in preserving favourable bank financing conditions for households and firms, thereby contributing to inflation reaching the ECB's target of 2% in the medium term. The operations are part of a broad set of complementary policy instruments, which include asset purchases, negative interest rates and forward guidance.¹ Since their inception in 2014, TLTROs have supported the transmission of monetary policy by incentivising lending through their targeting feature and by providing a reduction in bank funding cost, which has been instrumental in avoiding a deterioration in lending conditions that would have otherwise occurred. The third series of the TLTROs (TLTRO III) was introduced in early 2019. The initial announcement of TLTRO III in March 2019 reassured markets about the extension of the pre-existing TLTRO II. The operations were intended to stave off "congestion effects" in bank funding markets that would have otherwise materialised because of the need to replace expiring TLTRO II funds. The operations were recalibrated in September 2019 to preserve favourable bank lending conditions, ensure the smooth functioning of the monetary policy transmission mechanism and therefore further support the accommodative stance of monetary policy. From the start of the coronavirus (COVID-19) crisis, the recalibration of this tool was, thanks to its design and the role of the euro area banking system in the monetary policy transmission mechanism, an integral part of the ECB's policy response to ensure favourable borrowing conditions for firms and households during the pandemic.

TLTRO III provided ample liquidity at attractive rates to address the emergency liquidity needs of households and firms induced by the pandemic. The ECB's monetary policy response to the COVID-19 crisis involved two main tools. First, asset purchases supported favourable financing conditions for the real economy in times of heightened uncertainty, both through an additional envelope under the regular asset purchase programme (APP) and via the launch of the pandemic emergency purchase programme (PEPP). Second, the recalibration of the existing TLTRO III operations helped banks secure funding at favourable terms to support access to credit for firms and households.² The Governing Council's decisions of

¹ See Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., Yiayou, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, 2021 and the article entitled "[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

² The recalibration of TLTRO III was critically supported by temporary adjustments to the ECB collateral framework. Moreover, it was complemented by the introduction of pandemic emergency long-term refinancing operations (PELTROs), the temporary availability of longer-term refinancing operations with maturity coincident with the earliest available TLTRO III operation after the recalibrations of March and April 2020 (referred to as bridge LTROs), and central bank swap and repo lines across the globe that provided euro and foreign currencies.

12 March³ and 30 April⁴ 2020 have secured the transmission of monetary policy via banks at times of elevated uncertainty and high liquidity needs by expanding banks' borrowing allowance under TLTRO III from 30% to 50% of the eligible loan book (providing an additional leeway of approximately €1.2 trillion) and reducing the interest rate applied on these operations to a rate as low as -1% until June 2021 for banks fulfilling the lending requirements. These decisions also enlarged the set of assets eligible to collateralise the borrowing under TLTRO III and enhanced banks' flexibility of repayment options and participation modalities across operations. The Governing Council's decisions of 10 December 2020⁵ further widened the borrowing allowance to 55% and prolonged the period in which banks could secure a rate as low as -1% to June 2022, subject to additional lending requirements until the end of 2021. This served to shelter borrowing conditions from the ripple effects of the pandemic.

The magnitude of the pandemic shock, the broad-based policy response and the attractive design of TLTROs (after the various recalibrations) resulted in one of the largest liquidity injections by the ECB directly into the euro area banking sector, bringing the total uptake to €2.2 trillion as of June 2021, thereby providing substantial support to the euro area throughout the entire pandemic period. The monetary policy response to buffer the impact of the pandemic on borrowing was complemented by policy support from other policy domains, ranging from microprudential and macroprudential policy via capital relief measures, to fiscal policy via extensive use of government guarantees and moratoria. The favourability of TLTRO conditions, together with the broadened eligibility of assets that could be pledged as collateral (see Box 1), the capital space and loan demand reinforced by other policies, enabled euro area banks to participate widely in the TLTRO III programme, leading to the largest participation in Eurosystem refinancing operations so far. The overall take-up exceeded €1.5 trillion after the June 2020 operation and subsequent operations brought it up to €2.2 trillion as of June 2021 (Chart 1). This article studies how, and by how much, this targeted longer-term central bank funding has affected bank lending conditions.

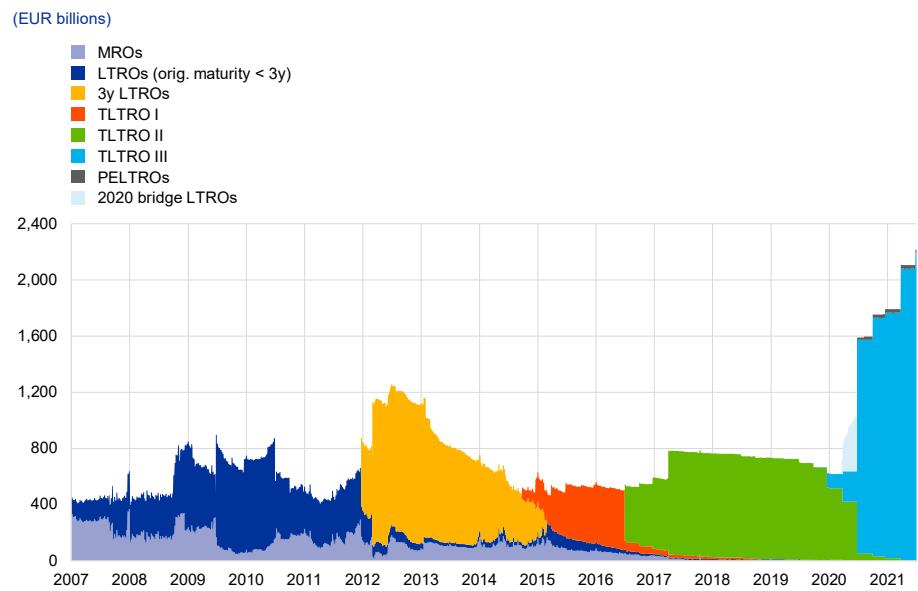
³ For more details, see [ECB press release of 12 March 2020](#).

⁴ For more details, see [ECB press release of 30 April 2020](#).

⁵ For more details, see [ECB press release of 10 December 2020](#).

Chart 1

Borrowing from the Eurosystem



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: The chart shows developments in borrowing from the Eurosystem broken down into the different lending facilities. "MROs" are main refinancing operations. "LTROs (orig. maturity < 3y)" are longer-term refinancing operations with original maturity below three years. "3y LTROs" are longer-term refinancing operations with a three-year original maturity. "TLTRO I", "TLTRO II" and "TLTRO III" refer to the three programmes of targeted longer-term refinancing operations. "PELTROs" are pandemic emergency longer-term refinancing operations. "2020 bridge LTROs" are longer-term refinancing operations introduced to bridge liquidity needs between the announcement of the TLTRO recalibration in March 2020 and the first subsequent operation in June 2020.

This article is organised as follows. Box 1 sheds light on the role of the collateral easing measures. Section 2 explains how the stimulus from TLTRO III is transmitted via banks to the final borrowers. Box 2 focuses on the programme's impact on money market rates. Section 3 documents the extent to which TLTRO III has eased bank lending conditions, considering its efficiency vis-à-vis other policy measures and the scope for potential side effects. Box 3 discusses the impact of TLTRO III on excess liquidity. Section 4 provides this article's overall conclusions.

Box 1

TLTRO III and collateral easing measures

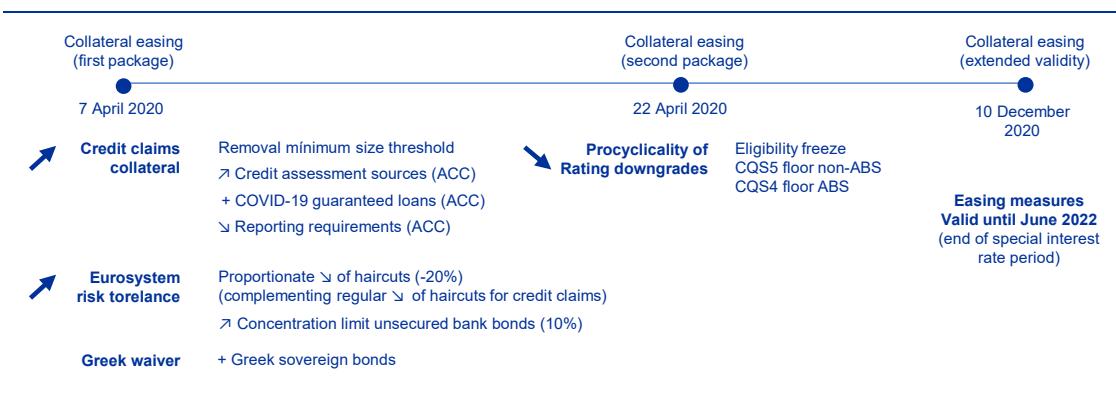
Prepared by Adina-Elena Fudulache and Arturo Diez-Caballero

Collateral easing measures constitute a core element of the ECB's monetary policy response to the coronavirus (COVID-19) pandemic. Since the provision of Eurosystem liquidity is based on eligible collateral, the TLTRO III recalibrations were also accompanied by a comprehensive set of temporary measures aimed at preserving collateral availability by easing certain collateral standards (Figure A).⁶ This box assesses the extent to which collateral easing measures have contributed to the large participation in TLTRO III operations. It also examines how these have further created a supportive environment for banks to lend to the real economy. The analysis covers the period between 5 March 2020 and 24 June 2021 (also referred to as the *analysed period*).

⁶ See ECB press release of 7 April 2020 and ECB press release of 22 April 2020.

Figure A

Collateral easing measures in response to the coronavirus pandemic



Notes: "ACC" refers to additional credit claims, "ABS" refers to asset backed securities and "CQS" refers to credit quality step as defined in the Eurosystem Credit Assessment Framework.

The large recourse to TLTRO III was supported by a sizeable expansion of mobilised Eurosystem collateral. In anticipation of an increase in their TLTRO III borrowing capacity as of June 2020, and following the implementation of the collateral easing measures, the total collateral value after haircuts pledged by participating banks has significantly increased. This increase, owing to additional collateral mobilisation as well as the reduction in valuation haircuts, is notably observed in (additional) credit claims, covered bonds, and government bonds. At the end of the analysed period, the value of mobilised collateral by participating banks amounted to €2.6 trillion and was €1.3 trillion higher than pre-pandemic levels (+92%). This increase mirrors the parallel TLTRO net take-up of €1.6 trillion (see panel (a) of Chart A).

Collateral easing measures have contributed around 20% to participating banks' increase in collateral positions. ECB estimates indicate that the total value of participating banks' collateral attributable to the temporary easing measures amounts to €240 billion.⁷ The largest part of this stemmed from the credit claims collateral category (€180 billion), which was mainly achieved by expanding additional credit claim (ACC) frameworks⁸, notably accepting loans covered by public guarantee schemes issued in response to the COVID-19 pandemic.

The expanded possibility of securing TLTRO III funding with collateral that does not qualify as high-quality liquid assets (HQLA) allowed banks to avoid a procyclical retention of liquidity in the face of the generalised liquidity shock that the economy was facing. Participating banks had the means to source market funding using HQLA as collateral and to improve, or at least preserve, their liquidity coverage ratio (LCR) by choosing to collateralise the TLTRO borrowing with non-HQLA. ECB estimates suggest that, at the end of the analysed period, encumbered non-HQLA collateral stood at €1.6 trillion or 74% of participating banks' total central bank funding (panel (b) of Chart A). This translates to an overall increase in the encumbrance of non-HQLA collateral of €1.1 trillion over the analysed period. The encumbrance of large amounts of non-HQLA was facilitated by the pandemic-related eligibility expansion of (additional) credit claims and more incentivised use of non-HQLA through haircut easing.

⁷ Collateral easing is measured as the difference between the actual value of collateral mobilised and the estimated amount of collateral mobilised, valued at non-pandemic (regular) conditions. Collateral easing measures comprise only the temporary measures taken in response to the coronavirus pandemic, valid until June 2022. The estimates exclude the impact of the softening of certain operational requirements such as the reporting frequency of pools of ACCs.

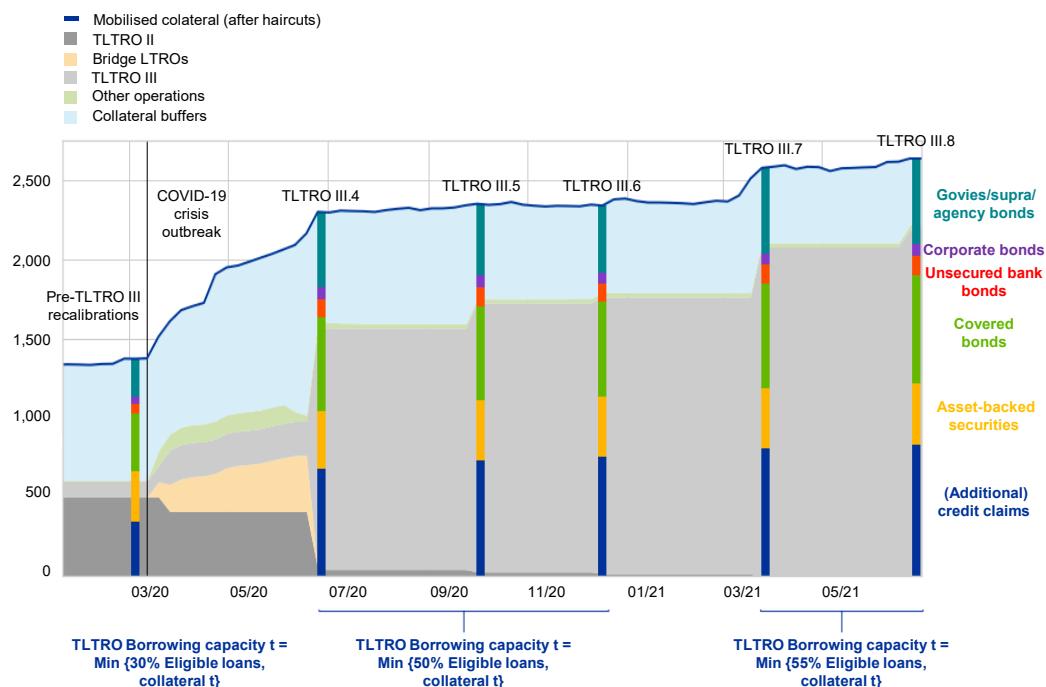
⁸ For more details on the scope, eligibility criteria and pandemic-related expansions of additional credit claims see the ECB explainer "[What are additional credit claim \(ACC\) frameworks?](#)"

Chart A

Mobilisation of Eurosystem collateral and recourse to Eurosystem credit operations by TLTRO III participants since the pandemic outbreak

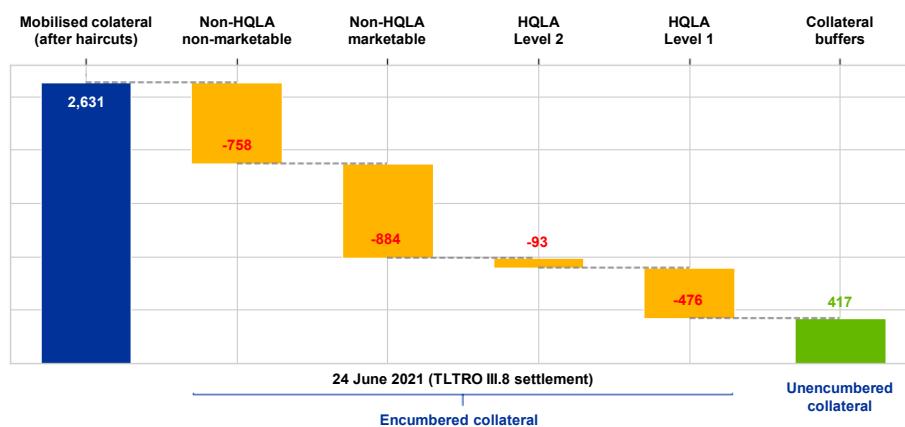
a) Recourse to credit operations and collateral mobilisation

(EUR billions)



b) Collateral encumbrance

(EUR billions)



Source: ECB calculations.

Notes: The bar chart in panel (a) shows the mobilisation of Eurosystem collateral by asset category. The first observation of the bar chart (pre-pandemic outbreak collateral composition) refers to 5 March 2020. The area chart in panel (a) shows mobilisation of collateral by Eurosystem credit operations and collateral buffers (over-collateralisation). Data relate to TLTRO III participating banks up to the June 2021 TLTRO. For panel (b), collateral encumbrance is based on Article 7(2)(a) of Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 of 10 October 2014 to supplement Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and the Council with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions Text with EEA relevance (OJ L 11, 17.1.2015, p. 1), i.e. it assumes that mobilised assets are encumbered in order of increasing liquidity, starting with non-HQLA. The ECB methodology for classifying assets mobilised with the Eurosystem into the relevant LCR liquidity categories (Level 1, Level 2A, Level 2B, non-HQLA) is mainly based on information contained in the ECB's eligible assets database and is similar to the one described in Grandia, R., Hänilä, P., Lo Russo, M. and Åberg, P. (eds.), "Availability of high-quality liquid assets and monetary policy operations: an analysis for the euro area", Occasional Paper Series, No 218, ECB, Frankfurt am Main, February 2019. Encumbrance is calculated at bank level and aggregated up for all TLTRO III participants. Level 2A and Level 2B collateral are displayed aggregated (HQLA Level 2) and non-HQLA category is further broken down by non-HQLA non-marketable and non-HQLA marketable, with the additional assumption that non-HQLA non-marketable are encumbered first.

2 The transmission of TLTRO III to borrowers via banks

The transmission of TLTRO III to bank lending conditions operates through a variety of channels. TLTROs target bank lending to non-financial corporations and to households for purposes other than housing. The operations also provide a reduction in the funding cost of euro area banks, which activates a bank lending channel that can lead to lower lending rates and higher lending volumes. Moreover, as detailed below, additional channels complement the transmission of TLTROs, stimulating lending and supporting a decrease in borrowing costs for firms and households.

The incentive scheme embedded in the TLTROs stimulates bank lending to specific sectors, leading to increased competition in lending markets. In contrast with standard non-targeted operations, TLTRO III offers more advantageous pricing on borrowed funds; this pricing is conditional on participants achieving lending targets. This increases participants' propensity to lend, especially in situations where uncertainty leads to a risk of tightening in access to funding for banks, which would normally induce them to tighten credit standards. As participants aim to lend more, competitive pressures in lending markets increase, which also induces non-participants to ease lending criteria to protect their market share.⁹ The increase in competition is also one of the reasons why lending targets are carefully calibrated based on lending volume projections. Too high a bar to clear in order to achieve favourable TLTRO pricing could induce disproportionately competitive behaviour and potentially encourage excessive risk-taking. At the same time, setting a lending target that is too demanding could discourage some banks from participating and consequently reduce the effectiveness of the programme. At the same time, an insufficiently ambitious lending benchmark would compromise the effectiveness of the targeting feature of the operations.

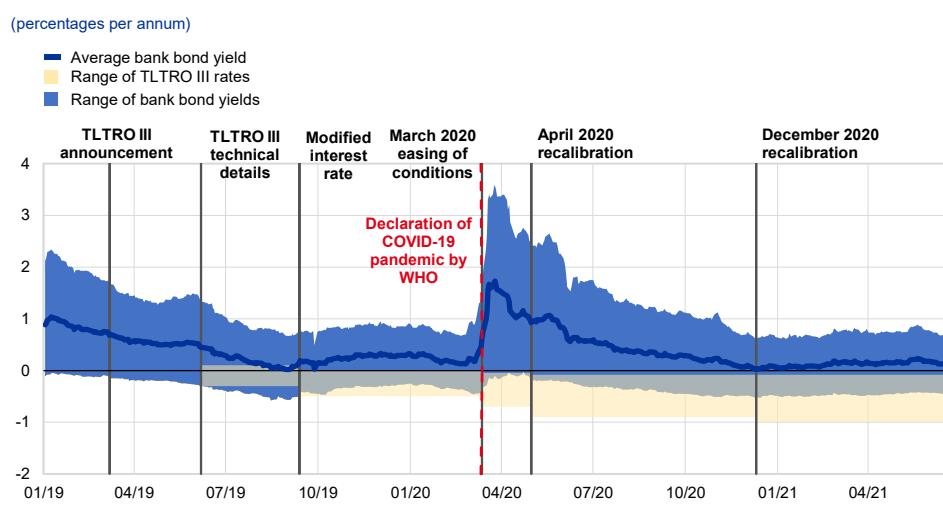
TLTROs provide both direct and indirect reductions in the cost of funding of euro area banks. Bank funding costs have moderated following TLTRO announcements (see Chart 2). TLTROs compress banks' funding costs by offering long-term borrowing from the central bank at attractive rates. This can be used to replace more expensive sources of market funding. The resulting compression in the cost of funding of banks has a direct and an indirect component. For each participating bank, the direct cost reduction stems from the substitution of more expensive funds. For banks not directly participating in the programme, the reduction in the cost of funding is indirect and originates from a positive externality: since banks participating in TLTROs are likely to cancel or postpone their bond issuance, the resulting decrease in bond supply generates a reduction in the external funding cost even for those banks that do not directly borrow under the operations. Since banks operate in a competitive market, this leads to lower lending rates and

⁹ See Andreeva, D.C. and García-Posada, M., "The impact of the ECB's targeted long-term refinancing operations on banks' lending policies: The role of competition", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 122, No 105992, Elsevier, January 2021, and Benetton, M. and Fantino D., "Targeted monetary policy and bank lending behavior", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.

increased credit volumes, as borne out by experience of previous TLTROs.¹⁰ For this indirect channel to become active, participation in the programme at the aggregate level must be large, suggesting there is scope for important non-linearities to come into play, especially after the large take-up in the June 2020 operation. In this regard, the collateral policy of the Eurosystem and the decision to increase the borrowing allowance are key to enabling a large and broad-based participation, as discussed in Box 1.

Chart 2

Bank bond yields since 2019



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

Notes: The chart displays the weighted average (dark blue line) and the p10-p90 range of euro area bank bond yields (shaded blue area). The TLTRO III range reflects the changes in the pricing introduced by each subsequent recalibration. The maximum TLTRO III rate reflects the highest possible rate achievable by keeping the funds until maturity. The minimum TLTRO III rate after the March 2020 and April 2020 recalibrations is the lowest possible rate achievable by repaying the funds at the earliest possible date, while after December 2020 it is the lowest possible rate achievable by repaying the funds at the end of the extended period of temporary rate reduction in June 2022.

TLTROs ultimately support borrowing conditions faced by households and firms by mitigating potential increases in lending rates and by providing a substantial compression in the cost of bank funding. TLTROs are normally transmitted to interest rates via their aggregate effects on the loan market. This is due to aggregate loan supply expanding enough to exert downward pressure on lending rates, which eventually decrease if loan demand is not strong enough. The recent experience with TLTROs after March 2020, when the demand for loans registered unprecedented levels, indicates the heightened relevance of at least two additional mechanisms of propagation are specific to the pandemic. First, the availability of TLTRO funds contributed to mitigating a potential increase in lending rates due to the surge in credit risk in the context of the economic disruptions brought forth by the pandemic. Second, the sharp and large increase in uncertainty about the macroeconomic outlook induced strong precautionary behaviour on the part of firms and households, which contributed to a large increase in deposit volumes. Given the relative difficulty in imposing negative rates on retail deposits,

¹⁰ The indirect reduction in bank funding cost therefore also supports lending for banks not directly participating in the programme. Moreover, while the targeting feature stimulates lending to the eligible sector, these more favourable funding costs can stimulate lending more broadly, also to the non-eligible sector.

the reduction in bank funding cost provided by TLTROs contributes to preserving the smooth transmission of monetary policy by enabling banks to lower lending rates while preserving lending margins and avoiding excessive credit risk-taking.

By reducing liquidity constraints, TLTROs mitigate procyclicality that is driven by medium-term to long-term financing conditions. Since TLTROs have a longer maturity than standard refinancing operations, they contribute to easing regulatory constraints related to liquidity requirements, especially when the operations are initially implemented and their residual maturity is considerable. This allows banks to structure their liquidity composition in a less procyclical manner, issuing longer-term bonds when they are not overly expensive due to the transitory financial distress brought forth by the crisis to which the TLTROs are a response.

In addition, TLTROs inject central bank liquidity into the financial system, putting downward pressure on money market rates. TLTROs stimulate demand for central bank funding and effectively increase the quantity of excess liquidity in the system. The more attractive the TLTRO terms, the more broad-based the participation and resulting distribution of excess liquidity in the system. This reduces reliance on interbank markets for short-term liquidity needs, and thus compresses short-term rates, as shown in Box 2.

TLTROs also offer a backstop against escalating funding stress because banks can increase their recourse to TLTROs if faced with adverse scenarios. Like standard Eurosystem refinancing operations, TLTROs are demand-driven and allow potential participants to use the facility when access to market-based funding sources becomes challenging. Hence, the current price constellation for bank funding conditions is likely to reflect the effect of this option, including with regard to future refinancing conditions for banks, compressing the risk premia on bond yields and contributing to preserving favourable financing conditions.

Finally, TLTROs operate as a powerful credit easing measure in conjunction with the other active monetary policy instruments. The negative interest rate policy reinforces the incentive for loan origination by lowering the returns on risk-free assets, and at the same time maintaining the availability of TLTRO funding at very low rates, while the two-tier system for excess reserve remuneration mitigates potential frictions associated with the downward rigidity of retail deposit rates. Forward guidance keeps the intermediate segments of the risk-free curve, used by banks to price loans, at low levels. This stimulates credit demand and is complemented by the long term of TLTRO funds which helps compress the term premium of bank funding. Purchases of government bonds lower the returns on alternative uses of TLTRO funds, which helps to convey TLTRO liquidity towards the targeted sector. Purchases of corporate bonds narrow corporate bond spreads, thereby providing a direct channel of transmission from monetary policy to the real economy and creating space on banks' balance sheets for extending more loans to

firms not directly exposed to the asset purchases, such as small and medium-sized enterprises, via the use of TLTRO funds.¹¹

Box 2

TLTRO III and money market rates

Prepared by Maria Encio

Money markets are the starting point of the monetary policy transmission mechanism that passes interest rates on to other financial market segments, which affects financing conditions in the broader economy. While a significant amount of unsecured transactions shifted to the secured segment in recent years, unsecured rates still play a crucial role as benchmark rates. For example, three-month and six-month unsecured EURIBOR rates serve as references for interest rate swap markets and interest rate futures markets, and for banks' lending rates to businesses and households. This implies that movements in these unsecured rates are transmitted widely and swiftly to other economic agents.

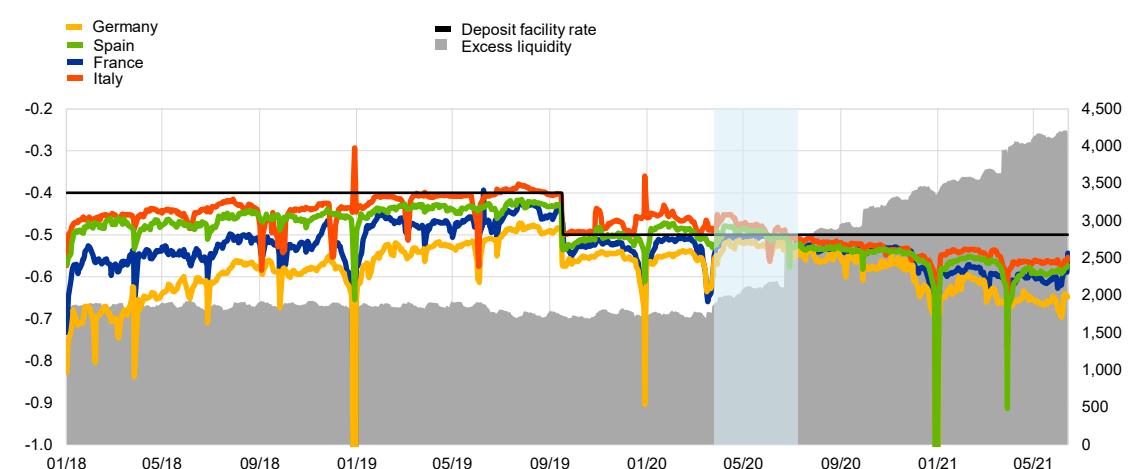
While the secured segment confirmed its resilience during the coronavirus (COVID-19) pandemic, the FX swap and unsecured term segments, including short-term securities issuance, were adversely affected. Interest rates and trading volumes of secured transactions remained broadly stable despite the increased risk aversion throughout spring 2020. In contrast, there was a sharp rise in unsecured term interest rates by more than 20 basis points, e.g. with regard to EURIBOR as well as rates for commercial papers. Furthermore, the cost of borrowing US dollars against the euro spiked in the FX swap market (see Chart A, where the blue area highlights the peak period of the COVID-19 crisis).

Chart A

Overview of rates in the euro money markets

a) Secured rates

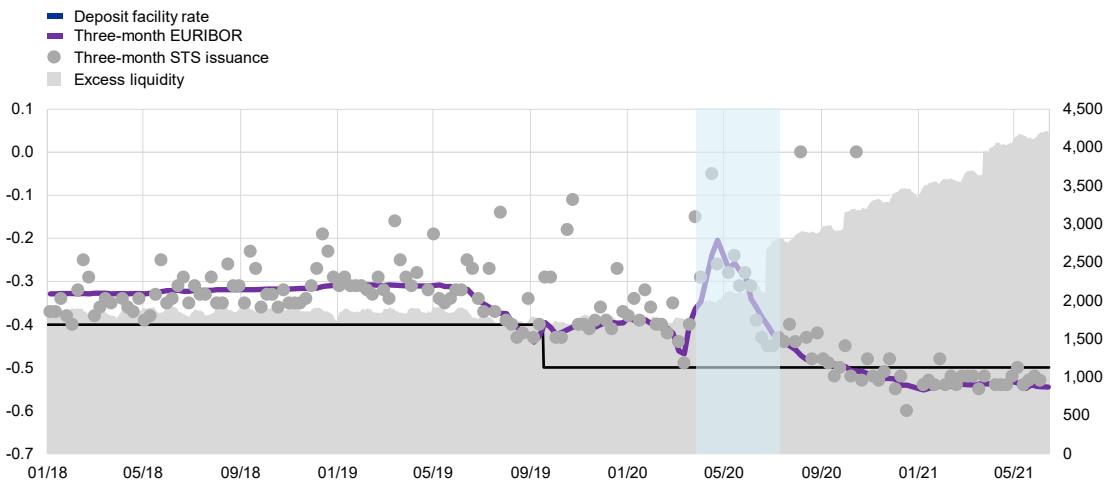
(left-hand scale: percentages; right-hand scale: EUR billions)



¹¹ See Arce, O., Gimeno, R. and Mayordomo, S., "Making Room for the Needy: The Credit-Reallocation Effects of the ECB's Corporate QE", *Review of Finance*, Vol. 25, Issue 1, Oxford University Press, Oxford, 2020, pp. 43–84.

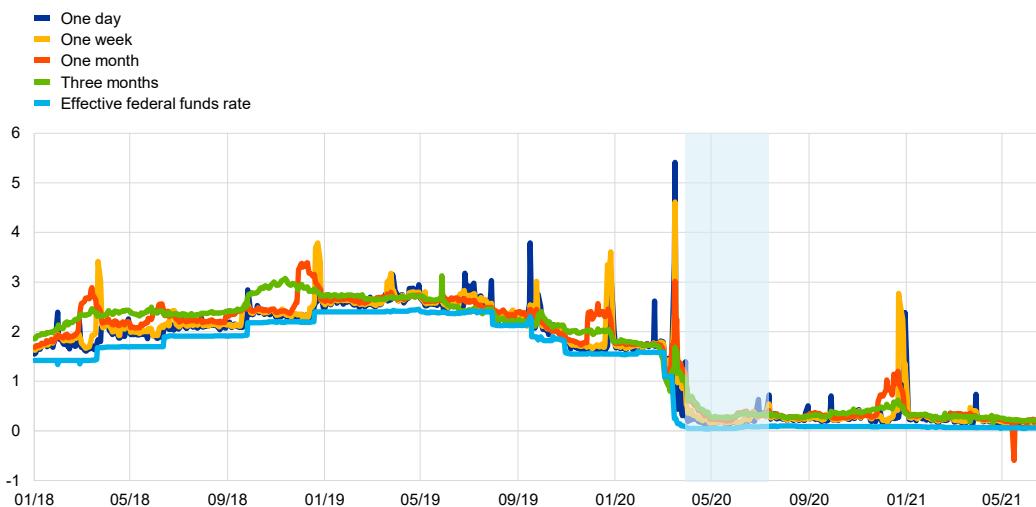
b) Unsecured rates (STS, EURIBOR)

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



c) Foreign exchange rates EUR/USD (swap basis spread in percentage points)

(percentage points)



Sources: Panel (a) – ECB Money Market Statistical Reporting (MMSR); panel (b) – ECB MMSR, Bloomberg and ECB calculations; panel (c) – STS (Banque de France).

Notes: Panel (a) shows volume-weighted average rate per settlement date per collateral jurisdiction and only includes government collateral. The scale is limited to 1% for readability. Cut-off points: year-end 2019 for Germany (2.74%) and for France (2.13%); year-end 2020 for Germany (2.09%) and for France (1.57%) and for Spain (1.59%). Only trades with O/N, S/N and T/N maturities. The rate includes both borrowing and lending transactions. In panel (b) "STS" stands for short-term debt issuance based on NEU CP data. The blue area highlights the COVID-19 crisis period. In panel (c) the FX swap basis spread is calculated as the USD implied rate minus the USD OIS rate for the selected maturity. The axis is cut off at 300 basis points in the interests of readability. One-day trades combine the O/N, S/N and T/N for a selected settlement day.

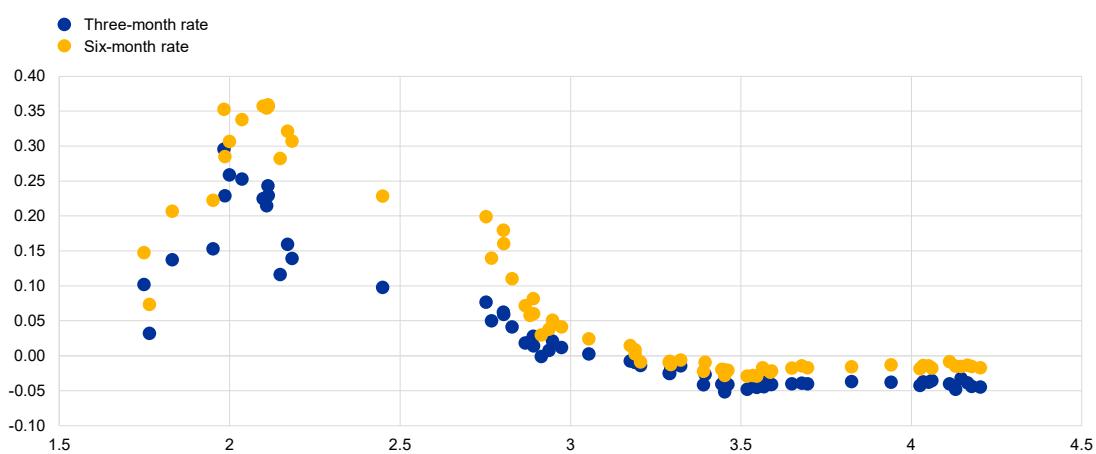
To stabilise the stressed money market rates and ease funding conditions, the Eurosystem introduced several measures. The new and recalibrated lending operations for banks put significant downward pressure on unsecured term rates, driven by large excess liquidity and reduced need for banks to issue commercial paper. The inclusion of commercial papers issued by non-financial corporations in the purchases under the PEPP, the larger securities lending facilities offered by national central banks, and the broadening of collateral eligibility all supported the continuation of trades with corporate commercial paper and the supply of collateral to the market for repo transactions. Finally, the provision of US dollar liquidity at backstop prices via the swap line network of major central banks swiftly addressed distortions in the FX swap segment. The re-establishment of normal functioning of all money market segments over the second half of 2020 was evident in the normalisation in unsecured market rates.

The recalibration of TLTRO III terms on two specific parameters was instrumental in achieving the desired easing effect on funding. Offering conditional funding below the deposit facility rate during two special lending periods, when the pandemic effects were most pronounced, provided a highly effective incentive that promoted high participation. Furthermore, the increase of the borrowing allowance permitted banks to increase their take-up from €0.3 trillion in March 2020 to €2.2 trillion in June 2021. This large injection of liquidity contributed to a decrease in the money market reference rates, such as three-month and six-month EURIBOR rates, which eased funding conditions for the broader economy via the money market channel (see Chart B).

Chart B

Relation between excess liquidity and unsecured term rates

(x-axis: excess liquidity in EUR trillions; y-axis: weekly average of EURIBOR spread to deposit facility rate in percentage points)



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

Notes: Data cover the period from 12 March 2020 to 11 June 2021. R-squared for three-month rates: 77% and R-squared for six-month rates: 75%.

3 Impact on bank lending conditions

Evidence from bank balance sheet data

TLTRO III allowed banks to accommodate the large-scale increase in credit demand triggered by the pandemic. The growth in bank credit to the private sector has been substantial among TLTRO III participants since the start of the pandemic in the 13 months covered by the lending performance benchmark introduced in March 2020 (see panel (a) of Chart 3).¹² Loan growth has continued for participants in TLTRO III since the start of the additional lending performance evaluation period in October 2020¹³, especially if compared with the figure for non-participants over the same period (see panel (b) of Chart 3). Together with an increase in the maturity of

¹² In order to attain the minimum interest rate on TLTRO III operations, participating banks need to meet a threshold above their lending benchmark over a certain evaluation period. In March 2020 a new evaluation period for banks' lending performance was introduced, which was modified in April 2020 to include the 13-month period from March 2020, in order to provide further incentives for banks to maintain the level of credit support that they have provided since the start of the pandemic.

¹³ The recalibration of 10 December 2020 prolonged the -1% interest rate to June 2022, subject to an additional lending requirement based on the lending performance measured between October 2020 and December 2021.

loans, which was also favoured by the availability of public guarantee schemes, this suggests that the operations helped banks to meet the increased credit demand in a sustainable way, allowing for a rotation from the initial emergency credit demand towards lending for longer-term purposes, including investment.¹⁴ At the same time, acquisitions of government securities increased initially, reflecting increased issuance and liquidity demand by governments in order to finance the public support measures. Following this initial period, the net flows into government securities since October 2020 were negative, which is consistent with banks favouring origination of loans to the private sector over potential acquisition of government securities and also reflects the large absorption of these securities by asset purchases.

The temporary build-up of liquidity by individual TLTRO borrowers may also point to the credit expansion that these lenders may provide in the future.

There has been a major increase in Eurosystem deposits since the start of the pandemic. This increase at the aggregate level is entirely mechanical, as the liquidity injected through the TLTROs (and the asset purchases that were conducted in parallel) circulates within the closed system of banks that have reserve accounts with the Eurosystem and is not reduced when banks expand credit to firms and households, which are not part of this closed system.¹⁵ Moreover, the still sizeable build-up of liquidity deposited with the Eurosystem since the introduction of TLTRO III is the result of a range of factors, as discussed in Box 3.¹⁶ At the bank level, it is important to note that euro area banks were actively engaged in meeting the urgent liquidity needs of the corporate and household sector. This supports the post-crisis recovery under challenging conditions in wholesale funding markets. At the onset of the crisis, banks responded to the emergency liquidity needs of firms by relying on their liquidity buffers. Considering the overall uncertainty and investor risk aversion, tapping markets to obtain the funds necessary to operate such a process could have generated strains in wholesale funding markets or outright rationing episodes. Individual banks have been accumulating on-balance sheet liquidity to be better able to buffer shocks as they have expanded lending. The reduction in money market rates observed after the June TLTRO III, and documented in Box 2, is a further signal that TLTRO funds are pivotal in applying the necessary downward pressure on the cost of the various funding options for banks. Currently, banks are still in the process of accompanying the exit from impairments in supply chains brought about by the pandemic shock, while also sheltering the corporate sectors from pockets of liquidity needs that isolated lockdowns might still entail as the vaccine roll-out normalises the functioning of the economy.

¹⁴ See the box entitled “Public loan guarantees and bank lending in the COVID-19 period”, *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2020 and M. Falagiarda and P. Köhler-Ulbrich “Bank Lending to Euro Area Firms – What Have Been the Main Drivers During the COVID-19 Pandemic?”, *European Economy*, Issue 1, April 2021.

¹⁵ The accumulation of deposits with the Eurosystem is also visible among banks that did not participate in TLTRO III (see panel (a), Chart 3).

¹⁶ Individual banks can engineer a reduction in their own excess liquidity position by, for instance, employing it to grant a new loan. However, unless the borrower withdraws the full amount of the loan and keeps it in banknotes, the funds will find their way back to a deposit at the same or another bank, offsetting the initial decrease in excess liquidity. For more details see the ECB explainer “[What is excess liquidity and why does it matter?](#)”

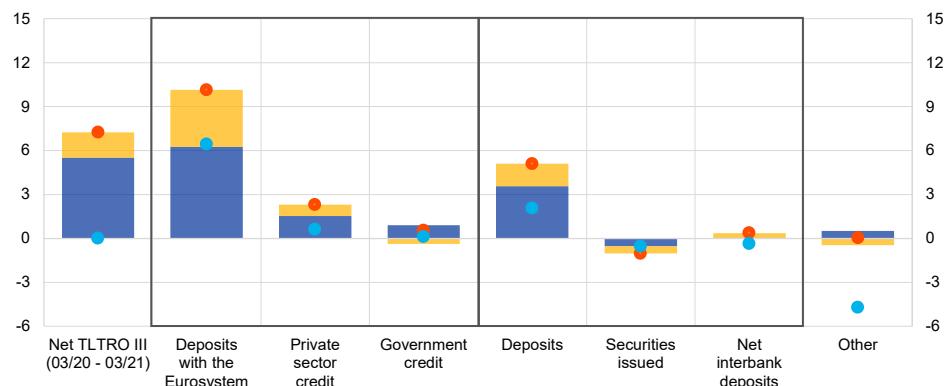
Chart 3

Evolution of balance sheet items for TLTRO III participants and non-participants

a) Developments in assets and liabilities

(percentage of main assets)

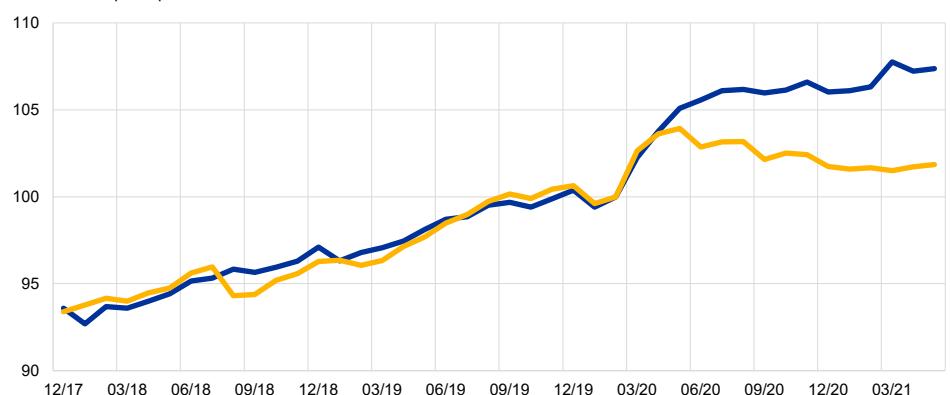
- Participants, March 2020 - September 2020
- Participants, October 2020 - May 2021
- Participants, March 2020 - May 2021
- Non-participants, March 2020 - May 2021



b) Volume of loans

(notional stock, February 2020 = 100)

- Participants in TLTRO III
- Non-participants in TLTRO III



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Panel (a) shows the cumulated flows in the main assets and liabilities from March 2020 until September 2020 (blue bars) and from October 2020 until May 2021 (yellow bars) and from March 2020 until May 2021 (red dots) for participants in TLTRO III covered in the ECB's individual balance sheet items dataset; developments for non-participants between March 2020 and May 2021 are displayed as light blue dots; data are rescaled by the size of the two groups, participants and non-participants, as measured by main assets at the end of February 2020. TLTROs are net from other funding from the Eurosystem as of March 2021 for the iBSI sample of banks (excluding micro-data groups to avoid double-counting and collapsed at the TLTRO participant level). On the asset side, private sector credit includes loans to non-financial corporations and households as well as holdings of private sector securities; government credit includes holdings of sovereign securities and credit to the government. On the liability side, deposits are vis-à-vis non-monetary financial institutions; (net) interbank funding is deposits minus loans from other monetary financial institutions, excluding the Eurosystem. Panel (b) displays the evolution of eligible loans for banks participating (blue line) and banks not participating (yellow line) in TLTRO III until May 2021.

Evidence from survey data

Soft information coming from surveys confirms that most banks participated in TLTRO III operations with the intention of using the funds for lending purposes. Hard data on bank balance sheets available up to March 2021 suggests that TLTRO funds have underpinned the ability of the euro area banking system to answer the initial unprecedented demand for liquidity coming from the non-financial

private sector (NFPS) since the onset of the pandemic and to help with the rotation of firms' exposures from emergency liquidity to term loans. On the one hand, the operations supported euro area banks' ability and incentives to provide loans. On the other hand, developments in loan demand have played a crucial role. Soft information coming from surveys, such as the euro area bank lending survey, offers insight into the uses of these funds up to now and into the future. Comparing the responses over time also sheds some light on how the banking system reacted to the evolving features of TLTRO III.

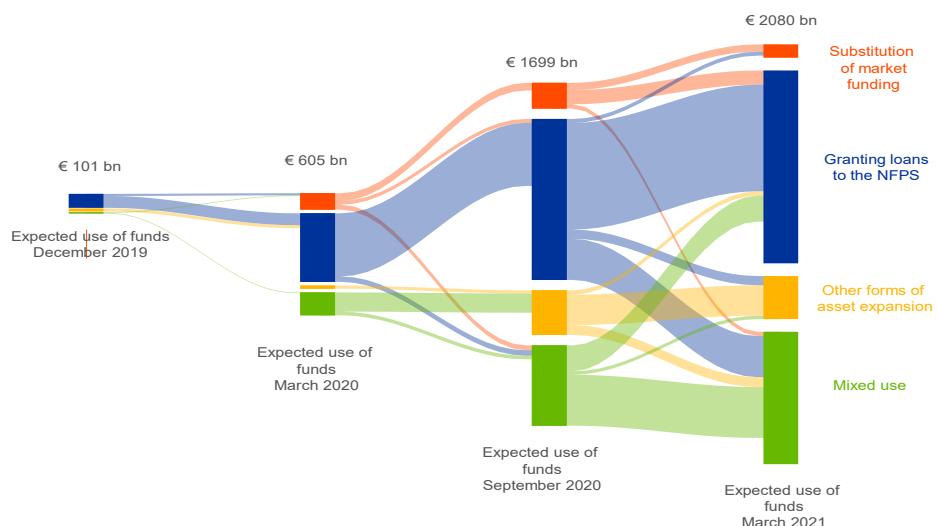
The evolution of banks' replies to the euro area bank lending survey illustrates how banks' intended uses of TLTRO funds adapted to the changing circumstances (Chart 4). Before the tensions associated with the COVID-19 pandemic, banks mainly expected to use TLTRO III funds either to grant loans to the NFPS or to roll over expiring funds from TLTRO II. As the pandemic crisis unfolded, some banks started to consider using TLTRO funds as a substitute for their market funding, although granting loans has remained the main expected destination of the additional liquidity. The TLTRO recalibration on 30 April 2020 has introduced stronger incentives to devote at least part of the funds to various forms of balance sheet expansion including, at least temporarily, holding deposits with the Eurosystem and purchasing government debt securities. At the same time, holding excess liquidity from TLTRO III participation was also motivated by banks' precautionary attitudes amid unprecedented levels of uncertainty.¹⁷ As lending to the private sector materialised, remaining TLTRO funds featured an increased role of mixed uses. In any case, banks' expected uses of funds continue to suggest a high effectiveness of TLTROs in supporting lending conditions.

¹⁷ This is in line with the individual responses of participants in the October 2020 euro area bank lending survey to questions related to the motivation to participate in future TLTROs.

Chart 4

Evolution of expected use of TLTRO III funds

(share of respondents weighted by TLTRO III amounts)



Sources: ECB, euro area bank lending survey, and ECB calculations.

Notes: The four bars on the fourth column to the right measure the outstanding TLTRO III amounts in March 2021 distributed by the responses to the April 2021 euro area bank lending survey. The red bar measures the take-up of banks that reported that they will use TLTRO funds to substitute market funding sources. The blue bar measures the same take-up by banks that intend to use the funds for granting loans. The yellow bar collects take-up by banks that intend to use the funds for purposes other than substituting market funding or granting loans (government securities, holding as cash, financing other financial entities, etc.). The green bar reports the take-up by banks that do not plan to allocate the funds to a single category. The bars in the first column measure the outstanding TLTRO III amounts in December 2019, distributed by the responses to the January 2020 euro area bank lending survey. The bars in the second column measure the outstanding TLTRO III amounts in March 2020 and the amount of bridge LTROs distributed by the responses to the April 2020 euro area bank lending survey. The bars in the third column measure the outstanding TLTRO III amounts in September 2020 distributed by the responses to the October 2020 euro area bank lending survey. Shaded areas report take-up of banks that change their expected use of funds between survey waves.

Estimated impacts of the TLTROs

TLTRO III provides substantial support to bank lending conditions (Chart 5). A large cross-section of studies encompassing a range of econometric methods, sample periods and jurisdictions, reveals a strong easing impact on bank lending conditions. These studies cover the wide spectrum of the transmission channels mentioned above. A holistic approach combining all these studies is therefore likely to average out biases introduced by the absence of specific channels within the same study. The results of each paper are classified in terms of their period of reference and the corresponding TLTRO uptake, rescaling the impacts to account for differences in data, samples and methodologies.¹⁸ This allows for a recasting of the respective elasticities in terms of the percentage increase of loan volumes per annum and basis points of impact on lending rates for each unit of TLTRO take-up. This results in an impact on loan volumes of above 2 percentage points each year, and on lending rates of over 60 basis points after the last operation in December 2021, against a counterfactual of nil participation. Importantly, this can be considered a conservative assessment of the actual impact of the operations, in particular with

¹⁸ Moreover, the survey evidence discussed above suggests that the sheer magnitude of TLTRO III borrowing in the wake of the pandemic could lead to a more diversified use of funds. In a conservative approach, the exercise uses this information to rescale the estimates of studies conducted on pre-pandemic data. The estimates based on post-pandemic data are not affected.

regard to their role as a backstop against a sharp deterioration in borrowing costs. This reflects that the sample period of the bulk of the studies does not feature episodes of financial and real economic stress of the magnitude experienced since the start of the COVID-19 crisis. Moreover, the absence of the TLTRO programme could have triggered a sharp deterioration in banks' funding conditions, leading to a massive deleveraging episode. The effects of such a scenario are very difficult to quantify. Lastly, other pandemic response policies aimed at supporting bank lending, such as broadening collateral eligibility, capital relief measures and government guarantee schemes, are likely to have boosted the effectiveness of TLTROs even further.¹⁹

¹⁹ See, for example, Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. and Burlon, L., “[The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions](#)”, *Working Paper Series*, No 2465, ECB, Frankfurt am Main, September 2020.

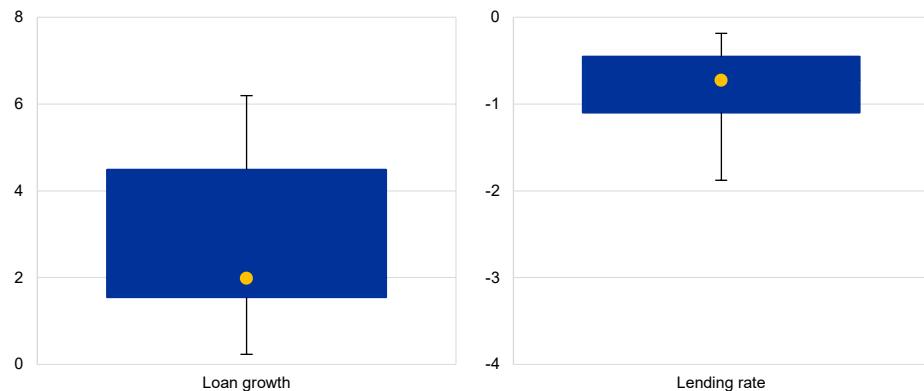
Chart 5

Meta-analysis of estimated impacts of TLTROs

a) Estimated impact of TLTRO take-up

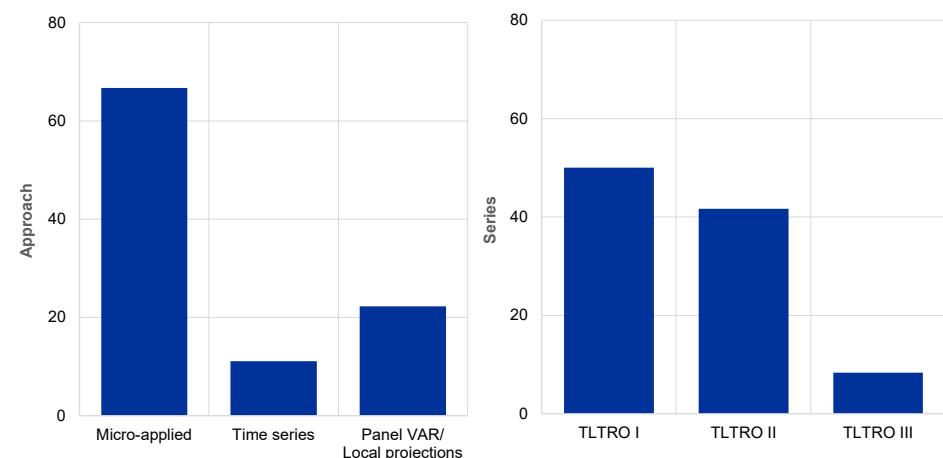
(percentage points per annum)

- Interquartile range
- Median



b) Distribution of studies by approach and series

(percentages)



Sources: Afonso, A. and Sousa-Leite, J., "The transmission of unconventional monetary policy to bank credit supply: evidence from the TLTRO", *Working Papers*, No 201901, Banco de Portugal, Lisbon, 2019; Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. and Burlon, L., op. cit.; Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., "Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 110, Issue C, Elsevier, 2020, pp. 81-98; Andreeva, D. C. and García-Posada, M., op. cit.; Arce, O., Gimeno, R. and Mayordomo, S., op. cit.; Balfoussia, H. and Gibson, H. D., "Financial conditions and economic activity: the potential impact of the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)", *Applied Economics Letters*, Vol. 23, No 6, Taylor & Francis, London, 2016, pp. 449-456; Barbiero, F., Burlon, L., Dimou, M., Toczyński, J., "Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III", forthcoming 2021; Bats, J. and Hudepohl, T., "Impact of targeted credit easing by the ECB: Bank-level evidence", *Working Papers*, No 631, De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 2019; Benettom, M. and Fantino, D., "Targeted Monetary Policy and Bank Lending Behavior", *Journal of Financial Economics*, forthcoming 2021; Boeckx, J., de Sola Perea, M. and Peersman, G., "The transmission mechanism of credit support policies in the euro area", *European Economic Review*, Vol. 124, Issue C, Elsevier, 2020; Cravo Ferreira, M., "What happens when the ECB opens the cash tap? An application to the Portuguese credit market", dissertation, Universidade Católica Portuguesa, 2019; Espósito, L., Fantino, D. and Sung, Y., "The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence", *Working Papers*, No 1264, Banca d'Italia, Rome, 2020; Flanagan, T., "Stealth Recapitalization and Bank Risk Taking: Evidence from TLTROs", available at SSRN No 3442284; Gibson, H. D., Hall, S. G., Petroulas, P., and Tavlas, G. S., "On the effects of the ECB's funding policies on bank lending", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 102, Issue C, Elsevier, 2020, pp. 1021-12; Laine, O., "The Effect of Targeted Monetary Policy on Bank Lending", *Journal of Banking and Financial Economics*, forthcoming 2021; Offermans, C. J. and Blaes, B. A., "The Effects of Unconventional Monetary Policies on the Lending Activity of German Banks", mimeo, 2021; Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A., Yianguo, J., *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*, Oxford University Press, Oxford, 2021; van Dijk, M. and Dubovik, A., "Effects of Unconventional Monetary Policy on European Corporate Credit", *Discussion Papers*, No 372, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 2018.

Notes: Panel (a) shows average annual impact of TLTROs on loan growth to non-financial corporations for €2.2 trillion take-up. Estimates of each study are rescaled to take into account differences in data, samples and methodologies. Yellow bars report the median impact across studies. Dark blue areas correspond to the interquartile range, whiskers represent the range between 10th and 90th percentiles. Panel (b) shows percentages of studies on TLTROs covered in the meta-analysis by approach and programme of reference. Studies covering more approaches or programmes are counted multiple times when warranted, and the percentages are computed relative to the overall count.

TLTROs have staved off a sizeable part of the uncertainty about bank funding conditions and continue to provide a backstop function, conditional on the availability of spare borrowing allowances. The presence of TLTROs alone ensures that banks have access to ample funding at attractive conditions without stigma from participation into the programme, thereby increasing investor confidence and reducing the likelihood of adverse shocks in bank bond markets. Considering the outstanding amount of bank bonds by yield to maturity suggests that, if sizeable shocks to banks' funding costs were nevertheless to materialise, this could prompt banks to replace a large fraction of their market funding with TLTROs. This highlights the importance of the TLTRO backstop function. Concretely, currently about 20% of banks' outstanding bank bonds are priced below the deposit facility rate and more than half these bonds carry yields below the entry rate of TLTRO III. Some banks can thus still find it convenient to resort to market-based financing, if only to maintain their market access and for regulatory compliance purposes. However, a sudden shock to the cost of bond financing could make market-based financing considerably more expensive than central bank funding. At that point, banks could gradually replace the stock of their maturing debt with TLTRO III borrowing to the maximum possible extent given regulatory constraints and the residual spare capacity in terms of borrowing allowance. The current programme therefore serves as a backstop in case of the materialisation of severe distress in banks' funding markets, but its effectiveness would in any case be constrained by the residual borrowing capacity of banks. Indeed, the availability of spare TLTRO borrowing capacity eases the decision for banks to venture into loan origination even in uncertain times by offering a comfortable level of liquidity and funding buffers to be accessed on demand. Simulations of a micro-structural model of the euro area banking system also show that the availability of attractive TLTROs helped to avoid adverse equilibria for banks' riskiness, contributing to preserving accommodative funding conditions, above and beyond the actual reduction in the funding cost associated with TLTRO take-up.²⁰

Moreover, the pass-through of TLTROs to lending conditions is complemented by other policy measures. The TLTRO incentive scheme motivates the channelling of borrowed funds to eligible lending. Yet, once the lending benchmarks are achieved, banks are likely to base their investment choices on the relative risk-adjusted return of alternative investment options. If this return is higher for lending to the private sector than for alternative uses of TLTRO funds, then banks have incentives to devote the necessary risk-bearing capacity to loan origination. Conversely, if the risk-adjusted return on loans falls below that of other assets, or if banks face de-facto quantitative capital constraints, they may find it more profitable to divert at least part of the funds into acquiring sovereign bonds or risk-free arbitrage with the ECB's deposit facility. This has not been the case so far, partly because of complementary support from other policy areas. Asset purchase programmes have contained upward pressures on risk-free and sovereign yields, while microprudential and macroprudential actions have provided capital leeway for

²⁰ In particular, it is estimated that a 1 percentage point reduction in TLTRO rate reduces the median bank's default risk by around 50%, with increasing effectiveness for banks more exposed to fundamental risk. See Albertazzi, U., Burlon, L., Jankauskas, T, Pavanini, N., "The (unobservable) value of central bank's refinancing operations", *Working Paper Series*, No 2480, ECB, Frankfurt am Main, October 2020.

an expansion of credit to the private sector and government guarantees have substantially reduced banks' exposure to the associated credit risk. From a longer-term perspective, the common fiscal instrument of the Next Generation EU programme has supported market expectations around a scenario of substantial fiscal support over the coming years. However, this balance could change for certain segments of the euro area banking system if faced with changes in the constellation of policies in place, such as a premature tightening of regulatory, supervisory or macroprudential policies, or delays in the deployment of the common fiscal instrument.

Soft information and econometric analysis of the impact of TLTROs on lending volumes and terms and conditions confirm that, alongside the stimulus to loan creation, there is no substantial increase in risk-taking by banks benefiting from the programme (Chart 6). While indicating a predominant profitability motive for participation and a recurring intended future use of TLTRO funds for granting loans to the private sector, euro area banks have consistently reported that TLTROs spur an increase in their lending volumes and a decrease in their lending rates, especially for loans to firms. Yet, the impact on credit standards, though it points towards an overall easing of criteria, has been moderating over time and especially relative to the early stages of the pandemic, when TLTRO incentives operated in strong interaction with government guarantee schemes and collateral and capital relief measures. The results of the euro area bank lending survey illustrated in Chart 6 show a negligible contribution to the easing of lending standards. This suggests relatively prudent lending behaviour on the part of participants. The results of this survey also point to a continued tightening of margins on riskier loans since the start of the pandemic, in contrast with broadly stable margins on average loans. Moreover, econometric evidence based on the euro area-wide credit register confirms that banks' exposure to TLTROs was associated with an increase in lending concentrated towards ex ante safer borrowers, and that the registered increase was not associated with an increase in arrears ex post.²¹

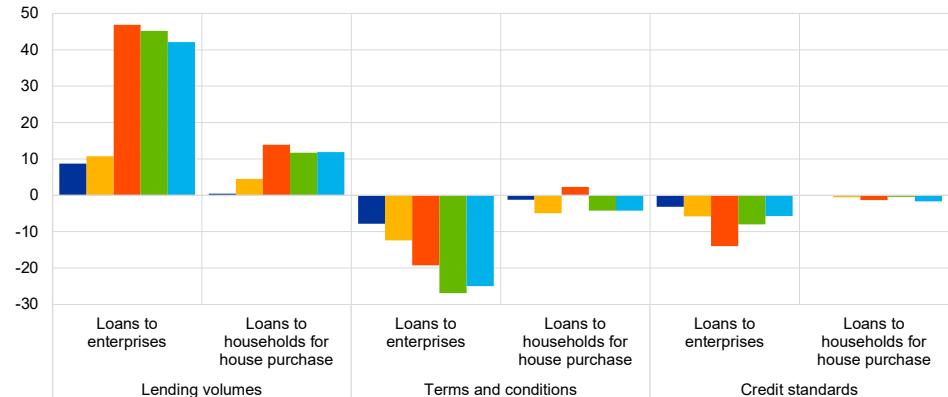
²¹ See Barbiero, F., Burlon, L., Dimou, M., Toczynski, J. "Targeted monetary policy during the pandemic: Evidence from TLTRO III", forthcoming 2021.

Chart 6

Reported impact of TLTRO III on bank lending conditions

(net percentages of banks)

- █ Q3 2019 - Q4 2019
- █ Q4 2019 - Q1 2020
- █ Q2 2020 - Q3 2020
- █ Q4 2020 - Q1 2021
- █ Q2 2021 - Q3 2021



Source: Euro area bank lending survey.

Notes: Net percentages are defined as the difference between the sum of the percentages for "contributed considerably to a tightening or increase" and "contributed somewhat to a tightening or increase" and the sum of the percentages for "contributed somewhat to an easing or decrease" and "contributed considerably to an easing or decrease". The last period denotes expectations indicated by banks in the latest available round (April 2021) of the euro area bank lending survey.

Together with the stimulus to real economic activity provided by the easing of financing conditions, the impact of TLTROs on employment is likely to have been sizeable. It is generally challenging to analyse the effects of TLTRO III on the real economy, especially at such an early stage after the actual participation in TLTRO III operations. However, previous experience with TLTRO programmes, in situations characterised by a less pivotal role of the operations for bank lending conditions, shows the potential for significant real economic effects of TLTRO III, especially in conjunction with other policy areas activated during the pandemic, such as government guarantees and capital relief measures. A study finds that firms more exposed to TLTROs and capital relief measures tend to increase their employment levels significantly. The impacts predicted for the current juncture based on historical regularities are economically meaningful. Considering the reduction in bank funding cost brought forth by the TLTROs and the capital relief observed over the period between March and April 2020, the overall impact of the policy measures implemented in response to the pandemic has the potential to forestall an employment decline in the corporate sector of more than one million workers over the period 2020-2022.²²

²² See, for example, Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M. and Burlon, L., "The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions", Working Paper Series, No 2465, ECB, Frankfurt am Main, September 2020.

Box 3

The redistribution of central bank reserves borrowed under TLTRO III

Prepared by Sebastiaan Pool

Banks receive central bank reserves when they borrow from the Eurosystem through its refinancing operations, such as TLTRO III, or when they sell or intermediate the sale of securities to the Eurosystem in the context of asset purchase programmes (see Table A). Those central bank reserves can only be stored on banks' accounts with the Eurosystem. Accordingly, the aggregate volume of banks' central bank reserve holdings with the Eurosystem mechanically reflects the liquidity injected by refinancing operations and asset purchases.

Table A

Creation of central bank reserves

(EUR)			
Eurosystem			
Refinancing operations	+10	Central bank reserves	+15
Government bonds	+5		
Bank A			
Central bank reserves	+10	Refinancing operations	+10
Bank B			
Government bonds	-5		
Central bank reserves	+5		

Source: ECB.

Note: The table shows the change in balance sheet items following a €10 refinancing operation from Bank A and a €5 outright asset purchase from Bank B.

Notwithstanding these aggregate dynamics, central bank reserve holdings can circulate between banks when these holdings are used to settle interbank transactions. For instance, when a bank buys a security, e.g. a sovereign bond from another bank, it could pay the other bank by transferring some of its central bank reserves. Moreover, when households and firms make regular payment transactions, central bank reserves are transferred across banks. A bank that experiences an outflow of deposits could settle the transaction by transferring some of its central bank reserves to the bank that experiences an inflow. Finally, banks could issue or repay interbank loans and thereby redistribute central bank reserves.²³

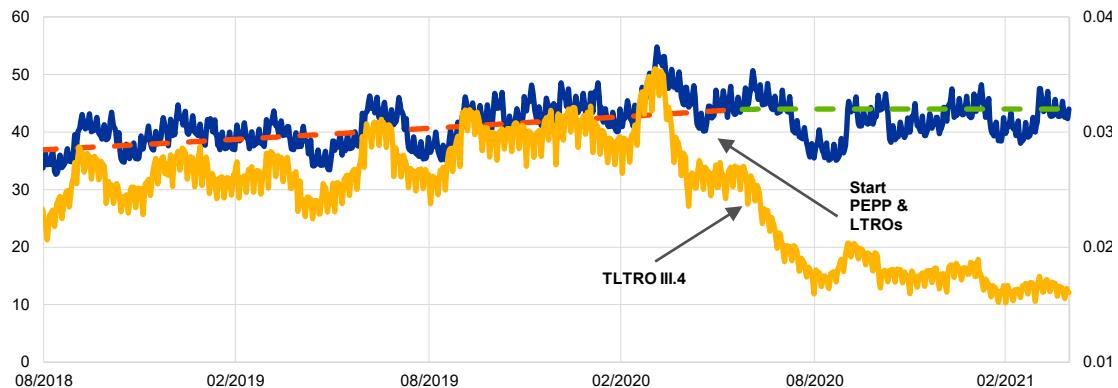
²³ Notably, banks cannot use central bank reserves directly for lending to households and firms because the latter do not have an account with the Eurosystem.

Chart A

The circulation and velocity of central bank reserves

(left-hand scale: EUR billions; right-hand scale: ratio)

- Circulation of central bank reserves
- Velocity of central bank reserves
- Pre-June 2020 circulation trend
- Post-June 2020 circulation trend



Source: ECB.

Notes: The chart shows the circulation of central bank reserves which is computed as the 30-day moving average of the sum of all absolute daily changes in banks' excess liquidity holdings, corrected for changes that are caused by the settlement of refinancing operations and asset sales to the Eurosystem, divided by two. The velocity of central bank reserves is obtained by dividing the latter metric by banks' total holdings of excess liquidity (central bank reserves in excess of their minimum reserve requirements) to obtain the percentage of aggregate excess liquidity holdings used for daily interbank transactions. The latest observation is for 1 May 2021.

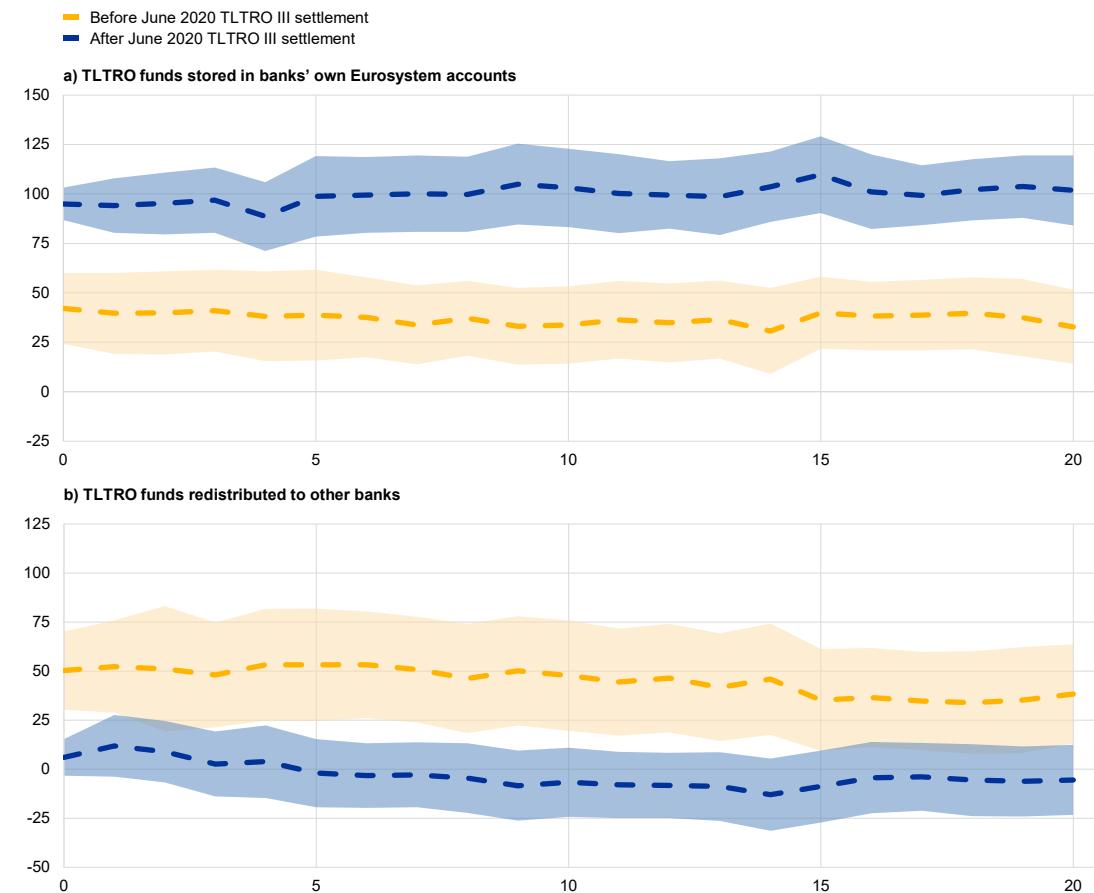
The redistribution of central bank reserves has declined substantially since the announcement of the additional longer-term refinancing operations (LTROs) and the pandemic emergency programme (PEPP) in March 2020. It decreased further after the settlement of the June 2020 TLTRO III. Before the pandemic, the total circulation of central bank reserves – measured by summing over all flows of central bank reserves between banks – increased steadily over time (blue line in Chart A). The circulation of central bank reserves was closely mirrored by the velocity of central bank reserves: the percentage of aggregate central bank reserve holdings in excess of banks' minimum reserve requirements used for daily interbank transactions (yellow line in Chart A). Following the start of the additional LTROs and the PEPP in March 2020 and more pronouncedly after the settlement of the June 2020 TLTRO III (the first operation after the April TLTRO III recalibration introduced more favourable terms), the circulation of central bank reserves stabilised, while the velocity of central bank reserves declined sharply.²⁴ A more formal statistical approach confirms that the redistribution of central bank reserves has declined. While historically only about half of the borrowed reserves were stored on banks' own accounts with the Eurosystem in the weeks following TLTRO settlement (yellow lines in Chart B), since the June 2020 TLTRO III banks appear to store close to all the borrowed reserves in their accounts with the Eurosystem (blue lines Chart B).

²⁴ The velocity of reserves observed depends on banks' holdings of central bank reserves at the end of the day. Therefore, it is possible to have a high intra-day and/or intra-bank velocity while the amount of reserves held by each bank at the end of the day remains relatively stable.

Chart B

Estimated percentage of TLTRO funds that banks stored and redistributed

(y-axis: percentages; x-axis: days after TLTRO settlement)



Source: ECB calculations.

Notes: The estimated coefficients in the chart are based on a panel data local projections model which relates daily changes in a bank's excess liquidity holdings to: its own TLTRO borrowing, panel (a); TLTRO borrowing by other banks in the Eurosystem, panel (b), controlling for other refinancing operations; the bank's own asset sales and asset sales by other banks to the Eurosystem; redemptions of assets bought by the Eurosystem; and autonomous factors at the euro area level. The first estimation period is August 2014 to 31 May 2020 for settlement before the June 2020 TLTRO, and 1 June 2020 to 1 May 2021 for settlement after the June 2020 TLTRO III. As the results are model-based and due to noise in the data and the inability to fully control for autonomous factors at the bank level (as such data are not available), the sum of funds stored in banks' own Eurosystem accounts and TLTRO funds redistributed to others do not exactly add up to 100% and are subject to uncertainty as reflected by the shaded areas denoting 90% confidence intervals.

Several factors could explain the decline in the redistribution of central bank reserves. First, the decline in economic activity and the increase in households' and firms' savings reduced payment flows and thereby reduced the need for banks to use central bank reserves to settle payment transactions. Second, the more favourable pricing of TLTRO III and the alleviation of regulatory rules over the pandemic emergency period allowed banks to build a precautionary liquidity buffer at little to no costs. This has likely increased TLTRO III participation while it has decreased the pecuniary incentive to redistribute the obtained central bank reserves. Finally, the increase in the number of banks participating in TLTRO III has potentially reduced the scope for redistributing central bank reserves to non-participating banks

4 Conclusions

TLTRO III has been effective in protecting bank-based transmission during the pandemic. Previous TLTROs already supported borrowing conditions for households and firms long before the COVID-19 pandemic hit the euro area. The recalibrations of TLTRO III in the first half of 2020 propelled the programme into a much wider role, as a central bulwark against the impairment of the bank-based transmission mechanism of monetary policy in a context of unprecedented financial stress for the euro area banking system. The largest liquidity injection in the history of the ECB, in June 2020, followed by robust participation in the subsequent operations, has provided central bank liquidity at attractive rates under the condition of complying with demanding and yet achievable lending targets for euro area banks. The stimulus coming from the enhanced operations was transmitted in various ways to lending conditions above and beyond the explicit lending criteria ingrained in the programme. This has helped to secure favourable financing conditions to households and firms throughout the pandemic. Since the stimulus to lending conditions via banks is generally transmitted with a lag, the overall impact of TLTROs has not yet fully materialised.

There is no evidence of substantial side effects or dilution of the stimulus coming from TLTROs so far, with the programme interacting positively with the broader policy package. By supporting lending margins, the programme granted banks enough leeway to extend credit to the private sector without necessarily scaling up the risk spectrum, especially against the background of the unprecedented demand for emergency liquidity needs expressed by corporates in the early stages of the pandemic. There is also evidence that the design of TLTROs ensured that the stimulus reached households and firms as intended, without being excessively diluted by unwarranted uses of funds such as lending to governments. The effectiveness of TLTROs in transmitting the accommodative conditions to the targeted sector was substantially supported by the contribution of other monetary policy instruments such as asset purchases, forward guidance and negative interest rate policy as well as collateral easing measures, which worked in unison with TLTROs, as well as contributions from other policy domains like microprudential and macroprudential policies or fiscal policy via, for example, the provision of government guarantees.

TLTROs offering conditional funding at rates below the deposit facility rate are an effective and flexible tool of monetary policy accommodation in the vicinity of the effective lower bound, especially in an environment characterised by a high level of uncertainty. The targeting element is a key feature of the operations, increasing banks' incentives for lending. The conditional pricing of TLTROs below the deposit facility rate has created additional room for easing funding conditions for banks in a negative interest rate environment and offers an effective backstop against strains in banks' access to market-based funding. Moreover, the close link with the deposit facility rate has allowed the negative interest rate policy to continue spurring loan origination, even as deposit rates fell further.

Statistics

Contents

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

Further information

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)						
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018	3.7	2.9	1.3	0.6	6.7	1.9	2.6	2.1	2.4	2.5	1.0	2.1	1.8
2019	2.8	2.3	1.4	0.0	6.0	1.5	2.0	2.2	1.8	1.8	0.5	2.9	1.2
2020	-3.3	-3.4	-9.8	-4.7	2.3	-6.3	1.3	1.7	1.2	0.9	0.0	2.5	0.3
2020 Q3	7.8	7.5	16.9	5.4	3.0	12.6	1.2	1.6	1.2	0.6	0.2	2.3	0.0
Q4	1.9	1.1	1.3	2.8	2.6	-0.4	1.2	1.5	1.2	0.5	-0.8	0.1	-0.3
2021 Q1	0.8	1.5	-1.6	-1.1	0.6	-0.3	1.9	1.7	1.9	0.6	-0.5	0.0	1.1
Q2	.	1.6	4.8	0.5	1.3	2.2	3.8	2.8	4.8	2.0	-0.8	1.1	1.8
2021 Mar.	-	-	-	-	-	-	2.4	1.8	2.6	0.7	-0.4	0.4	1.3
Apr.	-	-	-	-	-	-	3.4	2.4	4.2	1.5	-1.1	0.9	1.6
May	-	-	-	-	-	-	3.9	2.9	5.0	2.1	-0.8	1.3	2.0
June	-	-	-	-	-	-	4.1	3.2	5.4	2.5	-0.5	1.1	1.9
July	-	-	-	-	-	-	.	.	5.4	2.0	-0.3	1.0	2.2
Aug. ³⁾	-	-	-	-	-	-	3.0

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)						Merchandise imports ¹⁾								
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Manufacturing	Services	New export orders	Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	7	8	9						
	1	2	3	4	5	6				7	8	9	10	11	12
2018	53.4	55.0	53.3	52.1	52.3	54.6	53.1	53.8	50.8	4.3	3.2	5.5			
2019	51.7	52.5	50.2	50.5	51.8	51.3	50.3	52.2	48.8	-0.4	-0.3	-0.5			
2020	47.5	48.8	46.5	42.4	51.4	44.0	48.5	46.3	45.3	-4.6	-4.5	-4.7			
2020 Q3	51.9	53.1	57.5	45.6	54.7	52.4	52.6	51.7	49.0	8.4	8.7	8.1			
Q4	54.2	56.8	50.5	48.2	56.3	48.1	54.6	54.0	50.8	4.6	4.9	4.2			
2021 Q1	54.3	59.3	49.1	48.4	52.3	49.9	53.8	54.5	50.3	4.3	1.6	7.2			
Q2	57.5	65.3	61.9	49.6	53.0	56.8	53.9	58.8	52.9	2.2	1.8	2.5			
2021 Mar.	55.3	59.7	56.4	49.9	53.1	53.2	53.6	55.9	51.7	4.3	1.6	7.2			
Apr.	57.5	63.5	60.7	51.0	54.7	53.8	54.4	58.5	53.3	4.3	1.7	7.2			
May	59.0	68.7	62.9	48.8	53.8	57.1	54.4	60.5	53.6	4.4	2.7	6.1			
June	56.1	63.7	62.2	48.9	50.6	59.5	52.9	57.2	51.7	2.2	1.8	2.5			
July	54.9	59.9	59.2	48.8	53.1	60.2	53.2	55.5	51.4	.	.	.			
Aug.	51.3	55.4	54.8	45.5	47.2	59.0	50.7	51.5	49.5	.	.	.			

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

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

2) Excluding the euro area.

2 Financial developments

2.1 Money market interest rates

(percentages per annum; period averages)

	Euro area ¹⁾						United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR) ²⁾	Overnight deposits (EONIA)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (LIBOR)	3-month deposits (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2018	-0.45	-0.36	-0.37	-0.32	-0.27	-0.17	2.31	-0.05
2019	-0.48	-0.39	-0.40	-0.36	-0.30	-0.22	2.33	-0.08
2020	-0.55	-0.46	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	0.64	-0.07
2021 Feb.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.50	0.19	-0.09
Mar.	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.52	-0.49	0.19	-0.08
Apr.	-0.57	-0.48	-0.56	-0.54	-0.52	-0.48	0.19	-0.07
May	-0.56	-0.48	-0.56	-0.54	-0.51	-0.48	0.15	-0.09
June	-0.56	-0.48	-0.55	-0.54	-0.51	-0.48	0.13	-0.09
July	-0.57	-0.48	-0.56	-0.54	-0.52	-0.49	0.13	-0.08
Aug.	-0.57	-0.48	-0.56	-0.55	-0.53	-0.50	0.12	-0.10

Source: Refinitiv and ECB calculations.

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

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

2.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates				
	Euro area ^{1), 2)}					Euro area ^{1), 2)}	United States	United Kingdom	Euro area ^{1), 2)}				
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years	10 years	10 years	1 year	2 years	5 years	10 years	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2018	-0.80	-0.75	-0.66	-0.26	0.32	1.07	0.08	0.51	-0.67	-0.45	0.44	1.17	
2019	-0.68	-0.66	-0.62	-0.45	-0.14	0.52	0.34	0.24	-0.62	-0.52	-0.13	0.41	
2020	-0.75	-0.76	-0.77	-0.72	-0.57	0.19	0.80	0.32	-0.77	-0.77	-0.60	-0.24	
2021 Feb.	-0.61	-0.65	-0.67	-0.55	-0.25	0.41	1.33	0.78	-0.69	-0.66	-0.26	0.32	
Mar.	-0.64	-0.69	-0.72	-0.62	-0.28	0.41	1.68	0.82	-0.75	-0.73	-0.32	0.37	
Apr.	-0.63	-0.68	-0.70	-0.57	-0.18	0.50	1.57	0.80	-0.73	-0.70	-0.21	0.53	
May	-0.63	-0.68	-0.69	-0.54	-0.15	0.53	1.54	0.75	-0.72	-0.67	-0.16	0.57	
June	-0.65	-0.69	-0.70	-0.56	-0.20	0.49	1.40	0.68	-0.72	-0.68	-0.22	0.45	
July	-0.66	-0.75	-0.80	-0.75	-0.44	0.31	1.16	0.52	-0.83	-0.86	-0.50	0.16	
Aug.	-0.68	-0.73	-0.77	-0.68	-0.39	0.34	1.24	0.56	-0.79	-0.79	-0.43	0.16	

Source: ECB calculations.

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

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

2.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2018	375.5	3,386.6	766.3	264.9	172.6	115.8	173.1	629.5	502.5	278.8	292.9	800.5	2,746.2	22,310.7
2019	373.6	3,435.2	731.7	270.8	183.7	111.9	155.8	650.9	528.2	322.0	294.2	772.7	2,915.5	21,697.2
2020	360.0	3,274.3	758.9	226.8	163.2	83.1	128.6	631.4	630.2	347.1	257.6	831.9	3,217.3	22,703.5
2021 Feb.	410.0	3,667.1	873.5	258.5	168.5	90.7	146.1	751.4	785.6	372.8	253.9	851.8	3,883.4	29,458.8
Mar.	422.4	3,813.3	911.1	271.6	168.4	97.0	159.1	774.6	770.1	367.2	264.5	838.1	3,910.5	29,315.3
Apr.	440.1	3,987.3	952.7	286.0	177.2	93.2	161.5	807.2	835.4	387.5	267.3	874.0	4,141.2	29,426.8
May	443.8	4,003.6	959.5	290.0	183.0	94.8	167.8	808.7	811.7	384.1	278.3	870.2	4,169.6	28,517.1
June	455.3	4,105.8	958.5	305.3	188.6	97.4	168.5	831.8	850.4	375.9	287.2	883.4	4,238.5	28,943.2
July	453.8	4,062.6	979.0	300.5	190.2	91.2	162.2	835.4	875.2	372.0	290.2	896.1	4,363.7	28,118.8
Aug.	468.5	4,177.0	1,014.5	303.3	191.9	91.6	169.0	865.0	938.2	380.0	303.6	922.1	4,454.2	27,692.7

Source: Refinitiv.

2 Financial developments

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator					
	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:			By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation			APRC ³⁾								
					Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16					
2020 Aug.	0.02	0.35	0.18	0.71	5.20	15.88	5.33	5.35	5.88	1.91	1.42	1.61	1.31	1.40	1.67	1.40				
Sep.	0.02	0.35	0.19	0.70	5.23	15.86	5.08	5.25	5.75	1.94	1.39	1.61	1.31	1.37	1.66	1.38				
Oct.	0.02	0.35	0.20	0.69	5.18	15.82	5.14	5.26	5.80	2.03	1.37	1.56	1.27	1.36	1.64	1.36				
Nov.	0.02	0.35	0.20	0.71	5.11	15.78	5.01	5.25	5.90	2.04	1.37	1.54	1.29	1.35	1.63	1.35				
Dec.	0.01	0.35	0.17	0.72	4.99	15.78	4.93	5.08	5.71	1.93	1.35	1.52	1.27	1.33	1.62	1.32				
2021 Jan.	0.01	0.35	0.22	0.68	5.00	15.81	4.84	5.32	5.87	1.91	1.35	1.49	1.29	1.35	1.60	1.33				
Feb.	0.01	0.35	0.23	0.66	5.01	15.74	5.05	5.25	5.86	1.98	1.30	1.48	1.27	1.32	1.58	1.31				
Mar.	0.01	0.35	0.20	0.61	4.98	15.77	4.88	5.12	5.72	1.94	1.32	1.43	1.24	1.32	1.58	1.31				
Apr.	0.01	0.35	0.21	0.62	4.89	15.75	5.16	5.17	5.78	1.98	1.32	1.49	1.27	1.31	1.59	1.31				
May	0.01	0.34	0.18	0.57	4.88	15.75	5.16	5.31	5.93	2.04	1.32	1.43	1.26	1.31	1.61	1.32				
June	0.01	0.34	0.16	0.59	4.88	15.70	5.16	5.15	5.77	1.94	1.31	1.43	1.26	1.30	1.60	1.32				
July ^(p)	0.01	0.34	0.19	0.59	4.78	15.57	5.29	5.24	5.85	1.98	1.35	1.45	1.27	1.30	1.61	1.32				

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

Over-night	Deposits		Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation										Composite cost-of-borrowing indicator		
	With an agreed maturity of:	Up to 2 years		Up to EUR 0.25 million	over EUR 0.25 and up to 1 million	over EUR 1 million										
				Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2020 Aug.	0.00	-0.20	0.39	1.83	1.84	1.90	1.94	1.56	1.39	1.49	1.29	1.31	1.20	1.51		
Sep.	0.00	-0.20	0.26	1.88	1.91	2.10	1.94	1.54	1.43	1.49	1.22	1.31	1.31	1.51		
Oct.	0.00	-0.21	0.26	1.82	1.91	2.20	1.96	1.55	1.46	1.50	1.22	1.42	1.40	1.53		
Nov.	-0.01	-0.20	0.42	1.83	1.97	2.00	1.98	1.57	1.41	1.47	1.22	1.29	1.30	1.51		
Dec.	-0.01	-0.18	0.25	1.83	2.01	1.94	1.94	1.61	1.42	1.44	1.34	1.23	1.27	1.51		
2021 Jan.	-0.01	-0.14	0.39	1.84	2.14	2.00	1.92	1.61	1.44	1.41	1.17	1.18	1.29	1.50		
Feb.	-0.01	-0.21	0.25	1.84	1.96	2.00	1.95	1.58	1.44	1.43	1.15	1.22	1.23	1.48		
Mar.	-0.01	-0.11	0.22	1.82	1.91	1.97	2.02	1.56	1.45	1.40	1.09	0.71	1.23	1.39		
Apr.	-0.01	-0.18	0.25	1.80	2.04	1.96	1.98	1.57	1.44	1.40	1.32	1.33	1.38	1.56		
May	-0.01	-0.23	0.19	1.79	1.87	1.95	2.04	1.57	1.45	1.42	1.16	1.17	1.27	1.46		
June	-0.02	-0.31	0.27	1.84	1.89	1.97	2.02	1.55	1.43	1.54	1.20	1.13	1.24	1.46		
July ^(p)	-0.02	-0.31	0.14	1.72	1.82	2.14	2.00	1.59	1.44	1.37	1.26	1.32	1.16	1.47		

Source: ECB.

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

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

2 Financial developments

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs (including Euro- system)	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment			10	11	12	Central govern- ment	Other general govern- ment
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2018	1,215	503	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1,283	550	181	.	85	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020	1,530	455	145	.	98	714	118	455	177	70	.	45	114	49
2021 Jan.	1,587	496	142	.	100	718	131	495	246	46	.	38	121	43
Feb.	1,547	477	145	.	103	702	121	372	165	45	.	32	103	27
Mar.	1,587	487	150	.	95	726	130	460	218	51	.	31	118	43
Apr.	1,560	475	145	.	98	706	136	413	180	40	.	39	107	47
May	1,532	463	147	.	100	692	130	409	187	47	.	37	105	33
June	1,538	482	147	.	90	694	126	449	216	55	.	34	105	39
Long-term														
2018	15,745	3,688	3,162	.	1,247	7,022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16,313	3,817	3,398	.	1,321	7,151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020	17,201	3,892	3,126	.	1,451	8,006	725	296	68	71	.	27	114	16
2021 Jan.	17,311	3,897	3,130	.	1,455	8,093	736	315	90	52	.	21	133	19
Feb. 17,705	3,905	3,187	.	1,453	8,209	751	324	57	84	.	18	144	19	
Mar. 17,701	3,968	3,227	.	1,469	8,274	763	371	107	94	.	27	125	17	
Apr. 17,704	3,954	3,217	.	1,465	8,308	760	316	64	77	.	17	146	12	
May 17,844	3,945	3,250	.	1,488	8,393	768	271	46	69	.	22	121	12	
June 18,010	3,968	3,288	.	1,504	8,472	779	330	74	77	.	28	135	15	

Source: ECB.

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

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

	Debt securities							Listed shares						
	Total	MFIs (including Eurosystem)	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non- financial corporations	10	11	
			Financial corporations other than MFIs	FVCs	Non- financial corporations	Central govern- ment	Other general govern- ment							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Outstanding amount														
2018	16,960.6	4,190.4	3,332.3	.	1,318.6	7,445.8	673.5	7,024.3	465.0	1,099.2	5,460.1			
2019	17,595.6	4,367.4	3,578.4	.	1,406.0	7,557.2	686.5	8,587.9	538.4	1,410.6	6,639.0			
2020	18,730.5	4,347.3	3,270.9	.	1,548.7	8,720.3	843.3	8,448.7	469.3	1,321.5	6,658.0			
2021 Jan.	18,898.3	4,393.8	3,271.7	.	1,555.0	8,810.9	866.8	8,331.8	446.6	1,317.4	6,567.8			
Feb.	19,052.7	4,382.0	3,331.2	.	1,555.9	8,911.4	872.2	8,649.0	520.6	1,407.6	6,720.8			
Mar.	19,287.7	4,455.4	3,376.5	.	1,564.2	8,999.1	892.5	9,237.8	542.9	1,467.6	7,227.3			
Apr.	19,263.7	4,429.0	3,361.6	.	1,563.5	9,013.8	895.8	9,457.6	554.3	1,467.6	7,435.6			
May	19,376.4	4,408.6	3,396.8	.	1,587.7	9,085.1	898.3	9,665.6	575.7	1,508.7	7,581.2			
June	19,548.2	4,449.2	3,434.9	.	1,594.0	9,165.9	904.1	9,792.4	564.8	1,521.4	7,706.3			
Growth rate														
2018	1.9	1.7	3.0	.	3.2	1.9	-4.3	0.7	0.3	2.4	0.4			
2019	3.1	3.8	5.0	.	5.6	1.5	1.8	0.0	0.5	0.0	0.0			
2020	7.2	1.2	1.4	.	12.4	10.9	24.3	1.1	0.0	3.1	0.8			
2021 Jan.	7.2	0.4	1.5	.	11.7	11.3	25.5	1.3	-0.1	4.5	0.7			
Feb.	7.5	-0.3	2.8	.	10.8	11.8	25.1	1.5	-0.1	4.7	0.9			
Mar.	8.3	2.2	2.9	.	11.9	11.9	24.5	1.7	1.4	5.0	1.1			
Apr.	6.8	0.9	3.4	.	8.2	10.2	19.5	2.0	1.4	5.3	1.5			
May	5.3	0.1	3.8	.	5.5	8.1	12.2	2.3	1.4	6.1	1.6			
June	4.3	-0.4	3.1	.	4.3	6.6	9.6	2.5	1.8	6.4	1.7			

Source: ECB.

2 Financial developments

2.8 Effective exchange rates¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-19						EER-42	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2018	99.9	95.5	94.1	90.6	80.9	89.2	117.3	94.9
2019	98.1	93.1	92.9	88.8	79.1	86.6	115.4	92.3
2020	99.6	93.4	94.1	89.2	78.9	87.5	119.4	93.8
2020 Q3	101.1	94.7	95.3	90.0	79.0	87.9	121.7	95.4
Q4	101.2	94.6	95.4	90.2	75.9	87.8	122.3	95.5
2021 Q1	100.7	94.6	95.2	89.8	75.1	87.5	121.7	95.3
Q2	100.5	94.1	95.0	-	-	-	121.9	94.9
2021 Mar.	100.3	94.1	94.7	-	-	-	121.2	94.8
Apr.	100.6	94.2	95.0	-	-	-	121.9	95.1
May	100.8	94.3	95.1	-	-	-	122.3	95.2
June	100.2	93.7	94.8	-	-	-	121.5	94.5
July	99.7	93.5	94.2	-	-	-	120.8	94.2
Aug.	99.3	93.2	93.9	-	-	-	120.4	93.9
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2021 Aug.	-0.3	-0.3	-0.4	-	-	-	-0.4	-0.3
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2021 Aug.	-2.1	-1.7	-1.9	-	-	-	-1.7	-2.0

Source: ECB.

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

2.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Croatian kuna 2	Czech koruna 3	Danish krone 4	Hungarian forint 5	Japanese yen 6	Polish zloty 7	Pound sterling 8	Romanian leu 9	Swedish krona 10	Swiss franc 11	US Dollar 12
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2018	7.808	7.418	25.647	7.453	318.890	130.396	4.261	0.885	4.6540	10.258	1.155	1.181
2019	7.735	7.418	25.670	7.466	325.297	122.006	4.298	0.878	4.7453	10.589	1.112	1.119
2020	7.875	7.538	26.455	7.454	351.249	121.846	4.443	0.890	4.8383	10.485	1.071	1.142
2020 Q3	8.086	7.527	26.479	7.445	353.600	124.049	4.441	0.905	4.8454	10.364	1.075	1.169
Q4	7.901	7.559	26.667	7.443	360.472	124.607	4.505	0.903	4.8718	10.268	1.078	1.193
2021 Q1	7.808	7.572	26.070	7.437	361.206	127.806	4.546	0.874	4.8793	10.120	1.091	1.205
Q2	7.784	7.528	25.638	7.436	354.553	131.930	4.529	0.862	4.9240	10.141	1.098	1.206
2021 Mar.	7.747	7.578	26.178	7.436	365.612	129.380	4.599	0.859	4.8884	10.169	1.106	1.190
Apr.	7.805	7.568	25.924	7.437	360.583	130.489	4.561	0.865	4.9231	10.162	1.103	1.198
May	7.811	7.523	25.558	7.436	353.647	132.569	4.528	0.863	4.9250	10.147	1.097	1.215
June	7.739	7.498	25.454	7.436	349.937	132.631	4.501	0.859	4.9238	10.117	1.094	1.205
July	7.654	7.503	25.636	7.437	357.257	130.349	4.562	0.856	4.9255	10.198	1.086	1.182
Aug.	7.624	7.496	25.470	7.437	351.843	129.284	4.569	0.853	4.9232	10.216	1.076	1.177
<i>Percentage change versus previous month</i>												
2021 Aug.	-0.4	-0.1	-0.6	0.0	-1.5	-0.8	0.2	-0.4	0.0	0.2	-0.9	-0.4
<i>Percentage change versus previous year</i>												
2021 Aug.	-7.0	-0.2	-2.7	-0.1	0.8	3.1	3.8	-5.3	1.8	-0.9	-0.1	-0.5

Source: ECB.

2 Financial developments

2.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2020 Q2	28,147.8	28,214.2	-66.5	11,309.8	9,464.6	9,868.7	11,969.9	-66.0	6,130.3	6,779.7	905.0	15,309.0
Q3	28,066.2	28,063.8	2.5	11,116.0	9,314.9	10,009.8	12,055.5	-91.9	6,122.8	6,693.4	909.6	15,148.3
Q4	28,335.8	28,453.7	-118.0	10,976.2	9,408.4	10,700.4	12,347.1	-75.2	5,854.6	6,698.3	879.8	14,809.7
2021 Q1	29,619.9	29,737.7	-117.8	11,320.4	9,605.4	11,436.4	13,070.4	-115.2	6,128.8	7,061.9	849.5	15,416.3
Outstanding amounts as a percentage of GDP												
2021 Q1	259.8	260.9	-1.0	99.3	84.3	100.3	114.7	-1.0	53.8	61.9	7.5	135.2
Transactions												
2020 Q3	184.7	86.7	98.0	24.7	-2.3	96.2	78.8	-31.8	92.3	10.3	3.4	-
Q4	31.2	-94.7	125.8	-97.9	13.5	355.0	-239.9	-19.6	-208.4	131.8	2.1	-
2021 Q1	513.5	428.7	84.8	70.6	7.7	259.7	165.4	7.2	179.1	255.5	-3.0	-
Q2	215.2	119.3	95.9	-1.4	38.0	241.7	49.6	12.5	-45.1	31.6	7.5	-
2021 Jan.	328.5	283.3	45.2	61.6	19.5	95.9	92.0	13.7	158.2	171.8	-0.9	-
Feb.	119.8	101.0	18.8	21.5	4.9	84.2	-2.7	-1.0	16.7	98.8	-1.6	-
Mar.	65.2	44.4	20.8	-12.5	-16.7	79.6	76.2	-5.6	4.2	-15.1	-0.5	-
Apr.	209.2	208.4	0.8	38.8	13.9	62.2	46.0	4.6	102.9	148.5	0.7	-
May	84.6	47.9	36.7	19.1	12.4	64.9	-6.8	-2.3	1.6	42.3	1.4	-
June	-78.7	-137.1	58.4	-59.2	11.7	114.7	10.4	10.2	-149.6	-159.2	5.3	-
12-month cumulated transactions												
2021 June	944.6	540.0	404.6	-4.0	56.9	952.6	53.8	-31.7	17.8	429.3	10.0	-
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP												
2021 June	8.0	4.6	3.4	0.0	0.5	8.1	0.5	-0.3	0.2	3.6	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

3 Economic activity

3.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
	Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation			Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	11,601.3	11,130.8	6,221.6	2,369.0	2,431.1	1,176.6	747.5	500.5	109.1	470.5	5,581.2	5,110.7
2019	11,976.8	11,568.0	6,375.6	2,456.4	2,647.2	1,247.0	772.3	621.2	88.8	408.8	5,764.1	5,355.4
2020	11,391.2	10,966.2	5,902.0	2,573.4	2,484.6	1,206.4	684.6	586.5	6.1	425.1	5,179.6	4,754.5
2020 Q3	2,915.4	2,775.1	1,529.3	649.2	619.3	309.1	180.2	128.1	-22.6	140.3	1,302.8	1,162.5
Q4	2,924.1	2,784.5	1,485.8	660.6	639.3	316.0	184.0	137.5	-1.2	139.5	1,365.6	1,226.0
2021 Q1	2,936.6	2,804.3	1,473.2	662.3	642.7	322.1	186.0	132.9	26.1	132.3	1,396.0	1,263.7
Q2	3,006.7	2,883.3	1,535.3	669.4	656.1	332.3	188.2	133.7	22.5	123.4	1,452.1	1,328.7
as a percentage of GDP												
2020	100.0	96.3	51.8	22.6	21.8	10.6	6.0	5.1	0.1	3.7	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q3	12.6	10.5	14.4	5.6	13.9	14.7	25.1	0.0	-	-	16.6	11.8
Q4	-0.4	-0.3	-3.1	0.7	2.8	1.8	1.9	6.4	-	-	4.1	4.8
2021 Q1	-0.3	-0.4	-2.1	-0.5	-0.2	0.5	1.1	-3.7	-	-	0.7	0.4
Q2	2.2	2.3	3.7	1.2	1.1	1.3	0.7	1.3	-	-	2.2	2.3
annual percentage changes												
2018	1.9	1.8	1.5	1.1	3.0	3.8	3.8	0.4	-	-	3.6	3.7
2019	1.5	2.4	1.3	1.8	6.5	2.8	2.0	22.0	-	-	2.4	4.5
2020	-6.3	-6.2	-7.9	1.4	-7.2	-5.0	-12.2	-5.9	-	-	-9.0	-9.0
2020 Q3	-4.0	-4.2	-4.5	2.9	-4.2	-3.1	-8.1	-1.3	-	-	-8.6	-9.4
Q4	-4.4	-6.5	-7.5	3.3	-10.2	-0.6	-4.9	-30.7	-	-	-4.8	-9.2
2021 Q1	-1.2	-3.9	-5.4	2.9	-6.2	2.7	6.1	-31.5	-	-	-0.5	-6.1
Q2	14.3	12.2	12.6	7.1	18.2	18.9	29.8	3.7	-	-	24.8	20.4
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2020 Q3	12.6	10.2	7.5	1.3	2.9	1.5	1.4	0.0	-1.6	2.4	-	-
Q4	-0.4	-0.3	-1.6	0.2	0.6	0.2	0.1	0.3	0.6	-0.1	-	-
2021 Q1	-0.3	-0.4	-1.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	-0.2	0.8	0.1	-	-
Q2	2.2	2.2	1.9	0.3	0.2	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.1	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2018	1.9	1.7	0.8	0.2	0.6	0.4	0.2	0.0	0.1	0.1	-	-
2019	1.5	2.3	0.7	0.4	1.3	0.3	0.1	0.9	-0.1	-0.8	-	-
2020	-6.3	-6.0	-4.2	0.3	-1.6	-0.5	-0.8	-0.3	-0.5	-0.4	-	-
2020 Q3	-4.0	-4.0	-2.4	0.6	-0.9	-0.3	-0.5	-0.1	-1.3	0.0	-	-
Q4	-4.4	-6.3	-4.0	0.7	-2.4	-0.1	-0.3	-2.0	-0.6	1.9	-	-
2021 Q1	-1.2	-3.7	-2.8	0.6	-1.4	0.3	0.4	-2.1	-0.1	2.5	-	-
Q2	14.3	11.8	6.5	1.7	3.8	2.0	1.7	0.2	-0.2	2.5	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

3 Economic activity

3.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2018	10,396.3	175.5	2,056.7	528.0	1,961.2	502.3	477.5	1,169.0	1,210.5	1,958.6	357.2	1,204.9
2019	10,735.3	179.2	2,096.6	563.3	2,036.9	531.8	480.4	1,204.7	1,250.3	2,023.9	368.2	1,241.5
2020	10,259.1	177.2	1,963.8	553.2	1,797.6	544.9	468.5	1,213.2	1,166.2	2,053.5	321.2	1,132.1
2020 Q3	2,624.8	44.3	504.0	142.6	473.3	140.0	116.8	305.9	294.4	519.7	83.8	290.7
Q4	2,631.9	44.0	519.9	146.8	458.5	139.6	116.7	306.3	301.0	521.7	77.4	292.1
2021 Q1	2,646.6	44.3	531.9	146.2	453.2	141.8	118.8	307.1	303.5	522.8	77.0	290.1
Q2	2,699.1	45.5	535.0	149.8	477.9	145.4	117.3	309.7	307.5	529.6	81.3	307.7
as a percentage of value added												
2020	100.0	1.7	19.1	5.4	17.5	5.3	4.6	11.8	11.4	20.0	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2020 Q3	12.5	0.9	16.3	15.1	23.3	7.7	2.7	3.0	11.8	9.4	23.8	13.3
Q4	-0.4	0.4	3.4	2.1	-3.7	-0.7	-0.4	-0.4	1.7	-1.3	-11.5	-0.5
2021 Q1	0.1	-2.1	1.0	-1.0	-1.2	2.1	1.2	-0.3	0.6	0.0	-0.6	-3.4
Q2	1.9	1.1	0.5	1.1	4.8	2.4	0.3	1.0	1.5	1.7	6.6	4.8
annual percentage changes												
2018	1.9	-0.8	1.9	2.4	1.4	6.8	0.1	1.4	4.1	0.7	1.1	1.7
2019	1.5	1.9	0.3	2.0	2.3	5.2	0.6	1.6	1.5	1.0	1.7	1.5
2020	-6.3	-0.2	-6.9	-5.7	-13.3	1.1	-1.6	-1.0	-8.0	-2.6	-17.0	-6.8
2020 Q3	-4.0	0.5	-5.1	-3.7	-9.2	3.0	-1.0	-0.3	-7.3	0.4	-11.5	-3.6
Q4	-4.4	-0.4	-1.3	-1.1	-12.4	1.3	-1.3	-1.1	-5.7	-1.2	-21.8	-4.1
2021 Q1	-1.3	0.1	3.3	0.7	-8.1	3.9	1.1	-0.2	-2.6	0.9	-16.5	-0.7
Q2	14.3	0.4	22.0	17.7	22.9	11.8	3.9	3.4	16.1	9.9	16.1	14.1
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2020 Q3	12.5	0.0	3.1	0.8	3.8	0.4	0.1	0.4	1.3	1.9	0.7	-
Q4	-0.4	0.0	0.7	0.1	-0.7	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.3	-0.4	-
2021 Q1	0.1	0.0	0.2	-0.1	-0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	-
Q2	1.9	0.0	0.1	0.1	0.8	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2018	1.9	0.0	0.4	0.1	0.3	0.3	0.0	0.2	0.5	0.1	0.0	-
2019	1.5	0.0	0.1	0.1	0.4	0.3	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2020	-6.3	0.0	-1.3	-0.3	-2.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.9	-0.5	-0.6	-
2020 Q3	-4.0	0.0	-1.0	-0.2	-1.8	0.2	0.0	0.0	-0.9	0.1	-0.4	-
Q4	-4.4	0.0	-0.2	-0.1	-2.3	0.1	-0.1	-0.1	-0.7	-0.2	-0.7	-
2021 Q1	-1.3	0.0	0.6	0.0	-1.5	0.2	0.0	0.0	-0.3	0.2	-0.6	-
Q2	14.3	0.0	4.1	0.9	3.7	0.7	0.2	0.4	1.8	2.0	0.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

3 Economic activity

3.3 Employment 1)

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2018	100.0	85.8	14.2	3.1	14.6	6.0	24.9	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.8
2019	100.0	86.0	14.0	3.0	14.6	6.0	25.0	2.9	2.4	1.0	14.0	24.3	6.7
2020	100.0	86.0	14.0	3.0	14.5	6.2	24.4	3.0	2.4	1.0	13.9	24.9	6.6
annual percentage changes													
2018	1.5	1.8	0.1	-0.5	1.4	2.7	1.5	3.8	-1.0	2.0	2.8	1.3	0.2
2019	1.2	1.4	0.1	-1.8	1.1	2.1	1.2	3.3	-0.4	1.5	1.2	1.5	0.5
2020	-1.5	-1.5	-1.7	-3.1	-1.9	0.7	-3.6	1.4	-0.7	-0.1	-2.3	0.8	-3.3
2020 Q3	-2.0	-2.0	-1.9	-2.9	-2.7	1.0	-4.2	1.0	-0.8	0.5	-3.3	0.7	-3.5
Q4	-1.8	-1.8	-1.4	-2.2	-2.4	0.8	-4.6	1.5	-0.6	1.0	-2.1	1.0	-3.7
2021 Q1	-1.8	-1.9	-1.3	-0.4	-2.2	1.5	-5.6	2.3	-0.7	0.9	-1.6	1.3	-4.9
Q2	1.9	2.2	0.0	3.1	-0.4	4.8	0.3	4.5	0.5	1.6	4.4	2.4	1.5
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2018	100.0	81.0	19.0	4.3	15.0	6.8	25.8	3.0	2.5	1.0	13.8	21.7	6.1
2019	100.0	81.3	18.7	4.1	14.9	6.8	25.8	3.1	2.4	1.0	13.8	21.8	6.1
2020	100.0	82.0	18.0	4.3	15.0	6.9	24.2	3.3	2.6	1.1	13.8	23.2	5.7
annual percentage changes													
2018	1.7	2.0	0.0	0.0	1.3	3.4	1.4	3.9	-0.9	2.6	3.2	1.3	0.4
2019	1.0	1.3	-0.3	-2.7	0.6	1.9	1.0	3.5	-0.2	1.8	1.0	1.6	0.5
2020	-7.7	-6.9	-11.0	-3.7	-7.4	-6.3	-13.6	-1.8	-2.9	-6.5	-7.8	-2.0	-13.1
2020 Q3	-4.6	-4.5	-5.4	-2.1	-5.6	-0.8	-8.8	-2.0	-1.9	-2.9	-6.5	0.0	-5.7
Q4	-6.2	-5.6	-8.6	-2.4	-5.4	-2.8	-13.1	-0.5	-1.6	-2.9	-5.4	-0.7	-11.9
2021 Q1	-2.9	-3.1	-2.0	1.8	-1.3	5.0	-11.4	2.0	0.6	2.4	-1.8	2.0	-8.6
Q2	16.1	14.9	21.6	6.9	15.0	24.9	23.2	11.6	5.6	18.0	18.1	8.3	24.3
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2018	0.1	0.2	-0.1	0.5	-0.1	0.7	-0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	-0.1	0.2
2019	-0.2	-0.1	-0.4	-0.9	-0.5	-0.1	-0.3	0.2	0.1	0.3	-0.2	0.0	0.0
2020	-6.3	-5.5	-9.4	-0.6	-5.7	-6.9	-10.4	-3.1	-2.2	-6.4	-5.6	-2.8	-10.1
2020 Q3	-2.7	-2.5	-3.5	0.9	-3.0	-1.8	-4.8	-3.0	-1.1	-3.3	-3.3	-0.7	-2.2
Q4	-4.5	-3.9	-7.2	-0.1	-3.1	-3.6	-8.9	-2.0	-1.1	-3.9	-3.4	-1.7	-8.5
2021 Q1	-1.1	-1.2	-0.7	2.1	0.9	3.4	-6.1	-0.2	1.2	1.5	-0.1	0.7	-3.9
Q2	13.9	12.4	21.7	3.7	15.4	19.2	22.8	6.8	5.1	16.1	13.2	5.7	22.5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Economic activity

3.4 Labour force, unemployment and job vacancies (seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾												Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender					
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female			
			1	2		5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100.0		80.6		19.4		51.4		48.6				
2018	163.438	3.9	13.380	8.2	3.8	10.913	7.3	2.467	17.2	6.879	7.9	6.501	8.6	2.1	
2019	164.209	3.6	12.406	7.6	3.3	10.102	6.7	2.304	16.0	6.352	7.2	6.054	7.9	2.2	
2020	162.523	3.6	12.743	7.8	3.0	10.266	6.9	2.477	17.7	6.553	7.6	6.189	8.2	1.7	
2020 Q3	163.000	3.7	13.832	8.5	3.1	11.127	7.5	2.706	19.2	7.096	8.2	6.737	8.9	1.7	
Q4	163.169	3.6	13.144	8.1	3.2	10.665	7.1	2.479	17.9	6.756	7.8	6.388	8.4	1.9	
2021 Q1	162.171	3.7	13.643	8.4	3.2	10.985	7.4	2.658	18.7	6.932	8.0	6.711	8.9	2.1	
Q2	.	.	13.043	8.0	.	10.471	7.0	2.572	17.9	6.577	7.5	6.467	8.5	2.1	
2021 Feb.	-	-	13.161	8.1	-	10.596	7.2	2.566	18.5	6.772	7.8	6.390	8.5	-	
Mar.	-	-	13.070	8.1	-	10.480	7.1	2.589	18.4	6.610	7.6	6.460	8.6	-	
Apr.	-	-	13.321	8.2	-	10.652	7.2	2.669	18.7	6.715	7.7	6.605	8.7	-	
May	-	-	13.124	8.0	-	10.557	7.1	2.567	17.9	6.639	7.6	6.485	8.5	-	
June	-	-	12.684	7.8	-	10.205	6.8	2.479	17.2	6.375	7.3	6.309	8.3	-	
July	-	-	12.334	7.6	-	9.995	6.7	2.339	16.5	6.152	7.1	6.182	8.1	-	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

3) The job vacancy rate is equal to the number of job vacancies divided by the sum of the number of occupied posts and the number of job vacancies, expressed as a percentage. Data are non-seasonally adjusted and cover industry, construction and services (excluding households as employers and extra-territorial organisations and bodies).

3.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	ECB indicator on industrial new orders	Retail sales				New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings						Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel	
	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy	6	7	8	9	10	11	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2015	100.0	88.7	32.1	34.5	21.8	11.6	100.0	100.0	100.0	40.4	52.5	7.1	100.0
annual percentage changes													
2018	0.8	1.1	0.6	1.2	1.5	-1.4	1.7	2.7	1.6	1.4	2.0	0.7	0.9
2019	-1.3	-1.3	-2.4	-1.8	1.4	-2.1	2.1	-4.3	2.4	1.0	3.7	0.8	1.8
2020	-8.6	-9.0	-7.4	-13.2	-4.7	-5.2	-5.8	-10.7	-0.9	3.6	-2.4	-14.4	-25.0
2020 Q3	-6.8	-7.2	-5.6	-11.8	-2.1	-4.1	-2.3	-7.7	2.5	2.5	3.7	-4.9	-6.9
Q4	-1.5	-1.6	1.5	-3.3	-2.6	-1.8	-1.1	-1.7	1.5	4.5	1.3	-13.8	-9.2
2021 Q1	3.5	3.6	4.9	5.1	0.4	0.6	3.0	6.8	2.4	2.6	3.2	-5.2	3.4
Q2	22.1	23.8	25.3	29.0	16.5	7.6	16.5	45.6	11.7	1.9	18.5	29.4	53.8
2021 Feb.	-1.8	-2.0	-0.7	-2.7	-2.7	-2.2	-5.2	1.3	-1.3	2.6	-3.2	-11.9	-20.8
Mar.	12.0	12.8	13.9	17.3	6.5	4.0	20.0	23.5	13.8	-0.4	28.0	18.6	88.2
Apr.	39.7	42.9	38.6	64.6	26.2	13.7	45.6	68.9	23.6	3.8	42.8	62.1	262.5
May	20.6	22.4	23.9	27.4	14.5	6.2	12.2	47.6	8.6	0.2	14.0	28.3	49.5
June	9.7	10.5	15.7	6.3	10.4	2.9	2.8	26.8	5.4	1.9	7.1	11.6	5.4
July	.	.	.	.	.	.	.	28.0	3.1	1.1	4.8	0.6	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2021 Feb.	-1.2	-1.1	-0.9	-2.5	0.5	-1.6	-1.8	1.4	4.3	-0.6	8.9	4.7	-1.1
Mar.	0.6	0.7	0.9	-0.4	2.7	1.6	4.0	3.3	4.1	2.0	6.2	-0.8	0.2
Apr.	0.7	0.6	0.8	0.9	2.1	2.0	-0.2	3.1	-3.8	-1.6	-6.0	-1.0	-0.4
May	-1.1	-0.8	-0.1	-2.5	-1.7	-2.5	-0.4	-1.4	4.1	-0.6	8.2	8.1	1.7
June	-0.3	-0.4	0.1	-1.5	1.2	-0.6	-1.7	3.6	1.8	-1.2	3.4	2.7	-0.6
July	.	.	.	.	.	.	.	3.8	-2.3	-0.7	-3.5	-1.6	.

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

3 Economic activity

3.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manufacturing	Manufacturing output	Business activity for services	Composite output	
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-15	99.3	-5.2	80.6	-11.6	-15.4	-8.6	7.3	-	51.2	52.5	53.0	52.8
2018	111.8	6.7	83.7	-4.8	7.2	1.3	15.2	90.4	54.9	54.7	54.5	54.6
2019	103.7	-5.2	82.0	-6.9	6.7	-0.5	10.8	90.5	47.4	47.8	52.7	51.3
2020	88.2	-14.4	74.0	-14.3	-7.4	-12.9	-16.5	86.3	48.6	48.0	42.5	44.0
2020 Q3	88.5	-13.6	74.2	-14.4	-10.6	-11.3	-18.0	85.9	52.4	56.0	51.1	52.4
Q4	91.4	-8.8	76.9	-15.6	-8.3	-10.9	-15.4	85.7	54.6	56.7	45.0	48.1
2021 Q1	95.3	-2.4	80.0	-13.7	-5.9	-16.6	-14.8	85.8	58.4	58.5	46.9	49.9
Q2	114.3	11.7	82.7	-5.5	4.4	0.7	10.5	87.2	63.1	62.7	54.7	56.8
2021 Mar.	100.9	2.1	-	-10.8	-2.3	-12.2	-9.6	-	62.5	63.3	49.6	53.2
Apr.	110.5	10.9	82.5	-8.1	3.0	-3.0	2.2	86.5	62.9	63.2	50.5	53.8
May	114.5	11.5	-	-5.1	4.9	0.5	11.3	-	63.1	62.2	55.2	57.1
June	117.9	12.8	-	-3.3	5.2	4.7	17.9	-	63.4	62.6	58.3	59.5
July	119.0	14.5	82.9	-4.4	4.0	4.4	18.9	88.0	62.8	61.1	59.8	60.2
Aug.	117.5	13.7	-	-5.3	5.5	4.6	16.8	-	61.4	59.0	59.0	59.0

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

3.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

Saving ratio (gross)	Households							Non-financial corporations					
	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit share ³⁾	Saving ratio (net)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing	
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of net value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2018	12.5	93.4	1.8	2.1	6.1	2.7	4.7	35.6	5.8	76.9	2.0	7.1	1.5
2019	13.0	93.7	1.9	2.6	5.1	6.1	3.8	35.4	5.9	76.3	2.1	6.2	1.8
2020	19.6	96.2	-0.2	4.1	-4.9	5.0	4.7	31.1	4.1	83.9	3.2	-14.2	2.0
2020 Q2	17.1	94.9	-3.3	3.3	-15.1	4.1	4.3	32.1	4.8	81.9	2.2	-27.5	1.7
Q3	18.2	95.6	1.0	3.7	-3.3	3.6	4.2	31.6	4.3	82.8	2.7	-14.8	1.9
Q4	19.8	96.2	0.6	4.2	0.4	5.1	4.7	31.1	4.1	83.7	3.2	-20.6	2.0
2021 Q1	20.8	96.4	0.2	4.9	6.8	7.5	4.6	32.0	4.8	84.7	3.9	-11.2	2.2

Sources: ECB and Eurostat.

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

2) Financial assets (net of financial liabilities) and non-financial assets. Non-financial assets consist mainly of housing wealth (residential structures and land). They also include non-financial assets of unincorporated enterprises classified within the household sector.

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

3 Economic activity

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2020 Q3	953.0	884.9	68.0	548.3	455.8	194.0	187.0	181.8	179.1	28.9	63.0	11.5	10.4
Q4	1,011.9	924.6	87.4	581.3	479.0	220.1	193.4	181.1	173.7	29.5	78.5	23.6	24.5
2021 Q1	1,051.4	948.8	102.5	603.7	497.3	224.1	201.9	193.8	174.4	29.8	75.2	15.2	11.7
Q2	1,048.3	990.0	58.3	615.1	544.4	224.6	197.9	178.9	177.1	29.7	70.6	16.4	11.5
2021 Jan.	353.8	307.5	46.3	200.8	157.7	75.5	65.9	67.8	58.8	9.7	25.1	4.2	3.6
Feb.	351.1	316.8	34.4	200.9	164.1	74.5	66.9	65.7	58.9	10.1	26.9	3.7	3.7
Mar.	346.4	324.6	21.8	202.0	175.5	74.2	69.1	60.3	56.7	10.0	23.2	7.3	4.4
Apr.	349.5	327.0	22.5	204.6	179.2	75.1	66.0	59.1	58.3	10.8	23.5	4.6	3.5
May	349.1	335.2	13.9	206.2	182.8	74.1	67.7	59.6	61.2	9.2	23.5	5.2	3.0
June	349.7	327.8	21.8	204.2	182.5	75.4	64.2	60.2	57.5	9.8	23.6	6.6	4.9
12-month cumulated transactions													
2021 June	4,064.6	3,748.4	316.2	2,348.4	1,976.5	862.7	780.1	735.6	704.3	117.9	287.4	66.6	58.1
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2021 June	34.5	31.8	2.7	19.9	16.8	7.3	6.6	6.2	6.0	1.0	2.4	0.6	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)						
	Exports	Imports	Total			Memo item:	Manufacturing	Total			Memo items:			
			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods			Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2020 Q3	-8.7	-11.4	531.7	248.4	108.3	165.4	448.3	469.3	242.7	84.8	133.9	359.9	34.2	
Q4	-2.8	-5.9	568.3	265.4	114.1	178.1	478.3	492.5	261.7	86.7	135.0	379.3	35.3	
2021 Q1	0.7	0.4	582.1	280.2	114.9	174.5	470.9	512.8	284.6	91.0	129.9	372.2	46.1	
Q2	34.3	33.4	594.8	.	.	.	486.6	555.3	.	.	.	396.4	.	
2021 Jan.	-8.9	-14.1	191.7	92.4	37.5	57.7	155.6	163.7	89.7	29.2	41.8	119.1	14.0	
Feb.	-2.3	-2.8	192.6	92.3	39.1	57.3	161.5	169.2	93.4	30.0	42.8	126.3	15.6	
Mar.	12.6	19.5	197.8	95.5	38.3	59.5	153.8	179.9	101.5	31.9	45.3	126.7	16.5	
Apr.	46.7	37.8	197.9	94.9	39.5	60.2	164.5	184.6	105.8	30.5	45.8	133.0	16.9	
May	35.0	34.8	199.2	97.1	38.9	58.9	162.8	185.4	107.0	30.6	44.6	133.3	17.9	
June	23.7	28.1	197.7	.	.	.	159.3	185.3	.	.	.	130.1	.	
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)														
2020 Q3	-7.1	-6.9	98.5	100.1	95.5	99.7	97.9	101.8	97.1	106.1	110.4	104.3	81.2	
Q4	-1.5	-1.0	104.3	105.9	99.6	106.4	103.4	105.5	102.6	107.6	110.9	109.1	84.7	
2021 Q1	0.8	0.3	104.5	108.3	100.7	101.7	100.4	104.9	103.3	112.0	105.5	105.2	83.8	
Q2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 Dec.	3.8	3.5	104.9	106.8	101.4	105.3	103.2	104.9	101.8	108.9	109.5	109.9	86.7	
2021 Jan.	-7.9	-10.8	103.6	107.3	98.6	102.0	99.5	102.3	100.6	107.1	103.1	101.7	85.0	
Feb.	-1.9	-3.3	104.1	107.4	103.4	100.4	103.7	103.8	101.5	111.1	104.2	107.0	85.1	
Mar.	11.5	15.7	105.7	110.2	100.0	102.6	97.9	108.5	107.7	117.8	109.3	106.8	81.5	
Apr.	41.6	25.0	104.4	107.2	103.4	103.2	103.6	109.8	110.3	112.2	109.3	110.6	83.2	
May	29.4	20.5	104.7	108.9	100.8	101.5	102.2	109.6	110.1	112.7	107.1	111.0	86.3	

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

4 Prices and costs

4.1 Harmonised Index of Consumer Prices¹⁾

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total				Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾							Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total	Goods	Services	Total	Processed food	Unprocessed food	Non-energy industrial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding administered prices	Administered prices	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	68.7	58.2	41.8	100.0	16.7	5.1	26.9	9.5	41.8	86.7	13.3
2018	103.6	1.8	1.0	2.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.7	2.1
2019	104.8	1.2	1.0	1.0	1.5	-	-	-	-	-	-	1.1	1.9
2020	105.1	0.3	0.7	-0.4	1.0	-	-	-	-	-	-	0.2	0.6
2020 Q3	105.1	0.0	0.6	-0.7	0.7	-0.1	-0.2	-2.0	0.2	0.9	-0.1	-0.1	0.4
Q4	105.0	-0.3	0.2	-0.9	0.5	0.0	0.1	0.7	-0.8	0.5	0.3	-0.4	0.5
2021 Q1	105.8	1.1	1.2	0.8	1.3	1.4	0.6	-0.3	1.6	6.5	0.6	1.0	1.4
Q2	107.4	1.8	0.9	2.5	0.9	0.5	0.4	1.5	-0.2	3.7	0.2	1.8	2.4
2021 Mar.	106.5	1.3	0.9	1.3	1.3	0.2	0.0	0.2	-0.3	2.6	0.1	1.3	1.4
Apr.	107.1	1.6	0.7	2.1	0.9	0.2	0.2	1.4	0.0	0.7	0.0	1.5	2.2
May	107.4	2.0	1.0	2.6	1.1	0.1	0.1	-0.1	0.1	0.8	0.1	1.9	2.4
June	107.7	1.9	0.9	2.8	0.7	0.2	0.2	-0.3	0.2	1.3	0.1	1.8	2.5
July	107.6	2.2	0.7	3.3	0.9	0.6	0.3	0.3	1.2	2.0	0.1	2.0	3.5
Aug. ³⁾	108.0	3.0	1.6	.	1.1	0.3	0.3	0.8	0.1	1.0	0.2	.	.
	Goods							Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communication	Recreation and personal care	Miscellaneous	
	Total	Processed food	Unprocessed food	Total	Non-energy industrial goods	Energy	Rents	21	22	23	24	25	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2021	21.8	16.7	5.1	36.4	26.9	9.5	12.2	7.5	6.5	2.7	11.4	9.0	
2018	2.2	2.1	2.3	1.9	0.3	6.4	1.2	1.2	1.5	-0.1	2.0	1.4	
2019	1.8	1.9	1.4	0.5	0.3	1.1	1.4	1.3	2.0	-0.7	1.7	1.5	
2020	2.3	1.8	4.0	-1.8	0.2	-6.8	1.4	1.3	0.5	-0.6	1.0	1.4	
2020 Q3	1.8	1.5	2.8	-2.0	0.4	-8.1	1.3	1.2	-0.4	-0.7	0.6	1.4	
Q4	1.7	1.2	3.5	-2.4	-0.3	-7.8	1.2	1.2	-0.6	-1.5	0.6	1.3	
2021 Q1	1.3	1.2	1.7	0.5	0.9	-0.6	1.3	1.2	1.1	-0.4	1.4	1.5	
Q2	0.6	0.8	-0.2	3.6	0.8	12.0	1.4	1.3	0.8	-0.1	0.5	1.6	
2021 Mar.	1.1	1.0	1.6	1.4	0.3	4.3	1.3	1.2	1.5	-0.7	1.3	1.4	
Apr.	0.6	0.9	-0.3	3.0	0.4	10.4	1.4	1.3	0.5	0.1	0.6	1.4	
May	0.5	0.7	0.0	3.8	0.7	13.1	1.4	1.3	1.2	-0.1	0.8	1.6	
June	0.5	0.8	-0.3	4.1	1.2	12.6	1.4	1.3	0.7	-0.1	0.1	1.7	
July	1.6	1.5	1.9	4.3	0.7	14.3	1.3	1.1	1.7	0.7	0.3	1.7	
Aug. ³⁾	2.0	1.7	2.9	.	2.7	15.4	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

4 Prices and costs

4.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices ³⁾	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾								
	Total (index: 2015 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy					Energy												
		Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods															
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Total	Food, beverages and tobacco	Non-food													
% of total in 2015	100.0	100.0	77.3	72.1	28.9	20.7	22.5	16.5	5.9	27.9	10	11	12	13							
2018	104.1	3.3	2.4	1.5	2.7	1.0	0.4	0.1	0.6	8.4	2.5	4.9	4.1								
2019	104.7	0.6	0.6	0.8	0.1	1.5	1.0	1.1	0.9	-0.1	2.0	4.2	4.5								
2020	102.0	-2.6	-1.7	-0.1	-1.6	0.9	1.0	1.1	0.6	-9.7	1.2	5.4	1.7								
2020 Q3	101.4	-2.7	-2.0	-0.3	-1.8	0.8	0.5	0.3	0.6	-9.3	0.9	5.3	1.1								
Q4	102.6	-1.7	-1.7	0.0	-0.6	0.8	0.0	-0.5	0.7	-6.7	1.6	6.0	-0.9								
2021 Q1	105.9	2.1	1.3	1.4	2.7	1.0	0.0	-0.7	0.7	3.8	2.8	6.3	.								
Q2	109.3	9.2	6.8	4.7	9.0	1.7	1.8	1.8	1.2	23.7	.	.	.								
2021 Feb.	105.6	1.5	1.0	1.2	2.5	1.0	-0.2	-0.9	0.6	2.3	-	-	-								
Mar.	106.9	4.4	3.5	2.4	4.5	1.2	0.5	-0.1	0.9	10.3	-	-	-								
Apr.	107.9	7.6	5.8	3.6	7.0	1.4	1.0	0.8	1.1	20.6	-	-	-								
May	109.3	9.6	7.2	4.9	9.3	1.8	2.0	2.0	1.3	25.1	-	-	-								
June	110.8	10.2	7.4	5.6	10.7	2.0	2.4	2.6	1.4	25.5	-	-	-								
July	113.4	12.1	8.3	6.7	12.6	2.5	2.6	2.7	1.9	28.9	-	-	-								

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

1) Domestic sales only.

2) Input prices for residential buildings.

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

4.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)						
	Total (s.a.; index: 2015 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾			
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100.0	45.4	54.6	100.0	50.4	49.6	
% of total																
2018	103.6	1.5	1.9	1.5	1.9	2.0	1.5	2.2	60.4	-0.9	-6.3	4.3	-0.6	-6.2	5.7	
2019	105.3	1.7	1.5	1.1	1.9	2.3	0.8	0.3	57.2	2.0	4.4	-0.1	3.0	8.3	-2.3	
2020	107.0	1.6	1.1	0.5	3.4	1.2	-1.3	-2.6	37.0	1.5	3.4	-0.3	-0.9	-0.1	-1.8	
2020 Q3	106.6	1.0	0.7	0.1	2.1	1.0	-1.9	-2.8	36.5	1.9	1.5	2.4	-0.7	-2.2	1.0	
Q4	107.3	1.2	0.8	0.0	2.6	0.5	-1.4	-2.5	37.4	4.1	0.1	7.9	-0.5	-6.1	6.2	
2021 Q1	108.1	1.6	1.6	1.1	2.2	1.1	0.9	0.8	50.4	18.3	9.1	27.3	14.0	5.1	24.6	
Q2	108.3	0.6	1.6	1.5	-1.5	2.2	4.2	7.0	57.0	38.2	20.1	56.4	35.6	20.1	54.4	
2021 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.8	28.3	16.2	40.4	24.4	13.9	36.9	
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	54.1	35.4	17.5	54.0	33.8	19.4	51.4	
May	-	-	-	-	-	-	-	-	56.0	41.0	20.5	61.9	37.2	19.1	59.5	
June	-	-	-	-	-	-	-	-	60.7	38.2	22.2	53.4	35.9	21.9	52.1	
July	-	-	-	-	-	-	-	-	62.9	36.9	26.8	46.0	36.1	27.4	45.5	
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	59.5	30.3	29.8	30.7	31.9	31.9	31.8	

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

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

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

4 Prices and costs

4.4 Price-related opinion surveys (seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months	Input prices		Prices charged	
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction		Manufacturing	Services	Manufacturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-15	4.3	5.6	-	-4.5	32.3	56.7	56.3	-	49.7
2018	11.5	7.5	9.6	12.6	20.6	65.4	57.9	56.1	52.7
2019	4.2	7.3	9.1	7.5	18.2	48.8	57.1	50.4	52.4
2020	-1.3	1.6	-0.8	-5.8	10.9	49.0	52.1	48.7	47.2
2020 Q3	-1.7	0.9	-0.6	-7.8	12.4	49.4	52.9	49.3	47.7
Q4	1.6	2.6	-2.7	-7.8	7.0	56.7	52.6	51.6	48.3
2021 Q1	10.7	5.0	-1.8	-3.8	8.1	74.0	54.0	56.5	48.6
Q2	30.0	18.2	8.5	15.7	20.4	85.9	60.1	68.2	53.1
2021 Mar.	17.5	8.2	1.0	0.3	11.8	79.7	55.6	60.9	50.5
Apr.	24.2	14.1	5.2	8.4	17.2	82.2	57.6	64.3	50.9
May	29.9	17.5	9.4	16.7	19.2	87.1	59.6	69.1	52.6
June	36.0	23.1	10.9	21.9	24.7	88.5	63.2	71.1	55.6
July	35.5	26.1	12.2	25.7	31.2	89.2	63.1	71.9	55.4
Aug.	37.3	27.4	11.7	27.5	34.4	87.0	63.3	68.6	54.7

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

4.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2016 = 100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
			1	2	3	4	5
% of total in 2018	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	6
2018	104.3	2.4	2.3	2.7	2.5	2.1	2.0
2019	106.8	2.4	2.6	1.9	2.3	2.7	2.2
2020	110.1	3.1	3.6	1.4	2.8	3.7	1.8
2020 Q3	105.1	1.7	2.2	0.0	1.5	2.2	1.7
Q4	116.4	2.8	3.4	0.7	2.3	4.0	1.9
2021 Q1	104.7	1.6	2.2	-0.9	1.3	1.9	1.4
Q2	.	.	.	.	.	.	1.7

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

4 Prices and costs

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

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

Total (index: 2015 =100)	Total	By economic activity										Arts, enter- tainment and other services
		Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Unit labour costs												
2018	103.4	1.9	1.3	1.4	2.3	2.3	-0.1	1.1	3.9	1.4	2.7	2.1
2019	105.3	1.8	-0.9	2.2	1.7	0.7	0.9	0.8	2.0	2.5	2.8	1.6
2020	109.9	4.4	-2.3	2.9	5.0	6.0	0.6	0.5	1.6	5.7	6.0	13.5
2020 Q3	108.3	2.7	-2.4	1.0	6.4	4.0	-1.7	-0.3	3.6	5.2	2.8	9.9
Q4	109.7	3.6	-1.4	-1.2	3.4	4.9	1.6	1.5	4.3	5.1	5.8	22.2
2021 Q1	110.0	1.3	1.7	-3.2	4.8	1.2	0.2	1.5	4.3	2.8	2.5	15.2
Q2	109.3	-3.8	5.6	-10.6	-0.8	-6.8	0.1	-1.0	8.7	-2.1	-4.0	-2.6
Compensation per employee												
2018	105.3	2.2	1.0	2.0	2.1	2.2	2.8	2.3	3.3	2.7	2.0	3.0
2019	107.5	2.1	2.8	1.4	1.7	1.8	2.8	1.7	2.1	2.8	2.2	2.8
2020	106.7	-0.7	0.6	-2.4	-1.6	-4.7	0.3	-0.4	0.7	-0.5	2.5	-2.6
2020 Q3	108.6	0.6	1.0	-1.5	1.4	-1.5	0.2	-0.5	2.8	0.9	2.4	0.9
Q4	109.1	0.9	0.5	-0.1	1.5	-3.6	1.3	0.8	2.2	1.2	3.5	-0.8
2021 Q1	109.2	1.9	2.2	2.2	3.9	-1.5	1.8	3.3	3.2	1.8	2.1	1.2
Q2	110.2	8.0	2.7	9.5	11.3	14.2	7.1	2.4	10.6	8.9	3.0	11.4
Labour productivity per person employed												
2018	101.8	0.3	-0.3	0.5	-0.2	-0.1	2.9	1.2	-0.6	1.2	-0.7	0.9
2019	102.1	0.3	3.8	-0.8	0.0	1.1	1.8	0.9	0.1	0.3	-0.6	1.1
2020	97.1	-4.9	3.0	-5.1	-6.3	-10.1	-0.3	-0.9	-0.9	-5.8	-3.4	-14.2
2020 Q3	100.2	-2.0	3.4	-2.4	-4.6	-5.3	2.0	-0.2	-0.7	-4.1	-0.4	-8.2
Q4	99.4	-2.7	1.9	1.1	-1.9	-8.1	-0.2	-0.7	-2.1	-3.7	-2.2	-18.8
2021 Q1	99.3	0.6	0.5	5.6	-0.8	-2.7	1.6	1.8	-1.1	-1.0	-0.4	-12.2
Q2	100.8	12.2	-2.7	22.5	12.2	22.5	7.0	3.4	1.7	11.2	7.2	14.4
Compensation per hour worked												
2018	105.0	2.0	0.7	2.0	1.0	1.9	2.6	2.3	2.5	2.0	2.1	2.6
2019	107.3	2.2	3.3	1.9	1.8	1.9	2.5	1.4	2.0	2.9	2.2	3.0
2020	112.8	5.1	2.8	3.1	4.1	5.7	2.8	1.2	5.8	4.6	4.8	6.5
2020 Q3	111.1	3.2	0.9	1.5	2.5	3.6	3.0	0.1	5.7	4.2	2.8	3.2
Q4	113.4	5.0	2.1	2.8	3.5	5.5	2.4	1.4	6.1	4.1	4.9	6.5
2021 Q1	114.2	3.1	0.9	1.0	0.3	5.5	2.2	2.1	3.6	2.3	1.6	4.4
Q2	113.0	-3.9	-1.9	-4.3	-5.6	-5.8	0.9	-1.8	0.4	-2.4	-1.8	-5.5
Hourly labour productivity												
2018	102.0	0.2	-0.8	0.6	-0.9	0.0	2.8	1.1	-1.2	0.9	-0.6	0.7
2019	102.5	0.5	4.7	-0.3	0.1	1.3	1.6	0.8	-0.2	0.4	-0.6	1.2
2020	104.0	1.5	3.6	0.6	0.7	0.4	2.9	1.3	5.8	-0.2	-0.6	-4.5
2020 Q3	103.4	0.7	2.6	0.6	-2.9	-0.5	5.2	0.9	2.7	-0.8	0.4	-6.1
Q4	104.7	1.9	2.0	4.4	1.8	0.8	1.8	0.3	1.9	-0.3	-0.5	-11.3
2021 Q1	104.9	1.7	-1.6	4.6	-4.1	3.7	1.8	0.5	-2.6	-0.8	-1.1	-8.6
Q2	104.4	-1.5	-6.1	6.1	-5.8	-0.3	0.2	-1.6	-12.4	-1.7	1.5	-6.6

Sources: Eurostat and ECB calculations.

5 Money and credit

5.1 Monetary aggregates 1)

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			
	Currency in circulation	Overnight deposits		Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months				11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2018	1,164.2	7,114.7	8,278.9	1,128.3	2,298.9	3,427.2	11,706.1	74.4	521.8	82.0	678.2	12,384.3
2019	1,221.5	7,726.9	8,948.4	1,073.1	2,362.4	3,435.5	12,383.9	78.7	529.1	19.4	627.1	13,011.0
2020	1,359.2	8,898.4	10,257.6	1,039.9	2,447.3	3,487.2	13,744.9	100.6	647.0	28.4	776.0	14,520.9
2020 Q3	1,330.6	8,617.0	9,947.6	1,076.9	2,423.3	3,500.3	13,447.9	100.3	610.3	2.0	712.7	14,160.5
Q4	1,359.2	8,898.4	10,257.6	1,039.9	2,447.3	3,487.2	13,744.9	100.6	647.0	28.4	776.0	14,520.9
2021 Q1	1,391.8	9,146.4	10,538.2	985.5	2,483.7	3,469.2	14,007.4	109.6	612.4	12.6	734.6	14,742.0
Q2	1,419.5	9,360.7	10,780.3	932.4	2,489.8	3,422.2	14,202.5	112.0	610.8	22.1	744.8	14,947.3
2021 Feb.	1,390.5	9,068.1	10,458.7	984.3	2,472.4	3,456.7	13,915.3	108.8	608.8	30.8	748.4	14,663.7
Mar.	1,391.8	9,146.4	10,538.2	985.5	2,483.7	3,469.2	14,007.4	109.6	612.4	12.6	734.6	14,742.0
Apr.	1,402.4	9,182.3	10,584.7	965.6	2,486.4	3,451.9	14,036.7	109.3	608.7	20.3	738.3	14,774.9
May	1,411.7	9,241.0	10,652.6	964.3	2,486.3	3,450.5	14,103.2	107.2	609.7	28.4	745.4	14,848.5
June	1,419.5	9,360.7	10,780.3	932.4	2,489.8	3,422.2	14,202.5	112.0	610.8	22.1	744.8	14,947.3
July ^(p)	1,426.9	9,416.1	10,842.9	935.2	2,487.3	3,422.5	14,265.4	116.8	612.3	29.2	758.3	15,023.7
Transactions												
2018	50.6	468.0	518.6	-73.2	44.8	-28.5	490.1	-0.9	12.6	-0.9	10.8	500.9
2019	57.3	605.8	663.2	-59.7	61.5	1.8	664.9	4.1	-2.1	-56.6	-54.6	610.3
2020	137.6	1,255.9	1,393.5	-27.2	85.7	58.5	1,452.0	19.2	124.0	8.8	152.0	1,604.0
2020 Q3	27.7	269.0	296.8	5.6	22.9	28.5	325.3	5.9	29.9	-12.2	23.6	348.9
Q4	28.6	296.1	324.7	-35.0	24.0	-10.9	313.8	-3.5	41.3	27.6	65.4	379.2
2021 Q1	32.6	235.5	268.1	-58.0	37.9	-20.1	247.9	8.0	-34.6	-14.2	-40.8	207.1
Q2	27.7	218.7	246.5	-52.0	6.2	-45.8	200.6	2.8	-1.0	9.4	11.2	211.8
2021 Feb.	10.2	72.2	82.4	-19.8	15.5	-4.3	78.1	-2.7	-21.2	6.0	-17.9	60.2
Mar.	1.2	69.3	70.6	-1.3	11.1	9.8	80.4	0.3	3.6	-17.5	-13.7	66.7
Apr.	10.6	45.1	55.7	-17.5	2.8	-14.7	41.0	0.4	-3.7	7.7	4.4	45.4
May	9.3	60.9	70.2	-0.6	-0.1	-0.8	69.4	-1.9	1.6	8.5	8.3	77.7
June	7.8	112.7	120.5	-33.8	3.6	-30.3	90.3	4.3	1.1	-6.9	-1.5	88.7
July ^(p)	7.3	54.5	61.8	3.1	-2.5	0.5	62.4	4.8	1.5	7.2	13.5	75.8
Growth rates												
2018	4.5	7.0	6.7	-6.1	2.0	-0.8	4.4	-1.3	2.5	-1.6	1.6	4.2
2019	4.9	8.5	8.0	-5.3	2.7	0.1	5.7	5.4	-0.4	-71.4	-8.0	4.9
2020	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	5.4	24.2	12.3
2020 Q3	10.5	14.4	13.8	-2.1	3.0	1.4	10.3	36.7	12.6	-93.3	11.9	10.4
Q4	11.3	16.3	15.6	-2.5	3.6	1.7	11.7	24.2	23.5	5.4	24.2	12.3
2021 Q1	10.0	14.2	13.7	-8.0	5.0	0.9	10.2	-3.6	14.9	-78.8	6.3	10.0
Q2	9.0	12.2	11.8	-13.0	3.8	-1.4	8.3	13.5	6.1	18.6	8.6	8.3
2021 Feb.	12.4	17.1	16.4	-7.2	4.6	1.0	12.2	24.6	11.7	-16.7	13.5	12.2
Mar.	10.0	14.2	13.7	-8.0	5.0	0.9	10.2	-3.6	14.9	-78.8	6.3	10.0
Apr.	9.8	12.8	12.4	-9.2	4.6	0.3	9.1	13.6	11.7	-49.3	10.1	9.2
May	9.1	12.0	11.6	-11.5	4.1	-0.8	8.3	8.9	10.1	1.5	11.0	8.5
June	9.0	12.2	11.8	-13.0	3.8	-1.4	8.3	13.5	6.1	18.6	8.6	8.3
July ^(p)	8.9	11.3	11.0	-13.5	3.4	-1.8	7.6	5.1	3.9	219.6	7.7	7.6

Source: ECB.

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

5 Money and credit

5.2 Deposits in M3¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2018	2,334.0	1,901.2	277.3	147.9	7.6	6,645.3	4,035.6	517.8	2,090.6	1.3	996.1	204.8	436.2
2019	2,482.3	2,068.7	256.9	150.2	6.5	7,041.2	4,397.1	492.3	2,151.0	0.8	1,032.6	217.1	468.0
2020	2,985.2	2,528.6	310.3	143.1	3.3	7,647.6	4,954.6	437.5	2,254.7	0.8	1,106.7	237.9	508.9
2020 Q3	2,958.3	2,481.3	323.3	146.9	6.9	7,491.0	4,816.7	446.5	2,226.9	1.0	1,058.2	240.4	469.6
Q4	2,985.2	2,528.6	310.3	143.1	3.3	7,647.6	4,954.6	437.5	2,254.7	0.8	1,106.7	237.9	508.9
2021 Q1	3,071.4	2,618.4	301.3	143.8	7.8	7,825.3	5,109.5	422.2	2,292.9	0.8	1,127.1	209.4	492.0
Q2	3,105.4	2,667.0	290.0	139.7	8.7	7,908.0	5,199.4	407.5	2,300.4	0.7	1,171.3	219.3	490.9
2021 Feb.	3,028.1	2,587.0	292.3	143.2	5.7	7,761.3	5,052.0	426.5	2,281.8	1.0	1,119.9	226.9	497.4
Mar.	3,071.4	2,618.4	301.3	143.8	7.8	7,825.3	5,109.5	422.2	2,292.9	0.8	1,127.1	209.4	492.0
Apr.	3,051.4	2,606.1	294.9	143.0	7.4	7,844.1	5,129.7	417.5	2,295.9	0.9	1,128.7	225.5	493.8
May	3,059.6	2,615.9	295.2	141.7	6.8	7,874.6	5,165.7	411.6	2,296.5	0.8	1,144.4	229.4	490.7
June	3,105.4	2,667.0	290.0	139.7	8.7	7,908.0	5,199.4	407.5	2,300.4	0.7	1,171.3	219.3	490.9
July ^(p)	3,109.6	2,681.4	284.7	135.8	7.7	7,939.1	5,234.2	399.0	2,305.1	0.8	1,183.2	232.1	491.4
Transactions													
2018	94.6	106.8	-9.7	-1.0	-1.4	326.6	325.4	-45.0	45.6	0.5	1.7	-3.6	19.2
2019	149.6	167.1	-18.9	1.7	-0.4	394.5	360.2	-26.2	61.0	-0.5	26.9	11.0	29.7
2020	513.9	468.0	55.8	-6.9	-3.0	611.6	561.1	-53.8	104.4	-0.1	144.6	22.3	41.1
2020 Q3	94.7	88.6	6.5	-1.3	0.9	144.3	134.8	-15.6	25.0	0.1	46.1	14.6	3.9
Q4	32.1	51.8	-12.5	-3.7	-3.5	158.4	139.2	-8.5	27.9	-0.2	53.9	-1.9	39.2
2021 Q1	81.1	85.1	-9.0	0.7	4.4	176.3	152.6	-16.0	39.7	0.0	11.8	-29.1	-16.8
Q2	36.3	50.5	-11.1	-4.0	0.9	83.5	90.5	-14.5	7.6	-0.1	46.8	10.1	-1.0
2021 Feb.	20.1	29.6	-9.5	1.0	-1.0	53.6	42.7	-4.7	15.4	0.2	4.8	-2.6	-10.6
Mar.	39.0	28.2	8.2	0.6	2.1	62.5	56.4	-4.7	11.0	-0.2	1.3	-17.9	-5.5
Apr.	-15.4	-8.7	-5.7	-0.7	-0.3	20.3	21.3	-4.3	3.1	0.1	7.4	16.5	2.0
May	9.4	10.8	0.7	-1.4	-0.6	30.9	36.3	-5.9	0.6	-0.2	17.2	4.0	-3.2
June	42.4	48.5	-6.1	-1.8	1.8	32.3	32.8	-4.4	3.9	0.0	22.3	-10.4	0.2
July ^(p)	11.8	18.8	-5.2	-0.7	-1.0	22.8	29.8	-8.6	1.5	0.1	12.0	12.7	0.5
Growth rates													
2018	4.2	5.9	-3.4	-0.7	-16.2	5.2	8.8	-8.0	2.2	66.7	0.2	-1.7	4.6
2019	6.4	8.8	-6.8	1.2	-6.8	5.9	8.9	-5.1	2.9	-36.8	2.7	5.3	6.8
2020	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.3	8.8
2020 Q3	21.1	22.4	24.9	-3.3	23.4	7.7	11.7	-11.3	4.2	-0.2	8.2	9.9	0.9
Q4	20.7	22.6	21.6	-4.6	-46.9	8.7	12.8	-10.9	4.9	-6.5	14.5	10.3	8.8
2021 Q1	18.0	19.8	15.2	-2.7	9.4	9.2	12.7	-10.4	6.0	39.5	4.1	-6.2	4.2
Q2	8.5	11.5	-8.3	-5.7	47.9	7.7	11.0	-11.8	4.6	-20.0	15.5	-2.8	5.4
2021 Feb.	21.2	23.8	15.7	-4.4	9.1	9.5	13.4	-11.4	5.9	15.4	14.6	5.0	4.6
Mar.	18.0	19.8	15.2	-2.7	9.4	9.2	12.7	-10.4	6.0	39.5	4.1	-6.2	4.2
Apr.	12.8	14.8	4.7	-2.7	26.2	8.3	11.6	-10.4	5.4	4.0	8.8	-0.5	6.0
May	8.9	11.6	-5.8	-3.9	47.4	7.9	11.3	-11.3	4.9	-13.7	11.5	-0.7	6.5
June	8.5	11.5	-8.3	-5.7	47.9	7.7	11.0	-11.8	4.6	-20.0	15.5	-2.8	5.4
July ^(p)	6.9	10.4	-14.1	-5.5	47.0	7.3	10.6	-12.6	4.2	-28.6	15.0	-3.9	3.6

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.3 Credit to euro area residents¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents									Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares		
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds					
					Total	Adjusted loans ²⁾	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Outstanding amounts																
2018	4,684.1	1,008.4	3,664.3	13,416.5	11,123.0	11,483.4	4,404.9	5,741.9	849.8	126.4	1,519.9	773.6				
2019	4,660.7	986.8	3,662.2	13,865.5	11,452.4	11,839.6	4,475.8	5,931.1	893.5	152.0	1,562.5	850.6				
2020	5,925.4	996.1	4,917.3	14,343.2	11,927.3	12,301.1	4,723.6	6,119.9	916.1	167.7	1,549.9	866.0				
2020 Q3	5,737.2	1,003.1	4,722.3	14,200.5	11,868.4	12,226.5	4,731.8	6,066.0	912.6	157.9	1,517.9	814.2				
Q4	5,925.4	996.1	4,917.3	14,343.2	11,927.3	12,301.1	4,723.6	6,119.9	916.1	167.7	1,549.9	866.0				
2021 Q1	6,092.3	993.9	5,096.8	14,461.3	12,059.3	12,419.4	4,782.8	6,173.4	947.9	155.2	1,521.2	880.8				
Q2	6,185.9	1,005.9	5,178.4	14,485.0	12,072.5	12,436.1	4,745.0	6,240.2	937.6	149.7	1,523.6	888.9				
2021 Feb.	5,986.6	993.7	4,991.3	14,394.1	11,973.3	12,337.0	4,731.6	6,153.5	941.7	146.5	1,549.4	871.4				
Mar.	6,092.3	993.9	5,096.8	14,461.3	12,059.3	12,419.4	4,782.8	6,173.4	947.9	155.2	1,521.2	880.8				
Apr.	6,098.7	1,002.7	5,093.7	14,417.2	12,037.9	12,393.8	4,751.4	6,191.4	944.6	150.4	1,505.5	873.8				
May	6,133.9	1,004.4	5,127.7	14,455.7	12,064.9	12,415.6	4,745.8	6,213.8	948.2	157.1	1,505.0	885.8				
June	6,185.9	1,005.9	5,178.4	14,485.0	12,072.5	12,436.1	4,745.0	6,240.2	937.6	149.7	1,523.6	888.9				
July ^(p)	6,290.1	1,009.9	5,278.5	14,530.3	12,113.3	12,472.6	4,743.9	6,275.5	945.7	148.0	1,526.7	890.4				
Transactions																
2018	91.5	-28.2	119.7	375.0	307.5	382.6	124.1	166.1	-0.3	17.7	88.5	-21.1				
2019	-87.2	-23.3	-64.3	452.1	378.3	424.9	115.6	200.4	41.2	21.1	30.5	43.4				
2020	1,050.4	13.3	1,037.0	735.1	539.6	560.6	288.8	209.2	25.8	15.8	167.2	28.3				
2020 Q3	262.5	-2.8	265.2	150.8	105.1	86.8	29.0	72.1	1.1	2.9	40.7	5.0				
Q4	177.0	-1.9	178.7	156.7	83.6	119.9	3.5	60.8	9.6	9.7	30.0	43.1				
2021 Q1	162.2	-1.7	174.4	144.4	132.5	114.8	59.5	56.6	28.9	-12.6	3.7	8.2				
Q2	109.8	11.9	97.2	46.5	37.9	37.9	-26.2	78.8	-9.2	-5.5	2.5	6.0				
2021 Feb.	60.9	5.1	55.8	36.7	31.3	31.3	9.9	18.9	4.6	-2.0	0.2	5.2				
Mar.	67.1	0.6	66.5	91.8	83.0	75.3	49.4	20.6	4.5	8.6	4.5	4.3				
Apr.	25.3	8.5	16.1	-20.6	-0.7	-8.8	-22.8	27.6	-0.8	-4.7	-12.6	-7.3				
May	37.6	1.8	35.7	40.6	30.7	23.0	-3.9	23.1	4.7	6.7	-0.4	10.4				
June	47.0	1.6	45.5	26.4	7.9	23.7	0.5	28.1	-13.2	-7.4	15.5	3.0				
July ^(p)	77.9	4.0	74.0	44.2	42.1	46.0	10.7	23.8	9.3	-1.7	3.9	-1.7				
Growth rates																
2018	2.0	-2.7	3.4	2.9	2.8	3.4	2.9	3.0	0.0	16.3	6.1	-2.6				
2019	-1.9	-2.3	-1.8	3.4	3.4	3.7	2.6	3.5	4.8	16.1	2.0	5.5				
2020	22.3	1.3	27.9	5.3	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.2	3.4				
2020 Q3	19.0	0.1	24.2	4.9	4.7	4.7	6.5	3.5	2.7	8.2	9.0	0.1				
Q4	22.3	1.3	27.9	5.3	4.7	4.7	6.5	3.5	2.9	10.4	11.2	3.4				
2021 Q1	21.9	-0.8	28.1	4.6	3.6	3.5	4.6	3.8	-1.4	-3.5	10.0	8.4				
Q2	13.1	0.6	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.3	-3.5	5.1	7.6				
2021 Feb.	24.0	0.5	30.6	5.0	4.4	4.5	6.4	3.3	3.6	-2.5	10.4	3.8				
Mar.	21.9	-0.8	28.1	4.6	3.6	3.5	4.6	3.8	-1.4	-3.5	10.0	8.4				
Apr.	18.0	-0.5	22.9	4.0	3.3	3.2	2.6	4.3	0.8	-3.5	6.5	9.0				
May	15.4	-0.2	19.4	3.5	2.8	2.7	1.5	4.3	0.6	1.8	5.1	9.6				
June	13.1	0.6	16.2	3.6	3.1	3.0	1.4	4.5	3.3	-3.5	5.1	7.6				
July ^(p)	12.4	1.1	15.1	3.4	3.0	3.0	1.2	4.5	4.3	-5.0	4.5	7.1				

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Money and credit

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾				Households ³⁾					
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Adjusted loans ⁴⁾	Loans for consumption	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Outstanding amounts										
2018	4,404.9	4,489.0	991.4	844.2	2,569.4	5,741.9	6,024.9	682.6	4,356.4	702.9
2019	4,475.8	4,577.9	967.4	878.0	2,630.4	5,931.1	6,224.0	720.1	4,524.6	686.4
2020	4,723.6	4,841.3	898.9	1,012.0	2,812.6	6,119.9	6,390.1	700.2	4,725.1	694.6
2020 Q3	4,731.8	4,845.5	930.0	1,014.7	2,787.2	6,066.0	6,334.0	702.4	4,667.6	696.0
Q4	4,723.6	4,841.3	898.9	1,012.0	2,812.6	6,119.9	6,390.1	700.2	4,725.1	694.6
2021 Q1	4,782.8	4,900.8	895.4	1,017.5	2,869.9	6,173.4	6,435.8	695.4	4,785.0	693.1
Q2	4,745.0	4,865.3	831.7	972.1	2,941.1	6,240.2	6,496.9	693.5	4,851.1	695.6
2021 Feb.	4,731.6	4,848.4	892.5	1,005.0	2,834.1	6,153.5	6,421.5	698.5	4,761.7	693.3
Mar.	4,782.8	4,900.8	895.4	1,017.5	2,869.9	6,173.4	6,435.8	695.4	4,785.0	693.1
Apr.	4,751.4	4,870.4	870.6	996.2	2,884.7	6,191.4	6,451.6	690.6	4,809.0	691.8
May	4,745.8	4,859.5	871.1	972.9	2,901.8	6,213.8	6,472.1	691.7	4,830.0	692.0
June	4,745.0	4,865.3	831.7	972.1	2,941.1	6,240.2	6,496.9	693.5	4,851.1	695.6
July ^(p)	4,743.9	4,857.3	828.3	966.5	2,949.2	6,275.5	6,533.2	696.0	4,875.0	704.6
Transactions										
2018	124.1	176.3	18.0	32.8	73.3	166.1	188.4	41.2	134.2	-9.3
2019	115.6	143.3	-13.2	43.6	85.3	200.4	217.2	41.0	168.6	-9.2
2020	288.8	325.1	-54.0	138.8	203.9	209.2	195.1	-11.8	210.8	10.2
2020 Q3	29.0	33.9	-22.5	15.9	35.6	72.1	59.7	5.8	65.0	1.3
Q4	3.5	22.3	-25.5	-1.5	30.4	60.8	68.0	-1.7	61.6	1.0
2021 Q1	59.5	59.4	-3.6	5.8	57.4	56.6	51.0	-3.1	60.4	-0.7
Q2	-26.2	-26.8	-59.9	-42.3	76.0	78.8	72.7	3.1	72.9	2.8
2021 Feb.	9.9	12.0	2.1	-0.6	8.3	18.9	19.9	1.7	16.7	0.4
Mar.	49.4	50.4	2.2	12.3	34.9	20.6	16.7	-2.7	23.2	0.1
Apr.	-22.8	-25.8	-21.4	-19.4	18.0	27.6	25.5	-0.7	28.1	0.1
May	-3.9	-11.6	1.1	-22.8	17.7	23.1	21.3	1.4	21.1	0.6
June	0.5	10.6	-39.6	-0.2	40.2	28.1	25.8	2.3	23.7	2.1
July ^(p)	10.7	8.2	-2.4	-4.0	17.2	23.8	28.6	1.4	23.3	-0.8
Growth rates										
2018	2.9	4.1	1.8	4.0	2.9	3.0	3.2	6.3	3.2	-1.3
2019	2.6	3.2	-1.3	5.2	3.3	3.5	3.6	6.0	3.9	-1.3
2020	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2020 Q3	6.5	7.1	-3.9	17.3	6.9	3.5	3.1	-0.1	4.5	1.0
Q4	6.5	7.1	-5.6	15.9	7.8	3.5	3.1	-1.6	4.7	1.5
2021 Q1	4.6	5.3	-9.1	11.0	7.6	3.8	3.3	-1.6	5.0	1.5
Q2	1.4	1.8	-11.8	-2.2	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.6
2021 Feb.	6.4	7.0	-4.8	14.2	7.8	3.3	3.0	-2.8	4.5	1.2
Mar.	4.6	5.3	-9.1	11.0	7.6	3.8	3.3	-1.6	5.0	1.5
Apr.	2.6	3.2	-9.9	3.6	6.8	4.3	3.8	0.4	5.4	1.3
May	1.5	1.9	-7.7	-2.6	6.2	4.3	3.9	0.7	5.4	0.7
June	1.4	1.8	-11.8	-2.2	7.3	4.5	4.0	0.6	5.7	0.6
July ^(p)	1.2	1.7	-11.4	-3.3	7.1	4.5	4.2	0.2	5.7	0.4

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Money and credit

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents¹⁾

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

Central government holdings ²⁾	MFI liabilities						MFI assets			
	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents						Net external assets	Other		
	Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2018	389.2	6,817.4	1,940.0	56.1	2,099.7	2,721.6	1,030.0	460.2	187.0	194.9
2019	364.2	7,058.9	1,946.1	50.1	2,156.5	2,906.1	1,455.5	452.3	178.9	187.2
2020	748.8	6,967.2	1,916.7	42.1	1,994.9	3,013.6	1,428.9	539.5	130.1	139.2
2020 Q3	806.2	7,039.6	1,934.3	43.0	2,059.7	3,002.6	1,569.1	499.5	139.9	147.3
Q4	748.8	6,967.2	1,916.7	42.1	1,994.9	3,013.6	1,428.9	539.5	130.1	139.2
2021 Q1	699.4	6,892.4	1,897.4	41.2	1,984.7	2,969.1	1,392.7	387.4	127.3	130.3
Q2	657.0	6,847.8	1,868.6	40.4	1,953.6	2,985.3	1,448.8	332.4	123.7	134.5
2021 Feb.	684.7	6,880.0	1,905.2	41.4	1,971.9	2,961.5	1,431.8	416.0	145.4	145.7
Mar.	699.4	6,892.4	1,897.4	41.2	1,984.7	2,969.1	1,392.7	387.4	127.3	130.3
Apr.	726.3	6,839.2	1,869.7	41.2	1,968.1	2,960.1	1,444.4	380.1	132.8	131.3
May	690.4	6,835.3	1,868.2	40.8	1,944.2	2,982.1	1,467.6	317.1	133.4	130.8
June	657.0	6,847.8	1,868.6	40.4	1,953.6	2,985.3	1,448.8	332.4	123.7	134.5
July ^(p)	683.2	6,893.5	1,860.3	39.4	1,966.8	3,027.0	1,483.4	296.6	133.4	133.2
Transactions										
2018	45.5	51.0	-37.8	-4.9	16.1	77.6	88.4	42.6	16.2	23.6
2019	-24.3	107.7	-5.3	-3.3	27.3	89.0	309.4	19.4	-2.7	-2.5
2020	321.6	-32.8	-14.6	-8.0	-99.3	89.2	-49.3	156.6	-48.8	-48.0
2020 Q3	69.2	10.8	-3.2	-1.1	6.0	9.0	26.9	-11.2	-19.3	-27.1
Q4	-57.2	2.1	-4.0	-0.9	-43.9	50.9	-110.3	100.8	-9.8	-8.1
2021 Q1	-49.4	-31.9	-22.7	-0.9	-33.5	25.2	2.8	-183.6	-2.8	-8.8
Q2	-42.5	-19.9	-22.1	-0.7	-26.1	29.1	37.3	-44.1	-3.7	4.2
2021 Feb.	5.9	4.2	-7.3	-0.5	-1.8	13.7	-2.9	-24.4	-2.0	-1.0
Mar.	14.8	2.2	-9.7	-0.3	-1.1	13.2	-33.7	-41.4	-18.1	-15.4
Apr.	26.9	-18.0	-20.0	0.0	-3.2	5.3	49.7	-0.1	5.5	0.9
May	-36.0	-27.4	-1.0	-0.3	-20.5	-5.6	-5.6	-58.3	0.6	-0.5
June	-33.4	25.5	-1.2	-0.4	-2.4	29.4	-6.8	14.3	-9.7	3.7
July ^(p)	26.2	-2.3	-8.0	-1.0	14.6	-8.0	12.0	-34.5	9.7	-1.3
Growth rates										
2018	13.0	0.8	-1.9	-8.0	0.8	2.9	-	-	8.1	7.7
2019	-6.3	1.6	-0.3	-5.9	1.3	3.2	-	-	-1.5	-1.5
2020	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2020 Q3	91.8	-0.4	-0.6	-19.4	-3.1	2.1	-	-	-24.1	-25.6
Q4	88.5	-0.5	-0.8	-15.9	-4.6	3.0	-	-	-27.3	-25.7
2021 Q1	56.5	-0.3	-1.6	-12.7	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7
Q2	-10.6	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
2021 Feb.	52.7	-0.9	-1.0	-13.9	-6.0	3.1	-	-	-18.3	-23.8
Mar.	56.5	-0.3	-1.6	-12.7	-4.1	3.5	-	-	-30.7	-33.7
Apr.	27.8	-0.3	-2.4	-10.8	-4.2	4.0	-	-	-29.2	-35.4
May	5.3	-0.9	-2.7	-9.6	-4.9	3.1	-	-	-32.1	-38.1
June	-10.6	-0.6	-2.7	-8.2	-4.8	3.9	-	-	-22.3	-22.9
July ^(p)	-9.6	-0.6	-3.0	-9.4	-3.9	3.6	-	-	-17.9	-23.5

Source: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item: Primary deficit (-)/ surplus (+)
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	
	1	2	3	4	5	
2017	-0.9	-1.4	0.1	0.2	0.1	1.0
2018	-0.5	-1.0	0.1	0.2	0.3	1.4
2019	-0.6	-1.0	0.1	0.0	0.2	1.0
2020	-7.2	-6.0	-0.3	-0.1	-0.9	-5.7
2020 Q2	-4.0	.	.	.	.	-2.4
Q3	-5.3	.	.	.	.	-3.8
Q4	-7.3	.	.	.	.	-5.8
2021 Q1	-8.4	.	.	.	.	-6.9

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue					Capital revenue	Expenditure					Capital expenditure		
	Total	Current revenue			Capital revenue		Total	Current expenditure						
		Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions				Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2017	46.2	45.8	12.8	13.0	15.2	0.4	47.2	43.3	9.9	5.3	1.9	22.4	3.8	
2018	46.5	46.0	13.0	13.0	15.2	0.5	46.9	43.2	9.9	5.3	1.8	22.3	3.7	
2019	46.4	45.9	12.9	13.1	15.0	0.5	47.0	43.3	9.9	5.3	1.6	22.5	3.8	
2020	46.8	46.4	13.0	12.8	15.7	0.5	54.1	49.5	10.7	5.9	1.5	25.7	4.6	
2020 Q2	46.7	46.2	13.1	12.9	15.4	0.5	50.6	46.6	10.4	5.7	1.6	24.2	4.0	
Q3	46.7	46.2	13.0	12.9	15.5	0.5	52.0	47.8	10.5	5.8	1.6	24.9	4.2	
Q4	46.7	46.3	13.0	12.8	15.6	0.5	54.0	49.4	10.7	6.0	1.5	25.6	4.6	
2021 Q1	46.7	46.2	13.0	12.7	15.7	0.5	55.1	50.4	10.8	6.1	1.5	25.9	4.7	

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency			
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors	Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2017	87.7	3.2	14.6	70.0	48.2	32.1	39.5	8.6	79.1	16.5	29.0	42.3	85.8	1.9	
2018	85.7	3.1	13.8	68.8	48.0	32.4	37.8	8.1	77.7	16.0	28.4	41.3	84.2	1.5	
2019	83.9	3.0	13.1	67.8	45.4	30.6	38.5	7.7	76.3	15.7	27.8	40.4	82.5	1.4	
2020	98.0	3.2	14.3	80.5	54.9	39.4	43.1	11.6	86.4	19.7	31.7	46.6	95.9	2.1	
2020 Q2	94.8	3.1	14.3	77.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	97.1	3.2	14.0	79.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	97.8	3.2	14.3	80.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2021 Q1	100.5	3.2	14.3	83.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors¹⁾ (as a percentage of GDP; flows during one-year period)

	Change in debt-to- GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/ surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest- growth differential	Memo item: Borrowing requirement		
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other				
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2017	-2.4	-1.0	-0.1	0.4	0.5	0.0	-0.2	0.1	-0.1	-0.4	-1.3	1.0		
2018	-2.0	-1.4	0.4	0.5	0.4	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	-1.0	0.8		
2019	-1.8	-1.0	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	-0.2	0.0	-0.9	0.9		
2020	14.1	5.7	2.3	2.4	2.0	0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.1	6.1	9.5		
2020 Q2	8.8	2.4	3.1	3.0	2.8	0.2	-0.1	0.2	-0.2	0.4	3.2	7.3		
Q3	11.4	3.8	2.9	3.2	2.9	0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.0	4.7	8.5		
Q4	13.9	5.8	2.2	2.4	2.0	0.4	-0.1	0.1	0.0	-0.2	5.9	9.5		
2021 Q1	14.4	6.9	1.9	2.1	1.6	0.5	-0.1	0.1	-0.1	-0.1	5.7	10.4		

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

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

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

6.5 Government debt securities¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts				Transactions			
			Maturities of up to 3 months		Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate	Maturities of up to 1 year	Issuance	Redemption	
							6	7	8	9	10	11	12	13
	1	2	3	4	5									
2018	12.6	11.1	3.7	1.5	0.4	7.3	2.3	1.1	-0.1	2.7	2.5	0.4	0.9	
2019	12.2	10.8	3.6	1.4	0.4	7.5	2.2	1.3	-0.1	2.5	2.1	0.3	1.1	
2020	15.0	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2020 Q2	15.3	13.9	5.0	1.4	0.4	7.5	2.0	1.1	-0.2	2.3	2.0	0.1	0.9	
Q3	15.9	14.5	4.7	1.4	0.3	7.5	1.9	1.1	-0.2	2.3	2.2	0.1	0.8	
Q4	15.0	13.6	4.2	1.4	0.3	7.6	1.9	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.8	
2021 Q1	15.7	14.3	5.5	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5	
2021 Feb.	15.4	13.9	5.2	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.2	2.3	0.0	0.6	
Mar.	15.7	14.3	5.5	1.4	0.4	7.8	1.8	1.1	-0.2	2.1	2.1	0.0	0.5	
Apr.	15.8	14.4	5.1	1.4	0.4	7.9	1.7	1.0	-0.3	2.1	2.1	-0.1	0.6	
May	15.7	14.3	4.8	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.1	2.1	-0.1	0.6	
June	15.6	14.2	5.2	1.4	0.3	7.9	1.7	0.5	-0.3	2.0	2.1	-0.1	0.5	
July	15.3	14.0	5.2	1.3	0.3	7.9	1.6	0.5	-0.3	2.0	2.0	-0.1	0.5	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Italy	Cyprus	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.7	1.4	-0.7	-0.3	0.6	-3.0	-3.0	-2.4	1.9	
2018	-0.8	1.8	-0.6	0.1	0.9	-2.5	-2.3	-2.2	-3.5	
2019	-1.9	1.5	0.1	0.5	1.1	-2.9	-3.1	-1.6	1.5	
2020	-9.4	-4.2	-4.9	-5.0	-9.7	-11.0	-9.2	-9.5	-5.7	
2020 Q2	-6.1	-1.4	-3.1	-2.0	-2.7	-6.9	-6.7	-5.4	-2.4	
Q3	-7.3	-2.9	-3.6	-3.4	-5.7	-8.2	-7.3	-7.4	-4.3	
Q4	-9.4	-4.5	-4.9	-5.0	-9.7	-11.0	-9.2	-9.5	-5.7	
2021 Q1	-9.3	-6.1	-4.7	-5.8	-12.3	-11.5	-10.3	-10.1	-7.6	
Government debt										
2017	102.0	65.1	9.1	67.0	179.2	98.6	98.3	134.1	93.5	
2018	99.8	61.8	8.2	63.0	186.2	97.4	98.0	134.4	99.2	
2019	98.1	59.7	8.4	57.4	180.5	95.5	97.6	134.6	94.0	
2020	114.1	69.8	18.2	59.5	205.6	120.0	115.7	155.8	118.2	
2020 Q2	114.0	67.3	18.5	62.1	191.3	110.2	113.1	149.4	113.2	
Q3	113.1	70.0	18.5	61.2	199.8	114.0	115.6	154.4	119.5	
Q4	114.1	69.7	18.2	58.4	205.6	119.9	115.1	155.8	119.1	
2021 Q1	118.6	71.1	18.5	60.5	209.3	125.2	118.0	160.0	125.7	
	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Finland	
	10	11	12	13	14	15	16	17	19	
Government deficit (-)/surplus (+)										
2017	-0.8	0.5	1.3	3.2	1.3	-0.8	-3.0	-0.1	-1.0	-0.7
2018	-0.8	0.6	3.0	1.9	1.4	0.2	-0.3	0.7	-1.0	-0.9
2019	-0.6	0.5	2.4	0.4	1.8	0.6	0.1	0.4	-1.3	-0.9
2020	-4.5	-7.4	-4.1	-10.1	-4.3	-8.9	-5.7	-8.4	-6.2	-5.4
2020 Q2	-1.6	-2.4	-2.2	-5.3	-1.3	-2.8	-1.9	-4.7	-3.4	-3.0
Q3	-3.4	-4.1	-2.9	-7.3	-2.5	-4.7	-4.2	-5.8	-4.5	-4.0
Q4	-4.5	-7.4	-4.1	-10.2	-4.2	-8.8	-5.7	-8.4	-6.1	-5.4
2021 Q1	-6.3	-7.3	-3.0	-10.6	-5.8	-10.9	-6.8	-8.8	-6.8	-6.0
Government debt										
2017	39.0	39.1	22.3	48.5	56.9	78.5	126.1	74.1	51.5	61.2
2018	37.1	33.7	21.0	44.8	52.4	74.0	121.5	70.3	49.6	59.7
2019	37.0	35.9	22.0	42.0	48.7	70.5	116.8	65.6	48.2	59.5
2020	43.5	47.3	24.9	54.3	54.5	83.9	133.6	80.8	60.6	69.2
2020 Q2	43.0	41.3	23.9	50.1	55.0	82.2	125.7	78.2	59.9	68.9
Q3	44.7	45.9	26.0	52.8	55.1	78.6	130.5	78.4	60.2	67.2
Q4	43.5	47.1	24.8	54.8	54.3	83.5	133.6	80.8	60.3	69.5
2021 Q1	45.7	45.6	28.1	59.0	54.9	87.4	137.2	86.0	60.3	70.3

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2021

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 8. september 2021.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-21-006-SL-N (pdf)