

Ekonomski bilten

št. 8 / 2017

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	16
4 Cene in stroški	21
5 Denar in krediti	26
6 Javnofinančna gibanja	33
Okvirji	35
1 Kaj poganja gibanje cen kovin	35
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 26. julija do 31. oktobra 2017	39
3 Nedavna močna rast anketnih kazalnikov: kaj nam pove o razsežnosti realne rasti BDP?	44
4 Kaj nam lahko anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov pove o dojemanju dogajanj na trgu dela v euroobmočju?	49
5 Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2018	53
Članka	58
1 The oil market in the age of shale oil	58
2 The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area	76
Statistični podatki	97

Ekonomika in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 14. decembra 2017 sklenil, da je treba še naprej ohranjati precejšnjo stopnjo spodbujevalno naravnane denarne politike, da bi se inflacija vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Informacije, ki so postale dostopne od prejšnje seje o denarni politiki konec oktobra, vključno z novimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, kažejo na močno dinamiko gospodarske rasti in precejšnje izboljšanje obetov za rast. Svet ECB je ocenil, da močan ciklični zagon in precejšnje zmanjšanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala vzbujata večje zaupanje, da se bo inflacije približala inflacijskemu cilju. Obenem domači cenovni pritiski na splošno ostajajo umirjeni in še ne kažejo prepričljivega trenda naraščanja. Zato je Svet ECB skleni, da je še vedno potrebna precejšnja stopnja spodbude s strani denarne politike, da bi se osnovni inflacijski pritiski še naprej krepili in spodbujali dinamiko skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Denarna politika zagotavlja nadaljnjo podporo z dodatnimi neto nakupi vrednostnih papirjev, za katere se je Svet ECB odločil na oktobrski seji o denarni politiki, z obsežnim stanjem kupljenih vrednostnih papirjev in s ponovnim investiranjem v prihodnosti, prav tako pa tudi s prihodnjo usmeritvijo denarne politike glede obrestnih mer.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 14. decembra 2017

Ocena Sveta ECB o gospodarskih razmerah kaže, da je gospodarska rast v euroobmočju še naprej solidna ter zajema vse države in sektorje. Realno rast BDP podpira rast zasebne potrošnje in naložb, prav tako pa tudi izvoz, ki ga poganja široko osnovano okrevanje svetovne gospodarske aktivnosti. Najnovejši rezultati anket in podatki potrjujejo močan zagon rasti. Nadaljuje se tudi solidna rast svetovnega gospodarstva, v svetovnem okrevanju pa se kažejo znaki sinhronizacije.

Pogoji financiranja v euroobmočju ostajajo zelo ugodni. Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je od 7. septembra rahlo znižala. Zmanjšali so se tudi razmiki v donosnosti podjetniških obveznic, medtem ko so se tečaji delnic nefinančnih družb euroobmočja zvišali. Obenem so na vrednost podjetniških obveznic in delnic še naprej spodbudno vplivali zelo dobrni gospodarski obeti. Na deviznih trgih se tečaj eura v zadnjih mesecih večinoma ni spremenil.

Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo letni BDP po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje v letu 2017 realno povečal za 2,4%, v letu 2018 za 2,3%, v letu 2019 za 1,9% in v letu 2020 za 1,7%. V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti za rast BDP znatno popravljeni navzgor. Sedanjo gospodarsko konjunkturo v euroobmočju bodo predvidoma še naprej podpirali ukrepi denarne politike ECB. Poleg tega manjša potreba po razdolževanju

in izboljševanje razmer na trgu dela spodbujata zasebne odhodke in rast potrošnje. Izboljševanje dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni pogoji financiranja še naprej prispevajo k okrevanju podjetniških naložb, medtem ko na izvoznike euroobmočja ugodno vpliva sedanja svetovna gospodarska rast.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra zvišala na 1,5%, potem ko je oktobra znašala 1,4%. Obenem so se merila osnovne inflacije v zadnjem času nekoliko umirila, kar je deloma posledica posebnih dejavnikov. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo glede na sedanje terminske cene nafte medletna stopnja skupne inflacije v prihodnjih mesecih verjetno umirila, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov, nato pa se bo spet zvišala. Osnovna inflacija se bo v srednjeročnem obdobju predvidoma postopno zviševala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in povečevanje rasti plač.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi letošnje decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2017 znašala 1,5%, v letu 2018 1,4%, v letu 2019 1,5%, v letu 2020 pa 1,7%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi višjih cen nafte in hrane.

Po najnovejših projekcijah strokovnjakov naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju v obdobju projekcij še naprej zmanjševal predvsem zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po projekcijah približno nevtralna. Delež javnega dolga v razmerju do BDP v euroobmočju se bo predvidoma še naprej zniževal, čeprav s še vedno visoke ravni.

Denarna analiza, ki dopoljuje oceno gospodarskih razmer, je pokazala, da je rast denarja oktobra in v tretjem četrletju 2017 ostala robustna. Rast širokega denarja se je oktobra nadaljevala s 5-odstotno stopnjo, kar je v skladu z vztrajno rastjo, zabeleženo od sredine leta 2015. Nadaljuje se tudi okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju. Po ocenah so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v tretjem četrletju 2017 povečali, kar je posledica izboljševanja tako bančnega posojanja kot tudi izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize potrdil, da je treba ohraniti precejšnjo stopnjo spodbujevalno naravnane denarne politike, da bi se inflacija vzdržno vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še naprej pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni dalše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil svoj namen, da se od januarja 2018 neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev nadaljujejo na mesečni ravni 30 milijard EUR,

in sicer do konca septembra 2018 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Poleg tega je Svet ECB ponovno potrdil, da je pripravljen povečati velikost oziroma trajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, če bodo obeti postali manj ugodni ali če bodo finančne razmere postale neskladne z nadaljnjjim napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ciljni ravni. Svet ECB je poleg tega ponovil, da bo Eurosistem ponovno investiral glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, in sicer daljše obdobje po zaključku neto nakupov vrednostnih papirjev, vsekakor pa tako dolgo, dokler bo potrebno.

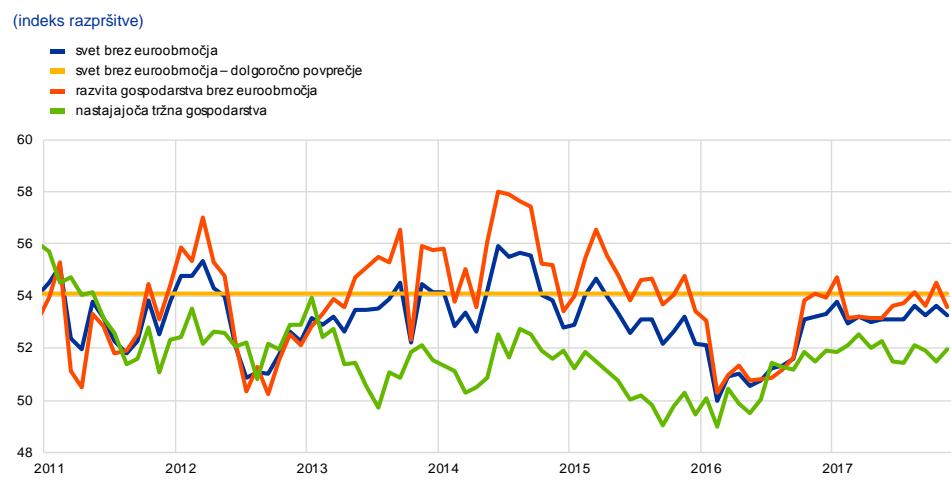
Zunanje okolje

Solidna rast svetovnega gospodarstva se nadaljuje in videti je vedno bolj sinhronizirana. Napovedi v razvitih gospodarstvih predvidevajo močno povečanje, ki se bo v obdobju napovedi v skladu z ustalitvijo okrevanja upočasnilo. V nastajajočih tržnih gospodarstvih napovedi podpira krepitev aktivnosti med izvoznicami surovin. Globalni trgovinski kazalniki nakazujejo povečanje v tretjem četrletju. Po pričakovanjih se bo svetovna inflacija počasi okreplila, saj se proste zmogljivosti na svetovni ravni zmanjšujejo.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Vztrajna rast globalnega gospodarstva je postala širše osnovana in se nadaljuje tudi v drugi polovici leta. Okrevanje po vsem svetu kaže znake sinhronizacije, saj se od druge polovice leta 2016 povečuje delež držav, v katerih rast gospodarske aktivnosti presega povprečje zadnjih let. Od razvitih gospodarstev se je gospodarska aktivnost v ZDA kljub posledicam nedavnih orkanov v tretjem četrletju hitro okreplila. Realna rast BDP je ostala močna tudi na Japonskem, medtem ko je bila aktivnost v Združenem kraljestvu sorazmerno umirjena, in sicer deloma zaradi negativnega učinka depreciacije funta na realni dohodek gospodinjstev in potrošnjo, kar je več kot odtehtalo povečano konkurenčnost in pozitivne spodbude zaradi vedno močnejše rasti v euroobmočju. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so aktivnost podpirali Indija in Kitajska ter okrevanje v Braziliji in Rusiji po globoki recesiji, čeprav se pričakuje, da se bo v Rusiji kratkoročno pokazala določena izguba dinamike.

Anketni kazalniki in ankete o gospodarski klimi za bližnjo prihodnost napovedujejo vztrajno rast svetovnega gospodarstva. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti, ki ne vključuje euroobmočja, je v tretjem četrletju ostal na ravni iz prejšnjih dveh četrletij, tj. v skladu z dolgoročnim povprečjem, kar kaže nadaljnjo vztrajno širitev svetovne gospodarske aktivnosti (glej graf 1). Tudi anketni kazalniki gospodarske klime so se v zadnjih nekaj mesecih okreplili.

Graf 1**Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti**

Viri: Haver Analytics, Markit in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na november 2017. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do novembra 2017.

Denarne politike se nekoliko razhajajo, svetovni pogoji financiranja pa ostajajo večinoma spodbujevalni. Trgi v ZDA še naprej pričakujejo zelo postopno zaostrovanje denarne politike. Zvezni odbor za odprtvi trg (FOMC) na septembriske seje ni spremenil obrestnih mer, vendar je sklenil, da bo začel zmanjševati bilanco stanja sistema centralnih bank ZDA. V skladu s pričakovanji trga so se decembra dvignile obrestne mere. Pričakovanje zaostritve v Združenem kraljestvu, ki ga je potrdilo dejansko zvišanje obrestnih mer, se je krepilo po povečanju inflacije nad ciljno raven in ob vztrajnih pritiskih na rast cen po zadnji depreciaciji funta. Na Japonskem je japonska centralna banka ostala spodbujevalno naravnana. Kitajska centralna banka za zmanjšanje finančnega vzvoda od začetka leta zaostruje finančne pogoje, saj je povečala obrestne mere na odprttem trgu ter usmerila medbančne obrestne mere navzgor. Druga nastajajoča tržna gospodarstva, med drugim Indija in nekatere države izvoznice primarnih surovin, so znižale ključne obrestne mere, saj so se inflacijski pritiski polegli, devizni tečaji pa okrepili.

Razpoloženje na finančnih trgih je ostalo na splošno ugodno v razvitih gospodarstvih, in sicer z dobički na delniških trgih in z nadaljnjjim zmanjšanjem volatilnosti. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so se v različnih glavnih gospodarstvih znižale obrestne mere, kar je pripomoglo k zmerni ublažitvi finančnih pogojev, prilivi kapitala pa so se močno povečali.

V prihodnje se pričakuje, da bo gospodarska aktivnost na svetovni ravni ostala na splošno stabilna, vendar pa se gibanja v različnih državah in regijah zelo razlikujejo. V razvitih gospodarstvih se napoveduje močno povečanje, ki se bo v obdobju napovedi upočasnilo, ko se bo okrevanje ustalilo (zlasti v ZDA in na Japonskem) in se bo proizvodna vrzel postopoma zaprla, medtem ko se pričakuje, da bo ostala rast v Združenem kraljestvu skromna. V nastajajočih tržnih gospodarstvih so napovedi podprtne z okrevanjem gospodarstev izvoznic primarnih surovin, zlasti Brazilije in Rusije. Rast ostaja močna v Indiji in na Kitajskem, vendar pa se pričakuje, da bo Kitajska glede na upočasnjevanje potencialne rasti prešla na

nižjo rast. Ta gibanja se med seboj na splošno izravnajo, kar ustvarja stabilne svetovne napovedi glede rasti BDP.

Sposobnost za rast se je v večini visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v zadnjih letih zmanjšala in pričakuje se, da se bo ustalila pod ravnnimi, kakršne so bile pred krizo. V razvitih gospodarstvih se je prispevek kapitala zmanjšal, ko se je na začetku finančne krize zmanjšala stopnja investicij zaradi vedno šibkejših pričakovanj na strani povpraševanja ter ob strožjih finančnih pogojih in okrepljeni negotovosti. Investicije so bile manjše tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v državah izvoznicah primarnih surovin. Slabljenje podpore s strani demografskih gibanj je pripomoglo k zmanjševanju potencialne rasti v številnih državah.

V ZDA bo aktivnost predvidoma ostala močna zaradi močnega domačega povpraševanja. Okrevanje bo še naprej podpirala močna rast investicij in potrošnje, saj se zaostrene razmere na trgu dela postopoma prenašajo v višjo rast plač, ugodne finančne razmere pa krepijo premoženjsko stanje. Obete v ZDA podpirata tudi krepitev zunanjega povpraševanja in novejša depreciacija dolarja. Davčna reforma in z njo povezani fiskalni sveženj bosta verjetno zagotovila nekaj spodbude od naslednjega leta naprej. Rast BDP pa naj bi se po napovedih v srednjeročnem obdobju postopoma upočasnila in se vrnila na potencialno vrednost.

V Združenem kraljestvu bo realna rast BDP zaradi velike negotovosti predvidoma ostala razmeroma šibka. Zadnja upočasnitev gospodarske aktivnosti, ki je bila posledica zasebne potrošnje, ko so gospodinjstva začutila vpliv naraščanja inflacije in zmanjševanja realne rasti plač, naj bi se predvidoma nadaljevala v naslednjih četrtekletjih. Sorazmerno šibka pričakovanja glede rasti so posledica trenutnega vpliva velike negotovosti in močne depreciacije funta po referendumu v Združenem kraljestvu o članstvu v EU.

Gospodarska rast na Japonskem naj bi predvidoma ostala močna ob podpori domačih in zunanjih dejavnikov. Medtem ko bo slabitev javnofinančne podpore verjetno zavirala rast, bodo gospodarsko aktivnost predvidoma podpirali močno povpraševanje iz tujine, prihodki iz zasebnih naložb, povezani z velikimi dobički, vse večji primanjkljaj delovne sile in kapacitet ter ugodni pogoji financiranja. Načrtovano povečanje DDV oktobra 2019 bo po uvedbi predvidoma negativno vplivalo na gospodarsko aktivnost.

Na Kitajskem se aktivnost še naprej hitro krepi, saj jo podpirata vztrajna potrošnja in še vedno močan stanovanjski trg. V kratkoročnih obetih prevladuje usmerjenost oblasti na stabilno rast, glede na sedanje politično tranzicijo, srednjeročno pa se predvideva, da bodo postopoma izvedene strukturne reforme, ki bodo povzročile urejeno upočasnitev.

Gospodarska aktivnost v srednji in vzhodni Evropi se bo v bližnji prihodnosti predvidoma okreplila zaradi ponovne rasti naložb in močne zasebne potrošnje. Domače povpraševanje bo v prihodnje še naprej glavni dejavnik gospodarske rasti na podlagi izboljševanja trgov dela in višjega črpanja sredstev EU.

V velikih izvoznicah primarnih surovin se nadaljuje okrevanje po globoki recesiji. Vodilni kazalniki v Rusiji kažejo kratkoročno upočasnitev okrevanja, vendar pa se pričakuje, da se bo pozneje zaradi višjih cen nafte, močnejšega rublja in zmanjševanja inflacije rast ponovno okrepila. Srednjeročno bo ostala rast predvidoma blaga zaradi javnofinančnih izzivov, ki obremenjujejo poslovno okolje, medtem ko pomanjkanje investicij v osnovna sredstva in strukturne reforme spodbavajo ruske ponudbene zmogljivosti. Čeprav v Braziliji ponavljajoča se politična negotovost nenehno ovira podjetniške naložbe in zasebno potrošnjo, bodo blažitev finančnih pogojev, bolj spodbujevalno naravnana denarna politika in boljši pogoji trgovinske menjave srednjeročno podpirali gospodarstvo.

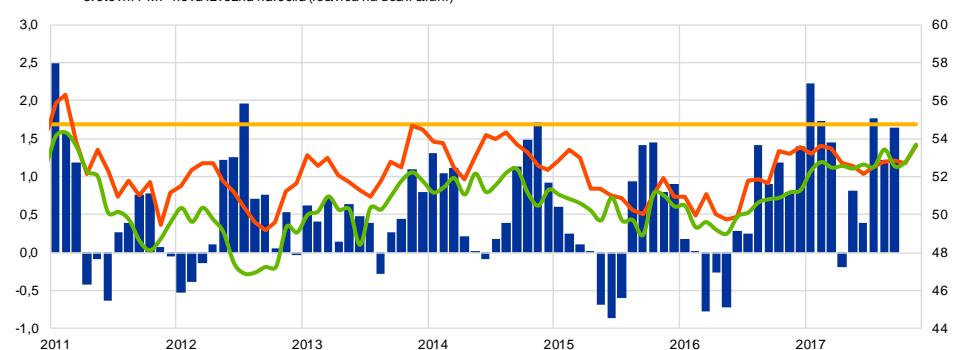
Svetovna rast trgovinske menjave je ostala v drugem četrtletju močna, obeti za bližnjo prihodnost pa ostajajo pozitivni. Rast svetovnega uvoza blaga kaže, da je svetovna trgovinska menjava v tretjem četrtletju še vedno močna (glej graf 2). Obseg uvoza blaga se je septembra povečal za 1,6% (trimesečno glede na prejšnje tri mesece) zlasti zaradi močnega povečanja rasti uvoza v nastajajoča tržna gospodarstva, zlasti v Aziji in Južni Ameriki. V razvitih gospodarstvih septembrski podatki nasprotno kažejo negativne številke v ZDA in na Japonskem ter potrjujejo zmanjšanje uvoza (blaga in storitev) v nacionalnih računih, ki so na voljo. Videti je, da vodilni kazalniki potrjujejo močno dinamiko trgovinske menjave, pri čemer so vrednosti novih naročil v indeksu PMI na začetku zadnjega četrtletja še naprej visoke.

Graf 2

Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razprtisive)

- svetovni uvoz blaga (lestvica na levi strani)
- svetovno povprečje 1991-2007 (lestvica na levi strani)
- svetovni PMI brez euroobmočja - predelovalne dejavnosti (lestvica na desni strani)
- svetovni PMI - nova izvozna naročila (lestvica na desni strani)



Vir: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2017 (svetovni PMI za predelovalne dejavnosti), oktober 2017 (svetovni PMI za nova izvozna naročila) in september 2017 (trgovinska menjava).

Dle v prihodnosti se bo svetovna trgovinska menjava predvidoma še naprej krepila. Kombinacija močnih kazalnikov trgovinske menjave, anket in večkratnih pozitivnih presenečenj bi lahko nakazovala, da je v svetovni trgovinski menjavi ciklični zagon močnejši od pričakovanega, kar je posledica cikličnega vzpona in okrevanja naložb.

Pričakuje se, da bo ostala svetovna gospodarska rast v obdobju projekcij na splošno stabilna. Po makroekonomskih projekcijah, ki so jih strokovnjaki Eurosistema pripravili decembra 2017, se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja povečala s 3,7% v letu 2017 na 3,9% v letu 2018, potem pa se bo leta 2020 postopoma vrnila na 3,7%. To je rezultat postopne upočasnitve v razvitih gospodarstvih v obdobju projekcij, kjer je cikel zrelejši, to pa bo odtehtala večja dinamika v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v Južni Ameriki. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo s 5,5% v letu 2017 po napovedih v letu 2018 povečala na 4,4%, v letu 2019 na 3,8%, v letu 2020 pa na 3,5%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami se bo svetovni BDP v letih 2017–2018 le rahlo popravil. Rast tujega povpraševanja v euroobmočju je bila za celotno obdobje projekcij popravljena navzgor zaradi popravkov podatkov in pozitivnejšega pogleda na srednjeročno dogajanje.

Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost so kratkoročno usmerjena navzgor, srednjeročno pa se nagibajo proti upočasnjevanju. Na pozitivni strani obstaja možnost, da bo aktivnost zaradi močnejšega zaupanja hitreje ponovno oživila. Javnofinančne spodbude, tj. večje od pričakovanih, o katerih trenutno potekajo razprave v ameriškem kongresu, predstavljajo zmersno navzgor usmerjeno tveganje za rast v ZDA in svetovno rast. Vendar pa srednjeročno prevladujejo navzdol usmerjena tveganja, kot so povečanje trgovinskega protekcionizma, nenadno zaostrovjanje svetovnih pogojev financiranja, ki bi lahko prizadelo predvsem ranljiva nastajajoča tržna gospodarstva, motnje zaradi procesa reform in liberalizacije na Kitajskem ter politične in geopolitične negotovosti, ki so med drugim povezane s pogajanji o prihodnjih odnosih med Združenim kraljestvom in Evropsko unijo.

Svetovna cenovna gibanja

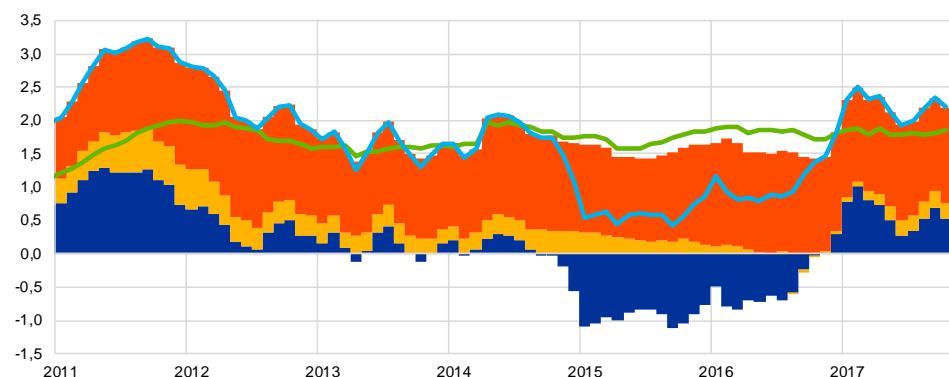
Svetovna rast cen življenjskih potrebščin se je oktobra rahlo zmanjšala, ko so se zmanjšale cene emergentov. Po povečanju v preteklih nekaj mesecih, ko je bil prispevek cen emergentov okrepljen, se je medletna rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD na začetku oktobra zmanjšala na 2,2% (glej graf 3). Medletna rast cen brez hrane in emergentov se je v območju OECD povečala na 1,9%, potem ko je bila pet mesecev prej stabilna na ravni 1,8%.

Graf 3

Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- prispevek energentov
- prispevek hrane
- brez prispevka hrane in energentov
- brez hrane in energentov
- vse postavke



Vir: OECD.

Opomba: Zadnji podatki so za oktober 2017.

Cene nafte so v zadnjih tednih še naprej rasle. Cene surove nafte Brent so se pred kratkim zvišale na več kot 64 USD za sod, potem ko so sredi avgusta znašale 50 USD za sod. Višje cene so bile posledica geopolitičnih napetosti na Bližnjem vzhodu, zadnjih dogajanj v Venezuela, okrepljenih pričakovanj glede podaljšanja sporazuma med državami OPEC in tistimi zunaj nje o zmanjšanju ponudbe po marcu 2018 – kot je bilo potrjeno z dejanskim podaljšanjem z dne 30. novembra 2017 do konca leta 2018 – ter močnega povpraševanja po nafti. Termske cene nafte kažejo, da bodo cene nafte leta 2018 padle pod trenutne ravni, in sicer na okoli 61 USD za sod, in na okoli 58 USD za sod leta 2019. Nasprotno so cene primarnih surovin razen energentov v zadnjih nekaj tednih rahlo padle, čeprav so se kotacije železove rude povečale. V okvirju 1 so podrobnejše analizirani dejavniki, ki vplivajo na gibanje cen kovin ter so razčlenjeni na učinke s strani povpraševanja in ponudbe.

V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija po pričakovanjih postopno zviševala. Medtem ko sedanje termske cene nafte napovedujejo rahlo zmanjšanje cen nafte v obdobju projekcij, kar nakazuje zelo omejen prispevek cen energentov k inflaciji, se pričakuje, da bo počasno zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni podpiralo osnovno inflacijo.

2

Finančna gibanja

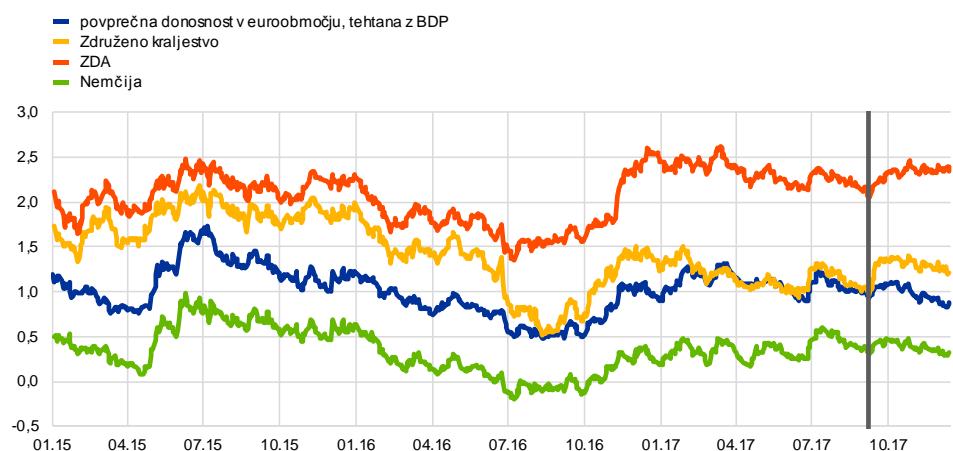
Od seje Sveta ECB o denarni politiki 7. septembra se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju rahlo zmanjšala. Zmanjšali so se tudi razmiki v donosnosti podjetniških obveznic, medtem ko so se tečaji delnic nefinančnih družb euroobmočja zaradi ocen o zmanjšanju geopolitičnih tveganj zvišali. Hkrati so na vrednost podjetniških obveznic in delnic še naprej spodbudno vplivali zelo dobri gospodarski obeti. Na deviznih trgih se vrednost eura večinoma ni spremenila.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je od začetka septembra rahlo zmanjšala. V obravnavanem obdobju (tj. od 7. septembra do 13. decembra 2017) se je donosnost nemških 10-letnih državnih obveznic povečala za 2 bazični točki na 0,32% (glej graf 4). Vendar pa se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, zaradi specifičnega upada donosnosti obveznic nekaterih držav euroobmočja zmanjšala za 5 bazičnih točk na 0,88%. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v ZDA se je povečala za 30 bazičnih točk na 2,34%, v Združenem kraljestvu pa za 24 bazičnih točk na 1,21%. Gibanja dolgoročnih obrestnih mer v euroobmočju so od začetka septembra na splošno umirjena in zaradi pričakovanj trgov glede denarne politike v euroobmočju ne odražajo zvišanja obrestnih mer v tujini. V ZDA je na povečanje donosnosti dolgoročnih državnih obveznic delno vplivala možnost reform zveznega davčnega zakonika, v Združenem kraljestvu pa je k temu prispevala ponovna ocena prihodnje smeri denarne politike.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, ZDA in Združenem kraljestvu

(v odstotkih na leto)



Vira: Bloomberg in ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 7. september 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2017.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se v številnih državah zmanjšali. Zmanjšanje je znašalo vse od 3 bazičnih točk v Nemčiji do 20 bazičnih točk v Italiji in okrog 100 bazičnih točk na Portugalskem (glej graf 5). V zadnjih dveh državah je k zmanjšanju razmikov poleg izboljšanja makroekonomskega okolja v euroobmočju prispevalo to, da so nekatere večje bonitetne agencije ugodneje ocenile njuno

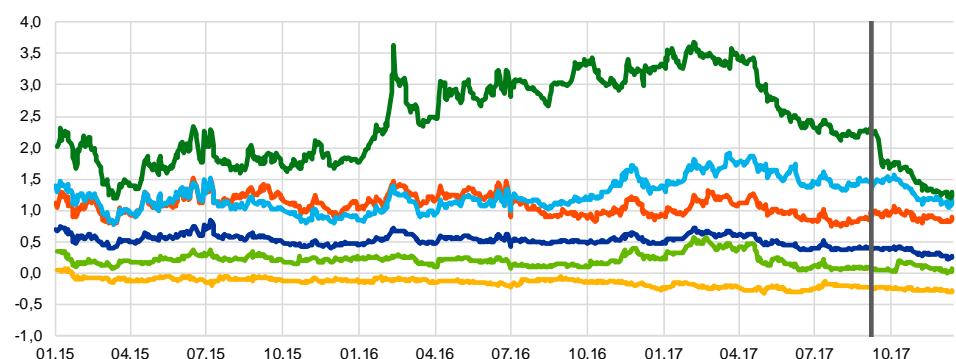
kreditno sposobnost. Poleg tega je specifični upad donosnosti portugalskih in italijanskih državnih obveznic močno prispeval k zmanjšanju donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtane z BDP, kot je prikazano v grafu 4.

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Španija
- Francija
- Italija
- Portugalska



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 7. september 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2017.

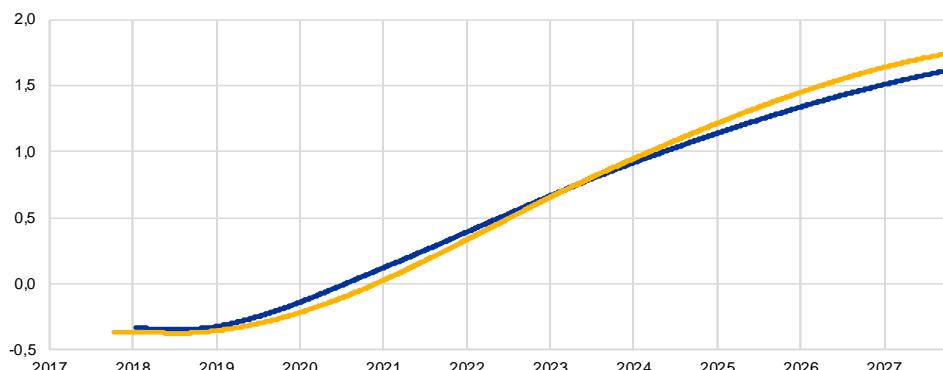
Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indekov transakcij čez noč v eurih) se večinoma ni spremenila. Pri krajših ročnostih se je premaknila rahlo navzgor, pri daljših ročnostih pa rahlo navzdol (glej graf 6). Dejstvo, da krivulja ostaja v negativnem območju vse do okrog sredine leta 2020, je skladno s pričakovanji udeležencev na trgu, da bo obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita ECB še dolgo časa negativna.

Graf 6

Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

- 13. december 2017
- 7. september 2017



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

EONIA je v povprečju znašala –35 bazičnih točk. Zaradi specifičnih dejavnikov se je ob koncu novembra močno zvišala na –24 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je zaradi potekajočih nakupov v okviru Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev povečala za okrog 121 milijard EUR na okrog 1.898 milijard EUR. Likvidnostne razmere so podrobnejše obravnavane v okvirju 2.

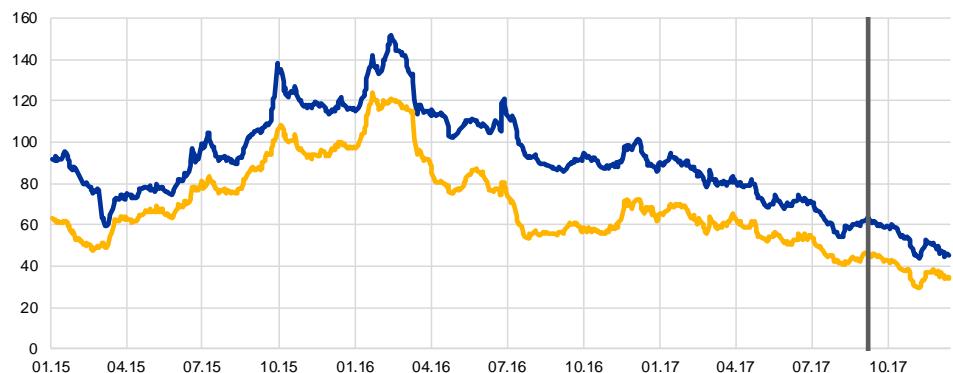
Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se v obravnavanem obdobju še zmanjšali. Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda (glede na krivuljo povprečne donosnosti obveznic nefinančnih družb euroobmočja z bonitetom AAA) so bili 7. decembra v povprečju za 16 bazičnih točk manjši kot na začetku septembra in za okrog 80 bazičnih točk manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zmanjšali so se tudi razmiki v donosnosti obveznic špekulativnega razreda, ki so jih izdale nefinančne družbe in finančni sektor, in sicer za 11 oziroma 16 bazičnih točk (glej graf 7). Majhni razmiki v donosnosti podjetniških obveznic in njihovo nadaljnje zmanjševanje so skladni s krepitvijo gospodarskega okrevanja.

Graf 7

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)

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



Viri: Indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 7. september 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2017.

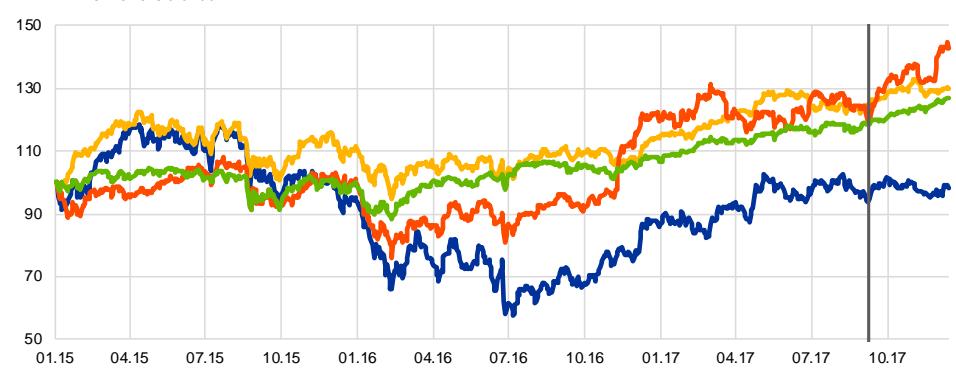
Tečaji delnic v euroobmočju so se zvišali. Tečaji delnic nefinančnih družb in bank v euroobmočju so se do konca obravnavanega obdobja zvišali za okrog 4%, kar je bilo deloma posledica ocen o zmanjšanju geopolitičnih tveganj (glej graf 8). Poleg tega tečaje delnic v euroobmočju še vedno podpirajo zelo dobri gospodarski obeti in posledična večja pričakovanja o dobičku. Tečaji delnic nefinančnih družb in bank v ZDA so se do konca obravnavanega obdobja zvišali za 7% oziroma 19%, k čemur so prispevale tudi ugodne ocene tržnih udeležencev glede reforme davka od dobička pravnih oseb v ZDA. V euroobmočju so se tržna pričakovanja glede volatilnosti tečajev delnic malenkostno zmanjšala in so ostala na nizki ravni, ki je prevladovala v celotnem letu 2017, medtem ko so se v ZDA na splošno zmanjšala.

Graf 8

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)

- banke euroobmočja
- nefinančne družbe euroobmočja
- banke v ZDA
- nefinančne družbe v ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

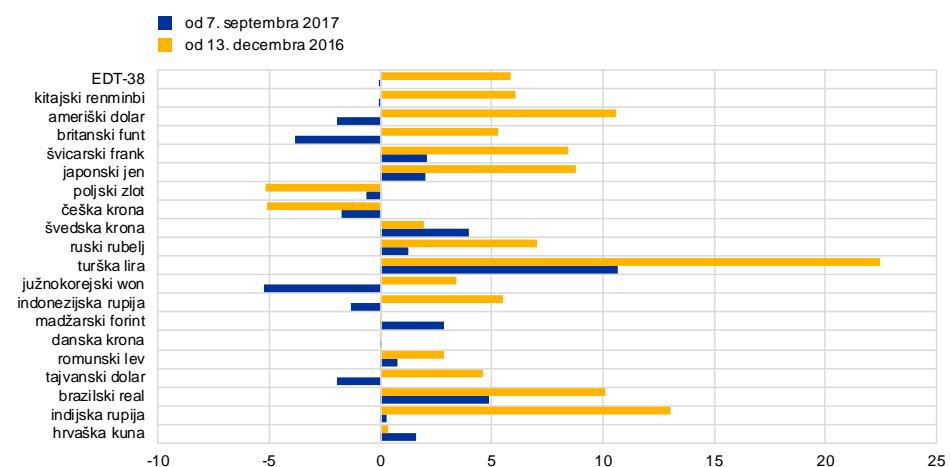
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 7. september 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2017.

Na deviznih trgih se vrednost eura večinoma ni spremenila, vendar se je v razmerju do posameznih valut gibala različno. Euro je po tem, ko je na začetku obravnavanega obdobja dosegel najvišjo vrednost, zaradi pričakovanj o prihodnjih usmeritvah politik in s tem povezanih makroekonomskih informacij v razmerju do ameriškega dolarja depreciral za 2,0% (glej graf 9). Oslabel je tudi v razmerju do britanskega funta (za 3,8%) in valut številnih azijskih nastajajočih tržnih gospodarstev. Apreciiral je v razmerju do valut nekaterih nastajajočih in visoko razvitih gospodarstev, vključno s švicarskim frankom (za 2,1%), japonskim jenom (za 2,0%) in kitajskim renminbijem, ter do valut večine držav članic EU zunaj euroobmočja, razen poljskega zlota in češke krone, v razmerju do katerih je depreciral za 0,7% oziroma 1,8%.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 13. decembra 2017.

3

Gospodarska aktivnost

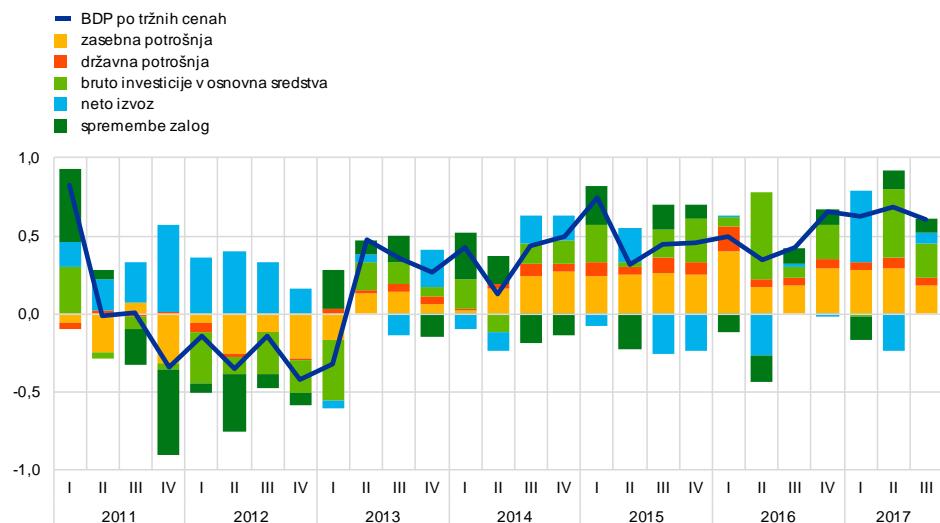
Gospodarska rast v euroobmočju je še naprej solidna ter zajema vse države in sektorje. Realno rast BDP podpira rast zasebne potrošnje in naložb ter izvoza, na katerega pozitivno vpliva širše okrevanje po vsem svetu. Najnovejši anketni rezultati in novi podatki potrjujejo močan zagon rasti v bližnji prihodnosti. V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema obeti glede rasti BDP znatno popravljeni navzgor. Realna rast BDP v euroobmočju bo po pričakovanjih 2,4% v letu 2017, 2,3% v letu 2018, 1,9% v letu 2019 in 1,7% v letu 2020.

Gospodarska rast v euroobmočju se še naprej povečuje ter zajema vse države in sektorje. Po 0,7-odstotnem zvišanju v drugem četrtletju se je BDP v tretjem četrtletju 2017 medčetrtletno realno povečal za 0,6% (glej graf 10). Glavno gonilo je še vedno domača potrošnja, zlasti izdatki za naložbe v osnovna sredstva, v manjšem obsegu pa tudi neto izvoz in spremembe zalog. Na proizvodni strani je bila gospodarska aktivnost široko osnovana, saj je bila močna rast dodane vrednosti zabeležena v industriji (brez gradbeništva) ter nekoliko nižja v gradbeništvu in storitvenih dejavnostih.

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

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



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2017.

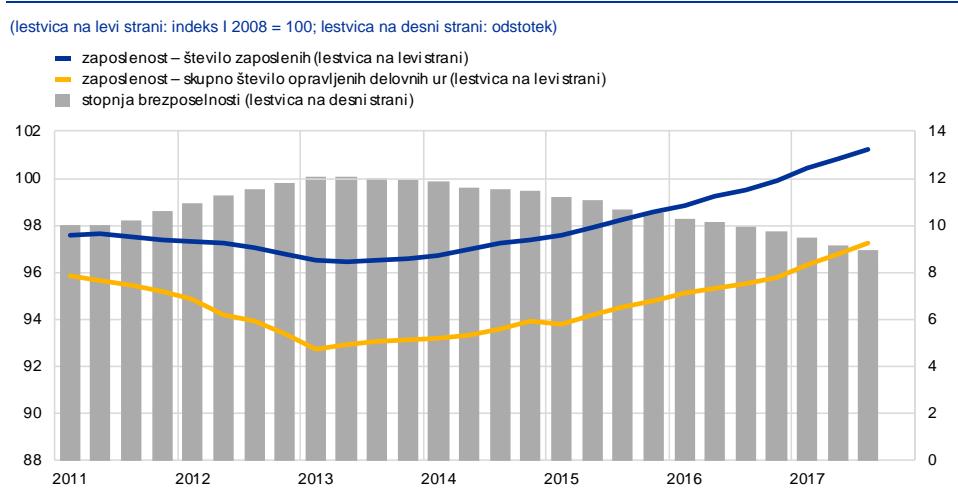
Razmere na trgu dela v državah euroobmočja še naprej kažejo močno

dinamiko. Zaposlenost se je v tretjem četrtletju 2017 medčetrtletno še povečala za 0,4%, kar se je odrazilo v letnem povečanju za 1,7%. Zaposlenost trenutno znaša 1,2% nad najvišjo predkrizno vrednostjo, doseženo v prvem četrtletju 2008. Hkrati se je še naprej povečevalo skupno število opravljenih delovnih ur, čeprav povprečno število delovnih ur na zaposlenega ostaja na splošno nespremenjeno kljub temu, da zaposleni s polnim in tudi s krajšim delovnim časom v povprečju opravijo več ur, saj

se je to povečanje izravnalo s spremembijo sestave zaposlenosti v smeri večjega deleža zaposlenih s krajšim delovnim časom.¹ Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je oktobra 2017 znašala 8,8%, kar je najnižja raven po januarju 2009 (glej graf 11). Padec je bil vsesplošen ter je zajel vse starosti in oba spola. Dolgotrajna brezposelnost (tj. število ljudi, ki so brezposelni vsaj 12 mesecev, izraženo kot odstotek delovne sile) se je prav tako še naprej zmanjševala, vendar ostaja precej višja kot pred krizo. Anketni podatki kažejo nadaljnje izboljševanje pogojev na trgu dela v prihodnjem obdobju. Hkrati so v nekaterih državah in sektorjih vse očitnejši znaki pomanjkanja delovne sile.

Graf 11

Gibanja na trgu dela v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2017 pri zaposlenosti in opravljenih delovnih urah ter na oktober 2017 pri stopnji brezposelnosti.

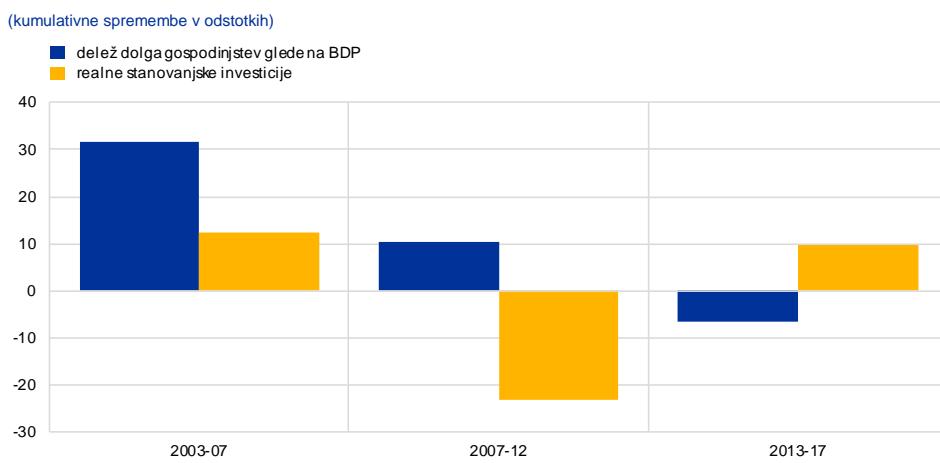
Izboljševanje razmer na trgu dela še naprej prispeva k rasti dohodkov in k zasebni potrošnji. Rast zasebne potrošnje se je v tretjem četrtletju 2017 medčetrtletno nekoliko upočasnila na 0,3%, v primerjavi z 0,5% v prejšnjem četrtletetu. To rast, zlasti rast potrošnje trajnih proizvodov, so podpirali izboljšanje razmer na trgu dela in višje realne plače na zaposlenega. Potrošnjo gospodinjstev so še naprej spodbujali tudi ukrepi denarne politike ECB, ki so izboljšali pogoje financiranja. Stopnja varčevanja se je v zadnjih nekaj četrtletjih zniževala, kar večinoma odraža izboljšanje ekonomskega in finančnega položaja gospodinjstev in nizke obrestne mere, to pa zmanjšuje nagnjenost k varčevanju. Zaupanje potrošnikov se je novembra 2017 še povečalo, ker so gospodinjstva bolj optimistična glede svojega prihodnjega finančnega položaja in splošnega stanja v euroobmočju. Zato je zaupanje potrošnikov zdaj blizu rekordne ravni, kar kaže močno osnovno dinamiko potrošnje v bližnji prihodnosti.

Okrevanje na stanovanjskih trgih naj bi še naprej spodbujalo gospodarsko rast. Stanovanjske investicije so se v drugem četrtletju 2017 zaradi nadaljevanja

¹ Glej okvir z naslovom »Dejavniki gibanja povprečnega števila opravljenih delovnih ur na zaposleno osebo od leta 2008«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2016.

nedavnega okrevanja v euroobmočju kot celoti in v številnih državah euroobmočja povečale za 1,3%. Stanovanske investicije in zadolženost gospodinjstev se od začetka krize v euroobmočju giblja v nasprotni smeri. Leta 2008 se je začela zadolženost gospodinjstev povečevati, stanovanske investicije pa so se začele zmanjševati. Od leta 2013 se je ta trend obrnil, pri čemer okrevanje investicij spremiha razdolževanje gospodinjstev. Ta gibanja so v izrazitem nasprotju s tistimi v obdobju pred krizo, ko so se povečevale tako zadolženost kot tudi investicije (glej graf 12).

Graf 12
Zadolženost in stanovanske investicije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2017.

Ob zelo ugodnih pogojih financiranja, preusmerjanju portfeljev v stanovanske investicije zaradi nizke donosnosti drugih dolgoročnih naložbenih priložnostih ter ob rasti dohodkov, povezanih s sedanjim ustvarjanjem delovnih mest, se stanovanske investicije in cene stanovanjskih nepremičnin še naprej krepijo. Najnovejši kazalniki kažejo, da naj bi se pozitivni zagon stanovanskih investicij nadaljeval. Zaupanje podjetij v segmentu gradnje stavb se je oktobra še dodatno povečalo in ostaja na ravneh, ki so bile nazadnje dosežene leta 2008. V tretjem četrletju se je v skladu s pozitivno rastjo stanovanskih investicij v istem obdobju povečevala tudi gradbena aktivnost, vendar počasneje kot na začetku leta. Oktobra in novembra se je v primerjavi s tretjim četrletjem dodatno izboljšal kazalnik Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu na področju zgradb, kar kaže, da se bo v zadnjem četrletju pozitivna rast nadaljevala.

Podjetniške investicije so v tretjem četrletju 2017 vztrajno rasle, kratkoročni obeti pa še naprej ostajajo trdni. Negradbene investicije so se v tretjem četrletju medčetrletno povečale za 1,9% po 3,9-odstotni rasti v predhodnem četrletju. Podatki anket Evropske komisije v zadnjem četrletju kažejo, da se po ocenah omejitve na strani ponudbe še povečujejo, kar odraža potrebo po povečanju ali racionaliziraju osnovnih sredstev. Poleg tega razpoloženje v sektorju proizvodnje investicijskega blaga ostaja močno ter odraža zelo ugodna pričakovanja glede proizvodnje in naročil. Zaradi zmerne rasti dolžniškega financiranja se je ob občutnejšem okrevanju delniških tečajev v zadnjih letih koeficient finančnega vzwoda

(razmerje med zadolženostjo in sredstvi) v sektorju nefinančnih družb znižal do najnižjih vrednosti, kar naj bi sprostilo vire družb za naložbene dejavnosti.

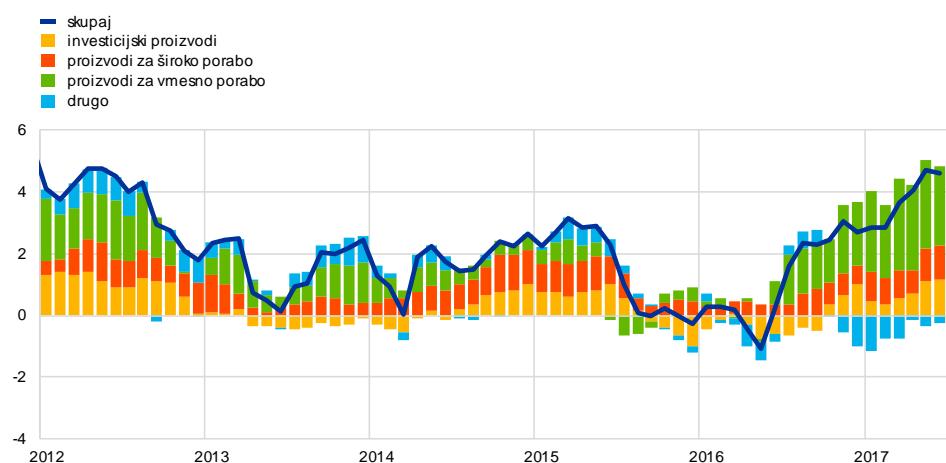
Podjetniške investicije naj bi srednjeročno še naprej okrevali. Močne naložbene obete podpirajo številni dejavniki. Izkoriščenost zmogljivosti se še povečuje in ostaja nad povprečno ravnijo pred krizo, pogoji financiranja naj bi ostali zelo ugodni, profitne marže pa naj bi se okrepile ob že zdaj denarno bogatem sektorju nefinančnih družb. Pritiski razdolževanja se bodo z nadaljevanjem gospodarske rasti ob nizkih obrestnih merah predvidoma še zmanjšali, kar bo posledično okreplilo rast podjetniških investicij. Vendar pa lahko na obete glede podjetniških investicij še naprej vplivajo pričakovanja glede še vedno zmerne rasti potencialnega proizvoda, omejitve posredniške sposobnosti bank v nekaterih državah, še vedno prisotne strukturne ovire ter pomanjkanje delavcev z določenimi veščinami.

Izvoz euroobmočja še naprej ostaja visok. Mesečni podatki o trgovinski menjavi razkrivajo močan zagon izvoza v države zunaj euroobmočja v tretjem četrletju, ki je kar precej nad povprečno ravnijo po krizi, s čimer je bil dosežen šestletni rekordni letni prirast v višini 4,1% (ob upoštevanju podatkov za julij in avgust). To predstavlja nadaljevanje okrevanja, ki se je začelo leta 2016. Ugodna gibanja tujega povpraševanja več kot odtehtajo negativne učinke nedavne apreciacije eura. Izvoz v države nečlanice EU, predvsem na Kitajsko in v druge azijske države, je glavno gonilo dinamike. Nadpovprečna nova naročila v industriji in kazalniki klime izvoznih trgov kažejo, da se bo močna rast izvoza v prihodnjih mesecih nadaljevala ter da je mogoče pozitivna gibanja v sektorjih blaga za vmesno porabo in investicijskega blaga (glej graf 13) povezati z okrepitvijo svetovnih naložb. Z okrepitvijo slednjih se lahko izvoz ohranja srednjeročno.

Graf 13

Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opombi: Izvoz blaga je izrazen v obsegu. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2017.

Novi podatki na splošno kažejo vztrajno gospodarsko rast v zadnjem četrletju 2017 in na prehodu v novo leto, močna rast pa naj bi se nadaljevala tudi leta 2018. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije in sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta se novembra še naprej zviševala ter precej presegata povprečni ravni. Iz tega je mogoče sklepati, da je bila rast v zadnjem četrletju vsaj tako močna kot v prejšnjem (glej okvir z naslovom »Nedavna močna rast anketnih kazalnikov: kaj nam pove o razsežnosti realne rasti BDP?« v tej številki Ekonomskega biltena).

Sedanja gospodarska rast v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevala ob podpori ukrepov denarne politike ECB, ki se prenašajo v realno gospodarstvo. K rasti zasebne potrošnje še naprej prispevajo manjše potrebe po razdolževanju. Zasebno potrošnjo podpirajo izboljšane razmere na trgu dela, nizke obrestne mere in zelo ugodni pogoji financiranja. Okrevanje poslovnih investicij še naprej spodbujajo izboljšana dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni pogoji financiranja. Hkrati pa na izvoznike euroobmočja še naprej ugodno vpliva krepitev svetovnega gospodarstva.

Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje se bo letna realna rast BDP v letu 2017 povečala za 2,4%, v letu 2018 za 2,3%, v letu 2019 za 1,9% in v letu 2020 za 1,7% (glej graf 14). V primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so napovedi realne rasti BDP znatno popravljene navzgor. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so približno uravnotežena.

Graf 14

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in članek z naslovom »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 14. decembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolute vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges«, ECB, december 2009, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, novembra zvišala na 1,5%, potem ko je oktobra znašala 1,4%. Obenem so se merila osnovne inflacije v zadnjem času nekoliko umirila, kar je deloma posledica posebnih dejavnikov. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo glede na sedanje terminske cene nafte medletna stopnja skupne inflacije v prihodnjih mesecih verjetno umirila, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov pri cenah energentov, nato pa se bo spet zvišala. Osnovna inflacija se bo v srednjeročnem obdobju predvidoma postopno zviševala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in povečevanje rasti plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi letosnje decembske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2017 znašala 1,5%, v letu 2018 1,4%, v letu 2019 1,5%, v letu 2020 pa 1,7%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi višjih cen nafte in hrane.

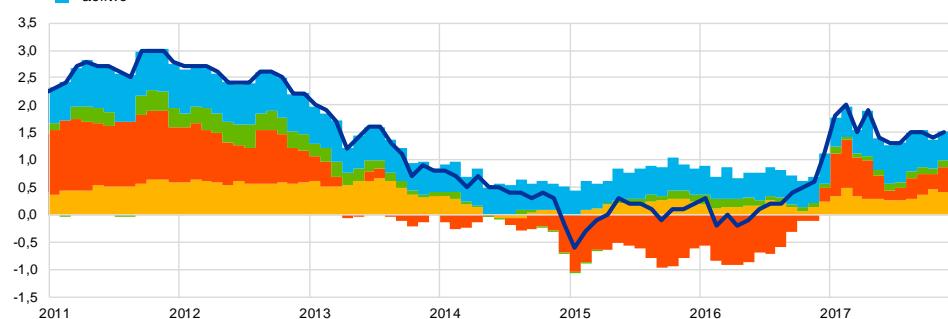
Skupna inflacija se je novembra rahlo zvišala. Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju novembra povečala na 1,5%, potem ko je oktobra znašala 1,4%, in se tako vrnila na raven, ki je bila zabeležena septembra (glej graf 15). Povečanje je predvsem posledica višje rasti cen energentov, ki jo je malenkostno izravnal majhen upad rasti cen hrane. Povečanje rasti cen energentov je bilo večje od pričakovanega, izhaja pa iz nedavnega znatnega dviga cen nafte.

Graf 15

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP
- hrana
- energenti
- industrijsko blago razen energentov
- storitve



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za november 2017 (prva ocena).

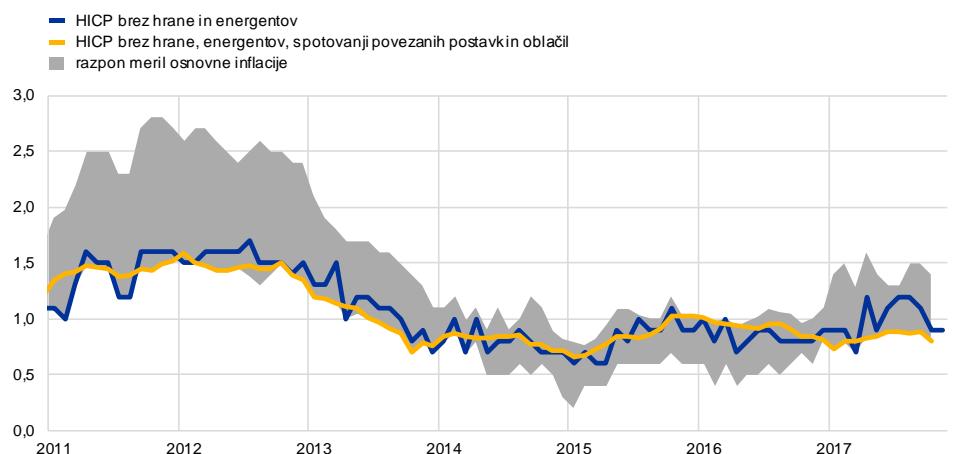
Merila osnovne inflacije so se v zadnjem času nekoliko umirila, kar je deloma posledica posebnih dejavnikov. Inflacija brez hrane in energentov je novembra 2017 znašala 0,9%, kar je enako kot oktobra, vendar nižje od 1,1-odstotne ravni v septembru (glej graf 16). Skupno znižanje od septembra je bilo deloma posledica velikega znižanja inflacije pri nekaterih postavkah storitev, vključno s šolnjinami v Italiji in zavarovanji, povezanimi s prometom, v Nemčiji. Novembrska inflacija brez

hrane in energentov je bila blizu ravni ob prelomu lanskega leta. V celoti gledano merila osnovne inflacije še niso pokazala prepričljivega trenda naraščanja.

Graf 16

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavki in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Zadnji podatki so za november 2017 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za oktober 2017 pri vseh drugih merilih.

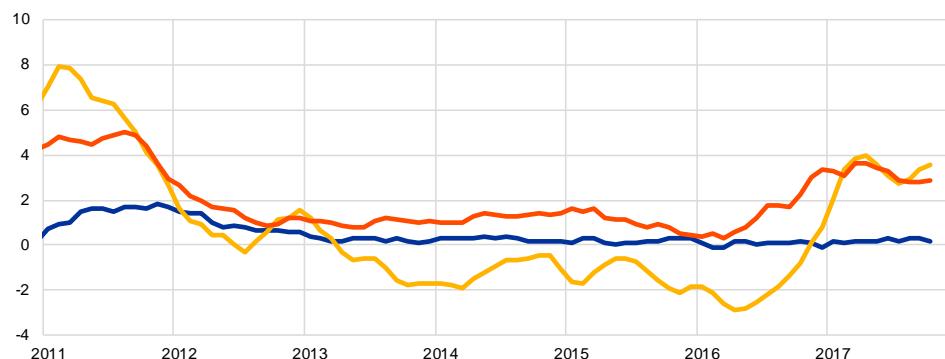
Svetovni cenovni pritiski ostajajo močni, vendar se še vedno niso prenesli v poznejše faze cenovne verige v euroobmočju. Medletna rast cen nafte v eurih se je v zadnjih mesecih izrazito povečala, svetovni pritiski na cene industrijskih proizvodov brez energentov pa so ostali močni (glej graf 17). Čeprav so svetovne pritiske na rast uvoznih cen v euroobmočju ublažili pritiski na znižanje cen, ki so izhajali iz poletne apreciacije eura, se pritiski na rast še naprej odražajo v okrepljeni rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo in cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih. Oktobra so se na medletni ravni oboje cene zvišale za 3,5%. Vendar se zdi, da je prenos v poznejše faze cenovne verige še vedno šibek, saj je medletna rast cen proizvodov za široko porabo brez hrane pri proizvajalcih ostala približno stabilna na samo 0,2%. Ena od možnih razlag za šibko rast teh cen kljub močnim cenovnim pritiskom v zgodnejših fazah proizvodne in cenovne verige je zniževanje marž.

Graf 17

Cene proizvodov pri svetovnih in domačih proizvajalcih ter proizvajalčeve cene proizvodov za vmesno porabo

(medletne spremembe v odstotkih)

- PPI, domača prodaja – neživilski proizvodi za široko porabo
- PPI – proizvodi za vmesno porabo
- svetovni PPI brez nafte (tehtan z utežmi trgovinskih partnerjev)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2017. PPI – indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih.

Rast plač se je v zadnjih četrtetljih nekoliko povečala. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je z najnižje vrednosti v drugem četrtetlu 2016 (1,1%) narasla na 1,7% v tretjem četrtetlu 2017. K temu povečanju so prispevali predvsem višji dodatki na osnovno plačo, ki se na ciklična gibanja običajno odzivajo hitreje kot dogovorjene plače. Medletna rast dogovorjenih plač na zaposlenega je v tretjem četrtetlu 2017 znašala 1,4% in tako ostala nespremenjena glede na prejšnje četrtetje in enaka povprečju za leto 2016. Dejavniki, ki lahko še vedno zavirajo rast plač, vključujejo še vedno precejšen neizkoriščen potencial na trgu dela, preteklo nizko inflacijo, šibko rast produktivnosti in nadaljnje učinke reform na trgu dela, ki so jih nekatere države izvedle v času krize.²

Tako tržna kot tudi anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala stabilna. Petletna terminska stopnja inflacije čez pet let je 13. decembra 2017 znašala 1,71%, kar je nekoliko več od stopnje, zabeležene na začetku septembra (glej graf 18). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, saj se bo inflacija le zelo postopno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Na osnovi gibanj na trgih inflacijskih opcij verjetnost deflacji ostaja nizka in nakazuje, da tveganje deflacji ostaja omejeno. Na podlagi ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov za zadnje četrtetje 2017 so bila merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj za euroobmočje na ravni 1,9%.

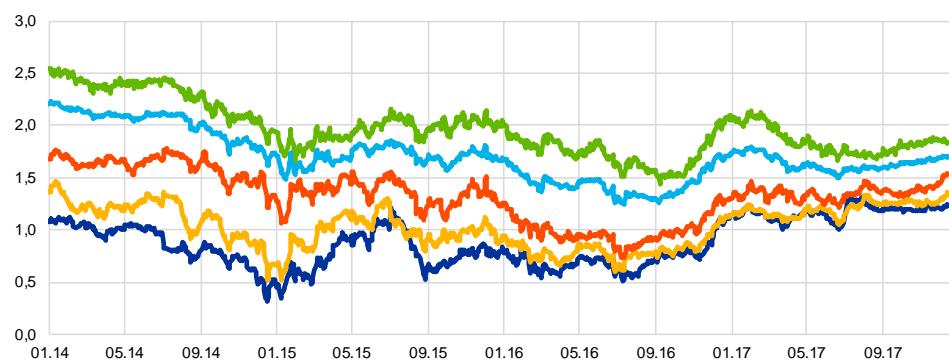
² Glej tudi razpravo v okviru z naslovom »Kaj nam lahko anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov pove o dojemanju dogajanju na trgu dela v euroobmočju?« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 18

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 13. december 2017.

Čeprav bodo navzdol usmerjeni bazni učinki, povezani z energenti, v bližnji prihodnosti verjetno povzročili rahlo znižanje inflacije, pa je pričakovati, da se bo po tem ta višala in leta 2020 dosegla 1,7%. Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, pripravljenih na podlagi podatkov, ki so bili na voljo konec novembra, bo medletna inflacija v letu 2017 znašala 1,5%, nato pa 1,4% v letu 2018, 1,5% v letu 2019 in 1,7% v letu 2020 (glej graf 19).³ V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzgor, in sicer predvsem zaradi višjih cen nafte in hrane.

³ Glej članek z naslovom »Decembrske makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 14. decembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 19
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Decemrske makroekonomske projekcije stroškovjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 14. decembra 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Po pričakovanjih se bo inflacija brez hrane in energentov v srednjeročnem obdobju postopno zviševala. Inflacija brez energentov in hrane naj bi leta 2017 predvidoma znašala 1,0%, leta 2018 1,1%, leta 2019 1,5%, leta 2020 pa 1,8%. Na strani domačih stroškovnih pritiskov sta pomembna dejavnika, ki prispevata k postopni krepitvi osnovne inflacije, izboljševanje razmer na trgu dela in vse večje pomanjkanje ponudbe delovne sile v nekaterih delih euroobmočja, kar naj bi poganjalo krepitev rasti plač. Poleg tega je pričakovati, da bo precejšnje zvišanje skupne inflacije v letu 2017 v primerjavi s prejšnjimi tremi leti prispevalo k povečanju rasti plač v tistih državah euroobmočja, v katerih se plače indeksirajo glede na pretekla cenovna gibanja ali elemente pričakovanja.

5

Denar in krediti

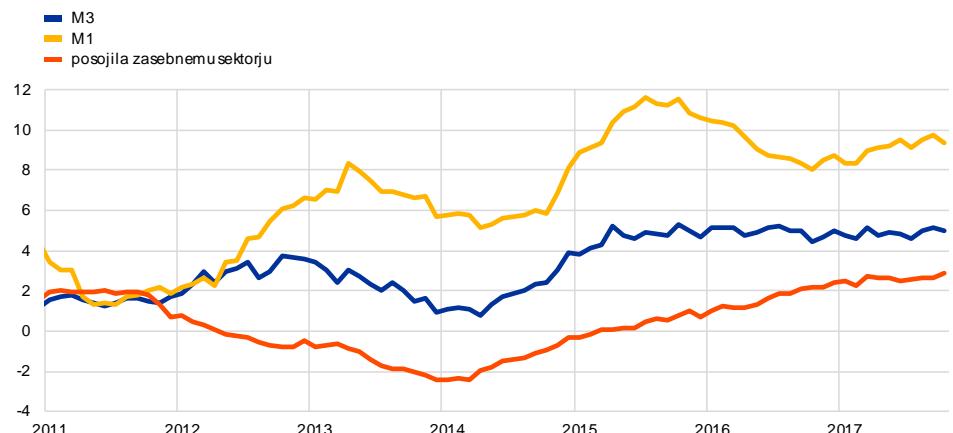
Rast širokega denarja je v tretjem četrtletju 2017 in oktobra še naprej močno naraščala, podobno kot že od sredine leta 2015. Še naprej je okrevala tudi rast posojil zasebnemu sektorju. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v tretjem četrtletju 2017 po ocenah še naprej krepili, kar je odraz izboljšanja na področju bančnega posojanja in izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev.

Rast širokega denarja je ostala močna in je v tretjem četrtletju 2017 povprečno znašala 4,9%, oktobra pa 5,0%, v skladu z vztrajnim tempom rasti denarja od sredine leta 2015 (glej graf 20). Rast denarja so podpirali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer ter ukrepi denarne politike ECB. Najlikvidnejše komponente so še naprej največ prispevale k rasti širokega denarja, pri čemer je medletna stopnja rasti agregata M1 v tretjem četrtletju 2017 in oktobra znašala 9,4% (v primerjavi z 9,2% v drugem četrtletju 2017 in 9,8% septembra).

Graf 20

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Vloge čez noč so ostale glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3. Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb je v tretjem četrtletju 2017 in oktobra ostala visoka. Nasprotno se je volatilna medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju nedenarnih finančnih institucij oktobra znižala, kar je upočasnilo rast agregata M1 v tem mesecu. Medletna stopnja rasti gotovine v obtoku je ostala v tretjem četrtletju 2017 in oktobra približno nespremenjena, ker nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer ni kazal močne naklonjenosti zamenjavi vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so še naprej negativno vplivale na agregat M3. Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2) – majhne komponente agregata M3 – je postala v tem obdobju negativna. K temu sta prispevala majhen, pozitiven prispevek točk/delnic skladov denarnega trga, kar kaže na zmanjšano privlačnost teh instrumentov, ter

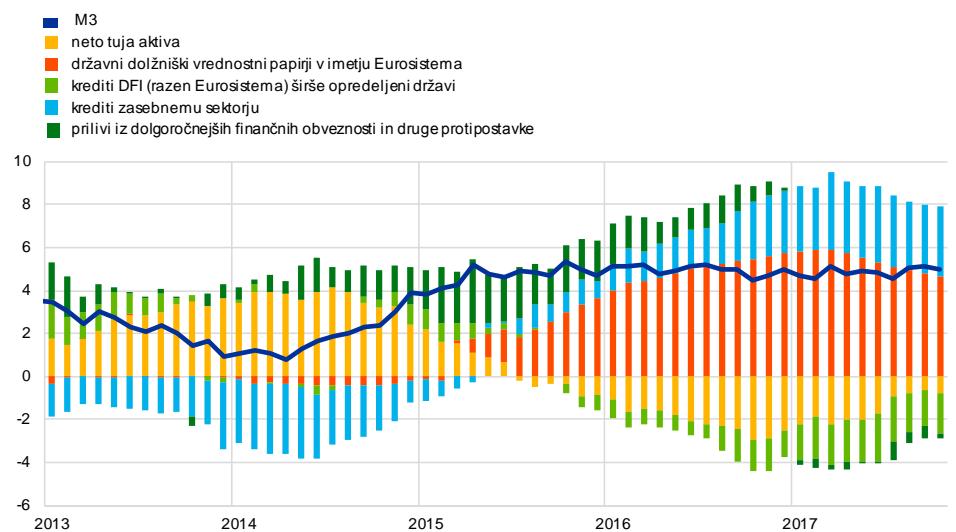
nadaljnje zmanjšanje izdajanja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij (DFI).

Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 21). Z vidika protipostavk so k rasti denarnega agregata M3 prispevali Eurosistemu nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del stolpcev v grafu 21), in sicer predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Rast aggregata M3 je še naprej podpiralo tudi okrevanje kreditov zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcev v grafu 21). Sem spadajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniški vrednostni papirji v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosistemuove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Na rast M3 je pozitivno vplivalo vztrajno zmanjševanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) (vključeno poleg drugih protipostavk v temnozelenem delu stolpcev v grafu 21). Medletna stopnja rasti teh obveznosti je od drugega četrletja 2012 negativna, deloma zaradi vpliva ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), ki so najbrž nadomestile dolgoročnejše tržno financiranje bank. K negativni medletni rasti kreditov DFI razen Euroistema širše opredeljeni državi so prispevale prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja razen Euroistema in tako zavirale rast aggregata M3 (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 21).

Graf 21

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Euroistemova imetja dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3 (glej rumeni del stolpcev v grafu 21). Letni tok neto tuje aktive je ostal v tretjem četrtletju 2017 negativen, odlivi kapitala iz euroobmočja – ki jih je deloma mogoče razložiti s prodajo državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov, kar je povezano s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja – pa se v zadnjih mesecih zmanjšujejo. To blaži zniževanje rasti agregata M3. Oktobra se je negativen prispevek neto tuje aktive prenehal zmanjševati. Nerezidenti, ki so sicer ostali glavni prodajalci vrednostnih papirjev, primernih za program nakupa vrednostnih papirjev, so verjetno zmanjšali prestrukturiranje portfeljev s preusmerjanjem k drugemu finančnemu premoženju euroobmočja.

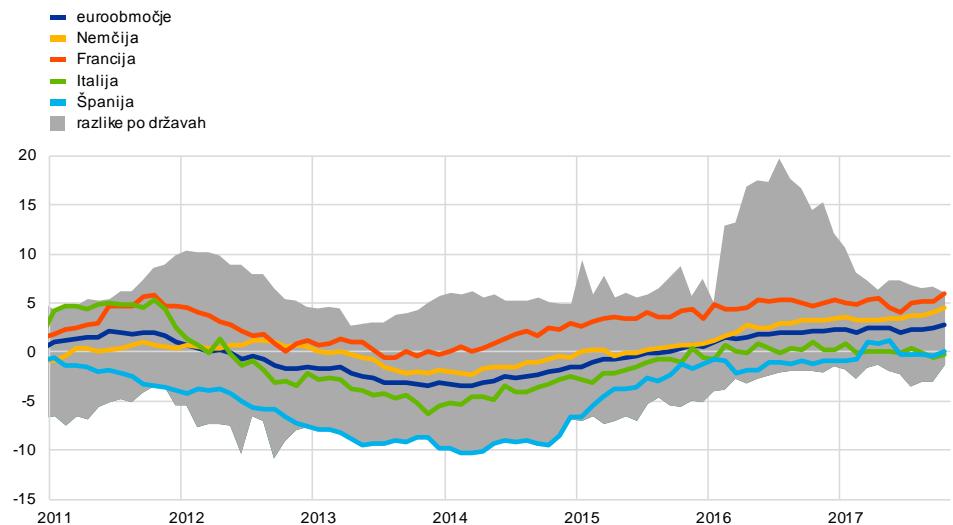
Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, se nadaljuje. V tretjem četrtletju 2017 je bila medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) približno stabilna, oktobra pa se je povisala (glej graf 20). Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je oktobra po vseh sektorjih povisala na 2,9%, potem ko je v tretjem četrtletju znašala 2,3% (glej graf 22). Rast posojil nefinančnim družbam je precej okrevala z najnižje ravni iz prvega četrtletja 2014, razlike po državah v gibanju posojil nefinančnim družbam pa so se povsod zmanjšale. Hkrati se je oktobra 2017 nekoliko povečala heterogenost rasti posojil v štirih največjih državah euroobmočja. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je ostala približno stabilna in je oktobra znašala 2,7% (glej graf 23). K temu sta prispevala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Banke so dosegle napredek tudi pri konsolidaciji svojih bilanc in pri zmanjševanju slabih posojil, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka in bi lahko ovirala finančno posredništvo.⁴

⁴ Glej tudi razdelek 3 poročila *Financial Stability Review*, ECB, november 2017.

Graf 22

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



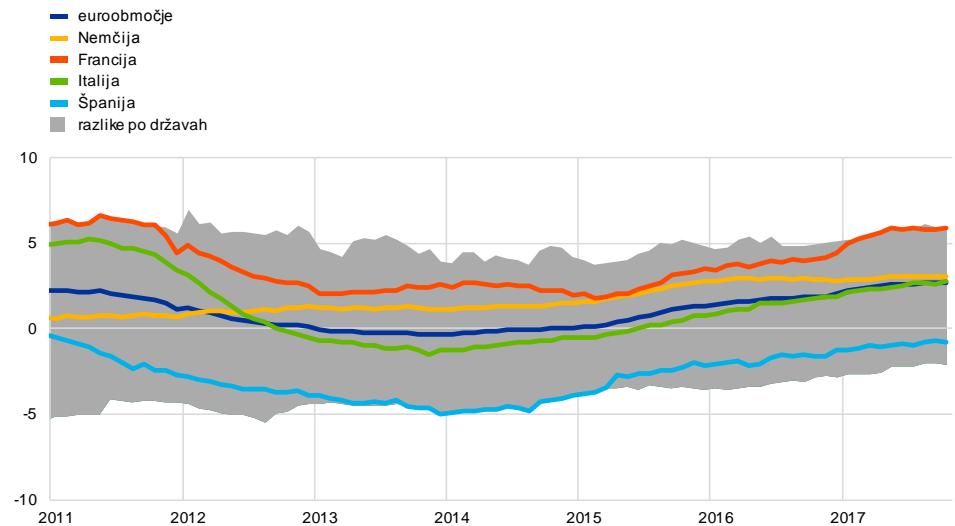
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Graf 23

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

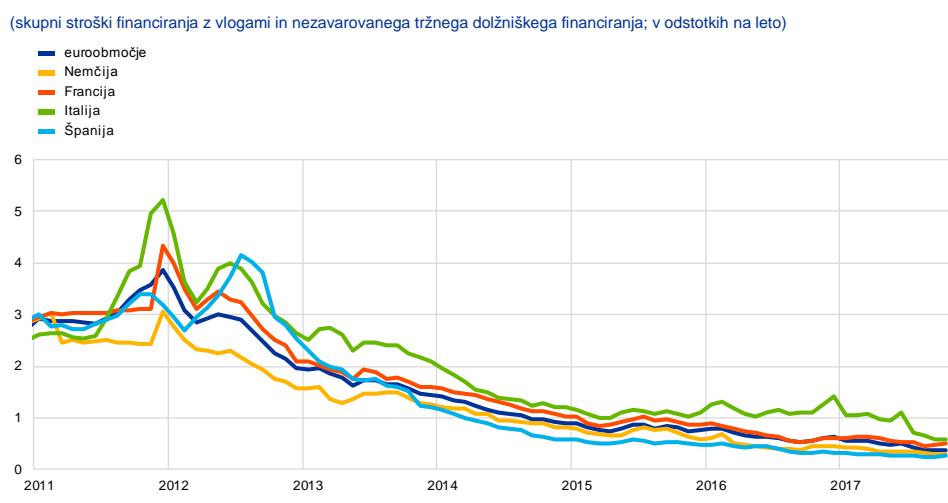
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Pogoji financiranja za banke so se še zmanjšali na novo najnižjo raven. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se v tretjem četrtletju 2017 še zmanjšali in so oktobra ostali na najnižji ravni do zdaj (glej graf 24). Zmanjšanje v tretjem četrtletju je bilo posledica donosnosti bančnih obveznic, medtem ko so stroški vlog ostali stabilni. Oktobra so donosnost bančnih obveznic in stroški vlog padli na novo najnižjo raven. K ugodnim pogojem financiranja za banke so na

splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih.

Graf 24

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

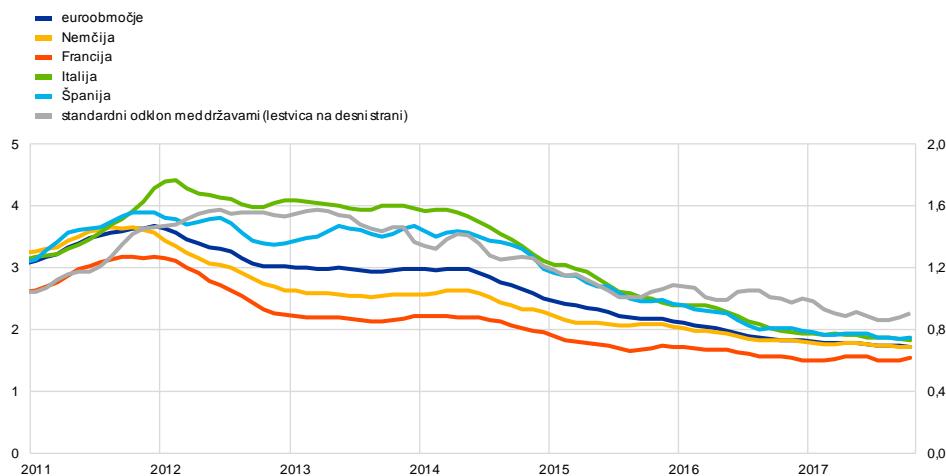
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so ostale na rekordno nizkih ravneh (glej graf 25). Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se v tretjem četrletju 2017 še naprej zniževale ter dosegle nove najnižje ravni, ki so vztrajale tudi oktobra. Za stanovanjska posojila gospodinjstvom se je zmerno povečanje skupne bančne obrestne mere za to kategorijo posojil do avgusta 2017, ki je sledilo najnižji 1,78-odstotni vrednosti decembra 2016, septembra in oktobra 2017 ublažilo (glej graf 26). Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih pogojev junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere. To kaže, da se je izboljšala transmisija ukrepov denarne politike na bančne obrestne mere za posojila. K znižanju skupnih posojilnih obrestnih mer je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do oktobra 2017 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 120 bazičnih točk, za posojila gospodinjstvom pa za okoli 103 bazične točke. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v ranljivih državah euroobmočja, kar je podpiralo enakomernejšo transmisijo ukrepov denarne politike na te obrestne mere med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju precej zmanjšal tudi razmak med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR), ki je bil oktobra 2017 blizu najnižje ravni. To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bank bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 25

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



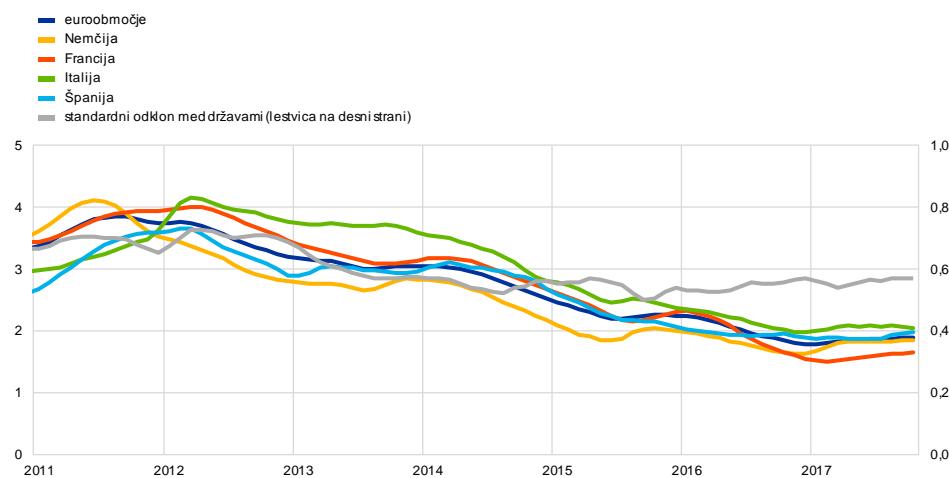
Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odštevnik med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Graf 26

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odštevnik med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2017.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

euroobmočja so se v tretjem četrletju 2017 po ocenah okreplili. To kaže, da sta se izboljšala bančno posojanje in izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev, potem ko so ju v drugem četrletju zavirali posebni dejavniki. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov dolžniškega financiranja, ublažitev bančnih posojilnih pogojev ter veliko število prevzemov in

zdržitev. Hkrati se je zaradi rekordno visokih denarnih imetij v nefinančnih družbah, ki so še naraščala, zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je v tretjem četrletju 2017 povečalo. Povečanje neto izdajanja je bilo največje julija, medtem ko je bilo avgusta in septembra umirjeno. Tržni podatki kažejo, da je bilo bruto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev oktobra in novembra precejšnje. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb so zavirali precejšnji odkupi v nekaterih državah.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so še naprej ugodni. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so se novembra 2017 po ocenah še nekoliko zmanjšali na 4,3%, potem ko so se junija in julija zmerno povečali. Večina zmanjšanja od julija 2017 je posledica znižanja stroškov lastniških vrednostnih papirjev. Na novo najnižjo raven so se po ocenah zmanjšali tudi stroški tržnega dolžniškega financiranja (glej razdelek 2). Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja zdaj znašajo 30 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016, vendar pa so še vedno precej nižji od ravni, dosežene poleti 2014, tik preden so trgi začeli v ceni upoštevati pričakovanja glede prihajajočega programa nakupa vrednostnih papirjev.

Javnofinančna gibanja

Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju v obdobju projekcij (2017–2020) še naprej zmanjševal, in sicer zlasti zaradi izboljševanja cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi bila večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal, čeprav s še vedno visoke ravni. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati in da bi se fiskalni blažilniki ponovno vzpostavili.

Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij postopoma zmanjševal. Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah⁵ napovedujejo zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1,5% BDP v letu 2016 na 0,5% BDP v letu 2020 (glej tabelo 1). K pričakovanemu izboljševanju javnofinančnih obetov, ki se od letošnjih septembrskih projekcij večinoma niso spremenili, prispevajo predvsem ugodne ciklične razmere in zniževanje plačil obresti. Čeprav nekatere države euroobmočja v svojih osnutkih proračunskih načrtov za leto 2018, ki so jih predložile sredi oktobra 2017, predvidevajo dodatna konsolidacijska prizadevanja, to v projekcijah ni nujno upoštevano v celoti, saj te projekcije vključujejo samo ukrepe, ki so jih parlamenti teh držav že sprejeli ali naj bi jih sprejeli kmalu. Več podrobnosti o proračunskih načrtih je v okviru z naslovom »Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2018« v tej številki Ekonomskega biltena. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi bila v obdobju projekcij večinoma nevtralna.⁶

Visoka raven javnega dolga v euroobmočju naj bi se še naprej zniževala. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil največji leta 2014, naj bi se po napovedih zmanjšal z 88,9% BDP v letu 2016 na 80,7% BDP do konca leta 2020. K predvidenemu zmanjšanju prispevata predvsem pozitivni in naraščajoči primarni presežek ter ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki je posledica večinoma stabilnih makroekonomskih obetov. Delež javnega dolga je predvsem zaradi ugodnejše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP nekoliko manjši kot v letošnjih septembrskih projekcijah. V večini držav euroobmočja naj bi se delež javnega dolga v obdobju projekcij zmanjšal, medtem ko naj bi se v nekaterih državah povečal. Zlasti v močno zadolženih državah so nujna dodatna konsolidacijska prizadevanja, ki so popolnoma skladna s Paktom za stabilnost in rast, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati. S ponovno vzpostavitvijo fiskalnih blažilnikov bi se zmanjšala ranljivost držav ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali hitrem zvišanju obrestnih mer.

⁵ Glej decembrske makroekonomiske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

⁶ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je državna pomoč finančnemu sektorju. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

Tabela 1
Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)	2016	2017	2018	2019	2020
a. Skupaj prihodki	46,1	46,0	45,7	45,3	45,2
b. Skupaj odhodki	47,6	47,1	46,6	46,2	45,7
od tega:					
c. Odhodki za obresti	2,2	2,0	1,9	1,7	1,7
d. Primarni odhodki (b – c)	45,4	45,1	44,7	44,5	44,0
Proračunski saldo (a – b)	-1,5	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Primarni proračunski saldo (a – d)	0,6	0,9	1,0	0,9	1,2
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-1,4	-1,2	-1,1	-1,2	-1,0
Strukturni primarni saldo	0,7	0,9	0,7	0,7	0,7
Bruto dolg	88,9	87,0	85,1	83,1	80,7
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	1,8	2,4	2,3	1,9	1,7

Vir: Eurostat, ECB in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno. Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

Okvirji

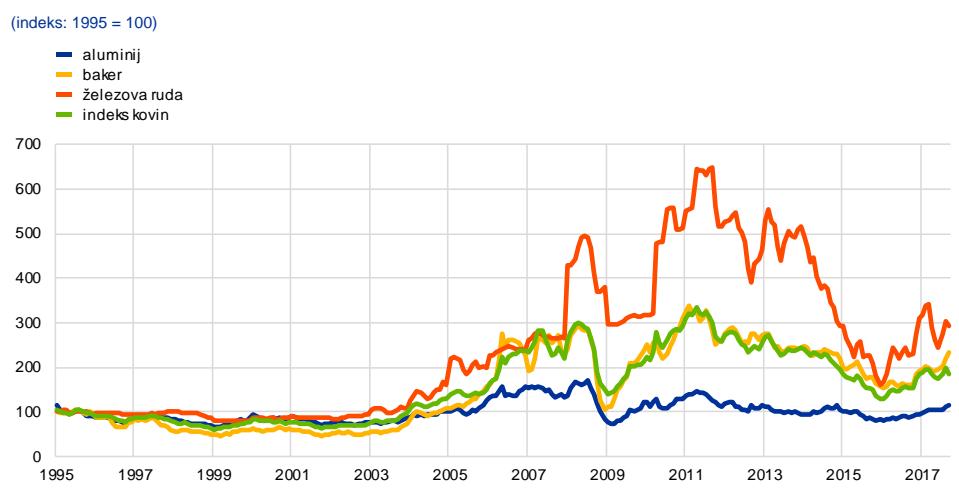
1 Kaj poganja gibanje cen kovin

Dejavnike, ki poganjajo gibanje cen kovin, je treba dobro razumeti, da bi lahko ocenili njihov vpliv na cene v euroobmočju. V tem okvirju so analizirani dejavniki, ki vplivajo na gibanje cen kovin od leta 1998, podrobneje pa je obravnavano strmo povečanje teh cen od junija do septembra 2017, ko se je cena aluminija, bakra in železove rude istočasno povečala za okoli 10%.

Cene kovin od konca leta 2003 močno nihajo, čeprav se jim ne namenja toliko pozornosti kot cenam nafte. Od leta 1995 do konca leta 2003 so bile cene kovin razmeroma stabilne, potem so do sredine leta 2011 močno naraščale (razen znižanja v času globalne recesije), do začetka leta 2016 so padale, nato pa so začele ponovno rasti (glej graf A). Septembra 2017 so bile okoli 75% višje kakor leta 1995, zlasti zaradi cen železove rude in bakra, medtem ko so ostale cene aluminija v tem obdobju stabilnejše.

Graf A

Cene kovin



Viri: Bloomberg, HWWI in izračuni ECB.

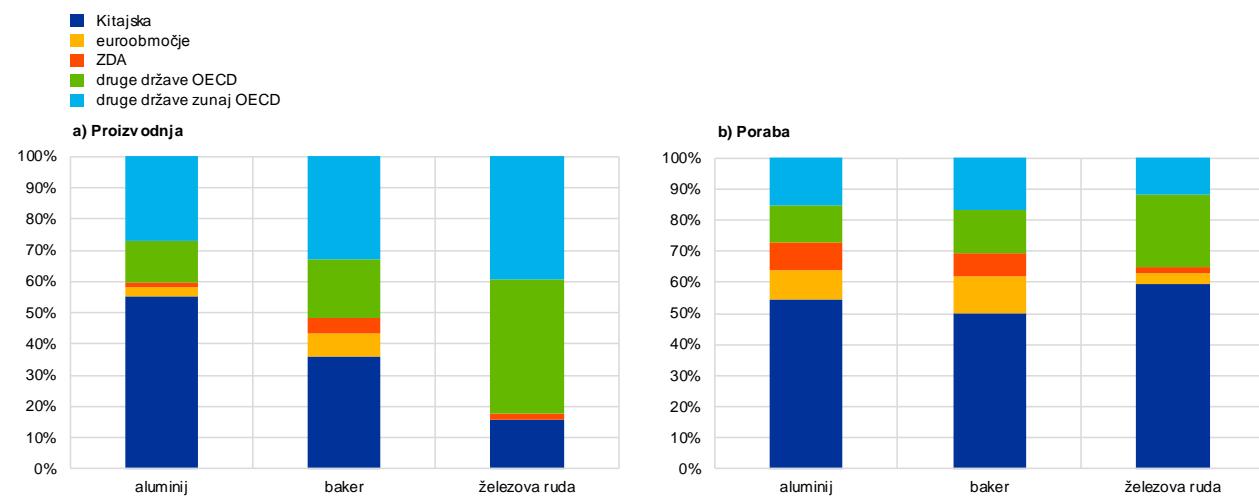
Opombe: Indeks kovin obsega aluminij, baker, svinec, nikelj, odpadno jeklo, kositer, cink in železovo rudo. Uteži temelijo na uvozu v države euroobmočja (glej graf B).

Zaradi močne gospodarske rasti v zadnjem desetletju je postala Kitajska prevladujoči porabnik kovin, pri nekaterih kovinah pa tudi prevladujoči proizvajalec (glej graf B). Kitajska porabi okoli 50% do 60% vseh svetovnih kovin ter predstavlja 50% svetovne proizvodnje aluminija in 35% bakra. Njen delež porabe železove rude se je zmanjšal s 70% leta 2014 na 60% leta 2015, kar je posledica postopnega prestrukturiranja kitajskega gospodarstva od surovinsko intenzivnih dejavnosti k storitvam. Zaradi okoljskih pomislekov se je na Kitajskem zmanjšala proizvodnja jekla, kar je negativno vplivalo na povpraševanje po železovi rudi.

Graf B

Geografska sestava proizvodnje in porabe kovin

(svetovni odstotni deleži leta 2016)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: Podatki za aluminij in baker v grafu a objavlja svetovni urad World Bureau of Metal Statistics (WBMS) in se nanašajo na primarno proizvodnjo in rafiniranje. Podatki o železovi rudi temelijo na rudniški proizvodnji uporabne železove rude ameriškega geološkega urada (USGS). V grafu b so za izračun podatkov o potrošnji uporabljeni isti viri podatkov. Podatki o porabi železove rude za leto 2016 niso na voljo, zato jih nadomeščajo podatki za leto 2015.

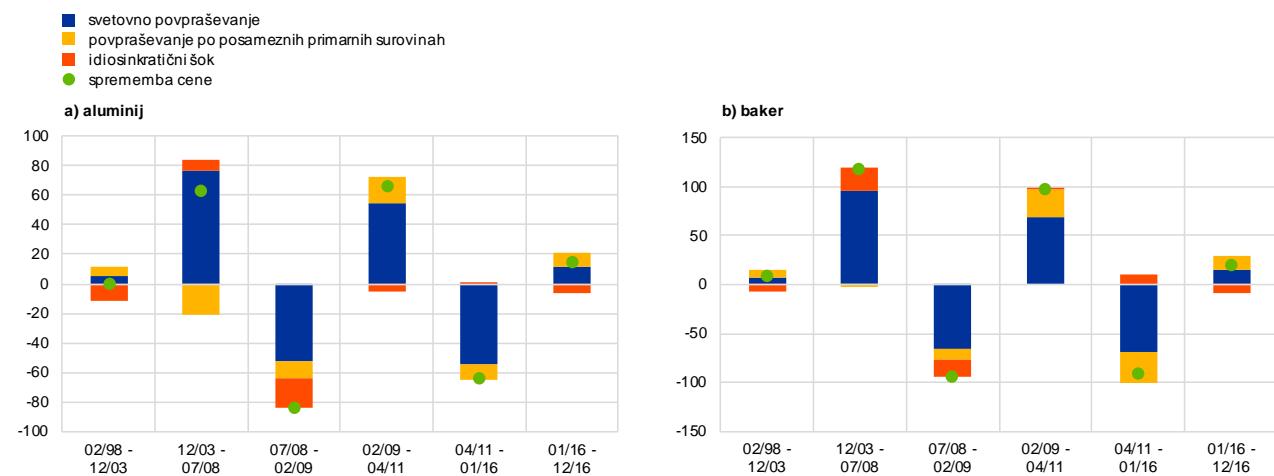
Medtem ko so bili dejavniki na strani povpraševanja odločilni za nihanje cen kovin v zadnjih dveh desetletjih, ocene na podlagi modela kažejo, da so zadnje povečanje teh cen spodbujali tudi dejavniki na strani ponudbe. Za razčlenitev glavnih dejavnikov, ki so povzročali povečanje, je bil uporabljen model dinamičnih dejavnikov na obsežnem izboru cen energentov in drugih surovin, ki so ga razvili Delle Chiaie, Ferrara in Giannone (2017).⁷ Ta pristop predpostavlja, da so šoki pri posameznih primarnih surovinah, na primer ponudbeni šoki na posameznih trgih primarnih surovin, ponavadi idiosinkratični, zato se pri obravnavi obsežnega izbora cen primarnih surovin medsebojno izničijo. Nasprotno pa vzdržne spremembe skupne komponente (globalnega dejavnika) ponavadi kažejo premike na strani povpraševanja, ki so posledica svetovnega poslovnega cikla. Globalni dejavnik (na strani povpraševanja) zajame velik del nihanja cen kovin, zato je bil zlasti zaradi vse večjega pomena Kitajske zelo pomemben od začetka tega tisočletja (glej graf C). Pri pregledu novejšega obdobja je bilo istočasno povečanje vseh treh cen kovin za okoli 10% od junija do septembra 2017 predvsem posledica komponent posameznih surovin, ki so odvisni od dejavnikov na strani ponudbe, kot so jih zajeli idiosinkratični prispevki, specifični za skupino (glej graf D). Vplivalo je tudi povečanje svetovnega povpraševanja, čeprav manj kakor ponudba.

⁷ Delle Chiaie, S., Ferrara, L., in Giannone, D., »Common factors of commodity prices«, *Working Paper Series*, št. 2112, ECB, november 2017.

Graf C

Glavni dejavniki, ki so vplivali na cene kovin od leta 1998 do leta 2016

(odstotne spremembe in prispevki k spremembam cen v odstotnih točkah)



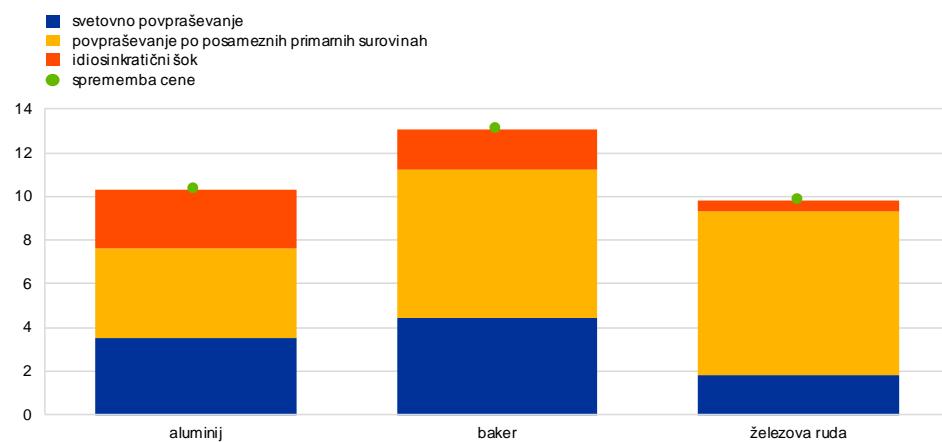
Vir: Delle Chiaie, Ferrara in Giannone (2017).

Ti rezultati so skladni z gibanjem na trgih kovin v tem obdobju. Proizvodnja bakra v Čilu in Peruju se je zaradi vremenskih razmer in stavk v nekaterih rudnikih zmanjšala, v Avstraliji in Braziliji pa se je zaradi premajhne ponudbe povečala kotacija železove rude. Tudi cene aluminija so se povečale zaradi močnega svetovnega povpraševanja ter zaradi kitajske politike zmanjševanja presežne proizvodnje in onesnaževanja z zapiranjem tovarn. Od začetka oktobra 2017 so se cene kovin rahlo povečale (za okoli 2%), zlasti zaradi gibanja cen železove rude. Cene železove rude so se povečale zaradi naraščanja povpraševanja po visoko kakovostni železovi rudi po prestrukturiranju jeklarske industrije na Kitajskem, na katero je vplivalo izvajanje okoljskih reform.

Graf D

Glavni dejavniki povečanja cen kovin od junija do septembra 2017

(odstotne spremembe in prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Delle Chiaie, Ferrara in Giannone (2017) (ažurirano).

Opombe: Pretekle podatke o železovi rudi je treba obravnavati pazljivo zaradi negotove kakovosti zbranih podatkov. Podatki o cenah železove rude se začnejo zbirati šele leta 1995, do leta 2010 pa je trgovanje potekalo po letni referenčni ceni.

Kljud zadnjim povečanjem cen kovin večina napovedi za baker, aluminij in železovo rudo napoveduje, da se bodo cene stabilizirale ali zmanjšale. Medtem ko terminski trgi kažejo, da se bodo cene kovin stabilizirale, napovedi Consensus Economics kažejo, da se bodo zmanjšale, in sicer za okoli 7% do sredine leta 2019, ker se pričakuje, da bo povečanje ponudbe odtehtalo večje povpraševanje. Napovedi Svetovne banke kažejo, da bo znižanje cen kovin nekoliko večje, saj se pričakuje, da se bodo do konca leta 2019 cene železove rude zmanjšale za okoli 30%. Po pričakovanih se bodo znižale tudi cene bakra in aluminija, in sicer za okoli 11%. Verjetno bo na gibanje cen kovin močno vplivala Kitajska, saj na zmanjševanje trgov kovin močno vplivajo kitajska okoljska in varnostna politika ter rast povpraševanja po kovinah, kar močneje vpliva na železovo rudo kakor na baker in aluminij. Navzgor usmerjena tveganja v teh napovedih vključujejo nepričakovane izpade ponudbe, navzdol usmerjena tveganja pa počasnejšo rast povpraševanja na Kitajskem od pričakovane in ublažitev omejitev proizvodnje v kitajski težki industriji.

Gibanje cen kovin ima pomembno vlogo pri ocenjevanju inflacijskih obetov v euroobmočju in tveganja za srednjeročno stabilnost cen. Nihanje cen kovin vpliva na inflacijo zlasti z učinkom na proizvodno in distribucijsko verigo, saj je delež kovin v potrošnji precej majhen. Ker nihanje večinoma vpliva na industrijo in zelo malo na storitve, je vpliv pomembnejši v državah z velikim industrijskim sektorjem kakor v tistih, bolj usmerjenih v storitve. V primerjavi z vplivom nafte je učinek cen kovin na inflacijo majhen, ker nimajo neposrednega učinka na cene energentov v indeksu HICP. Nekatere ocene kažejo, da 10-odstotni padec cen industrijskih surovin povzroči 0,15% nižji HICP brez energentov in nepredelane hrane v obdobju treh let v euroobmočju.⁸

⁸ Vpliv cen surovin je opisan v Landau, B., in Skudelny, F., »Pass-through of external shocks along the pricing chain: A panel estimation approach for the euro area«, *Working Paper Series*, št. 1104, ECB, november 2009.

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 26. julija do 31. oktobra 2017

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017, ki sta trajali od 26. julija do 12. septembra 2017 oziroma od 13. septembra do 31. oktobra 2017. V obravnavanih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –40%.

Hkrati je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec. Nakupi se bodo s to dinamiko nadaljevali do decembra 2017, nato pa se bodo do septembra 2018 ali po potrebi še dlje izvajali v povprečnem znesku 30 milijard EUR na mesec.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.212,5 milijarde EUR, kar je za 43,7 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. tretjem in četrtem letošnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 43,9 milijarde EUR na rekordnih 1.090,2 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve malenkostno zmanjšale, in sicer za 0,2 milijarde EUR na 122,2 milijarde EUR.

Rast skupnih neto avtonomnih dejavnikov, kar pomeni zmanjševanje likvidnosti, je bila večinoma posledica zmanjšanja dejavnikov povečevanja likvidnosti. K zmanjšanju je največ prispevala neto tuja aktiva, ki se je v obravnavanem obdobju v povprečju zmanjšala za 33,0 milijarde EUR na 637,0 milijarde EUR. Od prejšnjega obravnavanega obdobja se je zmanjšala tudi povprečna vrednost neto aktive v eurih, in sicer za 26,3 milijarde EUR na 306,1 milijarde EUR.

V obravnavanem obdobju so se zmanjšali tudi avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti, s čimer so se nekoliko izničila gibanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti. K zmanjšanju so največ prispevali drugi avtonomni dejavniki, ki so se zmanjšali za 30,1 milijarde EUR na 690,3 milijarde EUR. Povečanje bankovcev v obtoku za 11,5 milijarde EUR in vlog države za 3,4 milijarde EUR je odtehtalo raven avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

	26. julij 2017 do 31. oktober 2017	3. maj 2017 do 25. julij 2017	Šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.033,1 (-15,3)	2.048,3 2.046,7 (+27,2)	2.019,5 (-52,2)	
Bankovci v obtoku	1.142,7 (+11,5)	1.131,2 1.142,8 (+0,3)	1.142,5 (+6,2)	
Vloge države	200,1 (+3,4)	196,7 218,3 (-36,4)	181,8 (-47,9)	
Drugi avtonomni dejavniki	690,3 (-30,1)	720,5 685,6 (-9,5)	695,1 (-10,4)	
Tekoči računi	1.248,0 (+74,0)	1.174,0 1.253,3 (+10,5)	1.242,7 (+73,5)	
Instrumenti denarne politike	752,0 (+35,0)	717,0 770,4 (+36,7)	733,6 (+15,7)	
Obvezne rezerve	122,2 (-0,2)	122,5 122,3 (+0,1)	122,2 (-0,4)	
Odprta ponudba mejnega depozita	629,8 (+35,2)	594,5 648,1 (+36,6)	611,4 (+16,1)	
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	943,2 (-59,2)	1.002,4 937,0 (-12,3)	949,3 (-34,0)	
Neto tuja aktiva	637,0 (-33,0)	670,0 635,0 (-4,0)	639,0 (-17,8)	
Neto aktiva v eurih	306,1 (-26,3)	332,4 302,0 (-8,3)	310,3 (-16,2)	
Instrumenti denarne politike	2.966,8 (+152,3)	2.814,4 3.010,2 (+85,9)	2.924,3 (+71,4)	
Operacije odprtrega trga	2.966,5 (+152,3)	2.814,2 3.010,0 (+86,0)	2.924,0 (+71,4)	
Avkijski postopki	772,7 (-6,0)	778,7 771,6 (-2,2)	773,8 (-2,7)	
Operacije glavnega refinanciranja	6,1 (-5,4)	11,5 6,7 (+1,2)	5,5 (-3,9)	
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	8,4 (+2,3)	6,1 8,3 (-0,2)	8,5 (+1,8)	
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	18,6 (-2,6)	21,1 17,2 (-2,7)	19,9 (-0,6)	
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	739,6 (-0,3)	739,9 739,4 (-0,5)	739,8 (-0,1)	
Dokončni portfelji	2.193,8 (+158,3)	2.035,5 2.238,4 (+88,2)	2.150,2 (+74,1)	
Prvi program nakupa kritih obveznic	7,2 (-0,8)	8,0 6,9 (-0,5)	7,4 (-0,3)	
Drugi program nakupa kritih obveznic	4,9 (-0,7)	5,5 4,8 (-0,1)	4,9 (-0,4)	
Tretji program nakupa kritih obveznic	229,7 (+8,4)	221,3 232,7 (+5,8)	226,9 (+3,6)	
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	91,2 (-7,2)	98,3 90,5 (-1,2)	91,8 (-6,5)	
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	24,6 (+0,6)	24,0 24,6 (-0,1)	24,6 (+0,4)	
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.725,5 (+139,9)	1.585,6 1.762,6 (+73,4)	1.689,2 (+69,5)	
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	110,8 (+18,0)	92,8 116,2 (+10,8)	105,4 (+7,7)	
Mejno posojilo	0,3 (+0,0)	0,2 0,2 (-0,1)	0,3 (+0,0)	
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Agregatne likvidnostne potrebe	1.212,5 (+43,7)	1.168,7 1.232,3 (+39,7)	1.192,6 (-18,7)	
Avtonomni dejavniki ¹	1.090,2 (+43,9)	1.046,3 1.110,0 (+39,6)	1.070,4 (-18,2)	
Presežna likvidnost	1.755,3 (+109,5)	1.645,8 1.778,8 (+47,1)	1.731,7 (+90,1)	
Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	
Mejno posojilo	0,25 (+0,00)	0,25 0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40 -0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	
EONIA	-0,357 (+0,001)	-0,358 -0,359 (-0,003)	-0,356 (+0,003)	

Vir: ECB.

Opombe: Ker so vse številke v tabeli A zaokrožene, v nekaterih primerih številka, ki kaže spremembo glede na prejšnje obdobje, ne predstavlja razlike med zaokroženimi številkami za ti dve obdobji (razlika za 0,1 milijarde EUR).

1) Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

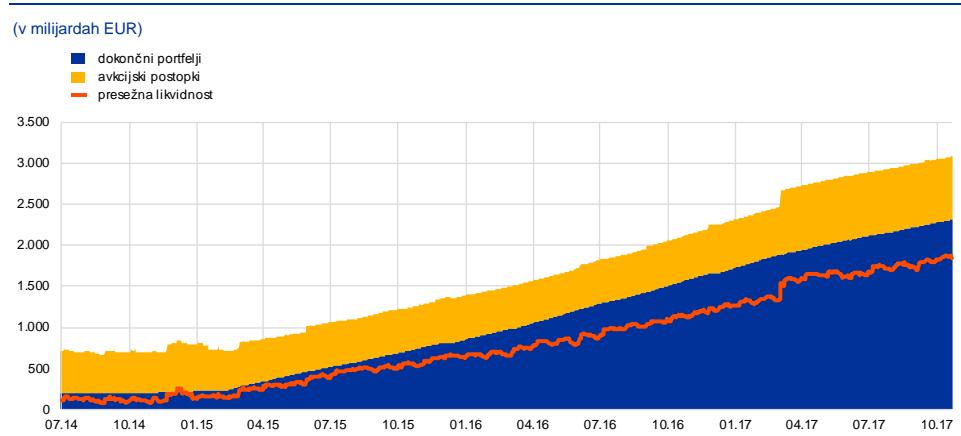
Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila še vedno velika in se od prejšnjega obravnavanega obdobja večinoma ni spremenila. Bila je predvsem posledica nihanj vlog države in neto aktive v eurih.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. avkcijskimi postopki in dokončnimi nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 152,3 milijarde EUR na 2.966,5 milijarde EUR (glej graf A). Povečanje je bilo v celoti posledica programa nakupa vrednostnih papirjev, medtem ko se je povpraševanje v avkcijskih postopkih rahlo zmanjšalo.

Graf A

Operacije odprtrega trga in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 6,0 milijarde EUR na 772,7 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica znižanja povprečnega zneska likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, in sicer za 5,4 milijarde EUR. Rahlo se je zmanjšalo tudi stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, in sicer v povprečju za 2,8 milijarde EUR, kar je posledica prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz teh operacij. V nasprotju s tem se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene v 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, povečal za 2,3 milijarde EUR.

Zaradi nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi dokončnimi portfelji denarne politike, povečal za 158,3 milijarde EUR na 2.193,8 milijarde EUR. Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic, programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je v povprečju povečala za 139,9 milijarde EUR, za 8,4 milijarde EUR, za 0,6 milijarde EUR oziroma za 18,0 milijarde EUR. Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh

prejšnjih programih nakupa kritih obveznic se je likvidnost skupno zmanjšala za 8,6 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju v primerjavi s prejšnjim obdobjem povečala za 109,5 milijarde EUR na 1.755,3 milijarde EUR (glej graf A). Kot rečeno, je to povečanje predvsem posledica likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev v ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec, kar so nekoliko odtehtale povečane likvidnostne potrebe zaradi avtonomnih dejavnikov. Iz podrobnejše analize obravnavanega obdobja je razvidno, da se je presežna likvidnost v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečala za 90,1 milijarde EUR zaradi nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in zmanjšanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti, ki je bilo predvsem posledica zmanjšanja vlog države. V šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost zmanjšala manj (za 47,1 milijarde EUR), saj so likvidnost, zagotovljeno z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, nekoliko izravnale večje agregatne likvidnostne potrebe bančnega sektorja zaradi povečanja vlog države.

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 74,0 milijarde EUR na 1.248,0 milijarde EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita povečala še za 35,2 milijarde EUR na 629,8 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, pri košaricah posebnega zavarovanja v zavarovanih segmentih pa so bile še nižje. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala –0,357%, v primerjavi s povprečno vrednostjo –0,358% v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se je gibala v ozkem razponu med najvišjo vrednostjo na ravni –0,345% na zadnji dan avgusta 2017 in najnižjo vrednostjo na ravni –0,366% v sredini septembra 2017.

Na zavarovanem trgu so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev rahlo znižale glede na prejšnje obravnavano obdobje, in sicer na –0,437% oziroma –0,402%.

Znižanje glavnih repo obrestnih mer ob koncu četrletja, zabeleženo v septembru 2017, ki je bilo podobno znižanju v juniju 2017, je bilo v primerjavi z znižanjem ob koncu leta 2016 in ob koncu četrletja, zabeleženim v marcu 2017, razmeroma skromno. Iz tega je mogoče sklepati, da so tržni udeleženci začeli finančno premoženje za zavarovanje terjatev upravljati učinkoviteje. Poleg tega to odraža tudi

pozitivne učinke, ki jih prinaša možnost denarnega zavarovanja pri posojanju vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

3

Nedavna močna rast anketnih kazalnikov: kaj nam pove o razsežnosti realne rasti BDP?

Zadnje mnenjske ankete kažejo močno realno rast BDP, zaradi česar se postavlja vprašanje, ali je mogoče pričakovati, da se bo močna dinamika rasti nadaljevala. »Mehki« podatki iz dveh najpomembnejših anket za euroobmočje, tj. ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov ter ankete družbe IHS Markit v zvezi z indeksom vodij nabave (PMI), so denimo v zadnjem času izjemno pozitivni, kar naj bi pomenilo, da gospodarstvo euroobmočja solidno raste. Obe omenjeni anketi analitiki in nosilci ekonomskej politik pozorno spremljajo, saj veljata za pravočasen in pogosto edini pokazatelj gospodarskih gibanj: rezultati anket se objavljam mesečno (od tretjega tedna referenčnega meseca naprej), medtem ko se prva ocena BDP objavi šele 30 dni po koncu referenčnega četrtletja. Ta okvir se osredotoča na ključno podatkovno serijo iz vsake ankete, tj. kazalnik gospodarske klime oziroma sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti, saj kazalnika ponavadi najbolje korelirata z gibanjem realnega BDP.

Za ocenjevanje gibanja realnega BDP sta koristna tako kazalnik gospodarske klime kot tudi sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti, vendar so med njima metodološke razlike. Z anketami Evropske komisije je zagotovljena široka pokritost z vidika držav (zajete so vse države euroobmočja razen Irske), sektorjev, vprašanj in velikosti vzorca (vključuje 75.000 podjetij v zasebnem sektorju in 26.000 potrošnikov), zato je mogoče z njimi dobiti podrobno sliko gospodarskih gibanj. V okviru teh anket kazalnik gospodarske klime vključuje kazalnike zaupanja za pet sektorjev, pri čemer so pri vsakem v povprečju navedena dve do štiri podvprašanja. Nekatera od teh vprašanj se nanašajo na naročila, pričakovano proizvodnjo/povpraševanje ali zaposlovanje in so kot taka usmerjena v prihodnost. V kazalniku gospodarske klime imajo industrija dodeljeno utež 40%, storitvene dejavnosti 30%, potrošniki (gospodinjstva) 20%, trgovina na drobno in gradbeništvo pa po 5%.⁹ Finančne storitve pa v kazalnik niso vključene. To je pomanjkljivost, saj finančni sektor vpliva na realni BDP, gibanja v tem sektorju pa so lahko zelo drugačna od tistih v ostalem gospodarstvu, kot se je pokazalo med finančno krizo.

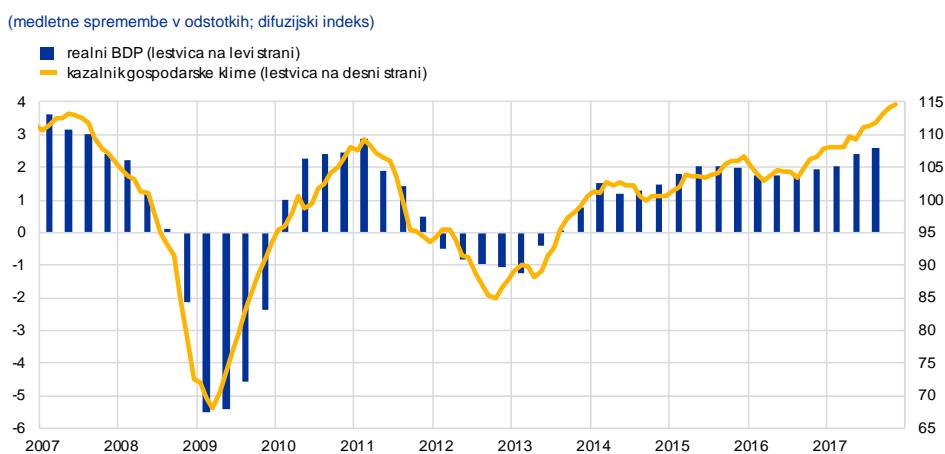
Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti je izpeljan iz odgovorov na vprašanje o medmesečnih spremembah aktivnosti, pri katerem so mogoči trije odgovori: »povečanje«, »brez spremembe« ali »zmanjšanje«. V indeksu je 65-odstotna utež dodeljena storitvenim dejavnostim (zajetih je 2.000 podjetij v zasebnem sektorju iz štirih največjih držav euroobmočja in Irske), 35-odstotna utež pa aktivnosti v predelovalnih dejavnostih (zajetih je 3.000 podjetij na ravni držav, med drugim iz Nizozemske, Avstrije in Grčije). Pomembni sektorji torej manjkajo, npr. javne storitve in nepredelovalne dejavnosti (predvsem gradbeništvo).

⁹ Glej Gelper, S., in Croux, C., »On the Construction of the European Economic Sentiment Indicator«, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 72(1), februar 2010, str. 47–62; Pošta, V., in Pikhart, Z., »The Use of the Sentiment Economic Indicator for GDP Short-term Forecasting: Evidence from EU Economies«, *Statistika*, 49(1), 2012, str. 41–55; ter Sorić, P., Lolić, I., in Čižmešija, M., »European economic sentiment indicator: an empirical reappraisal«, *Quality & Quantity – International Journal of Methodology*, 50(5), september 2016, str. 2025–54.

Kazalnik gospodarske klime in sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti kažeta, da je gospodarstvo euroobmočja v zadnjem četrletju 2017 še naprej močno raslo. Kot je prikazano v grafu A, je kazalnik gospodarske klime zasnovan tako, da beleži sočasno gibanje medletnega realnega BDP.¹⁰ Tesna povezanost med kazalnikom in medletnim realnim BDP pomeni, da se v zadnjem četrletju nadaljuje močna gospodarska rast. Razhajanje med kazalnikom gospodarske klime in medletno rastjo v zadnjem času je mogoče deloma pripisati dejству, da je nedavno povečanje tega kazalnika večinoma povezano s komponentami, ki so usmerjene v prihodnost. Nedavno izboljšanje bi zato lahko tudi pomenilo, da bodo gibanja v obdobju po zadnjem četrletju ugodna.

Graf A

Realni BDP euroobmočja in kazalnik gospodarske klime



Vira: Eurostat in Evropska komisija.

Namen sestavljenega indeksa PMI o gospodarski aktivnosti je beležiti medčetrtletne spremembe realne rasti BDP. V grafu B je ponazorjeno preprosto pravilo za beleženje BDP na podlagi indeksa PMI, tj. medčetrtletna odstotna sprememba realnega BDP je enaka 10% četrtletnega povprečnega sestavljenega indeksa PMI o gospodarski aktivnosti, od katerega se odšteje 50. Povezanost med medčetrtletnimi spremembami realnega BDP in sestavljenim indeksom PMI o gospodarski aktivnosti je občasno postajala vse šibkejša, zlasti v prvih letih finančne krize (v letih 2008 in 2009). Kljub temu je od leta 2003 (od začetka objavljanja prve ocene BDP za euroobmočje) to preprosto pravilo za beleženje BDP v približno polovici zajetega obdobja natančnejše pri napovedovanju končnih podatkov o BDP, objavljenih za posamezno koledarsko leto, kot prvi podatki o BDP. To pravilo kaže, da je bila v

¹⁰ Empirični podatki, vključno s primerjavo obeh anket ter obravnavo medletnih in medčetrtletnih sprememb realnega BDP, so predstavljeni v posebnem tematskem prispevku z naslovom »ESI and other BCS indicators vs PMI – properties and empirical performance« v »European Business Cycle Indicators: 2nd Quarter 2017«, European Economy Technical Paper, št. 17, Evropska komisija, julij 2017, str. 18–26. Več podrobnosti o kazalniku gibanja BDP na podlagi indeksa PMI, vključno s primerjavo s prvimi ocenami BDP, je v Bondt, G. J. de., »Nowcasting: Trust the Purchasing Managers' Index or wait for the flash GDP estimate?«, EcoMod2012 Conference Paper, julij 2012. Iz posodobljenih rezultatov indeksa PMI, vključno s številnimi testi stabilnosti, ni razvidno, da bi se povezanost med PMI in BDP bistveno spremenila.

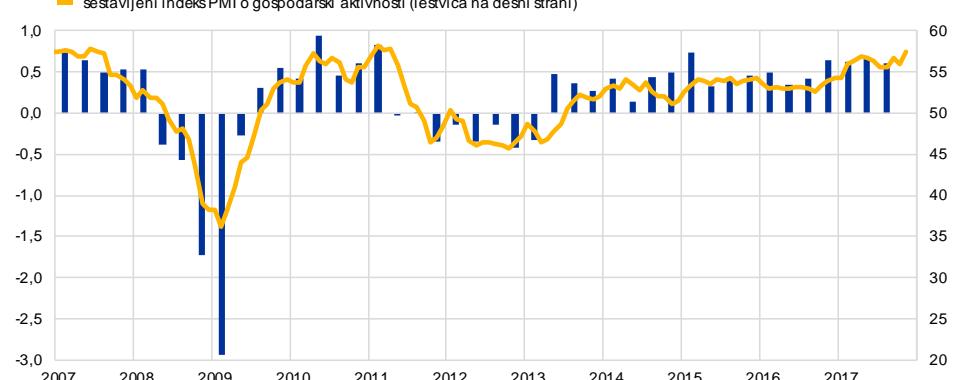
zadnjem četrtletju 2017 medčetrtletna realna rast BDP večinoma skladna z oceno naših strokovnjakov za december 2017.¹¹

Graf B

Realni BDP euroobmočja in sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; difuzijski indeks)

■ realni BDP (lestvica na levi strani)
 ■ sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti (lestvica na desni strani)



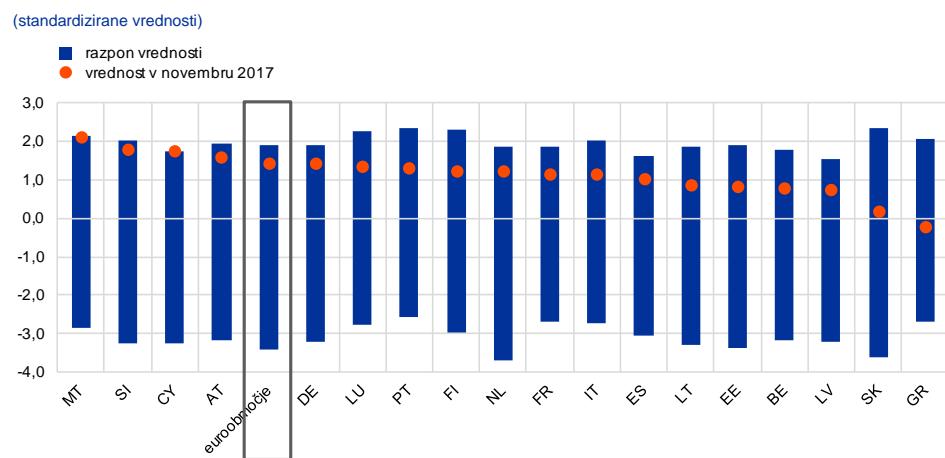
Vira: Eurostat in IHS Markit.

Sodeč po kazalniku gospodarske klime bo v bližnji prihodnosti realni BDP v euroobmočju še naprej rasel z nezmanjšano močjo, ta trend pa bo prisoten v večini držav. Kazalnik gospodarske klime je zaradi obsega zajetja primernejši za podrobnejšo analizo po posameznih državah in sektorjih. Iz najnovejših rezultatov kazalnika gospodarske klime, tj. za november 2017 (glej rdeče pike v grafu C), je razvidno, da je ta pri vseh državah euroobmočja, razen Grčije, višji od dolgoročnega povprečja (prikananega s črto, ki označuje vrednost nič). Poleg tega je trenutno v vseh državah, razen baltskih držav, Belgije, Slovaške in Grčije, za več kot en standardni odklon višji od povprečne vrednosti. Kazalnik gospodarske klime je novembra dosegel zgodovinsko najvišjo vrednost na Malti in Cipru (kot je razvidno iz položaja rdečih pik na vrhu modrih stolpcov).

¹¹ Glej letosnje decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, ki so objavljene na spletnem mestu ECB.

Graf C

Kazalnik gospodarske klime



Opombe: Modri stolpci prikazujejo najvišjo in najnižjo raven od začetka časovne serije za zadevno državo, rdeče pike ponazarjajo najnovejše rezultate, črta, ki označuje vrednost nič, pa povprečje.

Viri: Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

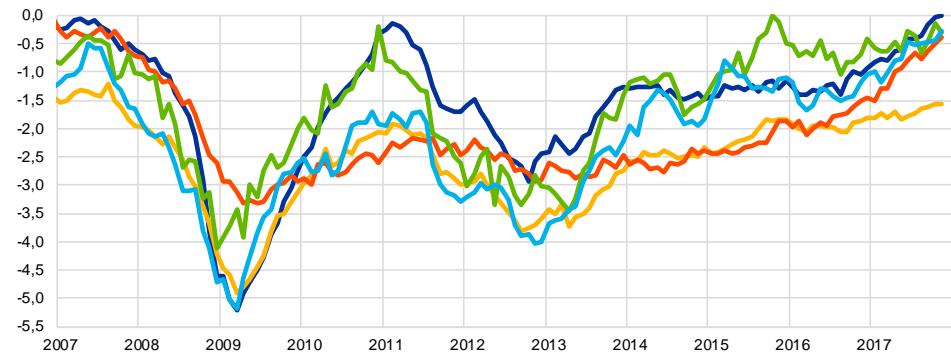
Večinoma pozitivna slika se kaže tudi na ravni posameznih sektorjev, pri čemer je raven zaupanja visoka v večini sektorjev v euroobmočju. Kar zadeva posamezne sektorje, so bili kazalniki zaupanja, ki sestavljajo kazalnik gospodarske klime, novembra 2017 v predelovalnih dejavnostih rekordno visoki, pri gospodinjstvih (potrošnikih), v trgovini na drobno in gradbeništvu pa so se rekordni vrednosti približali (glej graf D). Do zelo izrazitega cikličnega zvišanja je prišlo zlasti v gradbeništvu. Nasprotno so bili najnovejši rezultati za storitvene dejavnosti razmeroma šibki, čeprav je bil kazalnik zaupanja v tem sektorju še vedno višji od dolgoročnega povprečja in prejšnje najvišje vrednosti, dosežene v letu 2011. Te razlike med sektorji so gospodarsko pomembne. Če bi na primer združili kazalnika zaupanja v storitvenih dejavnosti in industriji, ki ju izračunava Evropska komisija, ter pri tem uporabili sektorske uteži iz sestavljenega indeksa PMI (65% za storitve in 35% za industrijo), bi bila tako dobljena ocena medletne realne rasti BDP za letošnje zadnje četrтletje precej nižja od ocene na podlagi kazalnika gospodarske klime (kot je prikazano v grafu A). Vrednosti kazalnikov za posamezne sektorje na splošno kažejo, da k rasti trenutno prispevajo vsi sektorji, čeprav v različni meri.

Graf D

Zaupanje v sektorjih

(standardizirane vrednosti odklonov od najvišje vrednosti)

- industrija
- storitvene dejavnosti
- građbeništvo
- trgovina na drobno
- potrošnik



Opombe: Podatki o zaupanju so se začeli izračunavati v januarju 1985 za vse sektorje razen storitvenega (za katerega so se začeli izračunavati v aprilu 1995).

Viri: Evropska komisija in izračuni strokovnjakov ECB.

4

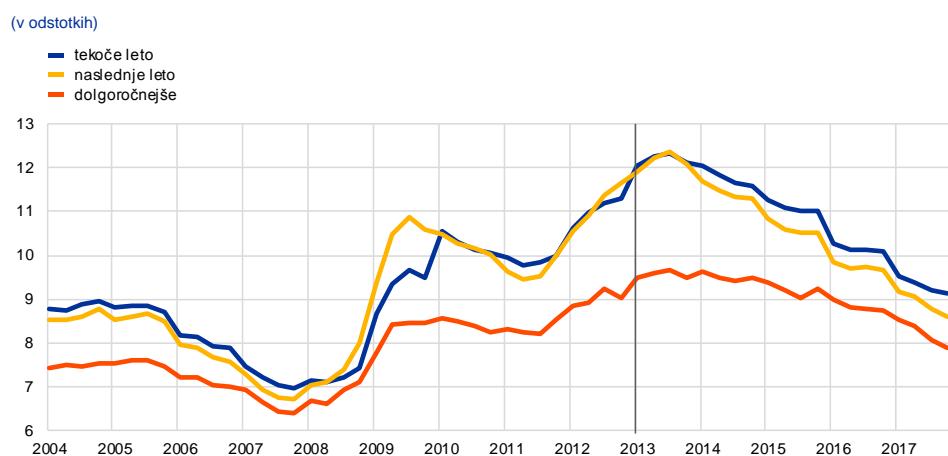
Kaj nam lahko anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov pove o dojemanju dogajanj na trgu dela v euroobmočju?

V zadnjih desetih letih so trge dela v euroobmočju pretresali številni šoki, kar je privedlo do velikega nihanja v stopnji brezposelnosti in rasti plač. Kot odziv na takšna dogajanja so pripravljavci napovedi vedno znova popravljali svoja pričakovanja o stopnji brezposelnosti in medletni rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega (tj. pričakovanja o rasti plač), in sicer tako navzgor kot tudi navzdol. V tem okvirju obravnavamo popravke pričakovanj iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov (*Survey of Professional Forecasters*, SPF) ter ta pričakovanja primerjamo z dejanskimi podatki.

Med letoma 2008 in 2013 so udeleženci v anketi SPF zaradi gospodarskega upada, povezanega s finančno in državno dolžniško krizo, postopoma popravljali svoja pričakovanja o stopnji brezposelnosti navzgor, pričakovanja o rasti plač pa navzdol (glej grafa A in B). To je skladno s tradicionalnim razumevanjem brezposelnosti kot dejavnika, ki spodbuja neizkoriščen gospodarski potencial na trgu dela ter, po drugi strani, določa dinamiko med količino in ceno na trgu dela: več ko je delavcev, ki se potegujejo za delovna mesta, nižje so plače, ki jih morajo podjetja ponuditi, da bi zaposlila nove delavce ali ohranila stare. Takšno sogibanje je bilo med začasnim okrevarjanjem v obdobju 2010–2011 zabeleženo tudi v obratni smeri, saj so bila kratkoročnejša pričakovanja o rasti plač popravljena navzgor istočasno z napovedmi, da se bo neizkoriščen gospodarski potencial na trgu dela zmanjšal (kakor je nakazovala vse manjša vrzel med kratkoročnejšimi in dolgoročnejšimi pričakovanji o stopnji brezposelnosti). Leta 2013 pa je prišlo do nove situacije, saj sta bila tako stopnja brezposelnosti kot tudi rast plač večkrat zaporedoma popravljeni navzdol.

Graf A

Pričakovanja o stopnji brezposelnosti



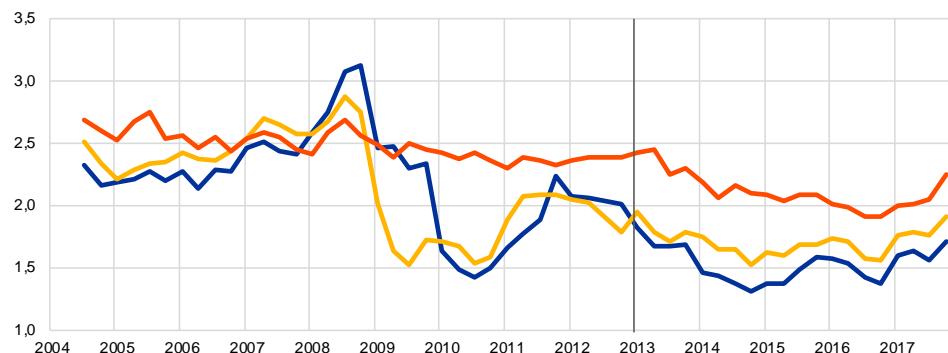
Viri: anketa SPF in izračuni strokovnjakov ECB.

Graf B

Pričakovanja o rasti plač

(medletne spremembe v odstotkih)

- tekoče leto
- naslednje leto
- dolgoročnejše



Viri: anketa SPF in izračuni strokovnjakov ECB.

Do leta 2013 so bile napake v napovedih iz ankete SPF ponavadi posledica napak v napovedovanju brezposelnosti: epizode nižje rasti plač od pričakovane so sovpadale z višjo stopnjo brezposelnosti od pričakovane in obratno (glej graf C).¹² Po letu 2013 pa se ni spremenil samo vzorec popravkov v napovedih brezposelnosti in rasti plač, ampak se je spremenil tudi vzorec napak v napovedih. V obdobju 2013–2015 sta bili v anketi SPF precenjeni tako rast plač kot tudi stopnja brezposelnosti, kar pomeni, da imamo opravka s takšno razporeditvijo napak, ki se zdi neobičajna glede na zgodnejšo zgodovino ankete. Poleg tega takšen vzorec ni bil zabeležen samo v povprečnih napovedih iz ankete SPF, ampak tudi pri veliki večini posameznih pripravljalcev napovedi. Prečke v grafu C kažejo razpon posameznih napak v napovedih (izračunano kot medkvartilni razpon). V obdobju 2013–2015 so prečke večinoma pod ničelno črto, kar kaže, da je velika večina anketirancev precenila tako rast plač kot tudi brezposelnost.

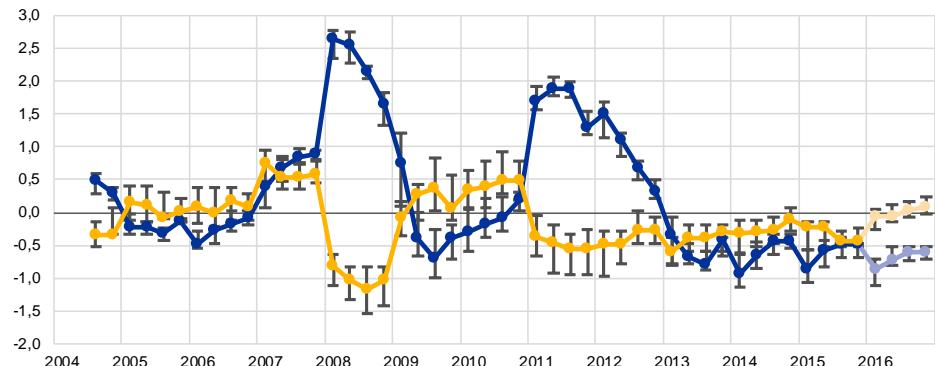
¹² V anketi SPF se od leta 2004 zbirajo pričakovane stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega (tj. stopnje rasti plač) za fiksno obdobje enega koledarskega leta.

Graf C

Napake v kratkoročnejših napovedih stopnje brezposelnosti in rasti plač iz ankete SPF

(v odstotnih točkah)

- stopnja brezposelnosti
- rast plač



Viri: anketa SPF in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Obdobje napovedi je naslednje koledarsko leto, navedeni datum pa se nanaša na datum ankete. Graf prikazuje mediano in medkvartilni razpon mikropodatkov iz ankete SPF. Napake v napovedih so opredeljene kot rezultat, ki ga kažejo najnovejši podatki, minus pričakovanja. Najnovejši podatki o sredstvih za zaposlene na zaposlenega se nanašajo na tretje četrletje 2017. Najnovejša pričakovanja iz ankete SPF za naslednje koledarsko leto, ki jih je mogoče nedvomno oceniti, so tista za leto 2016, in sicer iz ankete, izvedene v letu 2015. Graf pa prikazuje tudi ilustrativno oceno pričakovanih za leto 2017 iz ankete, izvedene leta 2016, pod predpostavko, da so podatki za zadnje četrletje v skladu z decembrskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema. Vzorec napak v napovedih stopnje brezposelnosti in rasti plač za koledarsko leto, ki sledi napovedovalnemu obdobju (zbrano samo v anketah iz tretjega in četrtega četrletja do leta 2013), je podoben.

Možno je, da takšen, zgodovinsko gledano, nenavadni vzorec napak v napovedih od leta 2013 dalje nakazuje strukture prelom v dinamiki trga dela v euroobmočju. Vzorec namreč nakazuje, da so rast plač zavirali drugi dejavniki, kljub temu da je bila velikost neizkoriščenega gospodarskega potenciala na trgu dela (merjen z brezposelnostjo) na koncu manjša od pričakovane. Med takšnimi dejavniki so povečana fleksibilnost plač, in sicer zaradi globoke krize ter po izvedenih struktturnih reformah na trgu dela, večje povečanje nizko produktivnih delovnih mest ter posledice, ki izhajajo iz okolja nizke inflacije.¹³ Možno je, da takšen vzorec obenem nakazuje, da v sedanjem gospodarskem okolju stopnja brezposelnosti podcenjuje skupno velikost neizkoriščenega potenciala na trgu dela. Na primer zaradi povišanega deleža delavcev s krajšim delovnim časom, ki želijo povečati število delovnih ur, ali zaradi povišanega deleža delavcev, ki so ohlapno povezani s trgom dela, je možno, da se je zaposlenost povečala brez povzročanja znatne rasti plač. To je v skladu z ugotovitvami ankete za drugo četrletje 2017: na vprašanje o domnevnih tveganjih glede gibanja plač so udeleženci v anketi izpostavili negotovost, ki spremišča odzivanje plač na neizkoriščen potencial, ter tveganje, da bi bila rast plač lahko na koncu šibkejša od pričakovane, če bi se ohlapno povezani delavci vrnili na trg dela, ko se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo.

Vseeno je možno, da se vpliv dejavnikov, ki v zadnjem času določajo nenavadna gibanja na trgu dela, že počasi zmanjšuje. V letu 2017 pričakovanja o rasti plač naraščajo za vsa obdobja napovedi. Najnovejša anketa SPF (iz zadnjega četrletja 2017) namreč kaže, da so pričakovanja o rasti plač v dolgoročnejšem

¹³ Glej okvir z naslovom »Recent wage trends in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

obdobju že nadomestila več kot polovico upada, zabeleženega v obdobju 2013–2016 (glej graf B). To lahko po drugi strani nakazuje, da dejavniki, ki so zavirali rast plač, po ocenah anketirancev slabijo.

Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2018

Evropska komisija je 22. novembra 2017 objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2018 ter analizo

proračunskega stanja v euroobmočju kot celoti. Mnenje za vsako državo vključuje oceno skladnosti posameznega načrta s Paktom za stabilnost in rast. Vsako mnenje sledi tudi napotkom iz priporočil posameznim državam glede javnofinančne politike, ki jih je Ekonomsko-finančni svet sprejel 11. julija 2017 v okviru evropskega semestra 2017.¹⁴

Osnutki proračunskih načrtov na splošno predvidevajo približno nevtralno podporo javnofinančnih politik gospodarstvu euroobmočja, vendar so razlike med državami precejšnje. Nekatere države so dosegle svoj srednjeročni proračunski cilj, več njih pa uporablja tudi manevrski prostor v skladu s fiskalnimi pravili EU. Nasprotno pa strukturni fiskalni napor v precejšnjem številu držav članic ne dosega zavez iz pakta kljub solidni in široko osnovani gospodarski rasti v euroobmočju. Euroskupina je 4. decembra 2017 v svoji izjavi o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2018 sklenila, da »se zdi približno nevtralna naravnost javnofinančne politike v letu 2018 na agregatni ravni euroobmočja še vedno ustrezna«.¹⁵ To je tudi v skladu s prepričanjem, da tedaj, ko je proizvodna vrzel majhna, ni treba podrobnejše načrtovati podpore javnofinančnih politik makroekonomskim gibanjem.¹⁶ Euroskupina je tudi navedla, da »izboljševanje gospodarskih razmer obenem terja, da je treba ponovno vzpostaviti fiskalne blažilnike ob hkratni krepitvi potenciala gospodarstva za rast«.

Na podlagi letošnje jesenske gospodarske napovedi Komisija ugotavlja, da je samo šest od osemnajstih osnutkov proračunskih načrtov v celoti skladnih s paktom.¹⁷ To se nanaša na načrt Nemčije, Latvije, Litve, Luksemburga, Nizozemske in Finske (vse so v preventivnem delu pakta), kar je ena država več v primerjavi s številom držav, katerih načrti so bili lani ocenjeni, da so v celoti skladni s paktom. Komisija ocenjuje, da so osnutki proračunskih načrtov drugih šestih držav le »večinoma skladni« s paktom.¹⁸ To se nanaša na načrt Estonije, Irske, Cipra, Malte

¹⁴ Ozadje in dodatne podrobnosti so v okvirju z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2017«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2017.

¹⁵ Glej »[Eurogroup statement on the Draft Budgetary Plans for 2018](#)«.

¹⁶ Koncept aggregatne javnofinančne naravnosti v euroobmočju je pomemben v kontekstu ekonomske in monetarne unije, kjer enotno denarno politiko dopolnjujejo javnofinančne politike, ki se izvajajo v posameznih državah. Toda tu ne gre za pravno zavezujoč koncept. Razprava o težavnosti ocenjevanja naravnosti javnofinančne politike je v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

¹⁷ Grčija ni vključena.

¹⁸ Kar zadeva države, ki so v preventivnem delu pakta, so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če bi načrt po napovedi Komisije privedel do določenega odstopanja od srednjeročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja, pri čemer pa nezadostna prizadevanja glede na zahteve ne predstavljajo znatnega odstopanja od zahtevanih prilagoditev. Odstopanje od javnofinančnih ciljev v okviru preventivnega dela pakta je ocenjeno kot »znatno«, če presega 0,5% BDP v enem letu ali v povprečju 0,25% BDP v dveh zaporednih letih. Pri državah, ki so v korektivnem delu pakta Komisija oceni, da so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če napoved predvideva, da bo skupni ciljni primanjkljaj dosežen, vendar je fiskalni napor opazno manjši v primerjavi s priporočeno vrednostjo, s čimer se izpolnjevanje priporočila v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem postavlja pod vprašaj.

in Slovaške, ki so v preventivnem delu pakta, ter na načrt Španije, ki je v korektivnem delu pakta. Čeprav se bo po napovedih skupni primanjkljaj Španije, ki je svoj osnutek proračunskega načrta predložila na podlagi scenarija nespremenjenih politik, do roka iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem (leto 2018) znižal pod referenčno vrednost primanjkljaja (3% BDP), pa je to povezano z nakopičenimi zaostanki pri struktturnem fiskalnem naporu glede na zaveze iz pakta.¹⁹ Osnutki proračunskih načrtov preostalih šestih držav so ocenjeni, da »tvegajo neskladnost s paktom«.²⁰ To se nanaša na načrt Francije – katere rok iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem je leto 2017 – v okviru korektivnega dela pakta ter na načrt Belgije, Italije, Avstrije, Portugalske in Slovenije v okviru preventivnega dela pakta (Avstria je svoj načrt predložila na podlagi scenarija nespremenjenih politik zaradi odsotnosti zaprisežene vlade).

Stopnja zadolženosti v državah z visokim javnim dolgom upada le počasi. V skupini šestih držav, katerih osnutki proračunskih načrtov tvegajo neskladnost s paktom, bodo imele Belgija, Francija, Italija in Portugalska v letu 2018 predvidoma velik delež javnega dolga, in sicer več kot 90% BDP (glej graf). Z izjemo Portugalske te države predvidoma ne bodo znižale stopnje javnega dolga pod referenčno vrednost 60% BDP v skladu s pravilom pakta o zadolženosti. Euroskupina je 4. decembra 2017 v svoji izjavi navedla, da »počasna dinamika zmanjševanja dolga z visokih ravni v številnih državah članicah ostaja zaskrbljujoče«. V primeru Italije dopis, ki ga je Komisija poslala 22. novembra 2017, navaja, da je bil dosežen »nezadosten napredek v smeri skladnosti s kriterijem zadolženosti« ter da »ostaja javni dolg Italije glavna ranljivost«.²¹ Poleg tega Komisija še vedno ni izdala poročila v skladu s členom 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije glede posredovanih podatkov za leto 2016.

¹⁹ Po letošnji jesenski napovedi Evropske komisije v letu 2018 ni predviden noben struktturni fiskalni napor, medtem ko priporočila v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ki jih je Svet leta 2016 izdal Španiji v skladu s členom 126(9) Pogodbe o delovanju Evropske unije, določajo struktturni fiskalni napor v višini 0,5% BDP.

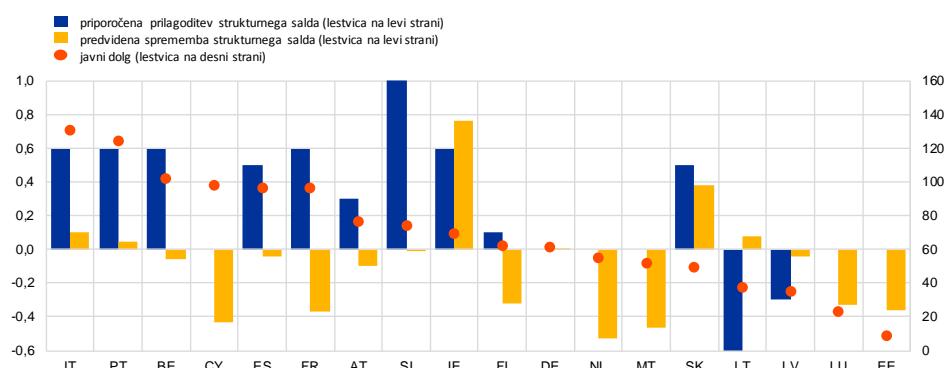
²⁰ Komisija v okviru preventivnega dela pakta oceni, da osnutek proračunskega načrta »tvega neskladnost s paktom«, če napoved Komisije predvideva znatno odstopanje od srednjoročnega proračunskega cilja ali od začrtane poti prilagoditev v smeri cilja v letu 2018 oziroma neskladnost z referenčno vrednostjo znižanja dolga, »kjer je takša referenčna vrednost relevantna«. Komisija oceni države, ki so v korektivnem delu pakta, da njihov osnutek proračunskega načrta »tvega neskladnost s paktom«, če bi napoved Komisije (pod pogojem, da se *ex post* potrdi) privedla do pospešitve postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, ker niti priporočeni fiskalni napor niti priporočeni skupni ciljni primanjkljaj predvidoma ne bosta dosežena.

²¹ Glej »[Letter to Italy](#)«.

Graf

Priporočene in predvidene prilagoditve strukturnega salda v letu 2018 ter javni dolg v letu 2018

(v odstotkih BDP)



Viri: AMECO in priporočila posameznim državam glede javnofinančne politike, ki jih je Ekonomsko-finančni svet sprejel 11. julija 2017. Opombe: Nemčiji, Estoniji, Cipru, Litvi, Luksemburgu, Malti in Nizozemski se priporoča, da ostanejo na ravni svojega srednjoročnega cilja. Pri Avstriji in Finski je zahtevani strukturni fiskalni napor nižji od listega iz priporočil posameznim državam glede javnofinančne politike, potem ko je popravljen za odobreno fleksibilnost v okviru Pakta za stabilnost in rast (predvsem na področju oskrbe beguncov, strukturnih reform, investicij in pokojnin). Za Italijo in Slovenijo je mogoče z »uporabo diskrecijske pravice« znižati zahtevani strukturni fiskalni napor.

Z uporabo diskrecijske pravice Komisija za Italijo in Slovenijo v okviru Pakta za stabilnost in rast priporoča, da se znatno znižajo zahtevane strukturne prilagoditve.²² Pri državah, katerih zahtevani strukturni fiskalni napor v letu 2018 znaša 0,5% BDP ali več, uvodne izjave k priporočilom Sveta iz leta 2017 o ekonomski in fiskalni politiki ter politiki zaposlovanja držav članic, ki so bila izdana 11. julija 2017, navajajo, da bo treba pri prihajajoči oceni »ustrezno upoštevati cilj glede fiskalne naravnosti, ki prispeva tako h krepitvi trenutnega okrevanja kot tudi k zagotavljanju vzdržnosti javnih financ [...]. Na tej podlagi Komisija priporoča znižanje zahtevanega struktturnega fiskalnega napora z 0,6% na 0,3% BDP v primeru Italije ter z 1,0% na 0,6% BDP v primeru Slovenije.²³ Na splošno sta za kredibilnost pakta pomembni predvidljivost in transparentnost pri uporabi javnofinančnih pravil.²⁴ Kljub znižanim zahtevam pa niti ena niti druga država naslednje leto po napovedih ne bosta v celoti skladni s preventivnim delom pakta, kot kaže letošnja jesenska napoved Komisije.

Pregledovanje osnutkov proračunskih načrtov je, kot kaže, sčasoma izgubilo učinkovitost. Namen pregledovanja osnutkov proračunskih načrtov, ki je bilo uvedeno kot odziv na krizo, je zagotoviti način, da se ugotovijo in preprečijo morebitna odstopanja od zdrave javnofinančne politike zgodaj v proračunske procesu, tj. preden so proračuni dokončani. Če Komisija ugotovi tveganje posebno resne neskladnosti z določbami Pakta za stabilnost in rast, tj. če načrt dejansko predvideva takšen strukturni fiskalni napor, ki jasno odstopa od zahtev, lahko

²² Podrobnosti so v okviru z naslovom »Uporaba diskrecijske pravice med fiskalnim nadzorom jeseni 2017« v sporočilu Komisije z naslovom »Osnutki proračunskih načrtov za leto 2018: celovita ocena«.

²³ Svet bo končno oceno opravil najkasneje spomladi 2019, ko bo odločal o skladnosti s Paktom za stabilnost in rast v letu 2018.

²⁴ Mednarodni denarni sklad je v svojem poročilu o posvetovanju po IV. členu za euroobmočje izjavil, da večja diskrecijska pravica Evropske komisije pri ocenjevanju skladnosti s pravili zmanjšuje kredibilnost Pakta za stabilnost in rast ter da je treba sprejeti ukrepe za ponovno vzpostavitev kredibilnosti pakta.

zadevno državo članico prosi, da predloži dopolnjen proračunski načrt. Od prvega pregleda jeseni 2013 Komisija tega še ni zahtevala, pri čemer je izjavila, da v nobenem primeru ni bil izpolnjen kriterij »posebno resne neskladnosti«.²⁵ Komisija je vseeno pisala tistim državam, ki načrtujejo znatno odstopanje od zahtev pakta, ter od njih zahtevala, da sprejmejo dodatne ukrepe. Na začetku v zgodovini pregledovanja, zlasti leta 2014, so se nekatere države javno zavezale, da bodo te zahteve izpolnile.²⁶ Nasprotno pa se v sedanjem pregledu nobena država, ki v letu 2018 načrtuje odstopanje od fiskalnega napora, ni odzvala s sprejetjem dodatnih ukrepov.²⁷ Poleg tega so se v preteklih letih nekatere države, katerih osnutek proračunskega načrta je na podlagi napovedi Komisije tvegal neskladnost s paktom, zavezale k »izvedbi ukrepov, ki so potrebni za zagotovitev, da bo proračun skladen s paktom« na podlagi kvantifikacije konsolidacijskih vrzeli glede na zaveze iz pakta.²⁸ Letos pa Euroskupina v svoji izjavi o osnutkih proračunskih načrtov za leto 2018 zgolj vabi zadevne države, da »pravočasno razmisijo o potrebnih ukrepih za odpravo tveganj, ki jih je ugotovila Komisija, s čimer bodo zagotovile, da bodo njihovi proračuni za leto 2018 skladni z določbami pakta«. Treba je tudi omeniti, da za razliko od prejšnjih let Euroskupina na začetku leta 2018 ne predvideva nadaljnega ukrepanja po sedanjem pregledu na podlagi zimske napovedi Komisije. Od začetka pregledovanja osnutkov proračunskih načrtov jeseni 2013 ostaja delež držav, ki so predložile takšen osnutek proračuna, ki je skladen s paktom, nespremenjen pri približno tretjini, in to kljub izboljševanju gospodarskih razmer.²⁹

V prihodnje je ključno, da pregledovanje osnutkov proračunskih načrtov zopet postane bolj učinkovito. Na splošno je težko ugotoviti, v kolikšni meri je pregled osnutkov proračunskih načrtov spodbudil države k temu, da v svoj končni proračun vključijo dodatne ukrepe.³⁰ Vlade lahko med dokončanjem proračuna ali med njegovim izvajanjem tekom leta sprejmejo dodatne ukrepe, ne da bi to izrecno povezale z rezultatom pregleda. Obenem ocena tega, ali so države v določenem letu skladne s paktom, temelji na končnih podatkih in se opravi šele približno 18 mesecev ali več po začetku pregleda osnutkov proračunskih načrtov. Do takrat lahko spremenjene ocene glede položaja države v ciklu ter tudi spremembe pravil privedejo do bolj ugodne ocene skladnosti s paktom.³¹ Eden od načinov za izboljšanje skladnosti držav s paktom je, da se zahteva dopolnitev načrta v vseh primerih, ko ta predvideva znatno odstopanje od zahtev. Izboljšanje pregledovanja osnutkov proračunskih načrtov je pomembno zlasti zato, da se odpravijo

²⁵ Sem sodijo tudi primeri, ko je bilo napovedano, da bo izboljšanje strukturnega salda v smeri srednjoročnega cilja posamezne države znatno manjše od zahtev, tj. manjše za več kot 0,5 odstotne točke BDP. To je prag za sprožitev postopka znatnega odklonova v okviru preventivnega dela pakta.

²⁶ Komisija je na primer oktobra 2014 poslala dopis Italiji, Avstriji in Franciji. Pred tem je maja 2014 zahtevala dodatne ukrepe od Avstrije, potem ko je avstrijska vlada po parlamentarnih volitvah predložila (neskladno) dopolnitev osnutka proračunskega načrta za leto 2014.

²⁷ Oktobra 2017 je Komisija pisala Belgiji, Španiji, Franciji, Italiji in Portugalski.

²⁸ Glej »[Eurogroup statement of 5 December 2016](#)«.

²⁹ Od začetka pregledovanja načrtov jeseni 2013 so vsako leto pozitivno oceno dobili samo načrti Nemčije in Nizozemske.

³⁰ Več informacij je v okvirju z naslovom »Ukrepi po oceni proračunskih načrtov za leto 2015«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, marec 2015.

³¹ Zahlevani strukturni fiskalni napor je bil na primer leta 2015 znižan v zameno za dodatne strukturne reforme in investicije.

proračunska neravnovesja v gospodarsko ugodnih časih, s čimer bo na voljo več fiskalnega manevrskega prostora v prihodnjih cikličnih upadih.

Članka

1 The oil market in the age of shale oil

US shale oil production has expanded greatly since 2011, and now rivals that of Russia and Saudi Arabia in terms of market share. However, major producers of conventional oil, and members of the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) in particular, have been slow to adapt their production policies. This article investigates the reasons for this delayed reaction and provides an assessment of the relative importance of supply and demand factors in driving oil price developments in the wake of the shale oil “revolution”. Shale oil is the key novel factor affecting the structure of the oil market and influencing OPEC’s decisions whether to target price stabilisation or market share. The prolonged period of oversupply and low oil prices between the end of 2014 and the third quarter of 2016 was a result of the interplay of these factors; the partial recovery in prices, which occurred in 2017, reflects a gradual rebalancing of the market following the global supply restraint agreed by OPEC and major non-OPEC producers. Analysts expect oil prices to remain in a range consistent with the production costs of the major marginal producers – currently assessed to be around USD 50 per barrel over the short term. However, according to their projections, and given current extraction technology, prices must rise to around USD 65-70 per barrel over the medium term if shale oil production is to continue expanding profitably at a robust pace.

1 Introduction

Commodities, and oil in particular, remain the most important source of volatility in consumer price inflation. This poses a challenge for projections, as oil prices account for most of the prediction errors in inflation rates. Understanding the drivers of oil price movements is fundamental to an assessment of their persistence and of the implications for inflation expectations, as well as, ultimately, to the ability to tailor the monetary policy response. The surge in shale oil production since 2011 is generally considered to have created a structural transformation of the oil market, however several questions remain open: to what extent has that transformation so far affected the supply and demand factors which drive the oil price; and what is its relevance over the longer term?

The shale oil revolution has attracted significant interest because it marks a historical and unexpected turning point in US energy production trends. After three decades of steady decline, US oil production provided the largest contribution to global supply growth in the period from 2012 to 2014, and today rivals that of Saudi Arabia and Russia in terms of its share of global oil production. Initially, shale oil was essentially a US phenomenon, as both technical and legislative issues limited its global impact. In particular, the oil streams in the US, Canadian and Mexican pipeline systems were only able to absorb flows from the periphery into the internal US states, and exports of US crude oil were banned by a law which had been

introduced for national security reasons. Both of these factors led to an extraordinary build-up of inventory, depressing oil prices within the United States. Quality differentials for delivery in landlocked stocking points, such as the West Texas Intermediate (WTI) benchmark³² (the main benchmark used in the United States) were priced at an increasing discount. Prices for energy products became cheaper in the United States than in the rest of the world. However, the subsequent inversion of the oil streams in the pipelines and the creation of additional rail capacity in 2014, combined with the repeal of the export ban a year later, served to close the gap between US and international oil prices and bring US shale oil into the global arena. By this point, the US Energy Information Administration (US EIA) had made several positive reassessments of shale oil, in terms of both future quantities and life span, suggesting that permanent changes were occurring in the global oil market.

OPEC's production decisions during the shale oil age – which began around 2011 – have been particularly influenced by the evolving supply conditions in the United States. In November 2014 production targets were abandoned in an attempt to regain market share; this aim was achieved, but at the cost of a drop in oil prices of more than half. Persistently low prices and producer nations' impaired public finances prompted OPEC's decision in November 2016 to change its policy again and restrain production, in an effort to rebalance the oil market which had been swamped with inventory. Had OPEC accepted the fact that in its role as swing supplier it was now competing with shale oil producers?

This article describes the evolution of the oil market during the shale oil age, the shifts in OPEC's production strategies and the effects of both of these developments on oil prices. It is structured as follows: Sections 2 and 3 review oil price dynamics and market fundamentals both before and during the shale oil age, with a particular focus on the market shares of major oil producing countries (notably the United States) following the revolution set in motion by the shale oil industry. Box 1 provides details of the structural VAR (SVAR) model of the global oil market used to assess the relevance of supply and demand factors, in which two types of strategies are distinguished, depending on whether OPEC acts to protect its market share (the "strategic" approach) or to stabilise oil prices around a target value (the "accommodative" approach). Box 2 discusses the historical decomposition of the oil price, focusing on the period of shale oil production. Section 4 assesses the potential implications of shale oil for the global supply curve and the equilibrium price, based on micro-level evidence. Section 5 summarises the main themes of the article and concludes with perspectives over the medium and the long term.

2 A narrative of pre-shale oil price dynamics

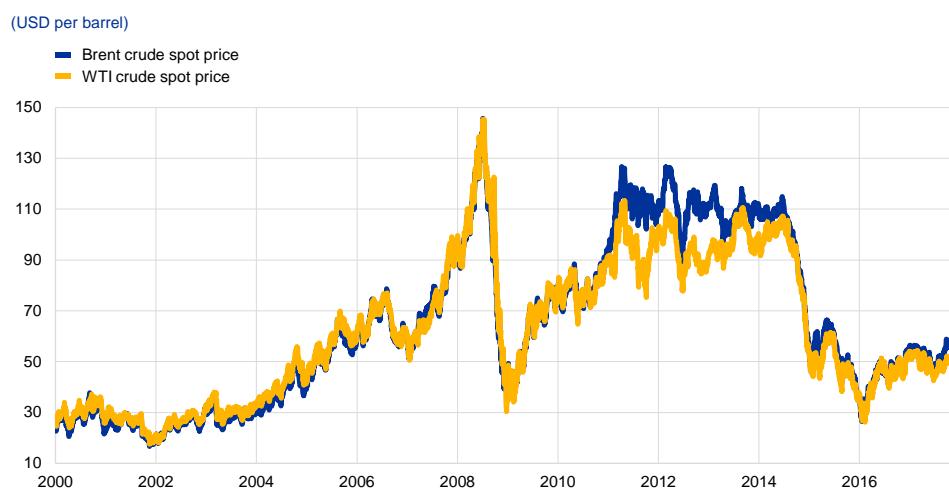
Developments in the oil price in the years preceding the global financial crisis sowed the seeds for the shale oil revolution. The steep rise in price from USD 23 per barrel in 2003 to an all-time high of USD 145 per barrel on the eve of the global

³² The delivery point under the WTI contract is Cushing in Oklahoma.

financial crisis was primarily a reflection of surging demand in major emerging economies such as China (see Charts 1 and 4). On the supply side, while non-OPEC producers were struggling to keep up with expanding consumption, OPEC's preference – according to the empirical analysis – was to maintain a relatively tight market and exploit its renewed power to influence market equilibrium (see Chart 3).

Chart 1

Brent and WTI crude spot prices since 2000

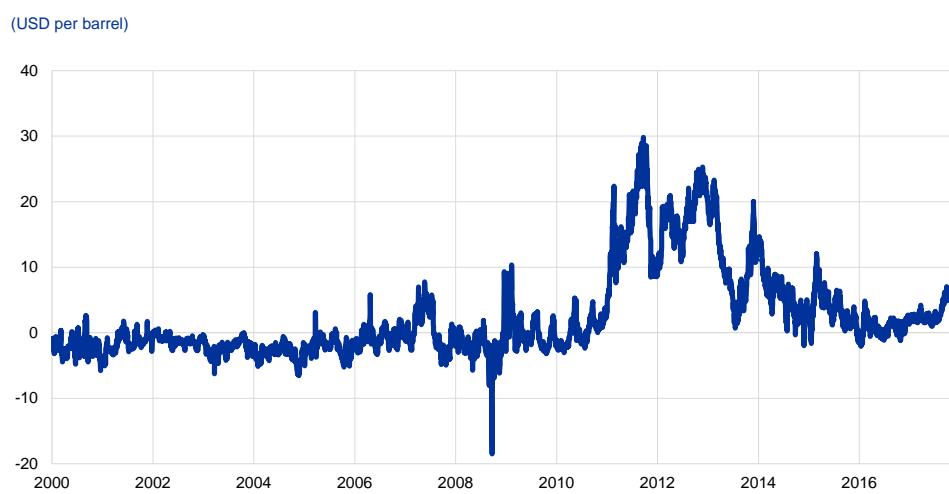


Sources: Bloomberg, Datastream and ECB staff calculations.

Note: The latest observations are for 19 October 2017.

Chart 2

Changes in the price differential between Brent crude and WTI since 2000



Sources: Bloomberg, Datastream and ECB staff calculations.

Note: The chart plots the difference (spread) between Brent crude and WTI prices. The latest observations are for 19 October 2017.

Against this background, capital flowed to the shale oil industry to finance investments in research and development. Medium-sized energy companies, generally more financially constrained than the multinationals, took advantage of these capital inflows to further develop horizontal drilling and hydraulic fracturing techniques in the United States, making shale oil production viable and profitable.

The development of shale oil production also benefited from the fact that resources were located in sparsely populated areas, and that in the United States land ownership rights include rights to sub-surface minerals and environmental regulation is less strict than in, for example, Europe.³³ The extraction of oil and natural gas from shale rock formations has had a lasting effect on the US energy mix and markedly reduced the United States' dependency on external energy; this has, in turn, helped reduce the perennial US trade deficit.

Over the same period (2003-2007), OPEC regained influence on the oil market by addressing increasing demand from fast-developing emerging economies and stepping in to compensate for significant and protracted disruptions in production. In particular, new lows in prices in the aftermath of the Asian financial crisis of 1997 had restrained field investments for years, and conventional production, which lacked spare capacity, was unable to expand and respond to the growing demand from China and other emerging economies. The gap between global demand and supply was exacerbated by two major disruptions: a drop of 60% in Venezuelan oil production³⁴ caused by a protracted strike which took place at the national oil company, Petróleos de Venezuela, in late 2002 in an attempt to force the then-president to call early elections; and the Second Gulf War in 2003. Given the general market conditions, OPEC was able to maintain a relatively tight market balance in order to support high oil prices during this period prior to the global financial crisis (see Box 1).

The global financial crisis dramatically reduced economic activity and demand for crude oil and pushed prices below USD 40 per barrel in early 2009 (see Charts 3 and 4). The decline in annual consumption was particularly severe in the United States and more than offset the growth in demand in some emerging economies. However, prices rebounded ahead of firming improvements in global economic conditions, as a result of a very substantial production cut by OPEC of almost three million barrels per day that was not fully reversed until 2012. It can be seen that OPEC's policies are motivated by a series of macro and micro factors as market conditions change; Box 1 details a possible empirical framework which may be established to partially evaluate these factors.

³³ See Di Nino V. and Faiella I., "Shale Fuels: The Solution to the Energy Conundrum?", *European Energy and Climate Security*, September 2015, pp.133-153.

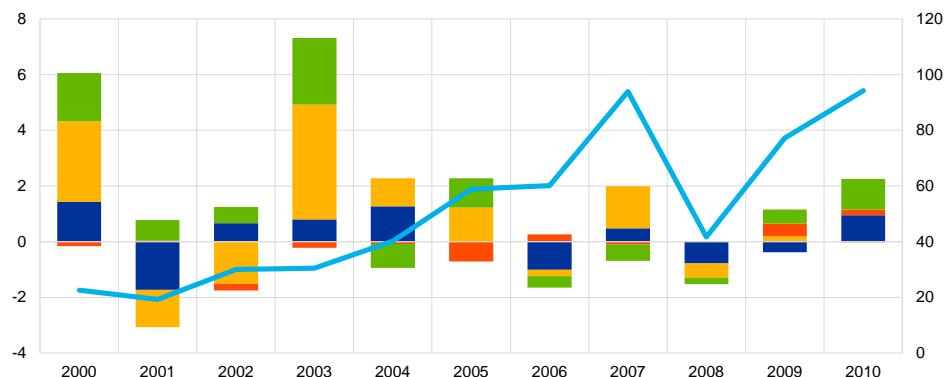
³⁴ From its highest point, in January 1997, to its lowest, in January 2003.

Chart 3

Contribution to annual crude oil supply growth (2000-2010)

(percentage points, left-hand scale; USD per barrel, right-hand scale)

- Saudi Arabia (left-hand scale)
- OPEC excluding Saudi Arabia (left-hand scale)
- United States (left-hand scale)
- non-OPEC excluding United States (left-hand scale)
- Brent oil price (right-hand scale)



Sources: US EIA, Bloomberg and ECB staff calculations.

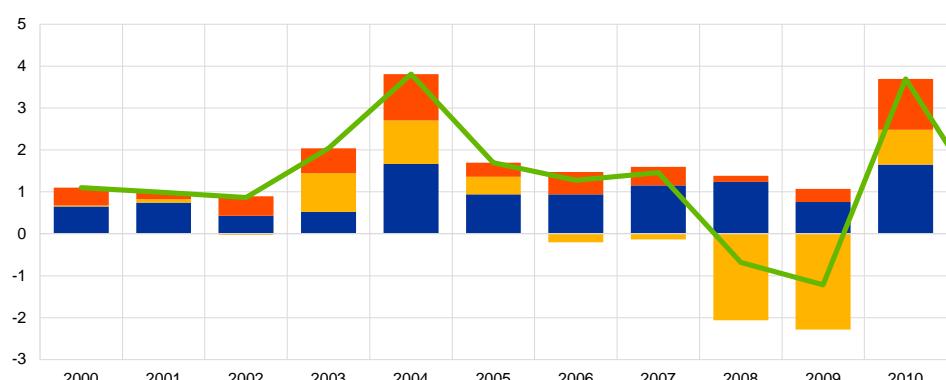
Notes: The value for the final month of a year is taken as the value for that year.

Chart 4

Contribution to annual oil demand growth (2000-2010)

(percentage points)

- non-OECD excluding China
- OECD
- China
- total



Sources: International Energy Agency (IEA) and ECB staff calculations.

Box 1

A Bayesian structural VAR model incorporating different supply shocks

This box presents an overview of a structural VAR (SVAR) model of the global oil market used to assess the relevance of supply and demand factors and provides certain insights regarding the debate about which factors dominate oil market dynamics. According to early literature published in the aftermath of the two oil crises of the 1970s, supply factors were the major drivers of price, and the macroeconomic effects of oil market shocks were unrelated to the nature of

the underlying shock.³⁵ This view persisted in the literature until the end of the second half of 2000, when an increasing consensus identified global demand conditions as the key factor in explaining oil price movements in certain episodes, such as in the run-up to the 2008 crisis³⁶. In particular, Kilian and Murphy³⁷ show that both current and forward-looking demand for oil are driven by expectations about future activity (that is, by speculative demand).

By analogy with Kilian and Murphy, a SVAR model can be used to identify global and speculative demand shocks and, specifically, to distinguish between two supply shocks – “strategic” and “accommodative” – depending on how OPEC reacts to non-OPEC production changes. In the framework of this model, OPEC can decide to protect its market share (the strategic approach), target a desired oil price level (the accommodative approach), or adopt any combination of the two.³⁸ Using the strategic approach, OPEC production follows the same dynamics as that of non-OPEC producers, amplifying the impact of the shock on oil prices; whereas using the accommodative approach, OPEC tends to offset non-OPEC changes in production, attenuating oil price fluctuations. Shifts between approaches depend, among other factors, on the production capacity of competitors. The rapid rise of shale oil production is therefore likely to have brought about changes in OPEC's production plans³⁹. The model contains 24 lags and employs monthly data from February 1973 to April 2017 with the following reduced form representation:

$$Y_t = c + A(L)Y_{t-1} + u_t$$

Y_t is a vector of five endogenous variables including (1) the monthly percentage change in OPEC crude oil production, (2) the monthly percentage change in non-OPEC crude oil production, (3) the growth rate of the interpolated global GDP, (4) the log-real price of oil (Brent crude deflated by the US consumer price index), and (5) the monthly changes in global oil inventories measured as changes in OECD crude oil stocks and in US crude oil inventories. The vector c contains the intercepts, $A(L)$ is a matrix polynomial in the lag operator and u_t is a vector of reduced form error terms.

The key identifying assumptions are sign restrictions imposed on the impact responses of the five variables to the structural shocks; no magnitude restriction is added.⁴⁰ This model

³⁵ See Nakov, A. and Pescatori, A., “Inflation-output gap trade-off with a dominant oil supplier”, *Federal Reserve Bank of Cleveland Working Paper*, 2007; and Yergin, D., “The Prize: The Epic Quest for Oil”, in Money and Power, Simon & Schuster, New York, 1992.

³⁶ See Kilian, L., “Exogenous oil supply shocks: how big are they and how much do they matter for the US economy?”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 90, No 2, 2008, pp. 216-240; Baumeister, C. and Peersman, G., “Time-varying effects of oil supply shocks on the US economy”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 5. No 4, 2013, pp. 1-28; and Baumeister, C. and Hamilton, J., “Sign restrictions, structural vector autoregressions, and useful prior information”, *Econometrica*, Vol. 83, No 5, 2015, pp. 1963-1999.

³⁷ See Kilian, L. and Murphy, D., “The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 29, No 3, 2014, pp. 454-478.

³⁸ For theoretical underpinnings of OPEC production strategies see Behar, A. and Ritz R., “An Analysis of OPEC's Strategic Actions, US Shale Growth and the 2014 Oil Price Crash”, *IMF Working Papers*, No 131, 2016.

³⁹ A number of micro and macro factors seem to influence OPEC decisions. These include global demand, the internal cohesiveness of OPEC, the fiscal needs of oil-producing countries and, most importantly, the production capacity of non-OPEC producers and the marginal cost of high-cost producers.

⁴⁰ Recent works establish that the historical decomposition of the oil price into fundamental shocks is strongly influenced by the imposition of magnitude restrictions on elasticities of demand and supply curves. See Caldara, D., Cavallo, M. and Iacoviello, M., “Oil Price Elasticities and Oil Price Fluctuations”, *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, No 1173, 2016.

set-up rests on the ability to pin down “strategic” and “accommodative” OPEC behaviour in reaction to non-OPEC supply shocks. If OPEC seeks to maintain its market share (the strategic approach), it will react to expansions in non-OPEC production by also increasing its supply. In this case, both productions have the same sign, leading to a decrease in oil prices and an increase in oil demand. On the other hand, if OPEC aims to stabilise oil prices around a target (for given global demand conditions) it must drain the eventual excess supply by reducing its own supply to support prices. In this case, no sign restrictions are imposed on price and global activity, as they could increase or decrease depending on the net impact on production.⁴¹ Aggregate demand shocks are identified by simultaneous increases in supply and price. In the case of a speculative demand shock, market players purchase oil ahead of expected future shortages in the oil market and, as a result, the real price of oil, inventories and oil production will go up while aggregate demand will decrease (see Table A for a summary of sign restrictions).

Table A
Sign restrictions imposed

(shocks)	Strategic supply	Accommodative supply	Aggregate demand	Speculative demand	Residual
OPEC supply	-	+	+	+	
NON-OPEC supply	-	-	+	+	
Real activity	-		+	-	
Real price of oil	+		+	+	
Inventories				+	

Source: ECB calculations.

Three major conclusions can be drawn from the results of this analysis: (i) there is no clear dominance of demand and supply factors – each play a relevant role in explaining oil price dynamics, depending on the historical period analysed; (ii) OPEC policies have contributed to maintaining a high oil price in certain specific episodes; and (iii) speculative demand is never a relevant factor. In particular, the contribution of global economic activity to the evolution of the oil price is reduced in this framework, especially during the period from early 2005 until 2015, although it remains the major driver in the late 1970s and early 1980s (see Chart Ab). With regard to supply factors, the model identifies two specific episodes when OPEC acted to keep the market tight. One of these, the period between 1979 and 1985, is generally characterised by less buoyant demand, increasing non-OPEC supply and declining prices. During that time OPEC (namely Saudi Arabia) attempted to support prices by restricting production, thereby preventing prices from dropping further. The second episode was between the end of 2004 and the beginning of 2008, that is, in the run-up to the global financial crisis, when OPEC actively worked to maintain a relatively tight market balance and elevated prices (see Chart Aa).

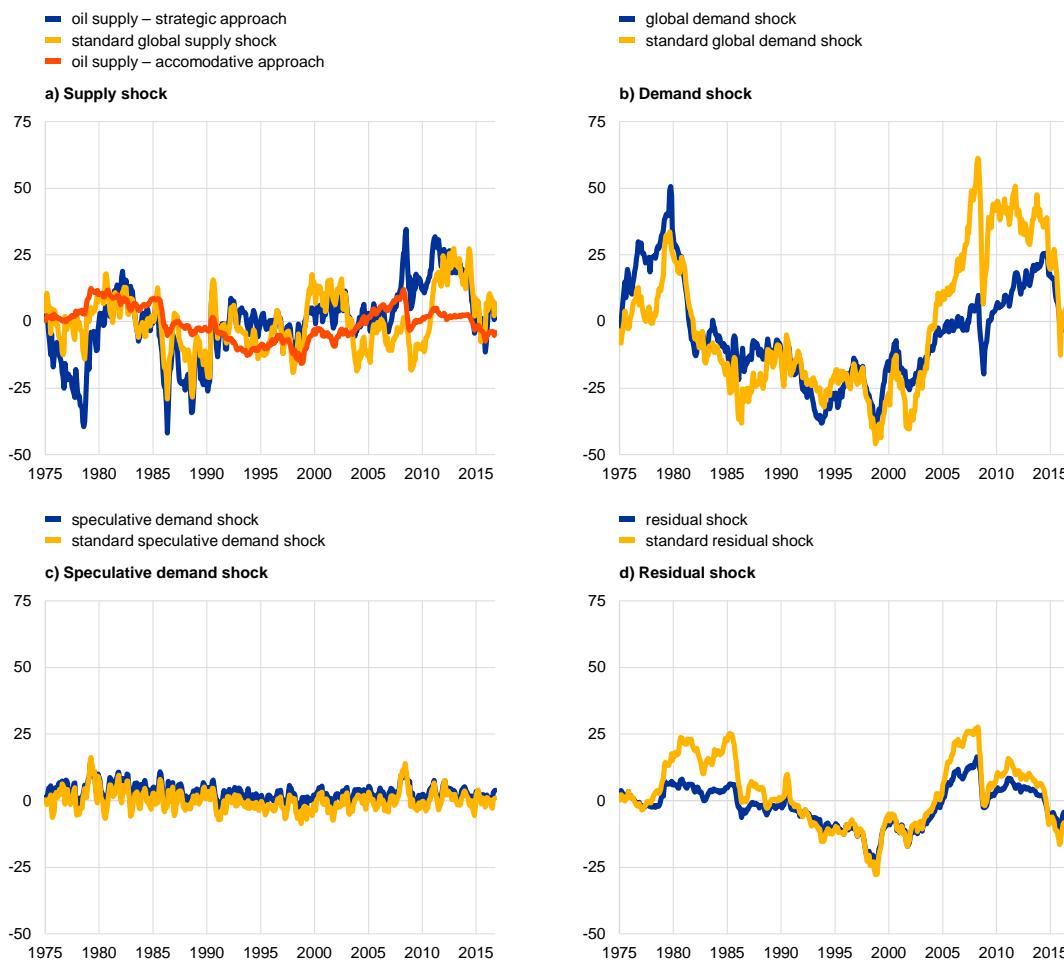
More generally, this framework has two major advantages over standard models of the oil market which do not differentiate between OPEC and non-OPEC production. First, it is able to identify with more precision the turning points related to specific events in the oil market by distinguishing between different types of supply policies. Second, it reduces the residual shock,

⁴¹ To select only those supply shocks which have some persistent effect, a further restriction is imposed, i.e. that the oil price reaction persists for at least 12 periods in the case of a strategic supply shock.

which represents the unexplained part of oil price dynamics particularly in the early 1980s and in the run-up to the global financial crisis (see Chart Ad).

Chart A Historical decomposition of oil prices (1975-2016)

(percentage monthly contributions)



Sources: US EIA, IEA, World Economic Outlook and ECB staff calculations from SVAR models.

Notes: The chart shows the historical contribution of different types of oil shock to the logarithm of the real price of oil. The historical decompositions have been normalised to start at zero in January 1975. A negative value implies that the specific shock contributed to a reduction in the oil price, and a positive value implies that it contributed to an increase. The standard model refers to a four-variable model (production, demand, inventories and prices) which does not differentiate between OPEC and non-OPEC supply. The latest observations are for December 2016.

3 A narrative of oil price dynamics in the shale oil age

This section assesses the evolution of oil prices and major market fundamentals in the age of shale oil, taking 2011 as a reference date – the year when shale oil production started to expand at a faster pace. Three phases are considered: the period from January 2011 to mid-2014; from mid-2014 to October 2016 and from November 2016 to April 2017; each of which corresponds to a major change in OPEC's position and in oil prices. During the first period, oil prices

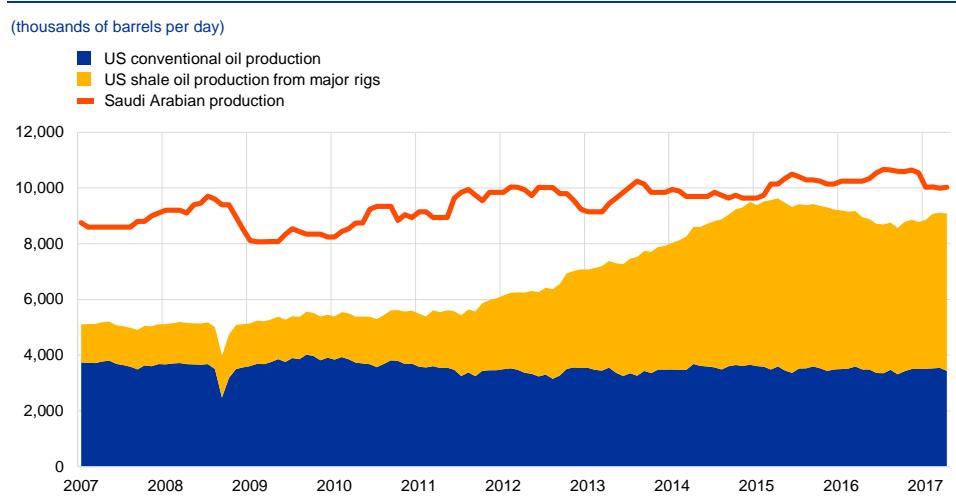
remained rather elevated owing to persistent geopolitical tensions and market segmentation, even though shale oil production was expanding. Prices dropped from around USD 120 per barrel to below USD 40 per barrel during the second period, and, more recently, prices have fluctuated within a range of values broadly compatible with marginal producers' production costs.

3.1 The first period of the shale oil age: January 2011 to mid-2014

During the initial phase of expansion (January 2011 until mid-2014) shale oil production trebled and drove the US share of the market to 12%, up from 7% in 2011. Total US production expanded by 76% from almost 5.4 million barrels per day at the beginning of 2010 to around 9.5 million barrels per day at the end of 2014 (see Charts 5, 6 and 7). This increase was principally due to production from major shale rigs – such as those in the Eagle Ford and the Permian regions – which had more than doubled since 2011, while US conventional production remained stable.

Chart 5

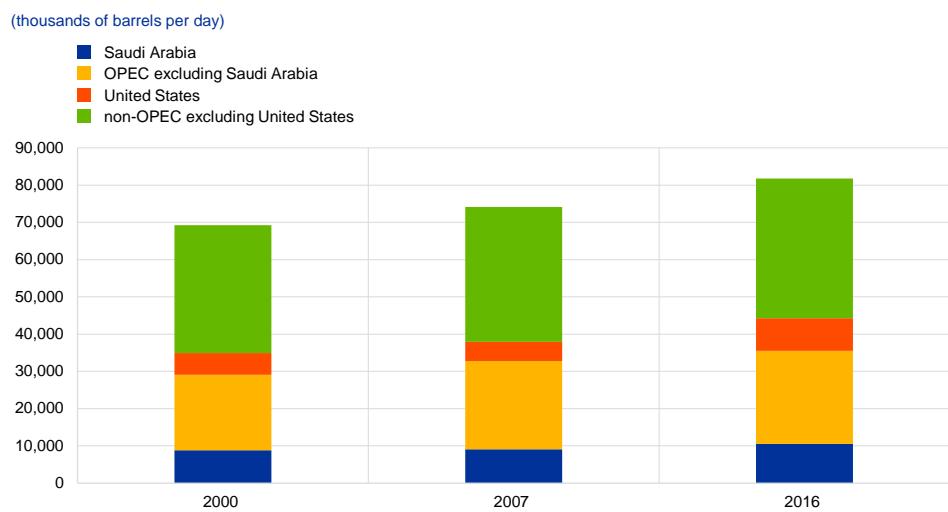
Expansion of US crude oil production since 2007



Source: US EIA.

Note: The latest observations are for 1 September 2017.

Chart 6
Changes in the structure of oil production (2000-2016)



Source: US EIA.

Notes: The value for the final month of a year is taken as the value for that year. The latest observations are for December 2016.

However, OPEC's share of overall production decreased only marginally, owing to declines in production by other major non-OPEC producers (Norway, the United Kingdom and Mexico). More significantly, Saudi Arabia expanded its production quota; in mid-2013 it exceeded the production share it had held prior to the global financial crisis. Acting as the OPEC swing producer, it compensated for production cuts in those Middle Eastern countries which were experiencing political instability and the effects of an international embargo (Libya and Iran, respectively).

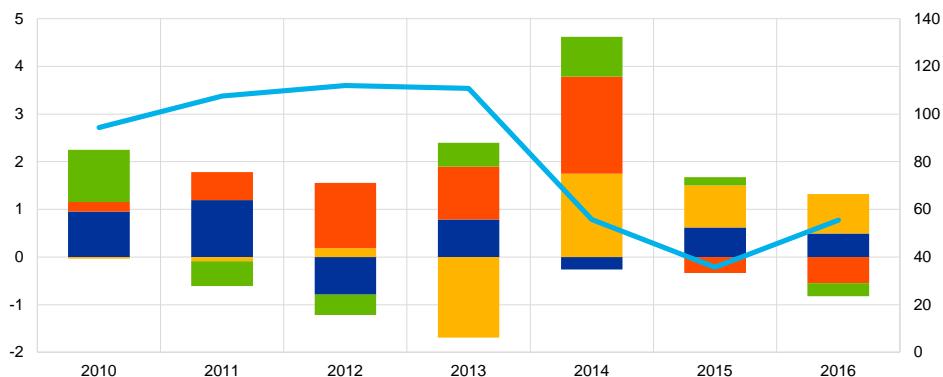
In this initial phase, oil prices appear to have been supported more by positive developments in demand, while supply factors were relatively muted (see Charts 7, 8 and 9). The impact of shale oil producers was still fairly small, since they faced high production costs and rather limited production capacity. The first projections by the US EIA on shale oil production date back to 2011. Since then production has proved to be well above expectations, forcing the US EIA to regularly revise its forecasts upward. This is likely to have led to an OPEC strategy of "wait and see", and a period in which it incrementally fine-tuned its supply to keep the market well balanced so that the prices remained above USD 100 per barrel, especially in Europe. This is consistent with a SVAR analysis which shows that oil prices were driven by stronger oil demand during this period (see Box 2).

Chart 7

Contribution to annual crude oil supply growth (2010-2016)

(percentage points, left-hand scale; USD per barrel, right-hand scale)

- Saudi Arabia (left-hand scale)
- OPEC excluding Saudi Arabia (left-hand scale)
- United States (left-hand scale)
- non-OPEC excluding United States (left-hand scale)
- Brent Oil price (right-hand scale)



Sources: US EIA, Bloomberg and ECB staff calculations.

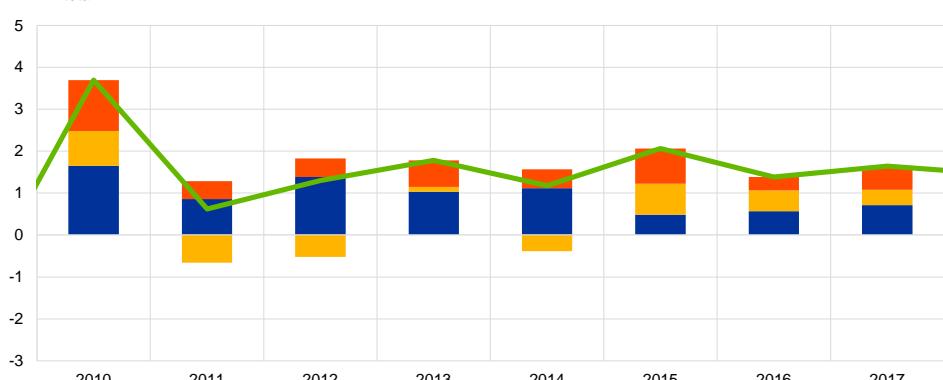
Notes: The value for the final month of a year is taken as the value for that year.

Chart 8

Contribution to annual oil demand growth (2010-2017)

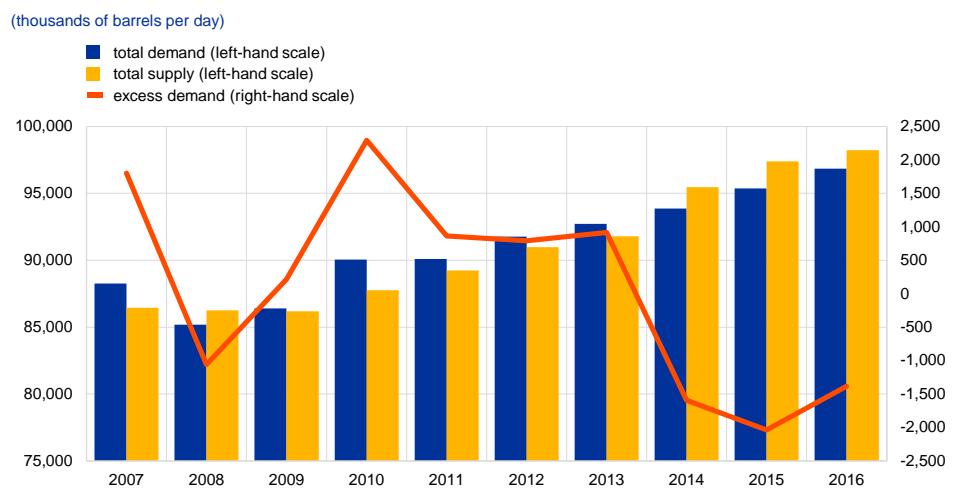
(percentage points)

- non-OECD excluding China
- OECD
- China
- total



Sources: IEA and ECB staff calculations.

Chart 9
Changes in supply and demand (2007-2016)



Sources: US EIA and IEA.

Notes: The value for the final quarter of a year is taken as the value for that year. The latest observations are for December 2016.

Nevertheless, from the end of 2013 the pace of expansion of shale oil production picked up and proven reserves were heavily reappraised upwards from two billion barrels in 2011 to 11.6 billion barrels in 2015.⁴² The extraordinary new capacity of shale oil production represented a fresh challenge to the prominence of OPEC's role in the oil market. In 2014, other non-OPEC supply also rose by around one million barrels per day, reflecting solid production figures in Brazil, Canada and Russia. OPEC rapidly started to lose market share (-2 percentage points between mid-2011 and mid-2014) and became concerned about the prospects for its high-cost producers.

3.2 Two years targeting market share

During the period from mid-2014 until October 2016, OPEC switched to a strategy of targeting market share. The reassessment of potential shale oil production growth in June 2014 can be considered as a turning point for the oil market, as it indicated that operators had underestimated the relevance of shale oil production. During the first half of 2014 not only did the US EIA repeatedly adjust its projections upwards⁴³, but more importantly, it extended its estimates of the life expectancy of shale oil production to 2030. In this context, OPEC realised that its loss of market share over the previous three years would not be regained without a change in strategy.

⁴² See *Review of emerging resources: US shale gas and shale oil plays*, Energy Information Administration, July 2011; and *U.S. Crude Oil and Natural Gas Proved Reserves, Year-end 2015*, Energy Information Administration, December 2016.

⁴³ See *Medium-Term Oil Market Report 2014*, International Energy Agency, Paris, 2014.

While it is generally the role of swing producers to counteract temporary shocks, shale oil had modified the market structure permanently.⁴⁴ At this point, shale oil producers were still facing high break-even prices although production capacity was growing. Therefore an OPEC production policy consistent with maintaining high oil prices would have favoured continued development in the shale oil industry and progress in fracking technology, and resulted in further pressure on OPEC's market share. Supply growth from the United States and Russia was not offset by reductions in OPEC production, and global demand growth was showing signs of slowing down. This led the International Energy Agency (IEA) to revise its forecasts for 2014 and 2015 downwards, mainly due to weaker projections for Chinese and European oil demand growth.

On the back of these developments, OPEC took its decision in November 2014 to abandon production quotas. This attempt to regain market share was only partially successful. As a consequence of lower prices the investment plans of OPEC's competitors were heavily curtailed – especially in shale oil and non-conventional fields – but competitors were not driven out of the market. On the contrary, they became more efficient over time. The supply glut continued to drive prices to a level as low as USD 30 per barrel in early 2016. Despite the low prices, shale oil rig counts resumed their growth in April 2016, and shale oil production proved to be more resilient than expected as producing companies were able to compress extraction costs. The shale oil industry survived through mergers and acquisitions, as highly indebted mid-sized firms were acquired by larger entities with greater financial resources and capable of operating in an environment of low oil prices. In the period from mid-2014 to April 2017, oil prices were driven mainly by supply dynamics. This is consistent with the results produced by applying the oil market model presented in Box 2.

3.3 Reversion to a policy of price stabilisation

Targeting market share was proving too expensive for the strained public finances of OPEC members⁴⁵ who agreed with major non-OPEC producers in November 2016 to adopt an approach of oil market rebalancing in order to support prices. Global supply was cut by 1.8 million barrels per day but prices only rose to around USD 50 per barrel. However, the involvement of Russia and other major non-OPEC producers helped to partially preserve OPEC's role in the market; in September 2017 OPEC's production still represented 42% of global supply. Yet US production regained, and then exceeded, its 2014 level, suggesting that major shale oil production companies, at least in the short run, were economically viable at a price of around USD 50 per barrel.

⁴⁴ See Dale, S. "The new economics of oil", *The Oxford Institute for Energy Studies*, October 2015.

⁴⁵ The market prices required to guarantee a balanced public budget in OPEC countries ("fiscal expenditures break-even prices") were estimated by the IMF to be between USD 58 for Qatar and USD 106 for Iran in 2015. It was estimated that oil prices of around USD 93 were needed in order to stabilise Saudi Arabia's fiscal situation. See the Statistical Appendix to the *Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia*, IMF, October 2016.

The decline in OPEC's production was a reaction to the considerable fall in the production costs of high-cost shale oil producers. In particular, these producers introduced a series of technological improvements that raised their competitiveness. The life of shale oil rig wells was extended by using injection liquids that had novel chemical compositions and, in particular, by the widespread use of re-fracking techniques⁴⁶. Drilling closer to the “sweet spot”⁴⁷ increased the recovery rate and contributed further to reductions in break-even prices. The resilience of shale oil producers to low prices exacerbated the excess supply and kept oil prices persistently below the levels justified by production costs. Prices that fluctuate around USD 50 per barrel seem to be more consistent with short- to medium-term equilibrium prices. In order to progress with the rebalancing of the oil market through global supply restraints, member countries who signed up to the November 2016 OPEC agreement have recently extended it until the end of 2018, with the possibility of a review in June of that year.

Box 2

Historical decomposition of the oil price in the shale oil age

This box provides an assessment of the factors affecting oil price dynamics in the shale oil age – which began in 2011 – based on the framework and the methodological approach explained in Box 1. The developments in oil prices and in OPEC's decisions can be divided into three distinct periods, identified by local peaks and troughs in prices: the periods from January 2011 to May 2014; from June 2014 to February 2015; and from November 2016 to April 2017.

While demand factors were more relevant until mid-2014, the estimates obtained from the SVAR model suggest that since then, oil prices have been driven by supply dynamics. In the first period, which coincides with the beginning of the shale oil revolution, the 14% increase in oil prices was driven by stronger oil demand growth (+38%), partially balanced by a slight increase in supply (+10%) which contributed negatively to the price dynamics. However, since mid-2014, it is OPEC's decisions which have been key in explaining the developments in oil prices. In November 2014, OPEC abandoned production quotas. Indeed, the empirical analysis reveals that most (39%) of the 57% price drop experienced in the second half of 2014 and until early 2015 was due to supply factors. In particular, market share targeting represents 25%, and an additional 7% can be attributed to the price stabilisation policy. Speculative demand, which in this period can be interpreted as expectations of future excess supply, delaying destocking of inventories, made a negative contribution of another 7%, while demand factors contributed 9% to the drop in the oil price over the same period.

Since autumn 2016, supply factors have continued to be key drivers of prices, as OPEC switched back to a policy of price targeting. It announced the reinstatement of production quotas in an attempt to facilitate the reabsorption of excess supply. Chart A shows that it was primarily supply factors related to market share stabilisation which supported upward movements in prices (contributing around 15% of the increase from November 2016 to April 2017), although the

⁴⁶ See “Hydraulic fracturing accounts for about half of current U.S. crude oil production”, *Today in Energy*, Energy Information Administration, March 15, 2016.

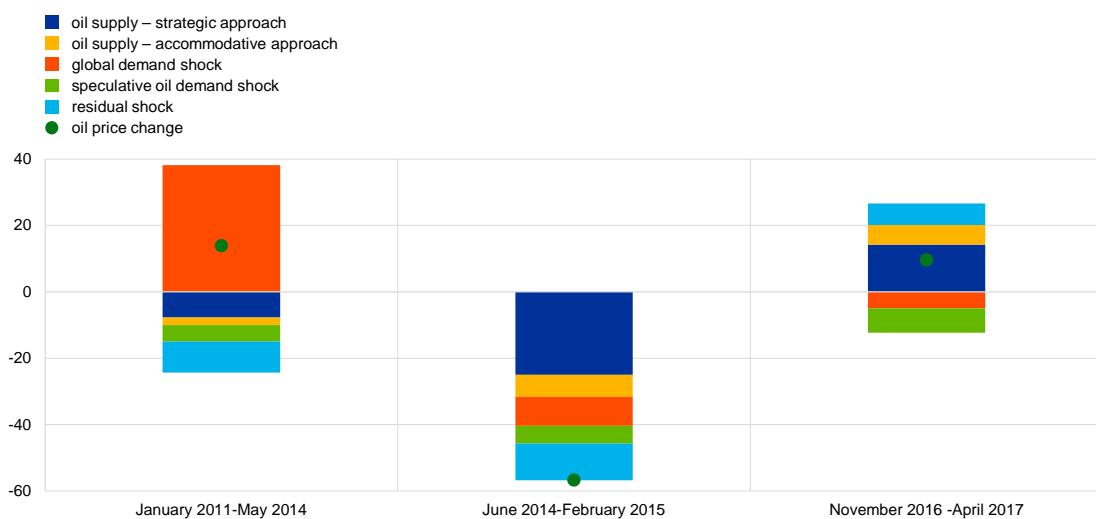
⁴⁷ “Sweet spot” is the term used for the area of a shale basin with the highest concentration of crude oil, generally associated with lower extraction costs and higher efficiency rates.

price stabilisation strategy also contributed, but to a lesser extent (6% of the increase). Conversely, demand factors were less relevant until the first quarter of 2017 and seem to have depressed prices slightly since then (see Chart A).

Chart A

Historical decomposition of oil price dynamics (2011–2016)

(percentage points)



Sources: IEA, US EIA, WEO and ECB staff calculations from SVAR models (see Box 1).

Note: The latest observations are for April 2017.

4 The relevance of shale oil in the medium term according to micro evidence

Shale oil will remain an important factor in oil production in the future. The hypothesis maintained throughout this analysis is that producers began to be perceived as effective competitors once their supply capacity expanded and their break-even prices fell. However, how relevant is shale oil production expected to be in the medium term? This section provides evidence, based on the latest projections from Rystad⁴⁸, that shale oil will remain an important factor for at least two reasons: i) the additional efficiency gains it is expected to achieve, and ii) the rapid increase of investment flows into the industry which are expected over the coming years.

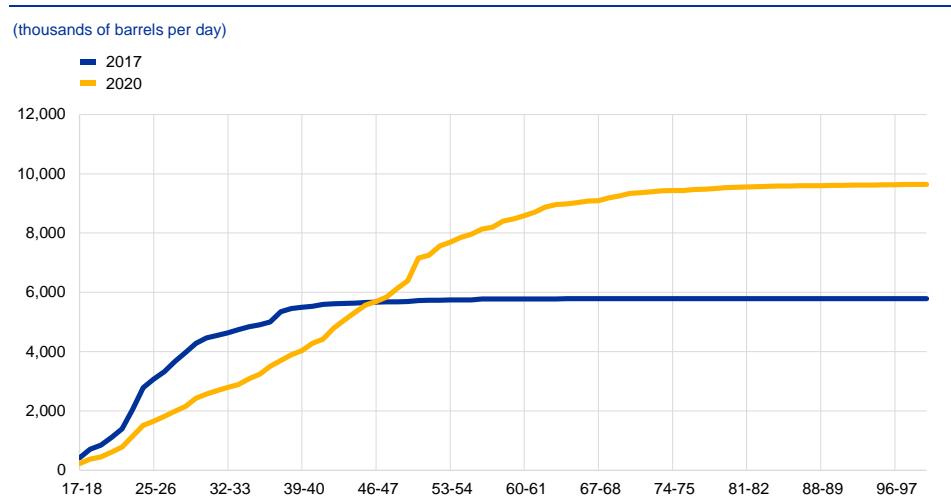
Technological progress has succeeded in consistently reducing the break-even production prices of shale oil. Based on data released by Rystad in August 2017, Chart 10 shows the potential production in millions of barrels per price range in 2017 and in 2020, for given current and prospective shale oil wells (based on current ongoing and exploration projects). The data can therefore be interpreted as inverse

⁴⁸ Rystad is a specialised provider of the datasets on oil market variables that have been used in this section to assess the potential evolution of shale oil production.

aggregate shale oil supply curves; the blue line plots the current supply and the yellow line plots the forecasted supply. Almost the entire supply from currently active rigs can be produced economically for prices in the range of USD 40-45 per barrel (see Chart 10); this is a reduction of 30% from the production costs of a few years ago.

Chart 10

Current (2017) and future (2020) shale oil production by break-even price



Sources: Rystad data and ECB staff calculations.

Note: The horizontal axis shows break-even price (BEP) ranges in USD. The definition of BEP in the oil sector is the costs related to the entire oil cycle production. These include selling, general and administrative expenses, property acquisition costs, finding costs, costs of licensing rounds, signature bonuses, the costs of drilling, exploration and development of wells, production and maintenance costs, transportation costs, taxes or royalties paid to the host state, return on capital and a risk premium to cover the uncertainties inherent in oil and gas investments.

The comparison of the two curves (2017 and 2020) in Chart 10 also shows that current production of existing wells is limited to six million barrels per day.

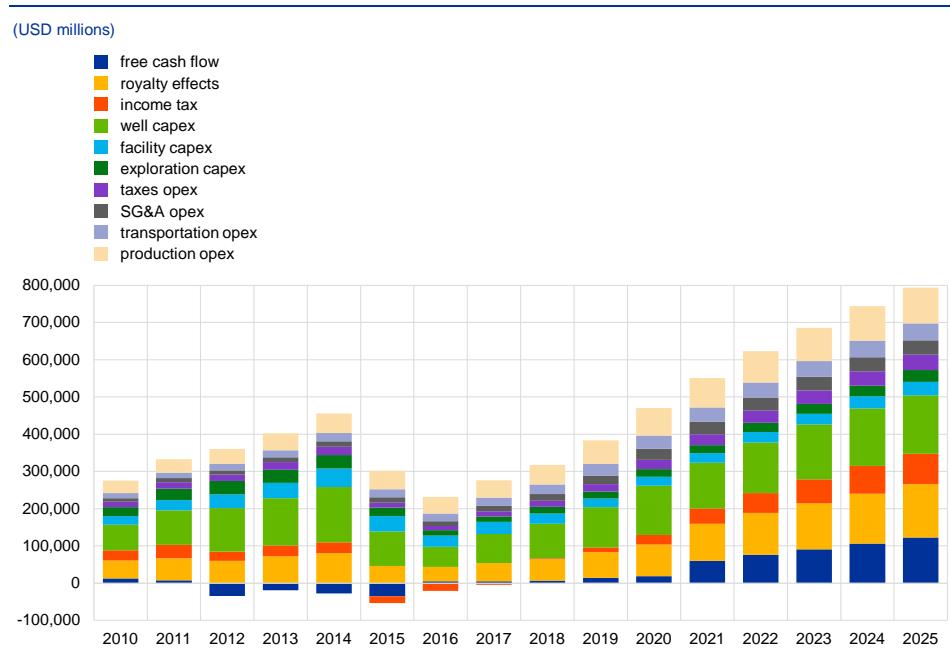
However shale oil supply is expected to expand rapidly beyond that limit at prices above USD 40-45 per barrel in the future. In particular, the development of newly approved projects could – according to these estimations – sustain a supply of around nine million barrels per day (equivalent to an increase of more than 50% over three years) provided that oil prices rise above USD 65 per barrel, which corresponds to the break-even price of just a few years ago. A note of caution accompanies the 2020 supply curve: since currently viable wells will be largely exhausted within two years and they are operating at prices below USD 40-45 per barrel, the curve shows that production in three years is expected to be lower than today if prices remain within that range over the medium term (see Chart 15). Similar analyses, conducted on other on-shore (non-shale) and off-shore production, show instead unchanged inverse supply curves, revealing a constant cost/supply structure and confirming that additional supply in the future will also almost exclusively come from shale oil.

The development of capital investment in US shale oil production also provides evidence of the resilience of shale oil production over the coming years. Capital inflows into the industry are underway and are expected to become particularly pronounced in the medium term. As shown in Chart 11, capital investment in the next five years is expected to be stronger than in the past (growing

at an average of 18% per year, compared with the five-year average of 14% for the period ending in 2014). Capital investment in wells, which includes construction and drilling costs (among other factors), will experience one of the largest rises – in line with expected increases in US shale oil production mainly in the Permian region (Midland and Delaware).

Chart 11

Capital investment in US shale oil production (including projections)



Sources: Rystad data and ECB staff calculations.

5 Conclusions

This article has reviewed the contribution made by market fundamentals to oil price dynamics in response to the emergence of a key novel factor – shale oil production. Empirical results from a SVAR model with sign restrictions suggest that, especially since 2014, shale oil has had an effect on developments in oil prices: directly, by contributing to global supply growth; and indirectly, by influencing OPEC production policies. OPEC was incentivised to pursue market share as shale oil production increased but was not competitive enough. However, as shale oil producers gained in competitiveness, OPEC preferred a policy of price stabilisation around a value compatible with the break-even cost of the marginal producers.

Micro evidence suggests that not only has shale oil modified other producers' incentives and therefore the mechanism of price formation over recent years, but it will remain a crucial element of oil production, at least for the next 15 years. Rapidly increasing investment inflows are expected to maintain the robust pace of production growth, thereby highlighting the relevance of technological improvements in oil production. However, important questions remain open concerning, for example, the life expectancy of the shale oil revolution – particularly given the

unlikelihood that it will expand beyond the geographical borders of the United States to any significant extent. Geological conditions, environmental concerns, water shortages and less efficient supply chains have so far prevented the widespread diffusion of shale oil technology elsewhere.

2

The impact of global value chains on the macroeconomic analysis of the euro area

With the decline in transportation costs and the reduction of barriers to trade in the last decades, production processes have become more fragmented as firms locate their production and source their inputs across national borders. This has significantly increased trade in intermediate goods and services. Euro area countries, in particular, have been increasingly participating in cross-border production chains, both within the currency area and outside.

This article analyses how global value chains affect the euro area economy. In particular, accounting for the presence of global value chains has an impact on some key economic indicators. The rise in importance of the value-added concept as opposed to conventional gross trade and the increase in intermediate trade change the way macroeconomic indices are computed and interpreted. Moreover, firms' and sectors' participation in global value chains creates or strengthens cross-country linkages via trade in intermediate inputs, which has consequences for macroeconomic analysis, namely for real activity spillovers and the skill mix and compensation of the labour force.

1 Introduction

The last few decades have witnessed a rapid expansion of global value chains (GVCs). Firms have been locating their production and sourcing their inputs across national borders. As a result, production has been increasingly organised in several stages across different countries, implying that exports have a significant amount of imported inputs incorporated into them (the “import content of exports”). As a result, production processes have become internationally fragmented, trade in intermediate goods and services has substantially increased (around 60% of world trade is estimated to be in intermediate goods), and the gross value of exports has become much higher than the value added originating in each exporting country. Multilateral free trade negotiations and the subsequent reduction of tariffs and non-tariff barriers, the opening-up of emerging market economies (EMEs) to global trade, financial liberalisation, the internationalisation of business services and technological improvements are the most prominent factors that contributed to the expansion of cross-country supply chains until recently.

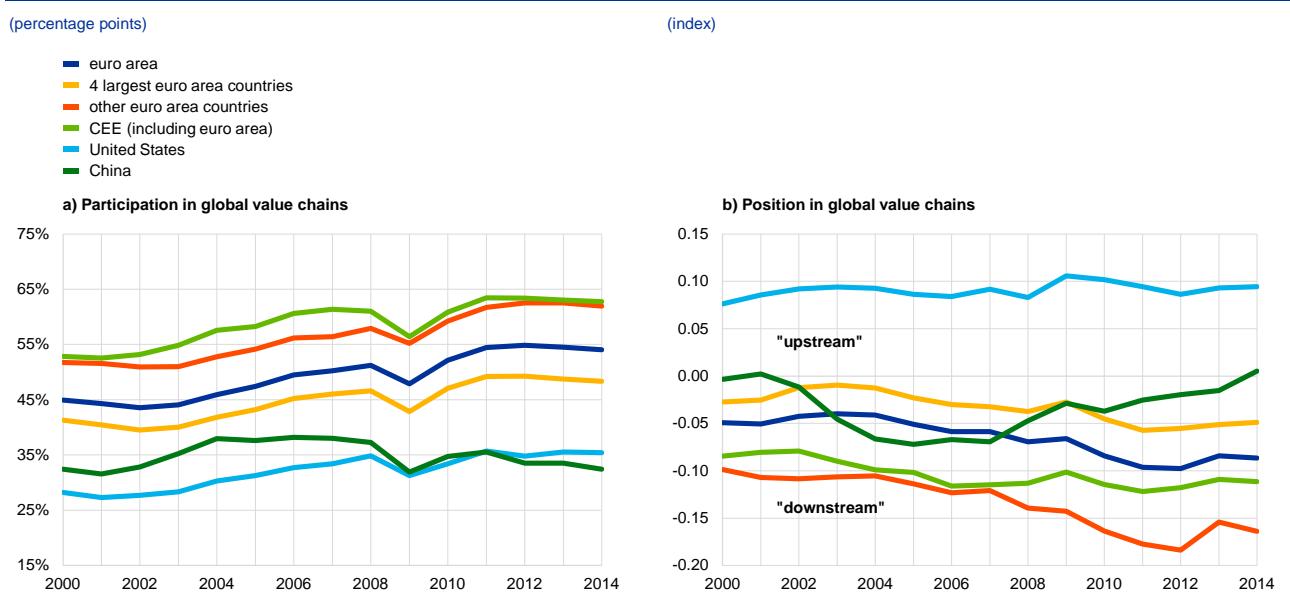
Euro area countries, in particular, have been increasingly participating in cross-border production chains, stimulated by a harmonised regulatory framework within the European Union (EU) and integration in a common currency area. As a result, the establishment of a regional production chain and trade in intermediate products with the rest of the world have been fostered. A comparison of countries' GVC participation indices⁴⁹ (Chart 1, panel a) shows that the euro area⁵⁰ is more

⁴⁹ See Box 1 for details of the various measures of GVC integration.

involved in global production chains than other large economies, such as the United States and China.

Chart 1

Participation and position in global value chains between 2000 and 2014



Sources: World Input-Output Database (WIOD) (2016 release) and authors' calculations.

Notes: See Box 1 for details of the measures. The "4 largest euro area countries" are Germany, France, Italy and Spain. The "other euro area countries" are all of the other euro area countries, excluding CEE countries. "CEE" refers to all of the countries in central and eastern Europe that are EU members, five of which are in the euro area and six of which are outside the euro area.

In the years following the Great Recession, which occurred in the period 2008–09, the pace of supply chain expansion slowed substantially. Panel a of Chart 1 shows that the halt in the expansion of global value chains has been a global phenomenon. It has been partly due to increasing labour costs in emerging markets, as well as the onshoring⁵¹ of multinational activities towards export markets (the "shortening of global value chains", in which production is brought closer to demand markets). In addition, the introduction of protectionist non-tariff barriers (for instance through local content requirements and other regulations) has increased trade costs, thus weighing on the expansion of global value chains. Other contributing factors may have been a global demand shift towards services, which are less trade intensive than goods, as well as robotisation, which is encouraging renewed localisation of production in the advanced economies.⁵²

Euro area countries, however, have been less affected by GVC shortening than other countries (Chart 1, panel a). The process of shortening was particularly

⁵⁰ The euro area aggregates in Chart 1 include intra-euro area trade in global value chains. Excluding intra-euro area trade would deliver a lower participation in global value chains in the euro area. This highlights the relevance of regional production chains.

⁵¹ Onshoring consists in transferring parts of the intermediate production processes close to the customers' location. For instance, in the production of a car model which is sold in Asia, the production of components and parts of the vehicles would be relocated in the Asian region.

⁵² For an account of the factors behind the global trade slowdown in general, see IRC Trade Task Force, "[Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#)", Occasional Paper Series, No 178, ECB, September 2016.

pronounced in China. While in 2014 (the last year for which data are available) the degree of participation of the United States in global value chains was comparable to that in 2008, in the euro area it was significantly higher and was driven by intra-euro area trade.

Since the beginning of the 21st century, euro area countries have also recorded a rise in the foreign value added embedded in their exports, that is, they have been increasingly using imported inputs in the production of their exports. In panel b of Chart 1, the evolution over time of the position of selected economies in the global value chain is plotted. The position index⁵³ of the euro area has fallen further below zero in recent years, meaning that euro area firms are using more foreign inputs and supplying fewer intermediate products to other countries. Hence, they are located more “downstream” in global value chains. Large euro area countries are, in turn, located “upstream” with respect to both small euro area countries and central and eastern European (CEE) countries⁵⁴. This means that the last two country groupings use a relatively higher share of imported inputs in the production of their exports, often as a result of final assembly activities as part of the pan-European contribution to global value chains. Conversely, the United States is comparatively upstream as it provides intermediate products related to R&D, the financial sector and the commodity sectors to the rest of the world. Also, China⁵⁵ has been moving significantly upstream when comparing 2007 with 2014.

Global value chains have an impact on some key economic indicators. The rise in importance of the value-added concept, as opposed to conventional gross trade, and the increase in intermediate trade have brought about some challenges with regard to the way macroeconomic indices are computed and interpreted. In Section 2, the implications of global value chains for the measurement and interpretation of three key indicators – real effective exchange rates, export market shares and the global demand elasticity of trade – will be analysed.

Firms' and sectors' participation in global value chains also creates or strengthens cross-country linkages via trade in intermediate inputs. This has important consequences for macroeconomic analysis. Specifically, in Section 3 the focus is on real spillovers, as well as the skill mix and compensation of the labour force.

⁵³ See Box 1 for a definition.

⁵⁴ The CEE countries considered in this analysis are: Bulgaria, Croatia, the Czech Republic, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Poland, Romania, Slovakia and Slovenia.

⁵⁵ See the article entitled “China's economic growth and rebalancing and the implications for the global economy”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2017.

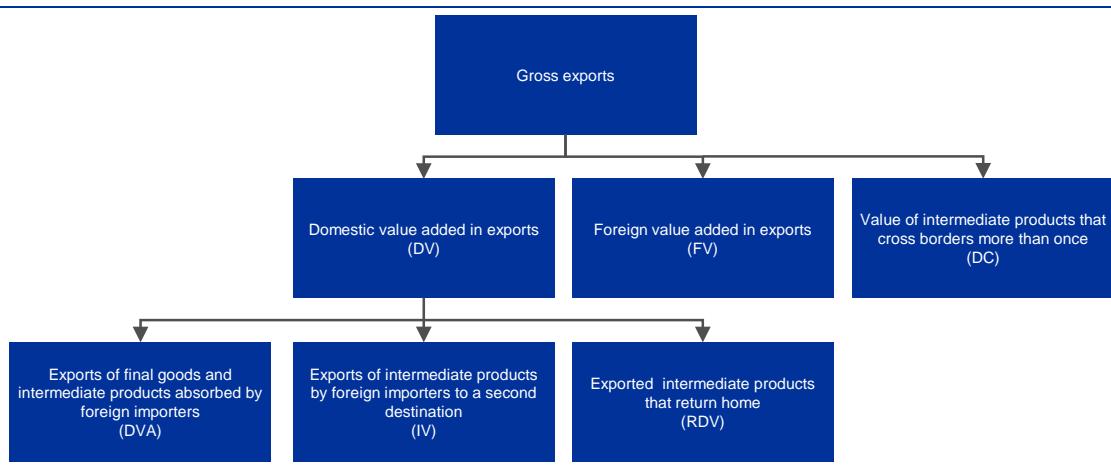
Box 1

The measurement of global value chain integration

Recent strands of the GVC literature have made use of global input-output tables in order to trace value-added flows through the various stages of production.⁵⁶ The first goal is to decompose gross export flows of goods and services in order to disentangle the sources of value added from what merely constitutes back-and-forth trade in intermediate products (double-counting).⁵⁷ Figure A identifies the three main components of statistics on gross export flows: (i) domestic value added (DV); (ii) foreign value added (FV); and (iii) a double-counting term (DC). Domestic value added reflects the use of domestic inputs in the production of exports and therefore captures the genuine contribution of exports to GDP. Foreign value added refers to the use of foreign inputs in the process of export production. Finally, the third component consists of the value of intermediate products that cross borders more than once, thus representing double-counted flows.

Figure A

Decomposition of gross exports into value-added components



Source: Based on Koopman et al. (2014).

Note: The value of intermediate products that cross borders more than once is the value incorporated in all those intermediate inputs that are produced in a country A, which are exported to country B (and are hence counted as an export of country A) to produce products for another country (either A itself or a third country C) and are therefore counted again in country B's gross exports.

Within the domestic value-added component, it is important to further distinguish between those trade flows that are absorbed abroad for final consumption or investment (DVA) and those that are re-exported to other countries (IV) and thus depend on the demand of those countries.⁵⁸ Finally, returned domestic value added (RDV) refers to exports that are used as inputs in production processes abroad, but then return and are consumed domestically.

Value-added accounting allows the involvement in cross-border production chains of a given country or sector to be gauged. Backward (or downstream) participation in global value chains can be measured as the value added embedded in the foreign inputs (FV in Figure A)

⁵⁶ See Koopman, R., Wang, Z. and Wei, S. J., "Tracing value added and double counting in gross exports", *American Economic Review*, Vol. 104(2), 2014, pp. 459-494, and Wang, Z., Wei, S. J. and Zhu, K., "Quantifying international production sharing at the bilateral and sector levels", NBER Working Paper No 19677, National Bureau of Economic Research, 2013.

⁵⁷ Double-counting arises when an intermediate input crosses a border more than once.

⁵⁸ DVA and IV stand for domestic value added absorbed and indirect value added, respectively.

utilised in the production of exports. Forward (or upstream) participation, on the other hand, can be measured as the value added in intermediate products which are exported to a trade partner and then reprocessed and exported further by the trade partner (IV in Figure A).

Synthetic measures of GVC participation and the GVC position can be derived from this decomposition. The extent of a country's or a sector's involvement in global value chains can be defined as the sum of GVC-related components divided by gross exports (E_{ijt}), i.e.:

$$GVC_Participation_{ijt} = \frac{FV_{ijt}}{E_{ijt}} + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}$$

A measure of the relative downstream or upstream position of a country or a sector can be derived by considering the relative importance of sourcing of inputs and processing of output:

$$GVC_Position_{ijt} = \ln\left(1 + \frac{IV_{ijt}}{E_{ijt}}\right) - \ln\left(1 + \frac{FV_{ijt}}{E_{ijt}}\right)$$

A relatively higher share of foreign value added from upstream input providers would indicate a downstream position and hence lead to a negative value of the index. Conversely, a higher share of value added in re-exported intermediate products travelling further down the value chain would be an indication of an upstream position and, in this case, the GVC position index would be positive. Measures of both GVC participation and GVC position can be computed for bilateral trade relations involving countries/sectors i and j or as an aggregate indication for a country or a sector.

Global input-output tables are needed in order to decompose gross trade into its value-added components. In most of the analyses in this article, the World Input-Output Database (WIOD)⁵⁹ is used. Two releases are available: the 2013 release, which includes 40 countries and the rest of the world as an aggregate for the period 1995-2011; and the 2016 release, which presents a more detailed sectoral decomposition and covers 43 countries and the rest of the world for the period 2000-2014.

2 Implications of global value chains for the measurement and interpretation of macroeconomic indicators

2.1 Global value chain-based real effective exchange rates

Real effective exchange rates (REERs) are a measure of the international price and cost competitiveness of a country. REERs are computed as a trade-weighted average of a country's bilateral exchange rates vis-à-vis its most important trading partners, adjusted for price levels.⁶⁰ As such, they are used in aggregate export and import flow models and as a synthetic indicator for the analysis of trade performance and balance of payments adjustments.

⁵⁹ See www.wiod.org.

⁶⁰ See also "Revised trade weights for the effective exchange rates of the euro reflect the increasing importance of emerging market economies", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2015.

A challenge to the interpretation of conventional REERs is posed by the fact that imports are pervasively used to produce exports in today's global economy. As a result, countries often compete against each other in specific stages of the value-added chain (e.g. two emerging economies may compete in the assembly of an iPhone). The conventional REER measures, however, assume that countries compete to sell products that they produce entirely at home, using only domestic inputs.

In particular, bilateral value-added trade patterns may differ significantly from gross trade patterns, which implies that gross value trade weights may over- or understate the degree of bilateral competition for value-added exports. To account for this effect, value-added real effective exchange rates (VAREERs) based on bilateral value-added trade data can be constructed. VAREERs thus take into account that gross trade flows of intermediate goods, for instance between neighbouring countries, may distort the extent to which value added in terms of final goods is traded between countries.

Moreover, as countries trade intermediate inputs intensively, this affects the impact of exchange rate changes on trade. An appreciation vis-à-vis a trading partner from which a country largely imports intermediate goods (e.g. components imported by China from Japan for iPhone assembly) may actually be beneficial for the competitiveness of that country as it reduces the cost of intermediate goods imports. To account for this effect, input-output real effective exchange rates (IOREERs) can be constructed. IOREERs identify an additional channel through which exchange rate movements affect price competitiveness. An appreciation not only increases the relative price of domestic goods and therefore worsens the country's price competitiveness, it also has a counteracting effect on competitiveness as it reduces the cost of foreign inputs used in production.

REERs based on GVC weights therefore offer a complementary measure that enriches the interpretation of more traditional measures based on gross trade and used in the computation of the REERs disseminated by the ECB.⁶¹

VAREERs are calculated by replacing conventional bilateral total gross trade weights with value-added weights. IOREERs, instead, take into account bilateral trade in intermediates and attach a lower weight to partners that provide a sizeable share of inputs in a country's production in order to account for the fact that an appreciation vis-à-vis such trading partners may actually be beneficial to the competitiveness of the importing country as it reduces the cost of production.⁶²

Although GVC weights are highly correlated with gross trade weights, their absolute differences are non-negligible. Table 1 reports the correlation coefficients between GVC-based trade weights (i.e. the share of each trading partner

⁶¹ See Bems, R. and Johnson, R. C., "Demand for Value Added and Value-Added Exchange Rates", NBER Working Paper No 21070, National Bureau of Economic Research, 2015.

⁶² In order to ensure full consistency, GVC REERs are computed following the ECB method for the computation of its published REERs, namely by using three-year non-overlapping averages as weights. Standard REERs are in turn recalculated by deflating nominal exchange rates with relative GDP deflators and by considering a basket of only 40 (instead of 57) currencies because of data availability limitations for input-output data.

in the total trade of any given country) and conventional trade weights. On first inspection, the different weights look highly correlated for the majority of countries, with the exception of some small countries (Lithuania, Luxembourg and Slovakia), which have a correlation coefficient below 0.8. However, despite the high degree of correlation, absolute differences between GVC weights and conventional trade weights are substantial. In order to illustrate this, Chart 2 shows for each country the average of the absolute percentage deviations of its trading partners' value-added and input-output-based trade weights from conventional trade weights. It turns out that in most cases value-added and input-output-based trade weights on average deviate by around 50% from the conventional trade weights and, in some cases, the average absolute percentage deviation is even higher than 100%.

Table 1

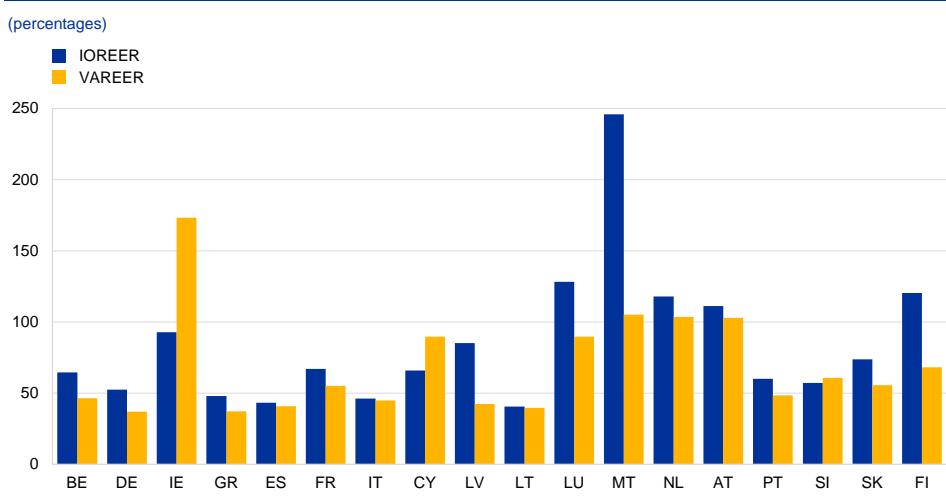
Coefficient of correlation with gross trade weights: VAREER and IOREER weights

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
IOREER	0.91	0.88	0.92	0.94	0.94	0.91	0.94	0.90	0.91	0.65	0.50	0.85	0.94	0.92	0.97	0.87	0.71	0.84
VAREER	0.97	0.93	0.97	0.83	0.91	0.93	0.93	0.87	0.92	0.88	0.83	0.93	0.92	0.97	0.96	0.96	0.93	0.87

Sources: Bems and Johnson (2015), op. cit., ECB and ECB staff calculations.

Chart 2

Average absolute deviation of VAREER and IOREER country weights from conventional trade weights



Sources: Bems and Johnson (2015), op. cit., ECB and ECB staff calculations.

Note: The average absolute percentage deviation of GVC-based trade weights from conventional trade weights is calculated as follows for any given country. In a first step, for each of the given country's trading partners, the percentage deviation of its GVC-based trade weight from its conventional trade weight is calculated. In a second step, the arithmetic average of the absolute values of these percentage deviations is calculated in order to obtain the average absolute percentage deviation.

An interesting finding is that the GVC REERs show larger changes in price competitiveness for the euro area countries that were most affected by the crisis, thus suggesting that they might have been useful in the detection of pre-crisis country vulnerabilities. Across euro area countries, a comparison of the dynamics of GVC REERs with conventional REERs delivers broadly consistent messages. In the case of the euro area countries most affected by the crisis, however, the evolution of REERs (see the examples of Spain and Portugal in Chart 3) shows that both the VAREER and, to a larger extent, the IOREER measures point

to stronger losses in competitiveness in the years preceding the crisis and, correspondingly, larger gains in the post-crisis period. In macroeconomic analysis it would thus be beneficial to look at GVC REERs, which could provide useful complementary insights into competitiveness developments.

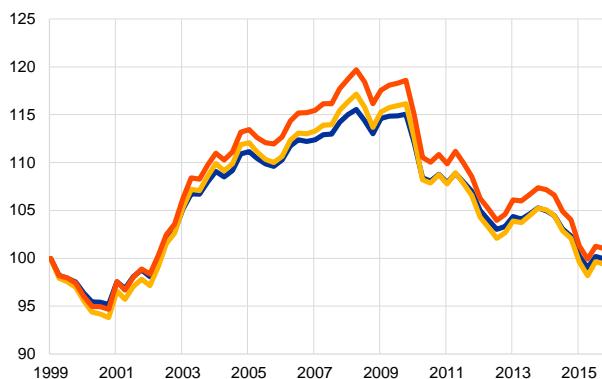
Chart 3

Comparison of VAREER, IOREER and conventional REER indices

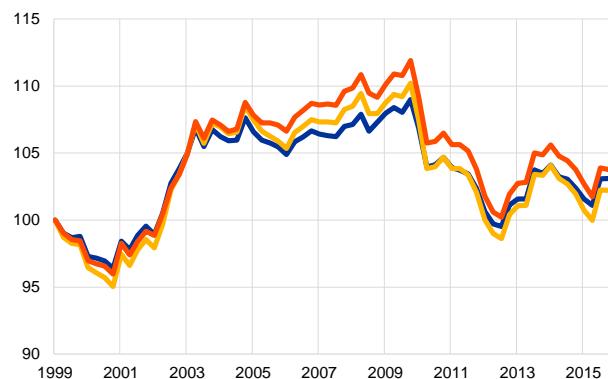
(index: Q1 1999 = 100)

- conventional REER
- VAREER
- IOREER

a) Spain



b) Portugal



Sources: Bems and Johnson (2015), op. cit., ECB and ECB staff calculations.

2.2 Global value chains and export market shares

With GVC integration, gross exports might not gauge a country's international contribution to trade in terms of value added. As intermediate inputs cross borders several times within production chains, tracing value-added flows can be crucial for the assessment of the effective contribution of a country to the world market. Input-output data can be used in order to gather information on countries' value-added structures⁶³ and can be complemented with trade price data in order to investigate the price and non-price factors behind the evolution of market shares.

Value-added and gross trade shares broadly deliver the same trends in market shares for the period 2000-14. Chart 4 compares changes in market shares of value added in exports of goods (called "value-added market shares" for simplicity) with conventional global market shares based on gross exports of goods.⁶⁴ Both measures point to substantial gains in market shares for CEE euro area countries and corresponding losses for most non-CEE euro area countries. Less pronounced gains in terms of value added compared with gross trade in Slovenia and Slovakia can be explained by the outsourcing to these countries of the final assembly of motor vehicles by Germany, France and Italy. A similar trend is observed in the

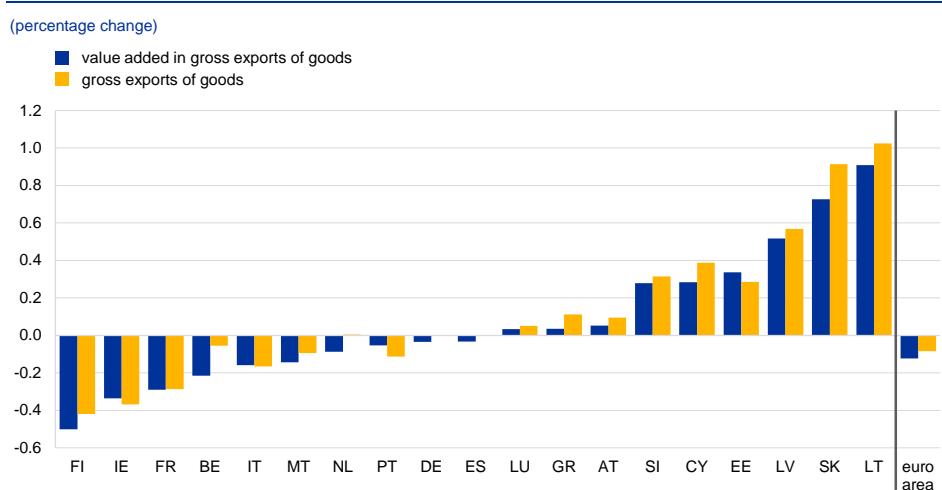
⁶³ See Box 1.

⁶⁴ Market shares are computed using bilateral trade and price information from the UN Comtrade database and input-output data from the WIOD (2016 release).

manufacturing of food products, chemical products and wood products outsourced from Finland, Sweden and Germany to Lithuania and Latvia. Estonia shares the above-mentioned tendencies of the other Baltic countries, while larger gains in terms of value added are driven by the reduced outsourcing of electronic production from Finland.⁶⁵

Chart 4

Changes in global market shares of euro area countries between 2000 and 2014



Sources: WIOD, UN Comtrade, Latvijas Banka and Oesterreichische Nationalbank staff calculations.

Notes: Cumulative log changes of global market shares are shown. Figures for the euro area are calculated as a weighted average for individual euro area countries (using gross exports and value added in gross exports as weights).

The decomposition of the determinants of the changes in global market shares suggests that the international fragmentation of production plays a non-negligible role in the shifts of market shares (Chart 5). Changes in global value-added market shares can be decomposed into shifts in production chains, the variation of price factors and the change of residual non-price factors which can be thought of as being related to product quality and consumers' tastes.⁶⁶ The decomposition is done at the very detailed product level which makes it possible to control for differences in market conditions. First, the elasticity of real trade flows to changes in relative prices is estimated for every product on every geographical market. Taken together with the information on the changes in unit values, it provides the contribution of price and cost factors at a disaggregated level. Then, the aggregate contribution of price competitiveness is obtained. To account for the fact that each product contains value added from various countries, the aggregation uses weights calculated from trade in value added (rather than gross trade, as in the conventional REER). Moreover, a specific term accounting for shifts in global value chains is introduced into the decomposition; it is calculated as the weighted growth in a country's share in the production of all goods exported by all countries. The positive shift in production chains can be achieved either by a higher domestic

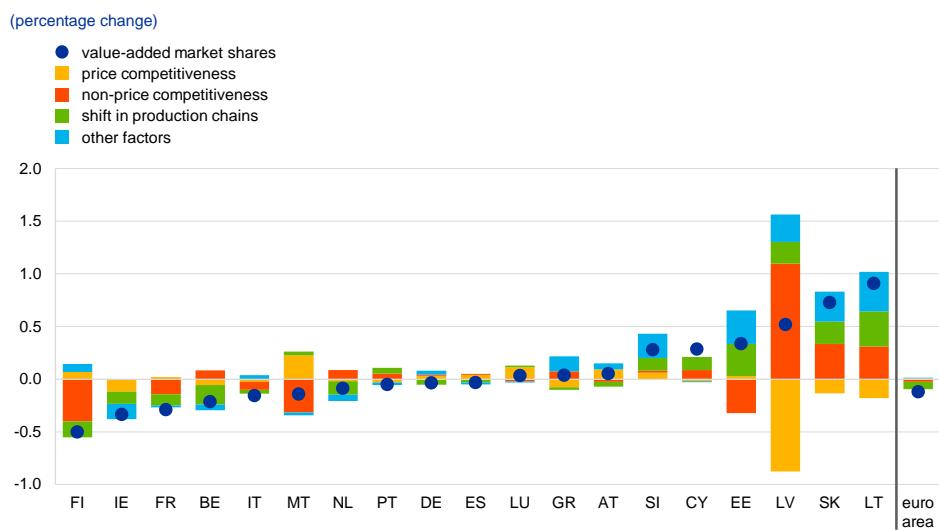
⁶⁵ This was related to the manufacturing process of Elcoteq in Estonia, which started in the late 1990s and was later reduced substantially.

⁶⁶ The decomposition also includes "other factors" such as shifts in demand or changes in the set of competitors. The empirical importance of other factors is found to be minor, but they are still needed for a theoretically sound decomposition.

content in a country's own gross exports, or by a higher value-added share in third countries' gross exports. Finally, the non-price competitiveness is measured as a residual term that is not explained by the above-mentioned factors.⁶⁷

Chart 5

Decomposition of value-added market shares between 2000 and 2014



Sources: WIOD, UN Comtrade, Latvijas Banka and Oesterreichische Nationalbank staff calculations.

Notes: Other factors include the extensive margin, the set of competitors and shifts in the demand structure. The chart shows cumulative log changes of global market shares. Figures for the euro area are calculated as a weighted average for individual euro area countries (using value added in gross exports as a weight). For details of the methodology, see Benkovskis and Wörz (2015).

Changes in GVC participation and outsourcing resulted in market share losses for non-CEE euro area countries (except for Portugal, Luxembourg, Malta and Cyprus) and gains for CEE euro area countries between 2000 and 2014 (Chart 5). At the same time, increases in quality and consumers' preferences for CEE euro area countries' products overcompensated for the losses in price competitiveness. Compared with gross export market shares, the decomposition considering value-added shares downplays the role of non-price competitiveness, since some part of quality gains and losses of the gross exports can be attributed to the outsourcing process.⁶⁸ Thus, the analysis based on value-added shares enhances the role of cost and price factors.

In conclusion, using value-added flows instead of gross exports for the computation of global market shares improves the understanding of the drivers behind the external performances of euro area countries. Although both market shares follow similar trends, the decomposition of the value-added shares reveals the role of production outsourcing and provides a more precise contribution of price and non-price factors.

⁶⁷ For details of the methodology, see Benkovskis, K. and Wörz, J., "Made in China' – How does it affect our understanding of global market shares?", *Working Paper Series*, No 1787, ECB, 2015.

⁶⁸ For more empirical results, see Benkovskis and Wörz (2015), op. cit.

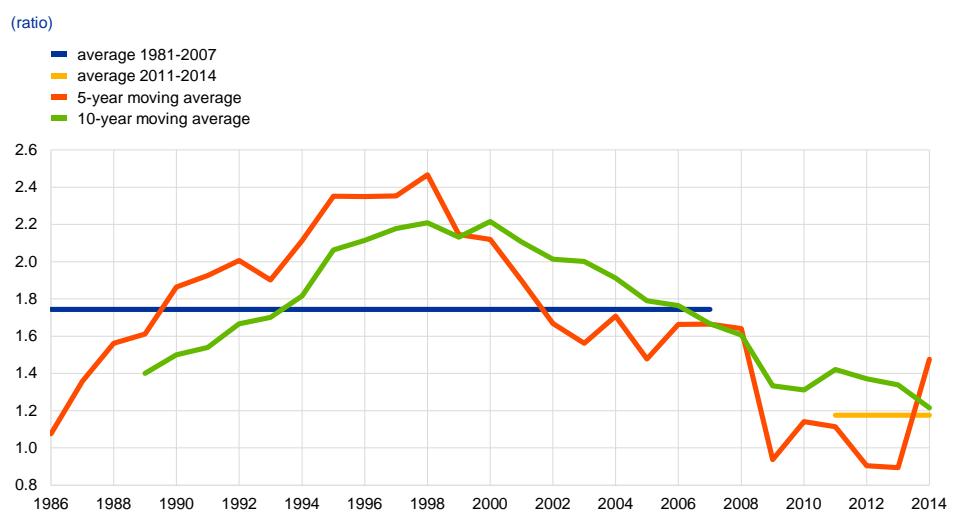
2.3 Global income elasticities of trade

While trade grew by twice as much as income over the period 1981-2007, the trade-to-GDP growth ratio fell to about unity in the period 2011-2014 (Chart 6).

In particular, the drop in the ratio was driven by a collapse in trade flows following the Great Recession that was significantly stronger than the decline in global income.

Chart 6

Ratio of global import growth to GDP growth



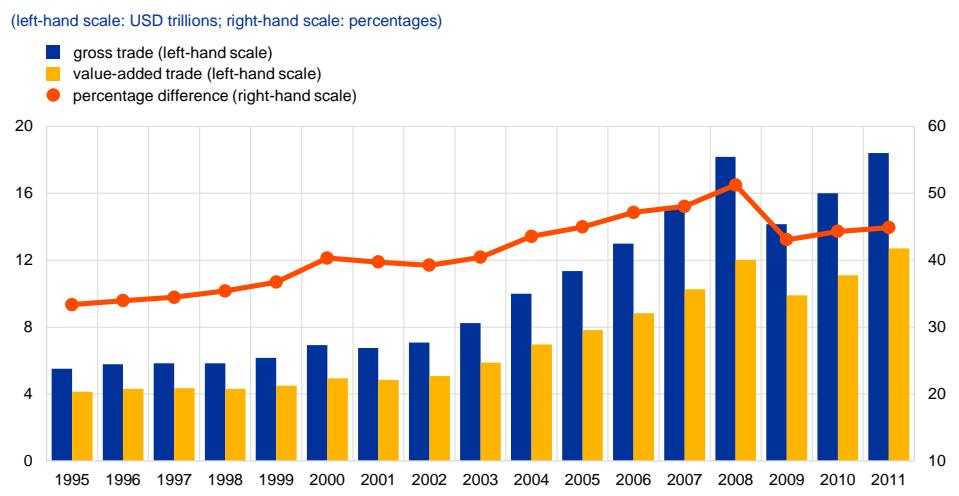
Source: ECB staff calculations.

Notes: The last observation refers to 2014. The red line shows the ratio of the average growth rate of global imports of goods and services to global GDP growth over a rolling five-year window (the green line is based on a ten-year window).

The changing international fragmentation of production is one of the drivers of the trade growth dynamics in relation to income growth. Although (tariff and non-tariff-related) trade costs, trade openness and financial liberalisation have been important determinants of trade growth, the intensity of engagement in global value chains plays a key role in explaining the disproportionate growth of trade compared with income at the end of the last century and the unexpectedly sharp drop after the crisis. First, from a merely statistical point of view, the organisation of production chains implies that goods and services cross borders several times during the production process and are hence partly double-counted in customs trade flow statistics (see Figure A in Box 1). As a result, registered gross trade flows exceed the effective value added of trade flows (Chart 7). Second, trade in global value chains is mainly in durable goods, which are known to have a high income elasticity, explaining the steepness of the trade reaction in the global crisis. Third, supply chain effects might intensify negative demand shocks, as downstream firms would initially cut inventories, affecting input providers.

Chart 7

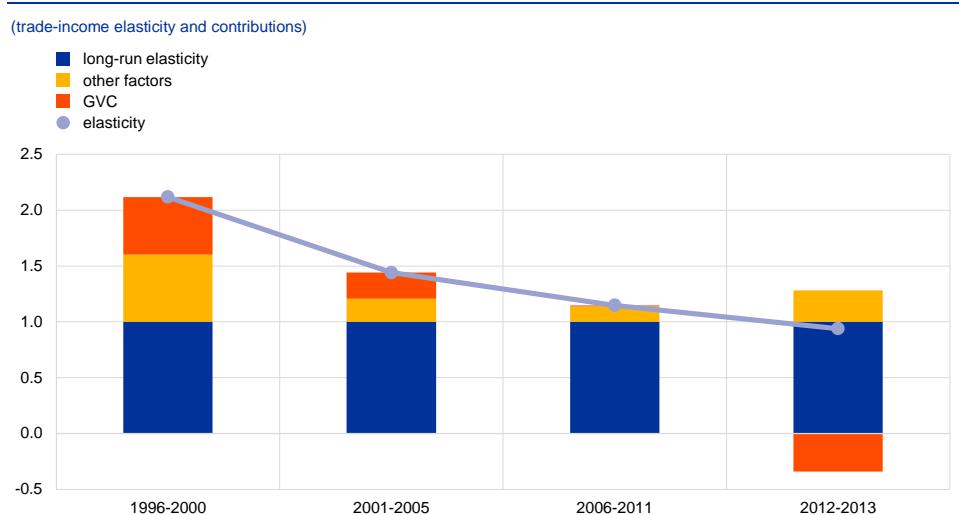
Global gross trade versus value-added trade



Sources: WIOD and ECB calculations.

Chart 8

Contributions to the global income elasticity of trade



Source: IRC Trade Task Force, "Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?", Occasional Paper Series, No 178, ECB, 2016, Section 3.

Notes: The calculations follow Borin and Mancini (2015), op. cit. Other factors refer to the income elasticity of the non-GVC-related import content of final demand.

GVC participation helps to explain significant variations in the global trade-income elasticity. Regression results based on a standard import demand model⁶⁹ augmented by a GVC participation index show that global value chains have a significant impact on import elasticities. Moreover, the decomposition of the income elasticity of trade for the period 1995-2011 shows that the contribution of global value

⁶⁹ See Anderton, R., Baltagi, B. H., Skudelny, F. and Sousa, N., "Intra- and Extra-Euro Area Import Demand for Manufactures", *Applied Economics Quarterly*, Vol. 53(3), 2007, pp. 221-241.

chains has been about 40% on average.⁷⁰ However, recent data on GVC integration indicate a flattening trend in recent years⁷¹ and this translates into a negative contribution of global value chains to the global income elasticity of trade for the period 2012-13 (Chart 8).

The results of this analysis suggest that GVC dynamics are relevant for medium-term trade projections. From a euro area policy perspective, the decline in GVC participation was one of the factors explaining recent downward revisions to the global income elasticity of trade.⁷² Going forward, a close monitoring of GVC dynamics is warranted to ensure consistent trade projections.

3 Other implications of cross-country production linkages for macroeconomic analysis

3.1 Sectoral spillovers via global production linkages

Production linkages are a potential channel for real economic activity spillovers.⁷³ Firms and sectors are increasingly sourcing or selling their inputs across borders and production processes are broken down in such a way that value is added in each step. This section utilises the World Input-Output Database to investigate empirically how production linkages give rise to real activity spillovers and to establish which characteristics of the network are relevant for the transmission of spillovers. Chart 9 reports correlation coefficients of sectors' growth in real value added at a given distance⁷⁴ in the input-output network. It shows that because sectors are more closely connected with each other through trade in intermediate inputs, their value-added growth is more correlated. As a recent strand of literature⁷⁵ has shown, shocks to specific firms or sectors transmit through production networks and might potentially translate into aggregate macroeconomic disturbances.

⁷⁰ See Borin, A. and Mancini, M., "Follow the value added: bilateral gross export accounting", Banca d'Italia Working Paper No 1026, 2015, for methodological details.

⁷¹ See Chart 1.

⁷² See IRC Trade Task Force, "[Understanding the weakness in global trade: what is the new normal?](#)", Occasional Paper Series, No 178, ECB, 2016.

⁷³ International input-output linkages may have also contributed to synchronising inflation rates by intensifying the spillovers from foreign cost shocks; see Auer, R. A., Borio, C. and Filardo, A., "The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains", BIS Working Paper No 602, Bank for International Settlements, 2017, and Auer, R. A., Levchenko, A. A., and Sauré, P., "International inflation spillovers through input linkages", NBER Working Paper No 23246, National Bureau of Economic Research, 2017.

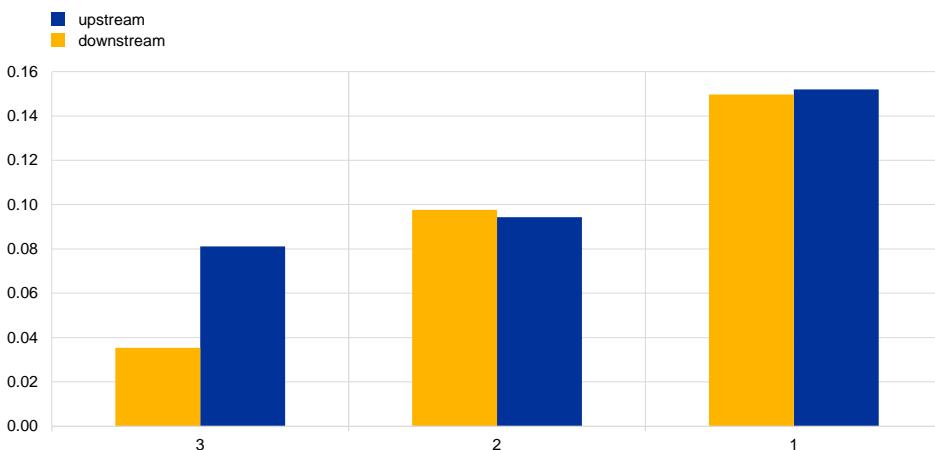
⁷⁴ Distance measures the shortest path between any two sectors in the network, that is, how many times inputs from one sector are sold in order to reach another sector. It is computed with the Dijkstra algorithm.

⁷⁵ See Gabaix, X., "The granular origins of aggregate fluctuations", *Econometrica*, Vol. 79(3), 2011, pp. 733-772, and Acemoglu, D., Carvalho, V. M., Ozdaglar, A. and Tahbaz-Salehi, A., "The network origins of aggregate fluctuations", *Econometrica*, Vol. 80(5), 2012, pp. 1977-2016.

Chart 9

Real value-added synchronisation and distance between sectors

(correlation coefficients for value added in interrelated sectors)



Sources: WIOD (2013 release) and ECB calculations.

Notes: The chart shows the average (1996–2009) pairwise correlation between sectors' value added at a given distance to upstream and downstream sectors. The distance is equal to one when two sectors trade directly, two when two sectors trade through another sector and three when two sectors trade through two other sectors.

The presence of hub sectors is relevant for the transmission of economic shocks as they connect otherwise unrelated entities through input-output linkages and could act as a conductor of shocks. In the World Input-Output Database⁷⁶ the upstream hubs (i.e. sectors that supply inputs to other sectors) are mostly located in the United States, the United Kingdom, Germany and Russia, and operate in sectors such as computer activity, headquarter activity, R&D, finance and raw materials. As regards the downstream part of the value chain (i.e. sectors that purchase inputs from other sectors), the hubs are transport equipment, electronics, construction and basic metals in Germany, the United States and more recently China. Box 2 focuses on the spillover effects originating in some of these sectors.

Activity spills over via these sectors to many other trading partners. A panel econometric analysis of the WIOD data confirms that, on average, spillovers to a sector stemming from other upstream and downstream sectors involved in its production chains are significant.⁷⁷

Box 2

Identification of sectoral spillovers in the global economy

To investigate the transmission of shocks through global supply chains, a non-linear panel model is estimated. In the model, the change in real value added of sector i is related to its past values and to the previous period's change in value added of a set of direct and indirect upstream

⁷⁶ See Box 1 for a description of the database.

⁷⁷ See Box 2 for further details.

and downstream sectors.⁷⁸ The estimation controls for other observed factors determining the activity of sector i , x_{it} , as well as common unobserved time factors in the error term ε_{it} :

$$y_{it} = \eta_t + \rho^{lag} y_{i,t-1} + \rho^{up} \tilde{y}_{i,t-1}^{up} + \rho^{down} \tilde{y}_{i,t-1}^{down} + \beta' x_{it} + \varepsilon_{it}$$

$\tilde{y}_{i,t-1}^{up}$ and $\tilde{y}_{i,t-1}^{down}$ are weighted averages of the value added of a selected group of upstream and downstream sectors:

$$\tilde{y}_{i,t-1}^* = \sum_{j \neq i} 1(w_{ij,t-1}^* \geq r^*) w_{ij,t-1}^* y_{j,t-1}$$

where * stands for "up" and "down" and the weight $w_{ij,t-1}^*$ measures the bilateral importance of the value-added contribution and is inversely proportional to the bilateral distance. The aggregate $\tilde{y}_{i,t-1}^*$ is constructed such that only sectors with a weight above a certain level r are included in the average. The threshold is endogenously determined by the model and allows the identification of the most important sectors for spillover transmission.⁷⁹

The regressions confirm that upstream and downstream spillovers through supply chains are significant. The spillover effects are positive and of sizeable magnitude and their significance is not lost when including other determinants of sector j 's activity (employment and capital), the country's activity and global factors (agriculture, fuel and metal prices and US interest rates). This means that the change in activity of a sector is related to the change in activity of both its input providers and its customers.

The impact of a change in real value added in any sector can be traced and quantified by using the estimated coefficients from the model. This exercise identifies spillovers that stem solely from a change in real value added in the affected sectors. For example, the transport equipment sector (i.e. the car industry) in Germany and the electronics and optical equipment sector in China illustrate how changes in real value added propagate to other domestic sectors, the euro area and the rest of the world (Chart A). Obviously, the supply chain impact is the greatest in the domestic economy, affecting 27 and 30 sectors respectively (blue bars), but it also affects many other sectors in the euro area (yellow bars) and even spills over to other countries and involves a total of 236 and 172 sectors respectively (red bars). When these and other hub sectors' ties to the rest of the value chains are severed, spillovers gradually diminish and become statistically insignificant.⁸⁰

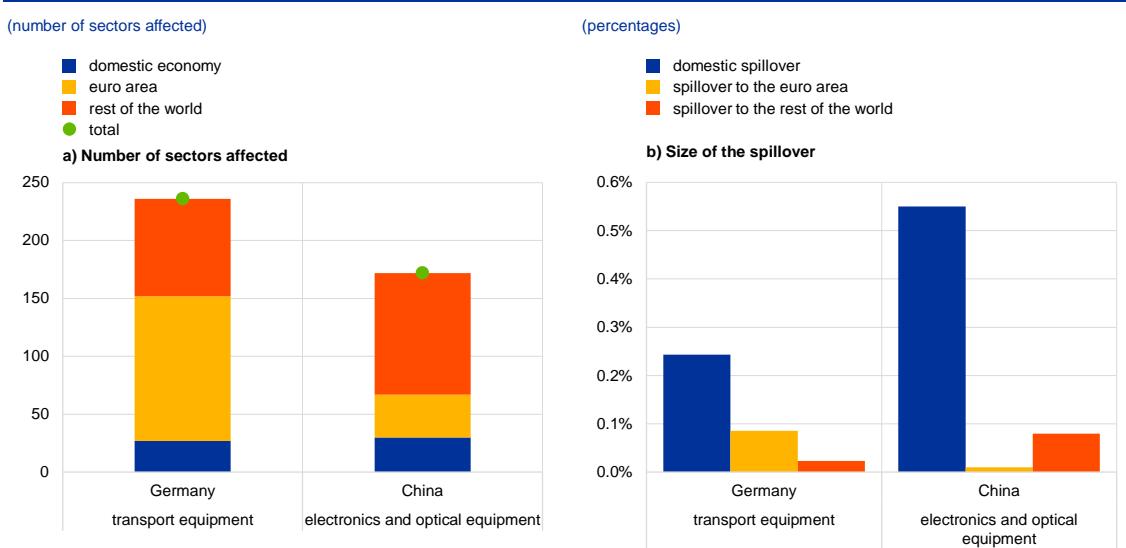
⁷⁸ The analysis in this box does not attempt to investigate the nature of the shock. In a Cobb-Douglas setting, demand-side shocks transmit upstream in the value chain, whereas supply shocks propagate to downstream sectors; see Acemoglu, D., Akcigit, U. and Kerr, W., "Networks and the macroeconomy: An empirical exploration", *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 30(1), 2016, pp. 273-335. For a further investigation of the impact of demand and supply shocks in this analysis, see Frohm, E. and Gunnella, V., "Sectoral interlinkages in global value chains: spillovers and network effects", *Working Paper Series*, No 2064, ECB, 2017.

⁷⁹ For further details of the methodology, see Frohm and Gunnella (2017), op. cit.

⁸⁰ See Figure 5 of Frohm and Gunnella (2017), op. cit.

Chart A

Spillovers from specific sectors



Sources: WIOD (2013 release) and ECB calculations.

Notes: In panel b, the impact of the sector reported on each other sector i is computed as $\hat{\rho}^* w_{ij,t}^*$ and the overall impact as $\hat{\rho}^* \sum_{i \neq j} 1(w_{ij,t}^* \geq \hat{\rho}^*) w_{ij,t}^*$, with domestic (same-country) effects, euro area effects and effects on the rest of the countries in the sample (rest of the world) being calculated by considering the affected sectors. Spillovers are aggregated by using the sectors' respective GDP weights in total GDP of the aggregate considered.

Overall, this analysis suggests that there is significant scope for propagation of sectoral shocks through global supply chains. As hub sectors could potentially be the channel of transmission across countries and sectors, particular attention should be paid to their developments and their links with other sectors in the global economy.

3.2 The impact of global value chains on labour value added, hours worked and compensation

Between 1997 and 2011 unskilled labour's value-added share in the euro area has substantially declined, whereas skilled labour's share has increased.

Aggregating sectoral data at the country level helps to disentangle the evolution of the labour value-added contribution for different skill groups within the euro area.⁸¹ The overall importance of labour in both euro area output and exports decreased slightly from 1997 to 2011. Among the five largest euro area economies, Germany is characterised by the highest shares of labour value added. Euro area exports contain significantly less labour value added than gross output, revealing that exporting firms rely more heavily on imported inputs and/or capital (Chart 10). With

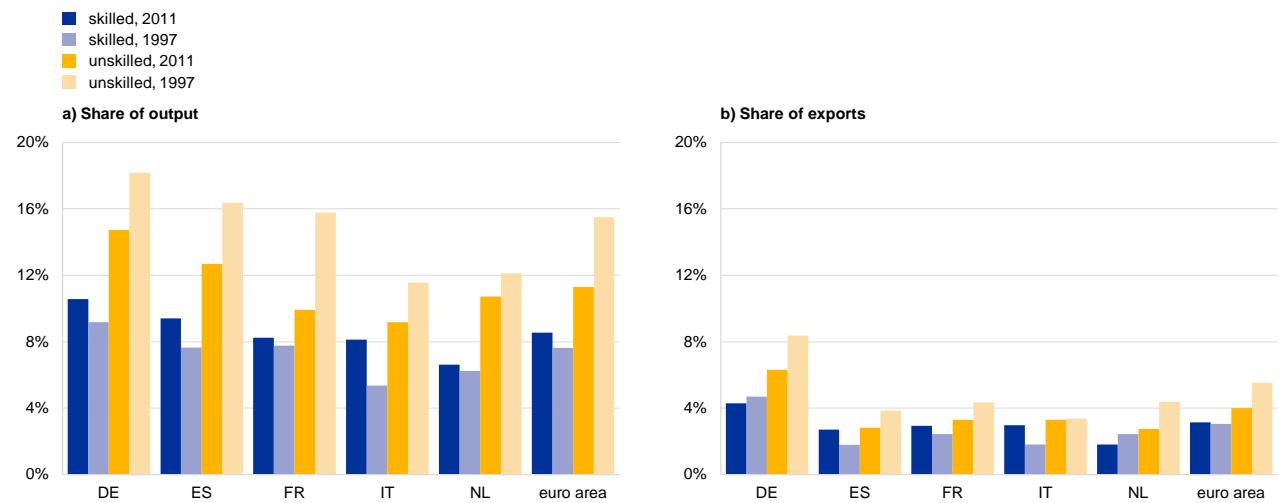
⁸¹ For this purpose, use is made of the World Bank's Labor Content of Exports (LACEX) Database developed by Cali et al. in 2016 on the basis of a panel of global input-output tables, exports from the Global Trade Analysis Project and national employment data. The database is a panel covering 24 sectors and 150 countries and measures the contribution of labour to a given country's exports – measured as employees' compensation (LACEX dataset) or the number of jobs (JOCEX dataset).

regard to the skill mix, skilled labour has captured a growing part of labour value added at the expense of unskilled labour.

Chart 10

Average domestic labour value-added share in the euro area and its five largest economies

(percentage share)



Sources: Labor Content of Exports Database (World Bank) and ECB staff calculations.

Notes: The shares for the euro area are computed as a weighted average of all available euro area countries, with gross output as a weight. Due to missing data, Slovenia is not included in the computations.

Trade in global value chains changes the scope of tasks being performed in each industry, possibly affecting the skill mix and compensation within sectors. The changes to production processes and input choices related to international production segmentation in the past decades could have affected the level of employment and compensation per hour for different types of workers. Therefore, there is a need to assess the relationship between recent labour market developments and different measures of GVC participation across different sectors and for different skill groups.

Box 3

Employment, labour compensation and global value chains

This box presents the analysis of the relationship between hours worked and compensation for different skill groups, on the one hand, and GVC participation, on the other hand, in a panel of euro area sectors over the period 1995-2009. The estimating regression is:

$$\log y_{i,c,t} = \gamma_0 + \alpha * \log \left(\frac{K}{L} \right)_{i,c,t} + \gamma_1 * \log IV_{i,c,t} + \gamma_2 * \log FV_{i,c,t} + FE_{i,c} + FE_{c,t} + \epsilon_{i,c,t}$$

where the unit of observation is a sector *i* in country *c* at time *t*, $y_{i,c,t}$ is either the log of the share of high-skilled hours in total hours or the log of compensation of high-skilled and low-skilled workers, and $IV_{i,c,t}$ and $FV_{i,c,t}$ are backward and forward GVC indices, respectively.⁸² Sector-country

⁸² See Box 1 for a description of the GVC participation indices.

($FE_{i,c}$) and country-time ($FE_{c,t}$) fixed effects are included in order to control for unobserved time-invariant differences across industries and aggregate country-level changes in each year.⁸³

The estimation results confirm that there is a significant effect of foreign value added on the skill mix and on the compensation of both high and low-skilled workers.

Estimation results using within-sector changes show that participation in global value chains may be associated with a shift towards high-skilled labour.⁸⁴ A panel fixed-effects estimation shows that participation in global value chains is associated with a change in the skill composition within sectors characterised by a shift towards high-skilled workers (Chart 11, panel a).⁸⁵ When disentangling the effect between backward and forward-looking participation indices, this effect is mainly driven by an increased usage of imported inputs.⁸⁶ Such a job polarisation might be related to a combination of both offshoring and skill-biased technical change at the sectoral level.

Turning to wages, panel analysis shows that backward participation in global value chains is associated with an increase in hourly compensation for all skill groups (Chart 11, panel b). Both high and low-skilled workers experience an increase in their hourly compensation when the sector they are working in sees an increase in the foreign value added embedded in its exports (backward participation).⁸⁷ This result is supported by existing studies that show that imported inputs generate important productivity effects, through channels involving learning, innovation, and variety or quality aspects.⁸⁸ While an increased share of imported inputs in the production process might benefit total factor productivity and hence potential output,⁸⁹ competitiveness would improve only when productivity increases faster than input costs (wages and the rental rate of capital). A number of firm-level studies find a positive net effect of imported inputs on external competitiveness, hence enabling entry into new export markets.⁹⁰ Moreover, the strengthening of global value chains has the potential to weaken the elasticity of exports to the exchange rate, for example if exports are increasingly made of inputs bought in foreign currencies.⁹¹

⁸³ The wage regressions also include the capital-to-labour ratio as a determinant of the marginal productivity of labour in a Cobb-Douglas production function setting.

⁸⁴ The results presented here do not provide evidence of causality, but are designed to assess correlation between different GVC participation indices and labour market outcomes.

⁸⁵ For more details of the methodology, see Box 3.

⁸⁶ See Box 1 for a description of the GVC participation indices.

⁸⁷ This is consistent with firm-level studies such as Bas, M. and Strauss-Kahn, V., "Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France", *Review of World Economics*, Vol. 150, 2014, pp. 241-275.

⁸⁸ See, for example, Halpern, L., Koren, M. and Szeidl, A., "Imported Inputs and Productivity", *American Economic Review*, Vol. 105(12), 2015, pp. 3660-3703.

⁸⁹ See Box 4 for an analysis of technology transmission through production linkages in the CEE countries.

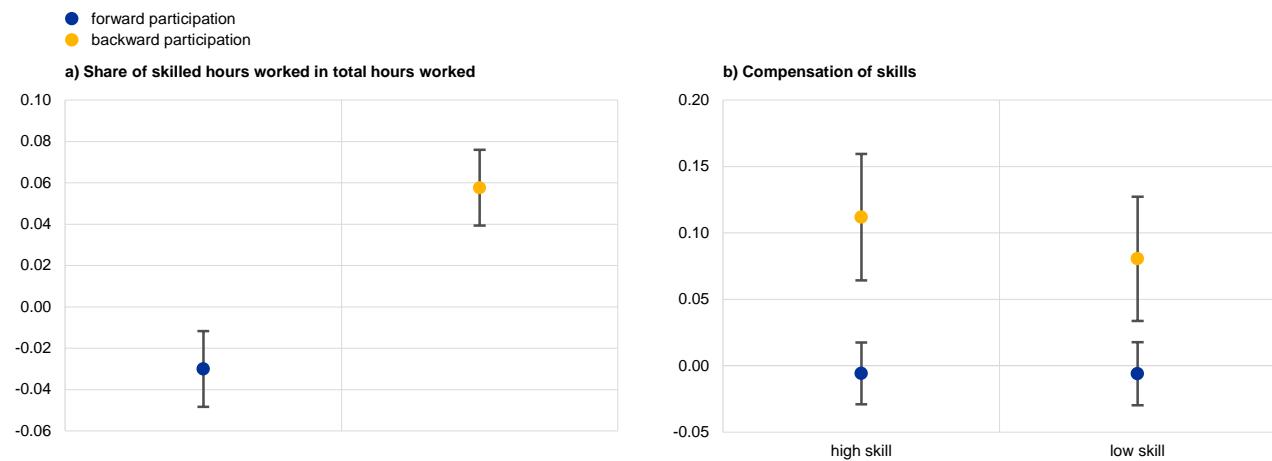
⁹⁰ See, for example, Kasahara, H. and Lapham, B., "Productivity and the decision to import and export: Theory and evidence", *Journal of International Economics*, Vol. 89(2), 2013, pp. 297-316.

⁹¹ See Section 2.1 of this article for an account of the effects of the use of imported inputs in production on countries' price competitiveness.

Chart 11

GVC participation correlations with skill composition and compensation of high and low-skilled employees

(percentage change corresponding to a 1% increase in the GVC participation index)



Sources: World Input-Output Database (2013 release) and ECB staff calculations.

This analysis suggests that global value chains have an impact on labour market outcomes. A greater share of imported inputs in production may be associated with a shift towards high-skilled labour. Foreign inputs could raise wages for all skill groups. At the same time, global value chains may have positive welfare implications for the participating economies, namely technological advancement following the more efficient allocation of workers to high-skilled tasks which also implies higher wages in advanced economies, on the one hand, and increased salaries for workers in emerging economies, on the other.⁹²

Box 4

Technology transfer through global value chains and productivity growth in central and eastern European countries

Supply chain linkages are an important channel for technology transmission from parent to host firms. Firms involved in production chains can benefit from being related to more technologically advanced parent firms as they can learn and absorb their technology. According to the literature, there are two main transmission channels. On the one hand, firms utilising parent companies' intermediate products in their production – i.e. firms with backward supply linkages – can have access to new technology embedded in those products and to a wide variety of inputs. On the other hand, firms providing intermediate products to their parent companies – i.e. firms with forward supply linkages – are subject to quality checks which improve their products. This, in turn, would enhance their productivity and allow them to upgrade capital.

Given the high integration of CEE countries in global value chains, productivity developments of firms in these countries depend heavily on these technology spillovers. As shown in panel a of Chart 1, CEE countries are integrated in GVCs to a much larger extent than the

⁹² Welfare gains for advanced economies only materialise when resources are efficiently and rapidly reallocated across skill groups. See Rodriguez-Clare, A., "Offshoring in a Ricardian World", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 2(2), 2010, pp. 227-258.

euro area on average, even after the general slowdown in GVC participation growth after 2011. For this reason, this box uses the CEE region as a case study to analyse to what extent and how technology spills from parent to host firms in GVCs.

According to the literature, new technology diffuses across countries in two stages: first from global frontier firms to national frontier firms, and second from national frontier firms to national non-frontier firms. This framework is adapted to GVCs and it is assumed that the relevant global frontier firms are parent firms and that only national frontier firms in the host country participate directly in GVCs. Accordingly, in a first stage, the most productive firms in the host country absorb technology from parent firms. In a second stage, the new technology spills from firms participating in GVCs to non-frontier firms in the host economy, which operate in domestic production chains and interact with national frontier firms. Moreover, transmission depends on the exposure to and learning from the relevant frontier firms (“pass-through” effect), as well as the ability to catch up with the frontier (“catch-up” effect).

Table A
TFP growth of national frontier and non-frontier firms

	First stage of technology diffusion		Second stage of technology diffusion	
	GVC forward participation (exports)	GVC backward participation (imports)	GVC forward participation (exports)	GVC backward participation (imports)
TFP growth of GVC frontier	0.156*** (0.044)	0.430*** (0.058)	0.060* (0.036)	0.151** (0.041)
Lagged TFP gap between GVC frontier and national frontier	0.281*** (0.044)	0.364*** (0.054)	0.041 (0.026)	0.010 (0.024)
TFP growth of national frontier			0.947*** (0.051)	0.920*** (0.049)
Lagged TFP gap between national frontier and non-frontier firms			0.560*** (0.077)	0.569*** (0.080)
GVC participation growth	0.079** (0.036)	0.199** (0.079)	0.068** (0.032)	0.203** (0.079)
Observations	642	642	642	642
Adjusted R-squared	0.224	0.334	0.727	0.736

Sources: CompNet, WIOD (2016 release) and ECB calculations.

Notes: Robust standard errors in parentheses, clustered at the country-sector level. Country-sector fixed effects, a constant and dummies for crisis and post-crisis periods are included.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.10

Parametric analysis using data from the Competitiveness Research Network (CompNet) and the latest WIOD release for nine CEE countries and ten years (2003-12) provides evidence in support of the importance of technology transfer for total factor productivity (TFP) growth in CEE economies. First, TFP growth of the most productive firms in CEE countries, assumed to be directly participating in GVCs, is associated positively and significantly with TFP growth of non-CEE EU frontier firms operating in sectors involved in the same production chain (the “GVC frontier”). The first two columns of Table A confirm the importance not only of the pass-through effect, but also of the catch-up effect (proxied by the lagged TFP gap to the GVC frontier). Second, TFP growth of non-frontier firms in CEE countries is related fundamentally to TFP growth of the most productive domestic firms participating in GVCs, rather than to the GVC frontier (the last two columns of Table A). Thus, non-frontier firms benefit only indirectly from the technology transfer through GVCs. These results confirm the two-stage technology diffusion process proposed by the literature. Moreover, Table A shows that backward linkages are more important for technology transfer than forward

linkages, as higher-quality inputs are made available to host firms and generate positive externalities.

In conclusion, technology transfer through GVCs, particularly via backward linkages, is a key factor behind productivity developments in CEE countries.

4 Conclusions

Euro area countries are heavily involved in global production chains. This has an impact on some key macroeconomic indicators. It is therefore essential to consider global value chains when dealing with certain macroeconomic concepts. More specifically:

- Measures of competitiveness which account for the presence of global value chains, such as value-added and input-output REERs, portray different pictures regarding episodes of currency appreciation/depreciation compared with conventional REERs.
- Although shifts in production chains are not a major determinant of the change in global market shares of euro area countries, taking into account global value chains helps to understand the drivers of competitiveness.
- Developments in global value chains have played a role in the accelerating and then decelerating dynamics of the elasticity of trade to global demand over the past decades. To the extent that the high responsiveness of trade to income – which was observed before the crisis also as a result of the expansion of global value chains – is no longer observed in the future, a lower elasticity of trade to income could be regarded as the “new normal”.

Firms' and sectors' involvement in production chains creates cross-country interlinkages. This has a bearing on the analysis of macroeconomic spillovers:

- Real spillovers via input-output linkages occur and certain sectors may play a key role in their transmission. Moreover, production chains are a channel for foreign and domestic technological transfer to non-frontier firms, which takes place through the technology that is embedded in imported intermediate products.
- Finally, sectors increasing their involvement in global value chains tend to hire a higher share of high-skilled workers and show systematically higher wages for any given skill level. In particular, sectors located downstream in the value chain see a positive effect on wages from using more foreign inputs.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	3,5	2,6	3,1	0,3	7,3	1,3	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,4	2,9	2,2	1,1	6,9	2,0	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,1	1,5	1,8	1,0	6,7	1,8	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2016 III	0,8	0,7	0,5	0,3	1,8	0,5	1,0	1,8	1,1	0,7	-0,5	1,7	0,3
IV	0,9	0,4	0,7	0,4	1,7	0,6	1,5	1,7	1,8	1,2	0,3	2,2	0,7
2017 I	0,9	0,3	0,2	0,4	1,3	0,5	2,4	1,8	2,5	2,1	0,3	1,4	1,8
II	-	0,8	0,3	1,0	1,7	0,6	2,1	1,8	1,9	2,7	0,4	1,4	1,5
2017 jun.	-	-	-	-	-	-	1,9	1,8	1,6	2,6	0,4	1,5	1,3
jul.	-	-	-	-	-	-	2,0	1,8	1,7	2,6	0,4	1,4	1,3
avg.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,8	1,9	2,9	0,7	1,8	1,5
sept.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,8	2,2	3,0	0,7	1,6	1,5
okt.	-	-	-	-	-	-	2,2	1,9	2,0	3,0	0,2	1,9	1,4
nov. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,3	54,1	51,5	2,7	3,8	2,0
2015	53,2	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,3	0,9	3,7	-0,9
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,7
2016 IV	53,2	54,6	55,5	52,0	53,1	53,8	53,4	53,2	50,5	1,8	-1,3	3,9
2017 I	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,3	51,8	2,1	1,4	2,6
II	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,3	51,5	-0,3	1,6	-1,6
III	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,8	-	-	-
2017 jun.	53,1	53,9	53,8	52,9	51,1	56,3	52,1	53,4	51,7	-0,3	1,6	-1,6
jul.	53,1	54,6	54,1	51,8	51,9	55,7	52,5	53,3	51,6	1,5	2,3	0,9
avg.	53,6	55,3	54,0	51,9	52,4	55,7	52,8	53,9	52,4	1,2	1,2	1,2
sept.	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,8	53,4	51,6	-	-	-
okt.	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	-	-	-
nov.	53,2	54,5	54,9	52,2	51,6	57,5	53,6	53,1	52,2	-	-	-

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

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

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017 maj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,25	-0,13	1,19	-0,01
jun.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,26	-0,01
jul.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,15	1,31	-0,01
avg.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
sept.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
okt.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 maj	-0,73	-0,74	-0,74	-0,39	0,36	1,10	1,05	0,88	-0,76	-0,67	0,43	1,54
jun.	-0,69	-0,65	-0,59	-0,17	0,54	1,19	1,07	0,93	-0,60	-0,41	0,65	1,63
jul.	-0,71	-0,71	-0,67	-0,21	0,58	1,29	1,07	0,93	-0,70	-0,51	0,72	1,75
avg.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
sept.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
okt.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52

Vir: ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX												ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva											
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017 maj	387,1	3.601,9	765,9	281,9	707,5	318,8	186,4	616,2	477,1	272,5	363,8	935,1	2.395,3	19.726,8
jun.	383,6	3.547,8	767,8	283,0	698,8	299,9	182,4	617,2	475,2	283,6	355,4	927,3	2.434,0	20.045,6
jul.	377,8	3.483,9	745,3	270,9	685,3	289,5	187,7	606,5	465,2	273,5	339,7	891,3	2.454,1	20.044,9
avg.	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2
sept.	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4
okt.	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)^{1), 2)}

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja				
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov ³⁾						
		do 2 let	nad 2 leti							spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto	nad 5 let in do 10 let							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2016 nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,39	16,73	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79			
dec.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,33	16,69	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,90	1,80	1,75	2,24	1,78			
2017 jan.	0,07	0,48	0,41	0,76	6,34	16,64	5,05	5,87	6,24	2,27	1,76	1,88	1,80	1,76	2,28	1,81			
feb.	0,07	0,48	0,40	0,77	6,38	16,69	5,09	5,72	6,17	2,39	1,77	1,89	1,84	1,81	2,29	1,85			
mar.	0,06	0,48	0,40	0,74	6,39	16,70	4,99	5,62	6,08	2,39	1,74	1,88	1,85	1,82	2,25	1,85			
april	0,06	0,47	0,39	0,72	6,34	16,70	4,83	5,58	5,97	2,36	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87			
maj	0,06	0,47	0,39	0,81	6,33	16,70	5,08	5,78	6,22	2,43	1,73	1,90	1,90	1,87	2,23	1,87			
jun.	0,06	0,47	0,38	0,77	6,31	16,82	4,68	5,74	6,19	2,41	1,69	1,89	1,91	1,89	2,21	1,87			
jul.	0,05	0,46	0,38	0,76	6,27	16,80	4,95	5,84	6,28	2,36	1,75	1,91	1,90	1,90	2,21	1,88			
avg.	0,05	0,45	0,35	0,75	6,24	16,80	5,32	5,89	6,34	2,35	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91			
sept.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,28	16,80	5,07	5,71	6,20	2,34	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89			
okt. ^(p)	0,05	0,44	0,35	0,75	6,24	16,80	4,88	5,68	6,15	2,40	1,67	1,92	1,93	1,96	2,18	1,88			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{1), 2)}

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR				
		do 2 let	nad 2 leti			spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2016 nov.	0,07	0,12	0,42	2,65	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,29	1,43	1,52	1,82			
dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,83	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81			
2017 jan.	0,06	0,12	0,51	2,64	2,68	2,80	2,30	1,81	1,86	1,73	1,22	1,37	1,62	1,79			
feb.	0,06	0,10	0,53	2,64	2,58	2,78	2,35	1,77	1,76	1,71	1,18	1,31	1,53	1,76			
mar.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,52	2,79	2,35	1,76	1,79	1,72	1,30	1,62	1,57	1,82			
april	0,06	0,10	0,40	2,56	2,55	2,69	2,35	1,79	1,78	1,70	1,34	1,50	1,64	1,81			
maj	0,05	0,10	0,43	2,52	2,49	2,77	2,37	1,76	1,73	1,71	1,20	1,47	1,63	1,76			
jun.	0,05	0,06	0,43	2,51	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,43	1,56	1,76			
jul.	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,75	1,74	1,72	1,23	1,33	1,65	1,74			
avg.	0,05	0,10	0,36	2,44	2,49	2,70	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,43	1,59	1,74			
sept.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,45	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,45	1,58	1,73			
okt. ^(p)	0,04	0,11	0,42	2,41	2,40	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,34	1,61	1,73			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	219	219	34	.	38	93	25
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	161	161	37	.	33	82	34
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	161	161	45	.	32	79	33
2017 maj	1.302	521	139	.	93	481	68	173	173	52	.	37	84	21
jun.	1.288	507	144	.	80	484	72	149	149	60	.	33	81	33
jul.	1.289	514	146	.	86	477	66	177	177	54	.	43	77	32
avg.	1.293	516	147	.	84	474	71	169	169	54	.	29	80	25
sept.	1.299	530	145	.	81	478	65	162	162	61	.	38	82	29
okt.	1.279	529	146	.	84	457	62	175	175	44	.	41	74	36
Dolgoročne														
2014	15.128	4.048	3.160	.	993	6.285	643	225	65	48	.	16	86	10
2015	15.246	3.784	3.287	.	1.056	6.481	637	216	68	46	.	13	81	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8
2017 maj	15.423	3.626	3.245	.	1.140	6.779	634	281	68	90	.	18	101	4
jun.	15.406	3.620	3.216	.	1.144	6.788	638	230	62	50	.	24	84	9
jul.	15.399	3.618	3.232	.	1.154	6.762	633	268	74	93	.	21	76	4
avg.	15.326	3.592	3.173	.	1.150	6.777	633	127	29	35	.	3	54	5
sept.	15.367	3.570	3.180	.	1.178	6.805	634	231	56	63	.	17	90	5
okt.	15.347	3.587	3.147	.	1.184	6.789	640	236	78	42	.	21	85	10

Vir: ECB.

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

2.7 Stopnje rasti in stanja vrednostnih papirjev razen delnic in delnic, ki kotirajo na borzi

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2014	16.448,6	4.590,6	3.291,0	.	1.051,3	6.822,7	693,0	6.016,4	591,3	850,5	4.574,6		
2015	16.514,6	4.301,6	3.433,5	.	1.117,8	6.959,3	702,4	6.813,1	584,3	984,0	5.244,9		
2016	16.637,7	4.213,1	3.368,1	.	1.245,0	7.108,2	703,4	7.089,5	537,6	1.097,9	5.454,0		
2017 maj	16.724,9	4.146,3	3.384,1	.	1.232,3	7.260,3	701,9	7.845,6	631,3	1.151,9	6.062,4		
jun.	16.693,4	4.127,4	3.360,0	.	1.223,7	7.272,4	709,9	7.694,5	640,5	1.151,7	5.902,4		
jul.	16.688,5	4.132,6	3.378,3	.	1.240,4	7.238,8	698,5	7.718,2	663,1	1.197,6	5.857,6		
avg.	16.618,5	4.108,3	3.320,5	.	1.234,3	7.250,5	704,7	7.638,4	630,8	1.174,6	5.833,0		
sept.	16.666,3	4.100,2	3.325,3	.	1.259,1	7.282,2	699,5	7.937,9	657,7	1.237,6	6.042,6		
okt.	16.625,3	4.115,8	3.293,3	.	1.267,5	7.246,3	702,2	8.169,9	649,6	1.299,6	6.220,6		
Stopnja rasti													
2014	-0,6	-8,2	1,0	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7		
2015	0,2	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6		
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017 maj	1,6	-2,0	2,9	.	8,1	2,2	0,1	0,8	5,9	1,1	0,2		
jun.	1,5	-2,2	3,7	.	8,3	1,7	0,4	0,7	4,8	1,2	0,3		
jul.	1,8	-1,1	3,4	.	9,3	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1		
avg.	1,5	-1,5	1,9	.	9,1	2,0	-0,4	0,8	6,1	1,4	0,2		
sept.	1,3	-1,5	0,9	.	7,5	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2		
okt.	0,9	-0,9	-0,9	.	7,2	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1		

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni 1	Realni CPI 2	Realni PPI 3	Deflator realnega BDP 4	Realni ULCM ²⁾ 5	Realni ULCT	Nominalni 6	Realni CPI 8
2014	101,4	97,2	96,4	91,0	96,4	98,6	114,3	95,4
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,6	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,8	85,0	79,8	89,3	109,7	89,3
2016 IV	94,5	89,6	90,5	84,7	79,5	89,1	109,4	88,9
2017 I	93,8	89,0	89,6	83,4	78,7	88,3	108,6	88,1
II	95,3	90,3	91,0	84,7	78,8	89,2	110,2	89,1
III	98,6	93,2	93,7	-	-	-	114,5	92,4
2017 jun.	96,3	91,3	91,9	-	-	-	111,5	90,1
jul.	97,6	92,4	93,0	-	-	-	113,4	91,5
avg.	99,0	93,6	94,3	-	-	-	115,1	92,9
sept.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,1	92,8
okt.	98,6	93,1	93,5	-	-	-	114,9	92,4
nov.	98,5	93,1	93,3	-	-	-	115,1	92,6
% sprememba glede na predhodni mesec								
2017 nov.	-0,1	0,0	-0,2	-	-	-	0,2	0,2
% sprememba glede na predhodno leto								
2017 nov.	4,2	3,9	3,0	-	-	-	5,0	4,0

Vir: ECB.

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

2) Serije, deflacionirane z indeksom ULCM, so na voljo samo za skupino trgovinskih partneric EDT-18.

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi 1	Hrvatska kuna 2	Češka krona 3	Danska krona 4	Madžarski forint 5	Japonski jen 6	Poljski zlot 7	Britanski funt 8	Romunski leu 9	Švedska krona 10	Švicarski frank 11	Ameriški dolar 12
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0,806	44.437	9.099	1.215	1.329
2015	6.973	7.614	27.279	7.459	309.996	134.314	4.184	0,726	44.454	9.353	1.068	1.110
2016	7.352	7.533	27.034	7.445	311.438	120.197	4.363	0,819	44.904	9.469	1.090	1.107
2016 IV	7.369	7.523	27.029	7.439	309.342	117.918	4.378	0,869	45.069	9.757	1.080	1.079
2017 I	7.335	7.467	27.021	7.435	309.095	121.014	4.321	0,860	45.217	9.506	1.069	1.065
II	7.560	7.430	26.535	7.438	309.764	122.584	4.215	0,861	45.532	9.692	1.084	1.102
III	7.834	7.426	26.085	7.438	306.418	130.349	4.258	0,898	45.822	9.557	1.131	1.175
2017 jun.	7.646	7.410	26.264	7.438	308.285	124.585	4.211	0,877	45.721	9.754	1.087	1.123
jul.	7.796	7.412	26.079	7.437	306.715	129.482	4.236	0,886	45.689	9.589	1.106	1.151
avg.	7.876	7.405	26.101	7.438	304.366	129.703	4.267	0,911	45.789	9.548	1.140	1.181
sept.	7.826	7.464	26.075	7.440	308.368	131.924	4.269	0,895	45.992	9.533	1.147	1.191
okt.	7.789	7.509	25.766	7.443	309.951	132.763	4.263	0,891	45.895	9.614	1.155	1.176
nov.	7.772	7.551	25.538	7.442	311.891	132.392	4.227	0,888	46.347	9.848	1.164	1.174
% sprememba glede na predhodni mesec												
2017 nov.	-0,2	0,6	-0,9	0,0	0,6	-0,3	-0,8	-0,3	1,0	2,4	0,8	-0,2
% sprememba glede na predhodno leto												
2017 nov.	5,2	0,4	-5,5	0,0	1,0	13,2	-3,7	2,2	2,8	0,0	8,2	8,7

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg			
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti					
	Saldo (stanje mednarodnih naložb)														
2016 III	23.519,8	24.521,3	-1.001,5	10.318,1	8.434,1	7.682,4	10.463,6	-62,1	4.854,3	5.623,5	727,0	13.856,0			
IV	23.982,9	24.780,0	-797,1	10.680,0	8.610,8	7.862,2	10.570,0	-57,7	4.790,9	5.599,2	707,6	13.782,1			
2017 I	25.161,7	25.746,9	-585,2	11.055,3	8.909,6	8.253,0	10.859,1	-62,8	5.189,5	5.978,2	726,6	14.242,7			
II	24.571,9	25.201,4	-629,5	10.766,7	8.719,8	8.175,2	10.679,9	-48,8	4.996,1	5.801,8	682,7	13.888,6			
Saldo.kot.odstotek.BDP															
2017 II	224,3	230,1	-5,7	98,3	79,6	74,6	97,5	-0,4	45,6	53,0	6,2	126,8			
Transakcije															
2016 IV	94,9	0,6	94,3	102,5	38,7	23,2	-22,8	15,9	-51,3	-15,4	4,6	-			
2017 I	629,7	567,3	62,4	187,1	199,8	172,3	65,7	21,8	251,0	301,8	-2,5	-			
II	209,4	160,8	48,7	51,0	70,6	174,5	110,6	-1,3	-13,2	-20,4	-1,7	-			
III	57,4	-104,0	161,5	-153,8	-165,0	175,1	19,4	-19,7	55,3	41,5	0,6	-			
2017 april	172,0	161,3	10,7	46,0	7,0	40,9	16,8	2,2	87,4	137,5	-4,5	-			
maj	97,0	89,2	7,9	31,8	33,0	70,2	65,0	4,0	-10,4	-8,8	1,4	-			
jun.	-59,6	-89,7	30,1	-26,8	30,6	63,4	28,7	-7,5	-90,2	-149,0	1,4	-			
jul.	-17,9	-61,0	43,1	-176,3	-186,0	65,8	52,0	-3,9	101,7	72,9	-5,2	-			
avg.	54,9	17,0	37,9	10,9	18,9	68,6	-24,8	-7,9	-16,0	22,9	-0,7	-			
sept.	20,4	-60,1	80,5	11,6	2,0	40,6	-7,8	-7,8	-30,4	-54,3	6,4	-			
Skupne 12-mesečne transakcije															
2017 sept.	991,5	624,7	366,9	186,8	144,1	545,1	173,0	16,7	241,9	307,6	1,0	-			
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP															
2017 sept.	9,0	5,7	3,3	1,7	1,3	4,9	1,6	0,2	2,2	2,8	0,0	-			

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo		Skupaj	Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	10.157,6	9.786,6	5.633,9	2.129,1	1.997,1	1.006,5	599,7	385,6	26,5	371,0	4.541,7	4.170,8
2015	10.515,1	10.030,3	5.754,3	2.168,9	2.078,1	1.016,2	637,9	418,4	29,0	484,8	4.847,0	4.362,2
2016	10.788,8	10.310,0	5.891,6	2.218,8	2.189,3	1.051,8	674,3	457,7	10,3	478,8	4.935,9	4.457,1
2016 IV	2.725,6	2.613,9	1.489,2	558,9	557,9	266,9	171,2	118,5	7,9	111,8	1.264,8	1.153,0
2017 I	2.747,6	2.630,1	1.504,9	562,1	559,8	272,7	171,6	114,2	3,2	117,5	1.297,6	1.180,2
II	2.778,6	2.660,8	1.515,5	564,9	573,3	277,4	175,8	118,8	7,0	117,8	1.307,8	1.190,0
III	2.804,9	2.681,3	1.522,4	567,6	581,2	279,3	180,7	119,9	10,1	123,6	1.320,2	1.196,7
<i>Odstotek BDP</i>												
2016	100,0	95,6	54,6	20,6	20,3	9,7	6,2	4,2	0,1	4,4	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2016 IV	0,6	0,7	0,5	0,3	1,0	1,2	1,6	-0,1	-	-	1,6	1,8
2017 I	0,6	0,2	0,5	0,2	-0,1	1,8	1,0	-5,9	-	-	1,3	0,4
II	0,7	1,0	0,5	0,3	2,2	0,3	1,5	7,8	-	-	1,0	1,7
III	0,6	0,6	0,3	0,2	1,1	0,1	2,9	0,6	-	-	1,2	1,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2014	1,3	1,3	0,8	0,7	1,9	-0,4	4,6	3,8	-	-	4,7	4,9
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,3	7,3	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,3	2,0	1,8	4,5	2,5	5,5	8,3	-	-	3,3	4,7
2016 IV	1,9	2,3	1,9	1,6	4,5	2,6	3,4	11,1	-	-	3,8	4,8
2017 I	2,1	1,9	1,7	1,0	4,1	3,7	3,9	5,6	-	-	4,8	4,8
II	2,4	2,3	1,9	1,1	3,5	4,2	4,3	0,9	-	-	4,5	4,4
III	2,6	2,4	1,9	1,1	4,2	3,4	7,2	2,0	-	-	5,2	5,1
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016 IV	0,6	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-	-
2017 I	0,6	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,5	-	-
II	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,3	0,1	-0,2	-	-
III	0,6	0,5	0,2	0,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014	1,3	1,3	0,5	0,1	0,4	0,0	0,3	0,1	0,3	0,1	-	-
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2016 IV	1,9	2,2	1,0	0,3	0,9	0,3	0,2	0,4	-0,1	-0,3	-	-
2017 I	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,4	0,2	0,2	-0,1	0,2	-	-
II	2,4	2,2	1,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	-	-
III	2,6	2,3	1,1	0,2	0,9	0,3	0,4	0,1	0,2	0,3	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode	
Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	9.123,0	152,0	1.782,5	461,6	1.720,2	418,4	458,0	1.050,1	980,8	1.777,4	322,0	1.034,6
2015	9.443,2	153,8	1.899,9	468,7	1.782,7	433,1	464,2	1.073,0	1.025,7	1.811,4	330,6	1.072,0
2016	9.680,3	151,4	1.936,5	489,3	1.831,2	451,3	454,0	1.100,2	1.070,7	1.857,6	338,1	1.108,5
2016 IV	2.443,5	38,6	489,6	123,8	463,0	114,5	112,2	277,5	270,7	468,6	85,1	282,1
2017 I	2.464,6	40,0	490,8	126,1	469,1	114,8	112,5	279,7	275,1	470,9	85,5	283,0
II	2.492,1	39,8	498,0	128,0	475,7	116,4	112,5	282,1	278,9	474,4	86,2	286,6
III	2.516,6	40,3	504,6	129,5	479,9	117,2	113,0	284,5	282,5	478,1	87,0	288,2
Odstotek dodane vrednosti												
2016	100,0	1,6	20,0	5,1	18,9	4,7	4,7	11,4	11,1	19,2	3,5	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2016 IV	0,6	-1,0	1,2	0,5	0,8	0,8	-0,4	0,3	0,8	0,4	0,2	1,0
2017 I	0,7	1,9	0,0	1,5	1,1	1,0	-0,1	0,6	1,5	0,3	0,3	0,4
II	0,7	-0,5	1,0	0,7	0,7	1,0	0,5	0,2	0,9	0,5	0,5	0,8
III	0,7	-0,2	1,3	0,4	0,6	0,8	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,2
Medletne spremembe v odstotkih												
2014	1,3	1,7	2,7	-1,0	1,7	4,3	-1,9	0,4	2,7	0,5	0,1	1,3
2015	1,9	3,1	4,0	0,4	1,7	3,4	-0,1	0,7	2,8	0,9	1,1	3,4
2016	1,7	-1,3	2,0	1,6	1,9	3,0	0,4	0,9	2,9	1,3	0,9	3,0
2016 IV	1,9	-2,7	2,6	1,7	2,1	3,6	-0,2	1,0	2,7	1,6	0,9	2,5
2017 I	2,0	0,4	1,8	2,6	2,7	4,4	-0,6	1,2	3,5	1,3	1,0	2,6
II	2,4	0,0	3,0	3,2	3,1	4,7	-0,1	1,2	3,1	1,5	1,2	2,8
III	2,6	0,2	3,6	3,1	3,3	3,6	0,0	1,6	3,9	1,5	1,6	2,3
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2016 IV	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2017 I	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
II	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2014	1,3	0,0	0,5	-0,1	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,3	0,1	0,0	-
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2016 IV	1,9	0,0	0,5	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017 I	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,3	0,0	-
II	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
III	2,6	0,0	0,7	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve			Po gospodarski dejavnosti									
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,2	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 IV	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,6	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 I	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
II	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
III	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
<i>Opravljene delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 IV	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 I	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
II	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
III	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
<i>Opravljene delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 IV	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 I	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
II	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
III	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,3

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest ²⁾	
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu				
		V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016	100,0		81,8		18,2		52,2		47,8						
2014	160,334	4,6	18,635	11,6	6,1	15,212	10,4	3,423	23,8	9,932	11,5	8,703	11,8	1,4	
2015	160,600	4,6	17,451	10,9	5,6	14,300	9,8	3,152	22,3	9,260	10,7	8,191	11,0	1,5	
2016	161,877	4,3	16,230	10,0	5,0	13,280	9,0	2,951	20,9	8,473	9,7	7,757	10,4	1,7	
2016 IV	162,300	4,2	15,753	9,7	4,9	12,882	8,7	2,871	20,4	8,241	9,4	7,512	10,0	1,7	
2017 I	161,635	4,3	15,385	9,5	4,8	12,636	8,5	2,750	19,6	7,977	9,1	7,409	9,9	1,9	
II	162,214	4,2	14,845	9,1	4,5	12,147	8,2	2,698	19,1	7,698	8,8	7,147	9,5	1,9	
III			14,561	9,0		11,891	8,0	2,670	18,8	7,554	8,6	7,006	9,3	1,9	
2017 maj	-	-	14,869	9,2	-	12,162	8,2	2,708	19,2	7,710	8,8	7,159	9,5	-	
jun.	-	-	14,689	9,0	-	12,011	8,1	2,678	19,0	7,631	8,7	7,057	9,4	-	
jul.	-	-	14,688	9,0	-	12,019	8,1	2,669	18,9	7,615	8,7	7,072	9,4	-	
avg.	-	-	14,562	9,0	-	11,887	8,0	2,676	18,8	7,565	8,6	6,997	9,3	-	
sept.	-	-	14,432	8,9	-	11,766	7,9	2,666	18,7	7,483	8,5	6,949	9,2	-	
okt.	-	-	14,344	8,8	-	11,687	7,9	2,657	18,6	7,456	8,5	6,888	9,2	-	

Vir: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Gradbeništvo	Kazalnik ECB o novih naročilih v industriji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva					
	Predelovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1		100,0			
	Medletne spremembe v odstotkih																
2014	0,8	1,7	1,1	1,8	2,7	-5,4	2,0	3,1	1,5	0,7	2,5	0,0	3,8				
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	2,7	1,8	3,3	2,3	8,8				
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,5	1,3	1,7	1,8	7,2				
2016 IV	2,4	1,8	2,4	1,8	1,3	5,4	2,3	3,2	2,4	1,7	3,1	1,4	4,1				
2017 I	1,3	1,3	2,2	1,3	-0,6	1,8	1,9	5,5	2,2	1,4	2,8	1,4	4,8				
II	2,7	2,8	3,9	2,4	1,7	1,7	3,7	6,7	2,9	2,7	3,3	1,3	6,0				
III	3,7	4,0	4,9	4,6	2,0	0,3	3,0	8,8	2,9	1,8	4,3	0,3	5,5				
2017 maj	4,1	4,3	4,1	5,5	3,2	1,6	2,9	8,4	2,7	2,1	3,6	-0,1	7,1				
jun.	2,9	2,6	4,3	1,5	1,2	4,8	4,3	5,9	3,5	2,7	3,6	4,1	6,5				
jul.	3,7	3,8	5,0	4,5	1,1	1,7	2,8	7,3	2,3	1,5	3,6	1,0	4,6				
avg.	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,1	1,9	9,0	2,3	1,3	3,7	-0,2	6,9				
sept.	3,4	3,9	4,6	4,4	2,3	-0,8	3,1	10,2	4,0	2,5	5,7	0,2	5,3				
okt.	3,7	4,4	5,0	3,3	5,3	-2,2	.	.	0,4	0,2	0,6	0,3	5,9				
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																
2017 maj	1,3	1,5	0,6	2,3	1,4	0,6	-0,1	2,5	0,4	-0,4	0,8	1,2	2,8				
jun.	-0,5	-0,8	0,0	-1,9	-0,4	0,9	0,1	-0,4	0,4	0,6	0,3	1,0	-1,8				
jul.	0,3	0,5	0,6	1,0	0,5	-1,2	0,0	-0,7	0,0	-0,5	0,3	-0,5	-2,0				
avg.	1,5	1,8	1,2	3,4	0,3	0,6	0,0	3,2	-0,2	0,0	0,0	-0,7	2,9				
sept.	-0,5	-0,6	-0,5	-1,6	0,2	-0,5	0,1	0,7	0,8	1,0	0,5	-0,5	1,5				
okt.	0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	0,1	.	.	-1,1	-1,3	-1,1	-0,1	-3,0				

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)								Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik zaupanja v industriji	Predelovalne dejavnosti	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7	
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,1	-26,6	-3,1	4,7	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7	
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8	
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3	
2016 IV	106,9	-0,6	82,4	-6,5	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8	
2017 I	108,0	1,1	82,6	-5,5	-11,0	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6	
II	110,0	3,3	82,9	-2,7	-5,0	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6	
III	112,1	5,4	83,5	-1,5	-2,2	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0	
2017 jun.	111,1	4,5	-	-1,3	-3,5	4,4	13,3	-	57,4	58,7	55,4	56,3	
jul.	111,3	4,5	83,2	-1,7	-1,8	3,9	14,2	90,2	56,6	56,5	55,4	55,7	
avg.	111,9	5,0	-	-1,5	-3,3	1,6	15,1	-	57,4	58,3	54,7	55,7	
sept.	113,1	6,7	-	-1,2	-1,7	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7	
okt.	114,1	8,0	83,8	-1,1	0,4	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0	
nov.	114,6	8,2	-	0,1	1,6	4,2	16,3	-	60,1	61,0	56,2	57,5	

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,4	1,0	1,9	1,3	2,7	1,0	32,5	4,6	132,4	2,9	7,1	1,6
2015	12,3	93,7	1,5	2,2	1,5	3,4	2,5	33,4	6,3	134,3	4,4	4,7	2,4
2016	12,1	93,3	1,9	1,9	5,5	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,2	1,9
2016 III	12,2	93,4	1,5	2,2	5,8	4,1	4,0	33,5	7,7	133,6	4,0	6,3	1,9
IV	12,1	93,3	1,5	1,9	5,2	4,3	4,4	33,4	7,7	134,3	3,9	6,4	1,9
2017 I	12,1	93,0	1,5	1,9	10,8	4,7	4,6	33,5	7,3	133,7	4,4	9,9	2,3
II	12,1	93,1	1,4	1,9	5,5	4,9	4,9	33,3	6,7	132,9	4,2	8,6	2,2

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2016 IV	946,0	860,8	85,3	548,4	457,9	199,2	193,7	170,0	144,3	28,4	64,8	9,4	9,6
2017 I	955,2	871,1	84,1	558,9	479,8	206,1	188,8	163,0	145,9	27,2	56,6	7,4	17,7
II	964,4	890,2	74,1	559,1	477,5	208,0	190,8	170,5	151,5	26,8	70,3	7,0	17,2
III	969,3	866,4	102,8	566,3	475,4	210,9	188,9	166,2	134,5	25,8	67,5	5,8	4,6
2017 april	318,9	297,3	21,6	184,2	158,4	69,3	62,8	56,5	49,6	8,9	26,5	2,0	6,1
maj	326,3	297,9	28,4	188,9	162,2	68,6	64,1	59,8	50,8	9,0	20,8	2,1	5,5
jun.	319,2	295,0	24,1	186,0	156,9	70,0	64,0	54,2	51,1	8,9	23,0	2,9	5,6
jul.	319,9	289,3	30,6	185,1	158,7	70,0	62,5	56,3	44,7	8,5	23,5	2,4	1,4
avg.	323,2	288,7	34,5	187,4	158,1	70,0	62,8	56,9	46,5	8,9	21,3	1,7	1,3
sept.	326,1	288,4	37,8	193,8	158,7	70,9	63,6	53,0	43,3	8,4	22,8	1,7	1,9
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2017 sept.	3.834,9	3.488,5	346,4	2.232,7	1.890,7	824,2	762,2	669,7	576,3	108,2	259,3	29,6	49,1
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2017 sept.	34,7	31,6	3,1	20,2	17,1	7,5	6,9	6,1	5,2	1,0	2,3	0,3	0,4

1) Ni desezonirano.

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)¹⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov²⁾ (desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)				
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek:
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2016 IV	2,3	2,5	525,4	245,2	109,4	157,4	440,1	462,7	257,5	75,7	119,7	336,5	50,1	
2017 I	10,9	13,8	539,5	258,5	110,1	161,1	449,5	485,8	279,3	78,4	120,1	344,3	59,9	
II	5,3	9,7	545,1	257,1	112,4	163,0	455,5	486,2	275,5	79,5	123,4	352,0	52,1	
III	6,1	7,6	547,4	.	.	.	458,5	483,2	.	.	.	351,3	.	
2017 april	-1,7	4,4	180,0	85,5	36,7	53,7	149,7	161,6	92,0	26,9	40,2	116,5	17,9	
maj	13,7	18,1	184,1	86,9	38,5	55,4	154,5	165,3	93,9	26,7	42,2	119,7	17,6	
jun.	4,2	6,7	181,0	84,6	37,3	53,9	151,3	159,3	89,7	25,9	41,0	115,9	16,6	
jul.	6,1	8,9	178,9	83,7	36,4	54,2	149,6	160,8	90,1	26,2	40,8	117,1	15,8	
avg.	6,8	8,8	183,2	86,2	37,9	55,5	153,9	162,2	91,3	27,0	41,1	119,1	15,9	
sept.	5,6	5,1	185,3	.	.	.	155,0	160,2	.	.	.	115,1	.	
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2016 IV	1,6	1,0	120,5	118,2	119,4	124,9	120,1	110,1	109,2	108,3	112,0	112,8	104,4	
2017 I	6,4	3,1	121,1	121,6	119,1	124,5	120,6	110,3	111,3	108,2	110,0	112,3	109,6	
II	1,5	2,0	122,6	121,5	121,7	125,7	122,1	112,5	112,9	110,3	114,3	115,4	104,4	
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 april	9,2	6,0	122,6	122,7	122,1	126,1	122,5	110,7	111,9	106,5	113,0	112,7	103,6	
maj	-6,0	-5,2	121,2	120,7	118,7	124,5	120,3	110,6	111,3	109,0	111,3	113,5	102,4	
jun.	8,9	9,6	123,6	122,9	124,5	127,2	123,7	114,7	115,1	112,7	116,8	117,8	104,8	
jul.	1,8	1,6	123,0	121,0	122,0	125,5	122,4	112,2	112,3	109,1	114,8	114,8	106,0	
avg.	3,6	3,4	121,5	119,5	118,3	126,5	120,9	113,2	113,1	109,9	113,6	115,6	101,3	
sept.	4,8	4,8	124,8	123,0	124,7	130,1	124,9	115,3	115,2	116,7	114,9	119,4	98,8	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) ²⁾							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 IV	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	-0,3	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2017 I	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
II	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,6	1,6	1,3
III	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,6	0,4	0,1	-0,9	0,4	1,5	1,1
2017 jun.	102,0	1,3	1,1	1,0	1,6	0,0	0,2	-0,4	0,1	-0,9	0,3	1,3	1,3
jul.	101,4	1,3	1,2	1,1	1,6	0,1	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,2	1,3	1,1
avg.	101,7	1,5	1,2	1,4	1,6	0,2	0,2	0,6	0,0	0,7	0,1	1,6	1,1
sept.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,0	1,6	1,0
okt.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,0	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,2	1,4	1,1
nov. ³⁾	102,3	1,5	0,9	.	1,2	0,2	0,2	0,0	0,0	1,5	0,0	.	.
Blago													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobakčnimi izdelki)				Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine	20	21	22	23	24	25	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	24	8,2
% od skupaj v letu 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	15,1	8,2
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	.
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	.
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	.
2016 IV	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	.
2017 I	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	.
II	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8	.
III	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	.
2017 jun.	1,4	1,6	1,0	0,8	0,4	1,9	1,3	1,3	2,4	-1,6	2,4	0,9	.
jul.	1,4	1,9	0,6	0,9	0,5	2,2	1,3	1,2	2,2	-1,8	2,5	0,8	.
avg.	1,4	2,0	0,6	1,4	0,5	4,0	1,3	1,2	2,5	-1,9	2,4	0,8	.
sept.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9	.
okt.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4	.
nov. ³⁾	2,2	2,1	2,4	.	0,4	4,7	.	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ²⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ²⁾			
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov					Ener- genti									
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13			
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9							
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,1	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,6				
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,2	0,2	1,6	3,8				
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-6,9	0,4	3,2	5,7				
2016 IV	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4	1,2	3,7	5,5				
2017 I	104,7	4,1	4,0	2,1	3,1	0,8	1,7	2,6	0,2	9,9	1,9	3,8					
II	104,2	3,3	3,1	2,4	3,5	0,9	2,4	3,5	0,2	5,7	1,9	4,0					
III	104,4	2,4	2,6	2,1	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,2	1,9						
2017 maj	104,2	3,4	3,1	2,4	3,6	0,9	2,3	3,6	0,2	5,7	-	-	-				
jun.	104,0	2,4	2,1	2,2	3,0	0,9	2,4	3,5	0,3	2,5	-	-	-				
jul.	104,0	2,0	2,2	2,0	2,7	1,0	2,2	3,2	0,2	1,9	-	-	-				
avg.	104,3	2,5	2,7	2,2	2,9	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-	-				
sept.	104,8	2,8	2,9	2,2	3,3	1,0	2,2	3,1	0,3	4,3	-	-	-				
okt.	105,2	2,5	2,5	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-	-				

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

1) Na domačem trgu.

2) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (desez- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	Tehtano z uvozom ²⁾	Tehtano s porabo ²⁾	Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
% od skupaj															
2014	104,5	0,9	0,6	0,5	0,9	0,7	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,3	0,5	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 IV	107,2	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	-0,2	0,2	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2017 I	107,4	0,7	1,5	1,5	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
II	107,8	1,1	1,4	1,4	1,0	1,3	2,3	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
III	108,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,3	1,7	1,8	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,8	13,0
2017 jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,7	2,3	-7,1	13,7	3,2	-4,8	15,1
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	1,0	-6,1	8,9	2,0	-4,4	10,1
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,5	1,1	-9,0	12,3	1,0	-8,1	13,1
sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,5	-6,2	12,0	5,2	-1,2	13,2
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,5	3,4	0,2	-3,8	4,9

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,7	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	15,1	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,8	1,3	2,7	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6	
2016 IV	4,6	3,1	4,9	-5,4	2,4	58,6	54,9	51,6	50,5	
2017 I	9,0	5,5	6,4	-3,7	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4	
II	7,8	4,2	5,9	1,8	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5	
III	8,7	4,9	6,8	3,2	10,5	60,4	55,7	54,4	51,4	
2017 jun.	7,1	3,4	5,8	3,6	11,7	58,4	55,3	54,3	50,9	
jul.	7,5	4,4	6,2	5,3	10,1	57,8	55,2	53,7	51,0	
avg.	8,1	4,0	6,4	0,1	9,9	59,4	55,6	54,3	51,3	
sept.	10,5	6,1	8,0	4,3	11,5	64,0	56,3	55,2	51,8	
okt.	8,7	8,4	8,6	7,8	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1	
nov.	11,1	7,5	8,2	7,9	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
2014	102,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2		1,7
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6		1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5		1,4
2016 IV	112,3	1,6	1,6	1,5	1,6	1,5		1,4
2017 I	100,4	1,4	1,3	1,6	1,3	1,6		1,6
II	111,1	1,7	2,1	0,8	1,9	1,5		1,4
III								1,4

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html).

4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih										Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nimi	Strokovne, poslovne in podporne ne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo		
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stroški dela na enoto proizvoda													
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6	
2015	104,8	0,4	-3,3	-1,8	0,5	1,2	0,9	0,6	2,0	1,6	1,3	1,4	
2016	105,6	0,8	1,3	0,0	-0,3	1,3	0,0	1,7	4,3	0,7	1,2	1,7	
2016 IV	106,1	0,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	-0,3	2,3	4,9	0,9	1,1	1,6	
2017 I	106,3	1,0	0,5	0,6	0,3	0,5	-0,4	1,9	4,3	1,8	1,4	1,6	
II	106,5	0,9	1,3	-0,1	0,6	0,1	0,4	1,1	5,6	2,6	1,4	1,9	
III	106,7	0,9	0,9	-0,5	1,0	0,6	1,6	0,1	3,6	2,1	1,1	1,2	
Sredstva za zaposlene													
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0	
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,6	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	2,0	
2016	109,5	1,3	0,5	1,4	1,5	1,5	0,7	2,2	3,3	0,8	1,2	1,5	
2016 IV	110,3	1,4	0,7	1,6	1,3	1,6	0,7	2,1	3,4	0,9	1,4	2,0	
2017 I	110,7	1,5	-0,2	1,6	1,4	1,4	0,8	1,8	3,6	2,1	1,6	1,6	
II	111,1	1,7	0,7	1,7	2,3	1,4	1,6	1,7	4,8	2,4	1,8	1,4	
III	111,6	1,7	1,3	1,8	1,9	1,9	2,1	1,1	3,1	2,8	1,6	0,7	
Produktivnost dela na zaposlenega													
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6	
2015	103,2	1,1	4,3	3,7	0,4	0,4	1,9	0,1	-0,7	0,1	-0,1	0,5	
2016	103,7	0,5	-0,8	1,4	1,8	0,2	0,6	0,4	-0,9	0,1	0,0	-0,2	
2016 IV	104,0	0,6	-2,8	2,0	1,3	0,4	1,0	-0,2	-1,5	-0,1	0,3	0,4	
2017 I	104,1	0,5	-0,7	0,9	1,1	0,9	1,2	-0,1	-0,6	0,3	0,1	-0,1	
II	104,3	0,7	-0,6	1,9	1,7	1,3	1,2	0,6	-0,8	-0,2	0,3	-0,6	
III	104,6	0,8	0,4	2,3	0,9	1,3	0,5	0,9	-0,4	0,6	0,4	-0,4	
Sredstva za delovno uro													
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4	
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8	
2016	111,4	1,3	-0,1	1,3	1,5	1,5	1,0	1,7	3,4	0,7	1,5	1,7	
2016 IV	112,2	1,6	1,3	1,4	1,6	1,9	1,3	2,1	4,2	1,0	1,8	2,4	
2017 I	112,5	1,6	0,3	1,4	1,1	1,6	0,9	1,5	3,6	2,1	1,9	1,6	
II	112,9	1,7	1,9	1,4	2,0	1,5	1,9	2,4	5,2	2,5	1,9	1,2	
III	113,3	1,5	0,4	1,3	1,3	1,7	2,3	0,9	3,2	2,7	1,7	0,1	
Produktivnost dela na uro													
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1	
2015	105,2	1,0	3,4	3,4	-0,2	0,8	0,9	0,0	-1,0	0,0	0,0	0,2	
2016	105,8	0,6	-0,9	1,3	1,6	0,3	1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,3	0,0	
2016 IV	106,2	0,9	-1,7	1,8	1,7	0,8	1,6	-0,4	-1,4	0,2	0,7	0,7	
2017 I	106,2	0,7	0,9	0,8	1,0	1,4	1,5	-0,4	-1,1	0,6	0,4	-0,1	
II	106,5	0,9	0,5	1,6	1,5	1,4	1,6	1,3	-0,6	0,2	0,5	-0,5	
III	106,6	0,8	0,4	1,8	0,7	1,2	1,0	0,8	-0,4	0,7	0,5	-0,7	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		Vezane vloge do 2 let		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let			
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	3	4	5	6			7	8	9	
	1	2									11	12
	Stanja											
2014	970,1	4.975,6	5.945,7	1.585,7	2.147,6	3.733,2	9.678,9	120,8	430,0	110,1	660,9	10.339,8
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2016 IV	1.075,1	6.128,3	7.203,4	1.328,6	2.175,7	3.504,3	10.707,7	70,4	523,2	95,7	689,2	11.396,9
2017 I	1.087,2	6.292,0	7.379,1	1.304,7	2.181,3	3.486,0	10.865,2	74,4	531,6	100,2	706,2	11.571,3
II	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
III	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
2017 maj	1.092,5	6.374,4	7.466,9	1.267,6	2.190,1	3.457,7	10.924,6	71,9	519,6	83,3	674,8	11.599,4
jun.	1.094,9	6.424,8	7.519,7	1.258,0	2.194,2	3.452,2	10.971,9	68,2	513,7	80,1	662,1	11.634,0
jul.	1.095,0	6.468,2	7.563,2	1.245,9	2.200,4	3.446,3	11.009,5	66,3	518,2	79,9	664,4	11.673,9
avg.	1.099,6	6.528,0	7.627,6	1.239,0	2.205,0	3.444,0	11.071,6	70,5	521,0	76,9	668,4	11.740,0
sept.	1.103,9	6.573,9	7.677,8	1.222,4	2.208,2	3.430,5	11.108,3	66,6	530,8	80,1	677,5	11.785,8
okt. ^(p)	1.110,0	6.591,1	7.701,2	1.216,1	2.215,4	3.431,5	11.132,7	73,1	529,0	69,3	671,3	11.804,0
	Transakcije											
2014	59,6	376,6	436,2	-88,4	3,7	-84,7	351,5	3,8	11,8	12,8	28,3	379,8
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	542,0	579,5	-105,8	16,0	-89,8	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,9	539,5
2016 IV	8,2	171,4	179,6	-53,4	4,0	-49,4	130,2	-7,6	20,6	3,2	16,2	146,4
2017 I	12,1	166,4	178,5	-21,5	5,5	-16,0	162,5	4,1	8,5	4,0	16,5	179,0
II	7,8	152,4	160,2	-37,1	12,5	-24,6	135,5	-5,6	-17,5	-18,4	-41,5	94,0
III	9,0	157,8	166,8	-32,7	10,8	-22,0	144,8	-1,1	17,0	-0,2	15,7	160,6
2017 maj	1,4	48,0	49,4	-9,2	5,1	-4,0	45,4	-0,1	0,1	0,6	0,6	46,0
jun.	2,5	54,2	56,7	-8,6	4,2	-4,5	52,2	-3,5	-5,7	-0,5	-9,7	42,5
jul.	0,1	49,5	49,6	-10,0	3,0	-7,0	42,6	-1,6	4,3	1,5	4,2	46,8
avg.	4,6	63,3	67,9	-5,9	4,6	-1,3	66,5	4,5	2,8	-5,5	1,8	68,4
sept.	4,3	45,1	49,3	-16,8	3,2	-13,6	35,7	-3,9	9,9	3,7	9,7	45,4
okt. ^(p)	6,2	14,3	20,5	-7,3	7,2	-0,1	20,4	6,4	-1,9	-13,0	-8,5	11,9
	Stopnje rasti											
2014	6,5	8,4	8,1	-5,2	0,2	-2,2	3,8	3,1	2,8	18,5	4,6	3,9
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2016 IV	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017 I	3,7	9,9	8,9	-7,6	0,8	-2,5	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
II	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
III	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
2017 maj	3,9	10,1	9,2	-8,5	1,0	-2,8	5,1	-17,1	7,1	-9,1	1,7	4,9
jun.	3,8	10,5	9,5	-9,4	1,1	-3,0	5,2	-18,6	5,0	-14,0	-0,6	4,9
jul.	3,4	10,2	9,2	-9,9	1,2	-3,2	5,0	-18,5	4,3	-17,6	-1,7	4,6
avg.	3,5	10,6	9,5	-9,2	1,4	-2,7	5,4	-11,3	6,2	-24,0	-0,4	5,0
sept.	3,5	10,9	9,8	-10,5	1,5	-3,2	5,4	-13,2	5,7	-12,9	1,0	5,2
okt. ^(p)	3,5	10,5	9,4	-9,9	1,8	-2,7	5,4	-0,4	3,7	-26,2	-0,7	5,0

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajoč se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2014	1.864,7	1.366,5	366,5	112,6	19,1	5.556,2	2.749,7	811,9	1.991,5	3,1	851,0	223,4	334,4
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2016 IV	2.079,0	1.656,1	296,1	118,2	8,4	6.052,6	3.401,2	643,8	2.005,7	1,9	990,1	198,2	383,2
2017 I	2.159,7	1.734,4	301,3	117,6	6,5	6.135,9	3.498,1	620,5	2.014,7	2,6	973,0	191,5	392,3
II	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
III	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
2017 maj	2.174,1	1.755,0	294,1	118,8	6,2	6.171,9	3.540,9	605,8	2.022,6	2,6	961,7	196,1	400,2
jun.	2.187,9	1.769,1	293,5	118,9	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,1	196,5	403,1
jul.	2.193,0	1.777,7	289,8	119,4	6,1	6.205,3	3.578,7	593,1	2.031,3	2,1	978,3	194,8	409,4
avg.	2.205,8	1.793,1	286,9	120,0	5,7	6.231,9	3.607,3	588,4	2.034,2	2,0	988,5	199,2	417,1
sept.	2.218,1	1.806,7	285,9	120,1	5,3	6.255,3	3.635,2	582,0	2.036,2	2,0	977,4	201,0	419,2
okt. (p)	2.228,6	1.822,0	280,4	120,8	5,4	6.293,0	3.674,6	574,1	2.042,2	2,2	950,8	202,6	420,6
Transakcije													
2014	68,9	90,9	-26,2	1,4	2,7	140,7	208,8	-65,1	-1,2	-1,8	56,8	7,0	22,3
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	127,9	151,8	-24,3	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2016 IV	9,8	30,6	-18,9	-1,0	-0,8	70,7	90,4	-23,4	4,6	-0,7	43,1	-7,9	-1,4
2017 I	83,7	79,7	6,5	-0,7	-1,9	83,5	97,4	-23,6	8,9	0,7	-15,5	-6,4	9,2
II	37,7	40,8	-4,8	1,7	0	54,9	65,7	-20,4	10,0	-0,3	13,6	5,3	10,6
III	35,2	41,0	-6,0	1,3	-1,1	66	75,5	-16,8	7,6	-0,3	12,8	4,8	16,1
2017 maj	16,4	15,7	-0,1	1,4	-0,6	19	22,0	-6,1	3,7	-0,5	8,7	-2,6	2,3
jun.	15,8	15,3	-0,2	0,5	0,2	16,4	20,6	-6,4	2,5	-0,3	10,7	0,3	2,9
jul.	8,9	11,5	-2,8	0,5	-0,3	15,5	18,7	-5,7	2,7	-0,2	11,5	-1,5	6,4
avg.	14,5	16,6	-2,4	0,6	-0,4	27	28,9	-4,7	2,9	0,0	12,6	4,6	7,7
sept.	11,8	12,9	-0,9	0,2	-0,5	23,4	27,9	-6,4	2,0	-0,1	-11,4	1,7	2,0
okt. (p)	8,8	13,9	-6,0	0,7	0,2	37,2	39,0	-8,0	6,0	0,2	-28,2	1,6	1,3
Stopnje rasti													
2014	4,0	7,6	-6,5	1,3	15,3	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-36,3	7,1	3,7	7,4
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2016 IV	6,6	10,1	-7,6	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,9	3,2	-13,0	5,1
2017 I	7,8	11,4	-5,5	-0,3	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,2
II	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
2017 maj	7,4	10,7	-5,8	0,5	-22,3	5,1	11,1	-11,7	1,3	-24,3	2,7	-9,5	5,2
jun.	8,1	11,2	-4,3	0,4	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
jul.	7,6	10,7	-5,4	1,1	-25,2	4,5	10,1	-12,6	1,4	-29,9	4,4	-9,3	6,6
avg.	8,1	11,3	-5,1	1,6	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,4	-5,9	8,7
sept.	8,1	11,8	-7,4	1,1	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
okt. (p)	8,3	11,8	-7,2	1,7	-21,7	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,7	4,7	-1,5	7,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Prilagojena posojila ²⁾		Posojila				Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾					
					Skupaj	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2014	3.613,5	1.136,1	2.475,2	12.509,1	10.454,5	10.724,6	4.317,2	5.201,5	806,6	129,2	1.282,2	772,5			
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4			
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0			
2016 IV	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.839,2	10.669,8	10.977,6	4.312,7	5.409,7	834,6	112,7	1.385,4	784,0			
2017 I	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.967,5	10.751,7	11.045,5	4.332,0	5.456,6	850,3	112,9	1.423,2	792,6			
II	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3			
III	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9			
2017 maj	4.475,9	1.066,4	3.395,1	12.977,5	10.747,8	11.060,1	4.338,9	5.472,8	824,5	111,6	1.437,6	792,1			
jun.	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.963,9	10.729,7	11.046,9	4.299,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,3			
jul.	4.496,7	1.058,1	3.424,3	12.985,3	10.735,4	11.070,2	4.303,5	5.485,5	832,2	114,2	1.455,2	794,7			
avg.	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.991,9	10.761,2	11.083,5	4.304,1	5.507,1	835,4	114,7	1.440,5	790,2			
sept.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.016,4	10.783,7	11.101,9	4.303,0	5.524,1	844,8	111,9	1.438,8	793,9			
okt. (p)	4.557,9	1.044,8	3.499,3	13.070,6	10.837,4	11.154,3	4.330,0	5.534,4	860,9	112,1	1.433,0	800,2			
Transakcije															
2014	73,3	16,7	56,6	-99,8	-47,0	-32,8	-60,6	-14,6	16,3	11,8	-89,7	36,9			
2015	295,3	-21,0	316,0	83,0	55,9	77,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5			
2016	488,3	-34,6	522,8	316,4	233,6	258,0	81,7	119,5	43,6	-11,1	78,7	4,1			
2016 IV	152,6	-17,2	170,0	80,6	60,3	68,3	15,4	37,5	4,7	2,7	18,2	2,0			
2017 I	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,5	49,1	20,6	0,2	36,7	10,1			
II	34,6	-5,2	39,8	57,3	26,1	48,3	-1,1	37,8	-10,5	0,0	19,4	11,8			
III	88,7	-10,8	99,6	77,8	79,5	86,6	21,4	44,0	14,7	-0,7	2,1	-3,9			
2017 maj	16,9	-3,2	20,0	29,3	15,2	24,5	8,5	9,3	-0,4	-2,2	13,9	0,2			
jun.	-8,5	-2,5	-5,8	28,3	11,6	15,8	-16,7	17,0	10,2	1,1	4,4	12,3			
jul.	32,9	-6,0	38,8	34,1	18,2	37,0	11,7	1,6	3,4	1,5	18,1	-2,2			
avg.	39,3	-1,3	40,5	18,5	34,2	22,4	5,3	23,7	4,7	0,6	-14,4	-1,2			
sept.	16,5	-3,5	20,3	25,1	27,2	27,1	4,5	18,7	6,7	-2,8	-1,5	-0,5			
okt. (p)	3,0	-5,7	8,9	47,5	53,3	53,3	27,2	11,1	14,8	0,2	-8,7	2,8			
Stopnje rasti															
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,7	11,9	-6,6	4,6			
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2			
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5			
2016 IV	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5			
2017 I	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7			
II	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4			
III	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6			
2017 maj	9,6	-4,8	15,0	2,9	2,2	2,7	1,6	2,7	2,3	0,3	8,1	3,9			
jun.	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4			
jul.	7,7	-4,1	11,9	3,0	2,2	2,6	1,2	2,9	3,4	3,6	7,5	5,6			
avg.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6			
sept.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6			
okt. (p)	7,4	-4,2	11,5	2,9	2,7	2,9	1,7	3,2	4,7	-1,6	4,4	2,8			

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah
- 3) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 4) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	Skupaj	Prilagojena posojila ⁴⁾				Skupaj	Prilagojena posojila ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2014	4.317,2	4.269,8	1.112,3	724,5	.2.480,4	5.201,5	5.546,5	563,0	3.861,7	776,9
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	.2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	.2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2016 IV	4.312,7	4.312,2	1.001,2	797,8	.2.513,6	5.409,7	5.726,4	615,2	4.046,2	748,4
2017 I	4.332,0	4.333,1	1.005,1	802,6	.2.524,3	5.456,6	5.767,6	626,4	4.085,7	744,5
II	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	.2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
III	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	.2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
2017 maj	4.338,9	4.345,7	1.000,4	804,3	.2.534,2	5.472,8	5.790,8	634,8	4.097,0	741,0
jun.	4.299,9	4.314,1	988,8	798,6	.2.512,5	5.485,1	5.797,5	635,0	4.112,9	737,1
jul.	4.303,5	4.325,6	984,4	802,7	.2.516,4	5.485,5	5.809,1	639,4	4.112,0	734,0
avg.	4.304,1	4.325,9	980,9	804,9	.2.518,2	5.507,1	5.818,8	642,5	4.132,0	732,6
sept.	4.303,0	4.324,3	976,4	812,4	.2.514,2	5.524,1	5.828,8	644,4	4.148,7	730,9
okt. (p)	4.330,0	4.350,7	990,7	816,4	.2.522,9	5.534,4	5.840,2	647,2	4.156,6	730,7
Transakcije										
2014	-60,6	-67,1	-14,1	2,5	-49	-14,6	6,0	-3,0	-2,9	-8,6
2015	-15,0	23,7	-62,1	31,9	15,2	98,5	77,0	21,8	80,2	-3,5
2016	81,7	98,6	-17,3	44,3	54,7	119,5	114,3	23,5	105,2	-9,2
2016 IV	15,4	29,7	-10,6	7,7	18,2	37,5	33,1	9,0	32,2	-3,7
2017 I	26,5	31,4	6,2	6,4	14	49,1	43,4	11,1	38,9	-0,8
II	-1,1	10,1	-2,8	2,1	-0,4	37,8	40,2	10,5	27,9	-0,6
III	21,4	33,4	-6,1	17,1	10,4	44,0	35,9	10,9	36,7	-3,6
2017 maj	8,5	9,2	4,4	1,1	3,1	9,3	15,5	6,5	2,3	0,5
jun.	-16,7	-9,7	-3,9	-2,3	-10,4	17,0	11,7	1,5	15,6	-0,1
jul.	11,7	20,5	-1,1	5,8	7	1,6	12,7	4,8	-0,6	-2,6
avg.	5,3	5,3	-1,5	3,4	3,4	23,7	11,9	3,6	20,4	-0,3
sept.	4,5	7,5	-3,4	8	0	18,7	11,3	2,5	16,9	-0,7
okt. (p)	27,2	27,6	14,2	4,3	8,7	11,1	12,5	3,1	7,9	0,1
Stopnje rasti										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,6	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2016 IV	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017 I	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
II	1,2	2,0	-2,6	3,8	2	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
III	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
2017 maj	1,6	2,5	-2,6	4,9	2,3	2,7	2,6	6,3	2,9	-1,0
jun.	1,2	2,0	-2,6	3,8	2	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
jul.	1,2	2,3	-2,2	3,7	1,8	2,9	2,6	6,7	3,1	-1,4
avg.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
sept.	1,5	2,4	-1,3	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,2
okt. (p)	1,7	2,9	-0,8	4,5	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-1,0

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

5 Denarna statistika

5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)¹⁾

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

Enote centralne ravnih države ²⁾	Obveznosti DFI					Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2014	269,6	7.132,9	2.186,3	92,4	2.392,6	2.461,5	1.386,3	233,4	184,5	139,7
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2016 IV	314,4	6.923,8	2.054,1	70,9	2.146,7	2.652,2	1.136,9	265,4	205,9	121,6
2017 I	308,2	6.881,1	2.031,7	69,3	2.106,5	2.673,6	1.104,0	254,7	183,1	111,8
II	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
III	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
2017 maj	315,5	6.832,1	2.014,7	66,9	2.080,8	2.669,7	1.047,4	246,2	162,4	104,3
jun.	305,7	6.766,4	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,2	1.030,0	248,3	154,2	109,7
jul.	324,7	6.722,5	1.991,0	63,3	2.052,9	2.615,3	1.042,3	196,8	128,1	76,4
avg.	348,3	6.726,5	1.982,2	62,5	2.036,2	2.645,7	1.029,5	252,0	124,4	69,0
sept.	365,3	6.700,4	1.977,1	61,5	2.016,2	2.645,7	1.023,9	262,9	140,6	85,4
okt. (p)	341,7	6.697,9	1.961,3	60,8	2.013,3	2.662,5	968,3	246,8	154,2	109,5
Transakcije										
2014	-3,2	-170,8	-120,8	2,1	-160,1	108,0	238,5	-6,2	0,7	17,8
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-110,2	-70,2	-9,1	-110,5	79,6	-276,2	-72,5	12,8	-12,0
2016 IV	12,1	-6,1	-20,2	-2,2	-12,0	28,3	-42,9	-38,0	-0,2	-7,5
2017 I	-7,5	-16,2	-16,3	-1,5	-27,3	28,9	-33,6	-31,9	-21,6	-9,1
II	-2,6	-10,0	-22,1	-2,4	-2,6	17,1	-15,1	4,6	-28,9	-2,1
III	65,0	-17,4	-22,0	-2,9	-29,7	37,2	24,3	17,5	-13,6	-24,3
2017 maj	-15,3	9,2	-6,0	-2,4	9,4	8,1	-19,7	13,5	-13,0	0,6
jun.	-9,9	-10,2	-8,9	-0,1	-4,5	3,3	6,6	-3,8	-8,2	5,4
jul.	19,1	-5,6	-8,9	-1,1	0,1	4,3	31,6	-38,4	-26,0	-33,3
avg.	23,5	-0,2	-7,8	-0,8	-9,2	17,5	-13,6	47,5	-3,7	-7,5
sept.	22,4	-11,5	-5,3	-1,0	-20,6	15,4	6,3	8,3	16,2	16,5
okt. (p)	-23,5	-13,9	-16,6	-0,7	-8,9	12,3	-63,3	-12,8	13,6	24,0
Stopnje rasti										
2014	-1,4	-2,3	-5,1	2,3	-6,3	4,5	-	-	0,4	14,6
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2016 IV	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	3,0	-	-	6,3	-9,0
2017 I	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
II	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
III	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
2017 maj	3,9	-1,2	-4,3	-11,6	-3,9	3,9	-	-	-23,4	-23,6
jun.	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,5	-	-	-30,7	-22,6
jul.	-2,4	-0,8	-4,0	-11,5	-2,8	3,5	-	-	-35,6	-39,5
avg.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
sept.	22,1	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
okt. (p)	8,6	-1,0	-4,6	-12,6	-3,6	4,1	-	-	-19,6	-17,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoče se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 III	-1,8	.	.	.	.	0,5
IV	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 I	-1,3	.	.	.	.	0,8
II	-1,3	.	.	.	.	0,9

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Odhodki					Investicijski odhodki		
	Skupaj	Tekoči prihodki					Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki	.			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	13		
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0		
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0		
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7		
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7		
2016 III	46,1	45,6	12,5	13,0	15,3	0,5	47,9	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7		
IV	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7		
2017 I	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7		
II	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,9	9,9	5,1	2,1	22,7		
												3,5		

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

Skupaj	Finančni instrument				Imetičnik		Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute		
	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	Do 1 leta	Nad 1 leta	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
												13	14	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	.	.
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1
2016 III	89,7	2,7	15,6	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	89,1	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu			Razno						
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6			
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4			
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3			
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6			
2016 III	-1,4	-0,5	-0,5	-0,2	0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-0,4	1,5			
IV	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6			
2017 I	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0			
II	-1,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾					Transakcije		
	Glavnica		Obresti				Stanje							
	Skupaj	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev		Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	15,8	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,6	0,4	3,5	2,8	0,8	1,6	
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2	
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2016 III	14,4	12,7	4,0	1,7	0,4	6,8	2,6	1,3	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2	
IV	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017 I	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1	
II	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2	
2017 maj	14,4	12,7	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,1	1,2	
jun.	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2	
jul.	13,9	12,2	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,3	
avg.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2	
sept.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1	
okt.	13,2	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,2	1,2	

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8	
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2	
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2016 III	-2,8	0,6	0,3	-1,6	-1,9	-4,9	-3,3	-2,4	-1,0	
IV	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,4	-4,5	-3,4	-2,5	0,5	
2017 I	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,1	-3,4	-2,4	0,8	
II	-1,5	0,8	-0,5	-0,6	1,0	-3,6	-3,3	-2,4	1,0	
Javni dolg										
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6	
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5	
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5	
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1	
2016 III	108,8	69,2	9,5	75,1	176,4	99,9	97,4	132,1	111,5	
IV	106,1	68,1	9,4	72,8	179,1	99,0	96,5	132,0	108,5	
2017 I	107,8	66,6	9,2	74,7	176,2	99,9	98,8	134,0	107,6	
II	106,6	66,0	8,9	74,3	175,0	99,8	99,3	134,7	107,6	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7	-2,6
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7	-3,2
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2016 III	0,2	0,3	1,6	0,9	-0,4	-0,7	-3,7	-1,8	-2,4	-2,0
IV	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017 I	-0,1	0,7	0,5	2,3	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-1,9	-1,5
II	0,4	0,7	0,4	2,0	1,1	-1,3	-1,4	-1,2	-1,7	-0,9
Javni dolg										
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7	56,5
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3	63,6
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8	63,1
2016 III	38,3	41,2	21,6	59,3	61,5	82,7	132,8	81,7	52,7	61,6
IV	40,5	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,9	63,1
2017 I	39,4	39,2	23,9	58,1	59,6	81,7	130,4	80,2	53,5	62,6
II	40,0	41,7	23,4	56,8	58,7	81,4	132,1	79,8	51,8	61,8

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2017

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 13. december 2017.

ISSN 2363-3417 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-17-008-SL-N