

Ekonomski bilten

številka 6 / 2020

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	7
2 Finančna gibanja	16
3 Gospodarska aktivnost	22
4 Cene in stroški	29
5 Denar in krediti	35
6 Javnofinančna gibanja	43
Okvirji	47
1 Bolgarski lev in hrvaška kuna v mehanizmu deviznih tečajev (ERM II)	47
2 Izboljšana merila efektivnega tečaja eura	51
3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 6. maja do 21. julija 2020	56
4 Vpliv nedavnega strmega porasta negotovosti na gospodarsko aktivnost v euroobmočju	62
5 COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?	66
6 Vloga posrednih davkov pri inflaciji in inflacijskih obetih v euroobmočju	71
7 Državna jamstva za posojila in bančna posojila v obdobju COVID-19	75
8 Javnofinančne posledice svežnja ukrepov EU v podporo okrevanju	82
Članki	86
1 China's path to normalisation in the aftermath of the COVID-19 pandemic	86
2 The viral effects of foreign trade and supply networks in the euro area	102
3 Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis	116
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 10. septembra 2020 sklenil, da pusti spodbujevalno naravnano denarno politiko nespremenjeno. Najnovejše informacije nakazujejo močno, a nepopolno okrevanje gospodarske aktivnosti, kar je večinoma skladno s prejšnjimi pričakovanji, toda raven aktivnosti ostaja precej pod ravnijo, ki je bila zabeležena pred pandemijo koronavirusa (COVID-19). Aktivnost v predelovalnih dejavnostih se še naprej izboljšuje, medtem ko se je zagon v storitvenih dejavnostih nedavno rahlo upočasnil. Na intenzivnost okrevanja še naprej vpliva precejšnja negotovost, saj bo okrevanje zelo odvisno od prihodnjega poteka pandemije in od uspešnosti zaježitvenih politik. Domače povpraševanje v euroobmočju je precej okrevalo z nizkih ravn, čeprav povišana negotovost glede gospodarskih obetov še naprej zavira potrošnjo gospodinjstev in podjetniške investicije. Skupno inflacijo slabijo nizke cene energentov in šibki cenovni pritiski v okolju umirjenega povpraševanja in precejšnjega neizkoriščenega potenciala na trgu dela. V takšnih razmerah je še vedno potrebna precejšnja spodbuda s strani denarne politike, da se podpre gospodarsko okrevanje in zaščiti cenovna stabilnost v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je zato na seji 10. septembra 2020 sklenil, da potrdi spodbujevalno naravnost denarne politike.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 10. septembra 2020

Pandemija koronavirusa ostaja glavni vir negotovosti v svetovnem gospodarstvu. Po začasni stabilizaciji sredi maja, kar je privelo do postopnega odpravljanja zaježitvenih ukrepov, se je začelo število novih primerov na dan v zadnjem času zopet povečevati, kar je okreplilo strahove o ponovnem izbruhu velikega števila okužb s koronavirusom. Takšni strahovi negativno vplivajo na zaupanje potrošnikov. Najnovejši podatki potrjujejo, da je svetovna gospodarska aktivnost v drugem četrletju dosegla dno in je zopet začela okrevati v skladu s postopnim odpravljanjem zaježitvenih ukrepov od sredine maja dalje. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo svetovni BDP (brez euroobmočja) realno zmanjšal za 3,7% v letošnjem letu ter povečal za 6,2% v letu 2021 in za 3,8% v letu 2022. Zmanjšanje svetovne trgovinske menjave bo precej večje ob izraziti procikličnosti trgovine, zlasti v obdobjih gospodarskega upada, ter ob posebni naravi krize zaradi koronavirusa, ki je povzročila motnje v svetovnih proizvodnih verigah in porast trgovinskih stroškov zaradi zaježitvenih ukrepov. Tveganja v svetovnih gospodarskih obetih ostajajo usmerjena navzdol, saj se negotovost glede poteka pandemije vztrajno nadaljuje, kar bi lahko v svetovnem gospodarstvu pustilo trajne sledove. Druga navzdol usmerjena tveganja so povezana z izidom pogajanj o brexitu, s povečanjem protekcionizma ter z dolgoročnejšim negativnim vplivom na svetovne dobavne verige.

Čeprav so se pogoji financiranja v euroobmočju od junajske seje Sveta ECB še dodatno nekoliko ublažili, se še niso vrnil na raven, ki je bila zabeležena pred pandemijo koronavirusa. V obravnavanem obdobju (od 4. junija do 9. septembra 2020) se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA nekoliko premaknila navzdol in kljub temu, da je na krajšem koncu rahlo vbočena, ne signalizira trdnih pričakovanj o takojšnjem znižanju obrestnih mer. Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja so se v obravnavanem obdobju zmanjšali ob podpori s strani denarne in javnofinančne politike. Cene tveganega finančnega premoženja so se nekoliko zvišale predvsem zaradi večinoma pozitivnih obetov glede dobička v kratkoročnem obdobju. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, razmeroma močno apreciral, ravno tako tudi v razmerju do ameriškega dolarja.

Realna rast BDP v euroobmočju se je v drugem četrletju 2020 medčetrtletno zmanjšala za 11,8%. Najnovejši podatki in rezultati anket kažejo na nadaljnje okrevanje gospodarstva v euroobmočju ter nakazujejo odboj BDP v tretjem četrletju, vendar naj bi ta ostal pod predkrizno ravnijo. Ob precejšnjem odboju proizvodnje v industriji in storitvah se kažejo znaki nedvomnega okrevanja potrošnje. Nedavno se je zagon v storitvenih dejavnostih upočasnil v primerjavi s predelovalnimi dejavnostmi, kar kažejo tudi rezultati anket za avgust. Kratkoročne gospodarske obete zavira povečanje stopnje okužb s koronavirusom v poletnih mesecih. Kar zadeva prihodnje obdobje, je nadaljevanje okrevanja še naprej v veliki meri odvisno od poteka pandemije in od uspešnosti zaježitvenih politik. Medtem ko bo negotovost, povezana s potekom pandemije, najverjetneje zavirala intenzivnost okrevanja na trgu dela ter na področju potrošnje in naložb, naj bi gospodarstvo v euroobmočju podpirali ugodni pogoji financiranja, ekspanzivno naravnana javnofinančna politika ter krepitev svetovne gospodarske aktivnosti in povpraševanja.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2020 pripravili strokovnjaki ECB. Po projekcijah naj bi medletna realna rast BDP znašala -8,0% v letu 2020, 5,0% v letu 2021 ter 3,2% v letu 2022. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2020 popravljena navzgor, za leti 2021 in 2022 pa je ostala približno nespremenjena. Zaradi izjemno velike negotovosti, ki trenutno spremlja gospodarske obete, projekcije vključujejo tudi dva alternativna scenarija – blagega in zaostrenega – ki ustrezata različnim predpostavkom o poteku pandemije.¹ Gledano v celoti tveganja za gospodarsko rast v euroobmočju po ocenah ostajajo usmerjena navzdol. Takšna ocena je odraz še vedno negotovih gospodarskih in finančnih posledic pandemije.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta znižala na -0,2%, potem ko je julija znašala 0,4%. Sodeč po sedanjih in terminskih cenah naftne ter upoštevajoč začasno znižanje davka na dodano vrednost v Nemčiji bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih verjetno ostala negativna, zatem pa naj bi v začetku leta 2021 postala ponovno pozitivna. Obenem bodo cenovni pritiski kljub pritiskom na zvišanje cen, povezanimi z omejitvami v

¹ Glej članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 10. septembra 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

ponudbi, kratkoročno ostali umirjeni zaradi šibkega povpraševanja, manjših plačnih pritiskov in apreciacije tečaja eura. V srednjeročnem obdobju bo okrevanje povpraševanja, ki ga podpirata spodbujevalno naravnana denarna in javnofinančna politika, povzročilo pritiske na zvišanje inflacije. Tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so se vrnili na raven, ki je bila zabeležena pred pandemijo, čeprav še vedno ostajajo zelo umirjeni, medtem ko so anketna merila ostala na nizki ravni.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2020 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2020 znašala 0,3%, v letu 2021 1,0%, v letu 2022 pa 1,3%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so inflacijski obeti za leto 2020 nespremenjeni, za leto 2021 so bili popravljeni navzgor, za leto 2022 pa so nespremenjeni. Nespremenjena projekcija za inflacijo v letu 2022 prikriva navzgor popravljeno inflacijo brez emergentov in hrane – kar deloma odraža pozitiven učinek ukrepov denarne in javnofinančne politike – ki jo je večinoma odtehtalo popravljeno gibanje cen emergentov. Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo leta 2020 predvidoma znašala 0,8%, leta 2021 0,9% in leta 2022 1,1%.

Pandemija koronavirusa še naprej pomembno vpliva na denarno dinamiko v euroobmočju. Rast širokega denarja (M3) se je še naprej krepila in je julija 2020 dosegla 10,2%, potem ko je junija znašala 9,2%. Visoka rast denarja je posledica domačega ustvarjanja kreditov, nadaljnjih nakupov vrednostnih papirjev s strani Eurosistema ter previdnostnega ravnjanja akterjev, ki spodbuja povečano zanimanje za likvidnost v nedenarnem sektorju. K rasti širokega denarja je še naprej največ prispeval ožji denarni agregat M1, ki zajema najlikvidnejše komponente denarja. Učinki pandemije koronavirusa na gospodarsko aktivnost so še naprej vplivali tudi na gibanje posojil zasebnemu sektorju. Medletna rast posojil nefinančnim družbam je ostala julija približno nespremenjena in je znašala 7,0%, potem ko je junija dosegla 7,1%. Visoke stopnje rasti so odraz povišanih likvidnostnih potreb podjetij, da financirajo tekoče izdatke in obratni kapital ter da okrepijo likvidnostne blažilnike, čeprav so njihovi prihodki z obojem gospodarske aktivnosti deloma okrevali. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je julija ravno tako ostala stabilna na ravnici 3,0%. Ukrepi denarne politike, ki je sprejel Svet ECB, bodo skupaj z ukrepi, ki so jih sprejele vlade posameznih držav in evropske institucije, še naprej olajševali dostop do financiranja, med drugim tudi tistim, ki so jih posledice pandemije najbolj prizadele.

Pandemija koronavirusa ima še naprej izjemno velik vpliv na javne finance v euroobmočju. Javnofinančni stroški zaježitvenih ukrepov so zelo veliki v vseh državah euroobmočja, čeprav se breme in sposobnost odzivanja od države do države razlikujeta. Zaradi gospodarskega upada in znatne javnofinančne podpore naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah precej povečal, in sicer na 8,8% BDP v letu 2020, v primerjavi z 0,6% v letu 2019. Stopnja primanjkljaja naj bi se v letih 2021 in 2022 zmanjšala na 4,9% oziroma 3,6% BDP. Obsežni javnofinančni ukrepi v letu 2020 so poleg negativne ciklične komponente, na katero je vplivalo poslabšanje makroekonomskih razmer, priveli tudi do poslabšanja ciklično

prilagojenega primarnega salda. K poznejšemu izboljšanju bosta po pričakovanjih prispevala postopno odpravljanje interventnih ukrepov in bolje ciklične razmere. Zaradi silovitega krčenja gospodarstva euroobmočja je še naprej ključno, da države izvajajo javnofinančne politike, ki so ambiciozne in medsebojno usklajene, čeprav bi morali biti sprejeti ukrepi ciljno usmerjeni in začasni. Glede na to sta zelo dobrodošla sveženj treh varnostnih mrež v višini 540 milijard EUR, ki ga je odobril Evropski svet, in instrument Evropske komisije za okrevanje (Next Generation EU) v višini 750 milijard EUR, ki lahko znatno podpre regije in sektorje, ki jih je pandemija najbolj prizadela.

Sveženj ukrepov denarne politike

Če povzamemo, je navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske analize s signali iz denarne analize potrdila, da je potrebna zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju zanesljivo približevala ravni pod 2%, vendar blizu te meje. V takšnih razmerah je Svet ECB 10. septembra 2020 znova potrdil sklop sprejetih ukrepov spodbujevalno naravnane denarne politike.

1. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Predvidoma bodo ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni, ki je dovolj blizu 2%, vendar pod to mejo, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije.
2. Svet ECB je sklenil, da bo nadaljeval nakupe v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP) v skupnem obsegu 1.350 milijard EUR. Ti nakupi prispevajo k rahljanju splošne naravnosti denarne politike in tako pomagajo izravnnavati vpliv pandemije na zniževanje inflacije, ki je predvideno v projekcijah. Nakupi se bodo še naprej izvajali fleksibilno v času, po razredih finančnega premoženja in po jurisdikcijah. To Svetu ECB omogoča, da učinkovito prepreči tveganja za nemoteno transmisijo denarne politike. Neto nakupi vrednostnih papirjev v okviru programa PEPP se bodo izvajali vsaj do konca junija 2021, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da je kriza zaradi koronavirusa končana. Poleg tega se bo glavnica zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa PEPP, ponovno investirala vsaj do konca leta 2022. V vsakem primeru se bo postopno zmanjševanje portfelja v okviru tega programa upravljalo tako, da se prepreči poseganje v ustrezno naravnost denarne politike.
3. Neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se bodo nadaljevali na mesečni ravni 20 milijard EUR, poleg tega pa se bodo do konca leta nadaljevali tudi nakupi v okviru začasnega sveženja v višini 120 milijard EUR. Svet ECB še naprej pričakuje, da se bodo mesečni neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev izvajali tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, in da se bodo končali, tik preden začne Svet ECB dvigovati ključne obrestne mere ECB. Poleg tega namerava Svet ECB glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investirati, in sicer daljše obdobje po

datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

4. Svet ECB bo še naprej zagotavljal obsežno likvidnost tudi z operacijami refinanciranja. Zelo veliko sredstev so si nasprotne stranke izposodile zlasti v najnovejši operaciji tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), kar podpira bančno kreditiranje podjetij in gospodinjstev.

Ukrepi denarne politike, ki jih je Svet ECB sprejel od začetka marca, zagotavljajo ključno podporo, ki je potrebna za okrevanje gospodarstva v euroobmočju in zaščito cenovne stabilnosti v srednjeročnem obdobju. Z njimi podpiramo likvidnostne razmere in pogoje financiranja v gospodarstvu, pomagamo ohranjati tok kreditov gospodinjstvom in podjetjem ter prispevamo k vzdrževanju ugodnih pogojev financiranja za vse sektorje in jurisdikcije. Obenem bo Svet ECB v sedanjem okolju povišane negotovosti pazljivo ocenjeval nove informacije, vključno z gibanjem deviznega tečaja, z vidika posledic za inflacijske obete v srednjeročnem obdobju. Svet ECB je še naprej pripravljen, da ustrezno prilagodi vse instrumente in tako v skladu s svojo zavezanostjo simetriji zagotovi, da se inflacija vzdržno giblje proti ciljni ravni.

1

Zunanje okolje

Pandemija koronavirusa (COVID-19) ostaja glavni vir negotovosti v svetovnem gospodarstvu. Sredi maja se je število novih primerov začasno stabiliziralo, tako da so države začele postopno odpravljati zaježitvene ukrepe, vendar pa se je zatem število primerov začelo ponovno povečevati, in sicer predvsem v ZDA, pa tudi v Braziliji in drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih. V začetku avgusta se je število novih primerov na svetovni ravni začelo umirjati, vseeno pa je stopnja okužb še vedno visoka, število novih primerov pa se v Evropi in nekaterih drugih regijah povečuje, kar krepi strah pred velikim ponovnim širjenjem okužb s koronavirusom. Ta strah negativno vpliva na zaupanje potrošnikov. Najnovejši podatki potrjujejo, da je svetovna gospodarska aktivnost v drugem četrletju dosegla dno in vzporedno s postopnim odpravljanjem zaježitvenih ukrepov začela sredi maja ponovno okrevati. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo svetovni BDP (brez euroobmočja) v letošnjem letu realno zmanjšal za 3,7%, nato pa v letu 2021 povečal za 6,2%, v letu 2022 pa za 3,8%. Upad svetovne trgovinske menjave bo precej večji od upada realnega BDP, in sicer tako zaradi izrazite procikličnosti trgovine, zlasti v obdobjih gospodarskega upada, kot tudi zaradi posebne narave krize COVID-19, ki je povzročila motnje v svetovnih proizvodnih verigah in zvišanje trgovinskih stroškov zaradi zaježitvenih ukrepov. Tveganja v svetovnih gospodarskih obetih ostajajo usmerjena navzdol, saj se negotovost glede poteka pandemije nadaljuje, kar bi v svetovnem gospodarstvu lahko pustilo trajne posledice. Druga navzdol usmerjena tveganja so povezana z izidom pogajanj o brexitu, z možnostjo okrepitev protekcionizma ter s posledičnim dolgoročnejšim negativnim vplivom na svetovne dobavne verige.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

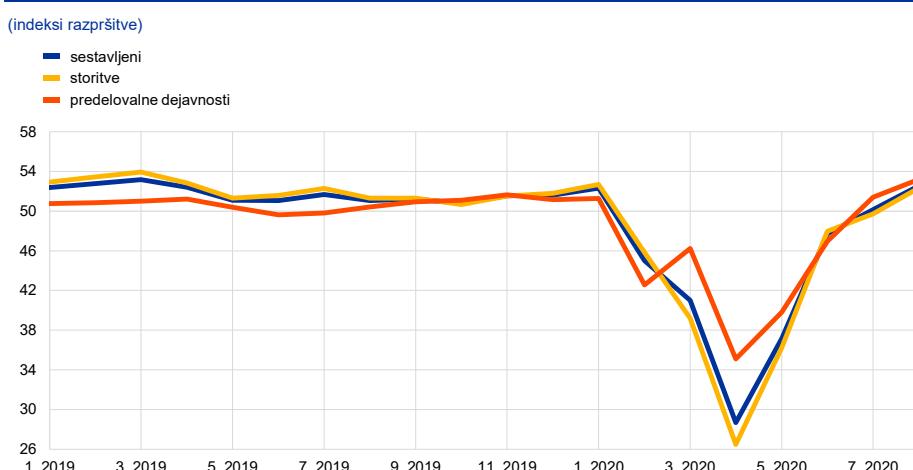
Svetovno gospodarstvo je zaradi pandemije COVID-19 v prvi polovici leta 2020 vstopilo v globoko, sinhronizirano recesijo. Izbruh sam ter zaježitveni ukrepi, ki so bili sprejeti za omejitve širjenja virusa, so zavirali gospodarsko aktivnost in povzročili silovit in sinhroniziran upad svetovne proizvodnje, ki je dno dosegel aprila 2020. Svetovna negotovost se je skokovito povečala na raven, ki ni bila zabeležena že vse od svetovne finančne krize. Strmo zmanjšanje gospodarske aktivnosti potrjujejo tudi najnovejši podatki iz nacionalnih računov za drugo četrletje. Še bolj je upadla svetovna trgovinska menjava, čeprav upad ni bil tako izrazit, kot je bilo predvideno v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2020. To nakazuje, da je elastičnost svetovne trgovinske menjave manjša, kot se je predpostavljalo v preteklosti. Kljub temu je Kitajska proti koncu marca lahko začela odpravljati zaježitvene ukrepe, tako da se je njeno gospodarstvo že v drugem četrletju vrnilo k pozitivnim stopnjam rasti.

Ko se je širjenje COVID-19 začelo umirjati in so države začele odpravljati zaježitvene ukrepe za omejitve širjenja koronavirusa, je svetovno gospodarstvo, kot potrjujejo anketni podatki, začelo okrevati. Ker so omejitve zdaj blažje in se je proizvodnja začela normalizirati, se pričakuje, da se bosta svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava odbili z nizkih ravni, zabeleženih v

drugem četrletju. To napovedujejo tudi svetovni sestavljeni indeksi vodij nabave (PMI, brez euroobmočja), ki se vse se od aprila, ko so dosegli dno (glej graf 1), vztrajno izboljšujejo. Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) se je avgusta zvišal že četrti mesec zapored in dosegel raven 52,6, potem ko je aprila na dnu znašal zgolj 28,6, julija pa 50. Do odboja je prišlo tako v predelovalnem kot tudi v storitvenem sektorju, vendar pa vse države očitno ne okrevajo enako hitro. Med razvitim gospodarstvi je sestavljeni PMI za gospodarsko aktivnost še naprej naraščal v ZDA in Združenem kraljestvu, medtem ko je na Japonskem ostal na strani krčenja gospodarske aktivnosti. Med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi se je PMI še nadalje povečal na Kitajskem, v Rusiji in Braziliji, medtem ko je za Indijo še naprej kazal v smeri krčenja.

Graf 1

Svetovni sestavljeni PMI za gospodarsko aktivnost in podindeksa (brez euroobmočja)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2020.

Svetovni pogoji financiranja so se zadnje mesece bistveno izboljšali. Čez poletje se je okrevanje na finančnih trgih, ki se je začelo konec marca, nadaljevalo z očitno nezmanjšanim zagonom v vseh največjih razvitih gospodarstvih in v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Delniški trgi so se v ZDA povzpeli na nove rekordne vrednosti, na Kitajskem so dosegli večletni vrh, drugod pa so še naprej hitro naraščali in nadoknadiли večino nastalih izgub. Bikovsko razpoloženi trgi so dvigovali tudi druge tvegane tržne segmente, kot so podjetniške obveznice. Ob večinoma nespremenjeni donosnosti netveganih državnih obveznic, ki je vztrajala na dolgoročno nizkih ravneh ali v njihovi bližini, so kazalniki finančnih pogojev v razvitih gospodarstvih dosegli najvišje ravni vseh časov, nedaleč od rekordnih ravni pa so bili tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Tekoči odboj tveganah sredstev sta poganjala niz pozitivnih makroekonomskih presenečenj v podatkih in nadaljnja krepitev nagnjenosti k tveganju, ki je deloma posledica naraščajočega optimizma, da bo kmalu na voljo cepivo. Kljub temu ostajajo finančni trgi v stanju pripravljenosti, saj so obeti v prvi vrsti odvisni od negotovega razvoja pandemije. Volatilnost ostaja precej nad dolgoročnim povprečjem, tržno dojemanje tveganja pa je na strani upočasnjevanja rasti.

Svetovni realni BDP (brez euroobmočja) se bo letos zmanjšal za 3,7%. V makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB iz septembra 2020 je predpostavljeno, da se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) v drugi polovici leta 2020, ko bodo države še naprej postopno odpravljale zaježitvene ukrepe, dvignil v pozitivno območje. Vendar pa bo ta odboj omejen, saj se predpostavlja, da bo negotovost glede poteka pandemije zmanjševala zaupanje podjetij in potrošnikov, takšna ali drugačna oblika socialnega distanciranja bo ostala v veljavi, učinkovita medicinska rešitev pa ne bo na voljo pred sredino leta 2021. Osnovni scenarij projekcij je torej skladen s pričakovanjem, da se bodo okužbe v nekaterih državah nadaljevale, ponovni izbruhi pa se bodo obvladovali s ciljno zasnovanimi zaježitvenimi ukrepi, ki bodo predvidoma manj ovirali gospodarsko aktivnost kot sorodni ukrepi v preteklosti.

Zaradi negotovosti glede poteka pandemije se pričakuje, da gospodarstvo do konca obdobja projekcij ne bo v celoti okrevalo. Kriza COVID-19 je povzročila trojni šok za svetovno gospodarstvo.² Za razliko od preteklih kriz je v prvem polletju 2020 posebej močno prizadela zasebno potrošnjo. Za prihodnje obdobje se pričakuje, da bodo negativni učinki zaježitvenih ukrepov postopoma izginjali, tako da bo svetovna proizvodnja počasi okrevala, kljub temu pa bo negotovost glede zdravstvenih in gospodarskih obetov še naprej zavirala potrošnjo in tako preprečevala hitrejše okrevanje gospodarske aktivnosti. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je pričakovana raven gospodarske aktivnosti ostala približno enaka in bo vse do konca obdobja projekcij vztrajala pod ravnjo iz osnovnega scenarija v projekcijah pred pandemijo. Skladno s tem se bo svetovni realni BDP (brez euroobmočja) po projekcijah v letu 2021 povečal za 6,2%, v letu 2022 pa za 3,8%.

V ZDA se po močnem krčenju v drugem četrtletju 2020 gospodarska aktivnost v tretjem četrtletju ponovno krepi. Okrevanje poganjajo ukrepi za podporo dohodkov. V drugem četrtletju je realni BDP, preračunano na letno raven, po drugi oceni upadel za 31,7% ($-9,1\%$ medčetrtletno). To je nekaj manj, kot je bilo predvideno v prvi oceni ($-9,5\%$ medčetrtletno), saj so bila zasebna vlaganja v zaloge in zasebna potrošnja popravljeni navzgor. V zadnjem času so podatki za ZDA na splošno pozitivni. Po velikem povečanju v maju in juniju so prodaja v trgovini na drobno in prehrambne storitve julija zrasle za skromnih 1,2%, a še vedno presegle predpandemične ravni. Vseeno skupna zasebna potrošnja ostaja daleč pod ravnjo izpred pandemije, saj so se izdatki za druge storitve zmanjšali. Potrošnjo gospodinjstev so podpirala večja nadomestila za brezposelnost in enkratni neposredni dodatki k plači. Ta plačila so se večinoma iztekelo v avgustu, kar je povzročilo precejšen upad dohodkov, ki bi lahko dodatno prizadel potrošnjo. Ker so oblasti okrog maja ublažile ukrepe za omejitev gibanja, so se delavci začeli vračati na delovna mesta, tako da je več kot polovica začasno odpuščenih iz aprilskeh podatkov ponovno dobila delo. Vseeno se je hitrost ustvarjanja delovnih mest julija v primerjavi z majem in junijem upočasnila, zato stopnja brezposelnosti še vedno ostaja na zgodovinsko visoki ravni. Indeks medletne inflacije cen živiljenjskih potrebščin (CPI) se je julija

² Začetni šok na strani ponudbe, ki so ga povzročili ukrepi za omejitev gibanja v skoraj vseh delih sveta, je sočasno okrepil šok na strani povpraševanja, ki je bil večinoma rezultat naraščanja brezposelnosti. Sledil je šok zaradi negotovosti, ko se je svetovno gospodarstvo nenadoma silovito ustavilo, posledice tega šoka pa zaenkrat večinoma še niso znane.

zvišal na 1,0%, potem ko je junija znašal 0,6%. Osnovna inflacija se je z junijskih 1,2% v juliju močno povečala na 1,6%, k čemur so največ prispevali višji stanovanjski stroški in podražitve zdravstvenih storitev. Različni kazalniki inflacijskih pričakovanj so se v zadnjem času zvišali in se ponovno približujejo dolgoročnemu povprečju. Vseeno inflacijski obeti ostajajo zelo nizki, saj gospodarstvo še naprej deluje pot potencialno ravnjo.

Na Kitajskem gospodarstvo hitro okreva, prodaja v trgovini na drobno pa ostaja šibka. Kitajski BDP se je v drugem četrtletju medčetrtletno povečal za 11,5%, s čimer se je vrnil nad raven ob koncu leta 2019. Rast so poganjale predvsem naložbe, skupaj z neto izvozom, medtem ko je potrošnja še naprej delovala zaviralno. Po najnovejših podatkih se je večina kitajskega gospodarstva odbila na raven pred pandemijo, šibka pa ostaja prodaja v trgovini na drobno. Medtem ko je industrijska proizvodnja močno okrevala (julija +4,9% medletno), se prodaja v trgovini na drobno še naprej zmanjšuje (julija -2,6%), kar je domnevno posledica skromnih pričakovanj gospodinjstev glede zaposlitve v prihodnosti. Javnofinančna politika še naprej podpira gospodarsko aktivnost, saj so razširjena zavarovanja za primer brezposelnosti, višje naložbe in davčne olajšave usmerjene v stabilizacijo zaposlenosti in gospodarsko rast. Spodbujevalno je naravnana tudi denarna politika, čeprav se oblasti zaradi gospodarskega odboja zavedajo, da bi nadaljnja kreditna rast lahko ustvarjala tveganja za finančno stabilnost.

Na Japonskem gospodarstvo v tretjem četrtletju okreva, a zasebna potrošnja ostaja šibka. Po drugi oceni je realni BDP v drugem četrtletju upadel za 7,9% medčetrtletno, kar pomeni rahel popravek navzdol glede na prvo oceno (-7,8% medčetrtletno). Izredno stanje v celotni državi, ki je bilo v veljavi aprila in maja, je oslabilo aktivnost, večino upada pa sta povzročila dvomestno krčenje zasebne potrošnje storitev in izvoza. Zasebna potrošnja se je zmanjšala zaradi domačih ukrepov za omejitev gibanja, izvoz pa zaradi močnega upada zunanjega povpraševanja. Okrevanje zunanjega povpraševanja je v juliju prispevalo k precejnjemu odboju industrijske proizvodnje. Vendar pa gospodarsko okrevanje napreduje počasi, kot kaže sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost, ki se je sicer avgusta že četrti mesec zapored zvišal in dosegel vrednost 45,2, a ostaja v območju krčenja (tj. pod mejno vrednostjo 50). Zasebna potrošnja storitev ostaja šibka. Indeks potrošniške aktivnosti, ki ga objavlja japonska centralna banka, kaže, da se je potrošnja trajnih in netrajnih proizvodov junija povečala, kar verjetno pomeni, da je zadrževano povpraševanje igralo pomembno vlogo v prvem polhem mesecu po odpravi ukrepov za omejitev gibanja, zatem pa je julija indeks ponovno upadel. Potrošnja storitev, ki predstavlja 51% potrošnje gospodinjstev, je junija ostala skoraj 20% pod ravnjo iz prvega četrtletja. Čeprav boljši trendi mobilnosti za obiske restavracij, nakupovalnih središč in tematskih parkov morda kažejo na nadaljnje okrevanje, je poraba storitev julija ostala približno enaka kot junija. To in pa znaki, da se zaupanje potrošnikov avgusta ni več izboljševalo, kaže na zelo postopno okrevanje potrošnje, kar je deloma povezano s ponovnim naraščanjem števila okužb s koronavirusom v juliju in avgustu.

V Združenem kraljestvu je gospodarsko okrevanje po silovitem upadu v drugem četrtletju videti obotavljivo in nedokončano. Realni BDP je v drugem

četrtletju upadel za 20,4% medčetrtletno, kar je posledica krčenja vseh komponent potrošnje in še zlasti domačega povpraševanja. Dvomestni upad zasebne potrošnje se je odrazil v strmem povečanju stopnje varčevanja. Poslovne naložbe so v drugem četrtletju v okolju izjemne negotovosti upadle skoraj za tretjino. Čeprav sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost v tretjem četrtletju kaže na okrevanje, so obeti dokaj negotovi, saj širši anketni podatki nakazujejo, da bo poslovno zaupanje ostalo šibko, poleg tega pa se krepita strah pred brezposelnostjo in zaskrbljenost glede prihodnjih gospodarskih gibanj. Vladna shema državnega sofinanciranja delavcev na čakanju, ki se je veliko uporabljala, je bila 1. avgusta podaljšana do oktobra, vendar pa je znesek sofinanciranja nižji, nadaljnje podaljšanje pa ni predvideno. Inflacija, merjena z indeksom cen živiljenjskih potrebščin (CPI), se je julija zvišala za 0,4 odstotne točke na 1,0%, prav toliko pa se je zvišala tudi osnovna inflacija, ki je tako dosegla 1,4%. Cene so se zvišale v večini skupin, podražitve pa so bile deloma povezane z ukrepi za zaščito pred okužbo, kot je poročal britanski statistični urad (tj. vseslošno zvišanje cen podjetij v celotnem zasebnem sektorju zaradi ukrepov za socialno distanciranje).

V državah srednje in vzhodne Evrope bo gospodarska aktivnost predvidoma postopno okrevala, skladno z odpravljanjem zajezitvenih ukrepov. Realni BDP v teh državah se je v prvi polovici leta 2020 močno zmanjšal zaradi ukrepov za preprečevanje širjenja virusa. Ker se ti ukrepi postopno odpravljajo in se proizvodnja počasi normalizira, bo predvidoma prišlo do odboja aktivnosti, ki bo od tretjega četrtletja dalje postopno okrevala, med drugim tudi ob podpori odločnih ukrepov javnofinančne in denarne politike. Kar zadeva prihodnja gibanja, bo aktivnost do konca leta 2021 predvidoma ostala pod ravnjo izpred leta 2019.

V velikih izvoznicah surovin ostajajo obeti glede gospodarske aktivnosti negotovi zaradi še vedno visokega števila okužb. V Rusiji je realni BDP v drugem četrtletju prizadela kombinacija pandemije COVID-19, omejitev, ki so bile sprejete za omejitev širjenja domačih okužb – kar je zavrllo zasebno potrošnjo in naložbe, ter dramatičnih gibanj na svetovnem trgu nafte, ki so oslabila energetski sektor. Zaradi tega je država postopno povečala javnofinančno in denarno podporo. Po projekcijah bo gospodarska aktivnost v tretjem četrtletju začela okrevari, vendar pa so obeti precej negotovi. Število novih primerov COVID-19 je še vedno visoko, poleg tega pa so skromni tudi obeti za naložbe, saj OPEC+ ohranja omejitve proizvodnje nafte, cene primarnih surovin pa so se znižale. V Braziliji se je realni BDP v drugem četrtletju skrčil (za 9,7% medčetrtletno) v večini sektorjev z izjemo izvoza blaga in storitev, ki se je medčetrtletno povečal za okrog 1,8%. Kriza COVID-19 je državo prizadela ravno v času, ko se je gospodarska klima začela izboljševati po obdobju šibke rasti. Ker je Brazilija ena od držav, ki jih je pandemija najbolj prizadela, bo okrevanje v drugi polovici leta verjetno dokaj plitvo. Zaradi omejenega manevrskega prostora javnofinančne politike je bila proračunska podpora skromna in bo po pričakovanjih trajala samo do oktobra. Spodbujevalno je naravnana tudi denarna politika, tako da so obrestne mere dosegle zgodovinsko nizko raven 2%.

V Turčiji pandemija v prvem četrtletju 2020 ni resneje prizadela gospodarske aktivnosti, v drugem četrtletju pa se je ta skrčila. Aktivnost je ostala robustna do konca marca, ko je COVID-19 dosegel državo. V drugem četrtletju je realni BDP

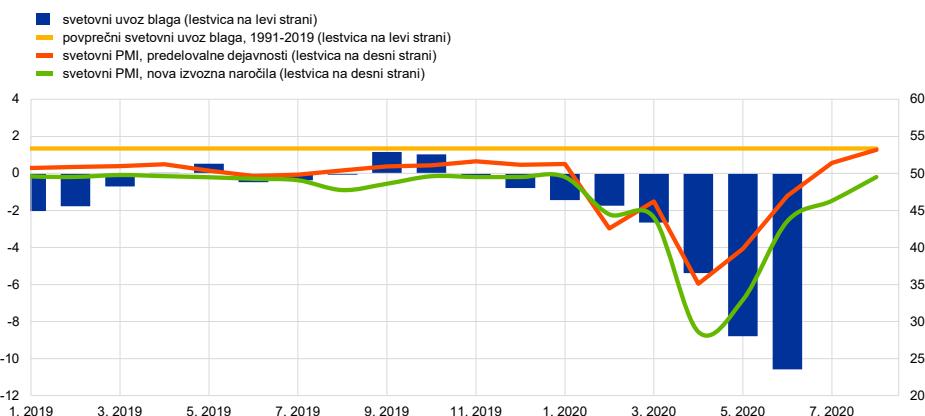
upadel za 11% medčetrtletno, k čemur je največ prispeval storitveni sektor, v manjši meri pa tudi industrijska aktivnost. Po postopnem popuščanju zaježitvenih ukrepov, ki se je začelo sredi maja, je gospodarstvo začelo delno okrevati, in sicer najmočneje v predelovalnih dejavnostih. A ker storitveni sektor ostaja šibek, še zlasti zaradi skromnih rezultatov v turizmu, bodo storitve v tretjem četrtletju še naprej upočasnjevale gospodarsko rast. V odziv na krizo so oblasti povečale fiskalne in monetarne spodbude, da bi stabilizirale gospodarstvo, vendar šibko zunanje povpraševanje še naprej negativno vpliva na kratkoročne gospodarske obete. Pritiski na turško liro so se v zadnjem času povečali, kar je posledica negotovosti glede zmanjševanja deviznih rezerv in dvomov, ali bodo turške oblasti sposobne še naprej braniti nacionalno valuto.

Svetovna trgovinska menjava bo v letu 2020 predvidoma zabeležila dvomestni upad. Strm padec svetovnega uvoza (brez euroobmočja) v letu 2020 odraža močno procikličnost trgovinske menjave, predvsem v obdobjih gospodarskega upada, pa tudi posebno naravo krize COVID-19. Svetovno trgovinsko menjavo je prizadel upad svetovnega povpraševanja ob hkratnih motnjah v svetovnih proizvodnih verigah in zvišanju trgovinskih stroškov zaradi ukrepov za omejitve širjenja koronavirusa. V drugem četrtletju se je svetovni uvoz blaga (brez euroobmočja) medčetrtletno skrčil za 10,5%, čeprav je krčenje maja nekoliko popustilo, junija pa je bil zabeležen močnejši odboj (+6,3% medmesečno). Anketni podatki prav tako kažejo na odboj trgovine, saj se je PMI za nova izvozna naročila v predelovalnih dejavnostih avgusta povečal že četrti mesec zapored in z aprilskega dna pri vrednosti 27 do junija zrasel na 46,1, avgusta pa še nadalje na 49,5 (glej graf 2). V prihodnjem obdobju bo predvidoma prišlo od odboja svetovne trgovine, ko bodo države postopno odpravljale zaježitvene ukrepe, vendar pa se lahko pokažejo učinki trajnejših brazgotin v trgovini. V bližnji prihodnosti, ko bodo države v veljavi ohranjale selektivne omejitve potovanj, vsaj dokler ne bo na voljo medicinska rešitev, lahko ti učinki zaradi višjih trgovinskih stroškov še dodatno zavirajo trgovinsko menjavo. In končno, ker se je ob pandemiji COVID-19 pokazalo, da je več držav odvisnih od zunanjih ponudnikov, lahko to privede do novih politik. Njihov namen je lahko diverzifikacija svetovnih ponudnikov, da države ne bi bile več odvisne od enega samega ponudnika, ali pa vrnitve proizvodnje domov, kar bi negativno vplivalo na kompleksne svetovne vrednostne verige. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo svetovna trgovinska menjava v letu 2020 skrčila za 11,2%, zatem pa naj bi leta 2021 zrasla za 6,8%, leta 2022 pa za 4%. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2020 zmanjšalo za 12,5%, zatem pa v letu 2021 povečalo za 6,9%, v letu 2022 pa za 3,7%.

Graf 2

Ankete in svetovna blagovna menjava (brez euroobmočja)

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



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

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2020 za indeksa PMI in na junij 2020 za svetovni uvoz blaga. Indeks in podatki se nanašajo na svetovni agregat brez euroobmočja.

Svetovne gospodarske obete bo še naprej določala negotovost glede prihodnjega razvoja pandemije. Strahovi glede morebitnega ponovnega stopnjevanja pandemije in uvedbe strožjih zaježitvenih ukrepov zavirajo naložbe podjetij in zaposlovanje. To po drugi strani vpliva na zaupanje potrošnikov in napoveduje zgolj šibek odboj potrošnje. Čim dlje trajajo takšne razmere, tem globlje bodo dolgoročne posledice v gospodarstvu. V ponazoritev razpona možnih učinkov pandemije COVID-19 na svetovno gospodarstvo sta poleg osnovnega scenarija v septembrskih projekcijah predstavljena tudi dva dopolnilna scenarija³ – blagi in hudi scenarij. Kažeta zgornjo in spodnjo mejo možnega razpona okrog osnovnega scenarija. Tveganja v zvezi s pandemijo ostajajo relevantna, in sicer poleg navzdol usmerjenih tveganj, povezanih s pogajanji o izstopu Združenega kraljestva iz EU in možnostjo stopnjevanja trgovinskega protekcionizma. Vendar pa so tudi ta druga tveganja verjetno odvisna od prihodnjega poteka pandemije COVID-19 in ukrepov, sprejetih za njeno obvladovanje.

Svetovna cenovna gibanja

Cene nafte so okrevali skladno z odbojem gospodarske aktivnosti in upadanjem ponudbe nafte zaradi zmanjšanj proizvodnje, sprejetih v začetku maja. Cena surove nafte Brent, ki je aprila upadla pod 20 USD za sod, se je do presečnega datuma za septembrske projekcije zvišala na približno 45 USD za sod. Vendar pa je bilo zaradi hkratnega upada nominalnega efektivnega tečaja ameriškega dolarja zvišanje cen nafte v mnogih gospodarstvih v domači valuti manj izrazito. Delno okrevanje cene nafte očitno poganja močnejše povpraševanje od pričakovanega, kar je posledica sproščanja zaježitvenih ukrepov, čeprav bo povpraševanje po nafti preostanek leta 2020 in v letu 2021 na splošno še vedno ostalo

³ Za podrobnejši opis glej okvir »Alternativna scenarija gospodarskih obetov v euroobmočju« v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, september 2020.

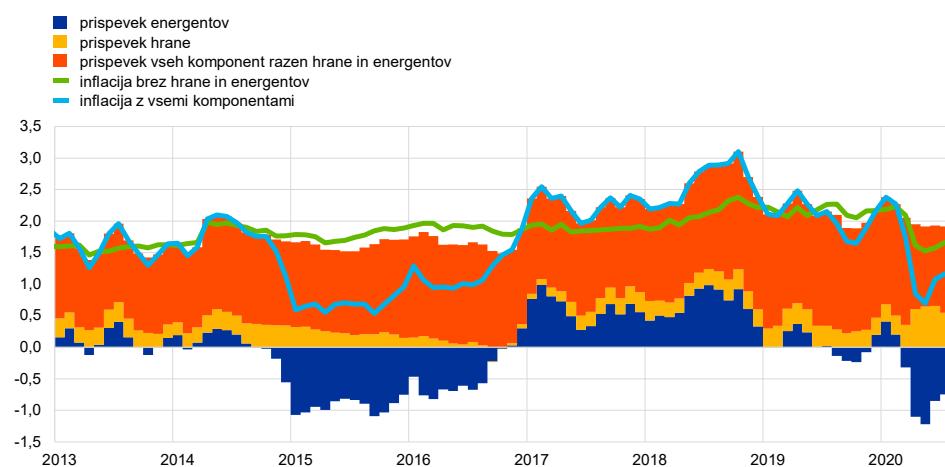
oslabljeno in pod ravnjo iz leta 2019. Na strani ponudbe so se članice skupine OPEC+ v začetku maja dogovorile za zmanjšanje proizvodnje za skoraj deset tisoč sodov na dan, kar je skupaj s precejšnjim zmanjšanjem proizvodnje v ZDA in Kanadi podpiralo cene nafte. Okrevanje cene nafte se je avgusta upočasnilo, ko se je končalo prostovoljno zmanjšanje proizvodnje v Saudovi Arabiji, svetovno povpraševanje po nafti pa je zastalo. V primerjavi z junijskimi projekcijami so bile v septembrisih projekcijah predpostavke glede cene surove nafte za leto 2020 popravljene za 18,8% navzgor, za leto 2021 za 27,8% navzgor, za leto 2022 pa za 20,8% navzgor. Od presečnega datuma za septembriske projekcije se je cena surove nafte znižala, tako da je bilo za sod surove nafte Brent treba 9. septembra 2020 odšteti okrog 40 USD. V prihodnjem obdobju bo cena surove nafte verjetno ostala volatilna, čeprav je krivulja terminskih cen nafte zelo rahlo usmerjena navzgor. To je posledica dejstva, da gospodarski obeti ostajajo zelo negotovi, izkoriščenost skladiščnih zmogljivosti pa je izjemno velika.

Svetovna inflacija ostaja šibka, čeprav je zaviralni učinek cen energentov v zadnjem času popustil. Medletna inflacija cen življenjskih potrebščin v državah OECD se je z 0,7% v maju postopno zvišala in julija doseгла 1,2% (glej graf 3). Zaviralni vpliv iz medletne inflacije v skupini energentov je v zadnjih mesecih popustil. Cene energentov so se julija znižale za 8,4%, kar je manj kot junija, ko so upadle za 9,5%. Po drugi strani se je inflacija v skupini hrane julija znižala na 3,8%, potem ko je junija znašala 4,6%. Medletna inflacija v državah OECD, merjena z indeksom CPI, brez hrane in energentov je v juliju minimalno zrasla na 1,7%. Med razvitim gospodarstvi se je skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, julija zvišala v ZDA, Združenem kraljestvu in na Japonskem, medtem ko je v Kanadi upadla na 0,1% (v primerjavi z 0,7% v juniju). V vseh večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih zunaj OECD se je skupna medletna inflacija julija zmerno zvišala.

Graf 3

Inflacija v cenah življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2020.

Svetovna inflacija bo predvidoma ostala razmeroma nizka, saj so cene nafte nizke, povpraševanje pa je šibko. Skromno povpraševanje, silovito poslabšanje razmer na trgu dela in povečanje obsega prostih zmogljivosti bodo verjetno oslabili osnovne inflacijske pritiske na svetovni ravni. Znižanje izvoznih cen konkurentov euroobmočja (v nacionalnih valutah) v letu 2020 je v veliki meri mogoče pojasniti z nižjimi cenami nafte. Ker bo cena surove nafte v obdobju projekcij predvidoma postopno naraščala, bo ta vpliv počasi izginil, tako da se bodo izvozne cene konkurentov euroobmočja proti koncu leta 2021 po projekcijah vrnilе na svoje dolgoročno povprečje.

2

Finančna gibanja

V obravnavanem obdobju (od 4. junija do 9. septembra 2020) se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) premaknila navzdol. Čeprav je na krajišem koncu rahlo vbočena, ne nakazuje trdnih pričakovanj, da se bodo obrestne mere v zelo bližnji prihodnosti znižale. Razmiki v donosnosti dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju ob kombinaciji ukrepov denarne in javnofinančne politike, sprejetih v podporo gospodarstvu, zmanjšali, kar je bilo v skladu z gibanji v poletnih mesecih. Cene tveganega finančnega premoženja so se nekoliko zvišale predvsem zaradi na splošno pozitivnejših kratkoročnih obetov glede dobička. Na deviznih trgih je euro, tehtano z težimi trgovinskih partneric, močno apreciiral.

EONIA in nova referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) sta v obravnavanem obdobju v povprečju znašali –46 oziroma –55 bazičnih točk.⁴

Presežna likvidnost se je povečala za okrog 807 milijard EUR na okrog 2.982 milijard EUR, in sicer zlasti zaradi uporabe ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), kakor tudi zaradi izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji in programa nakupa vrednostnih papirjev.⁵

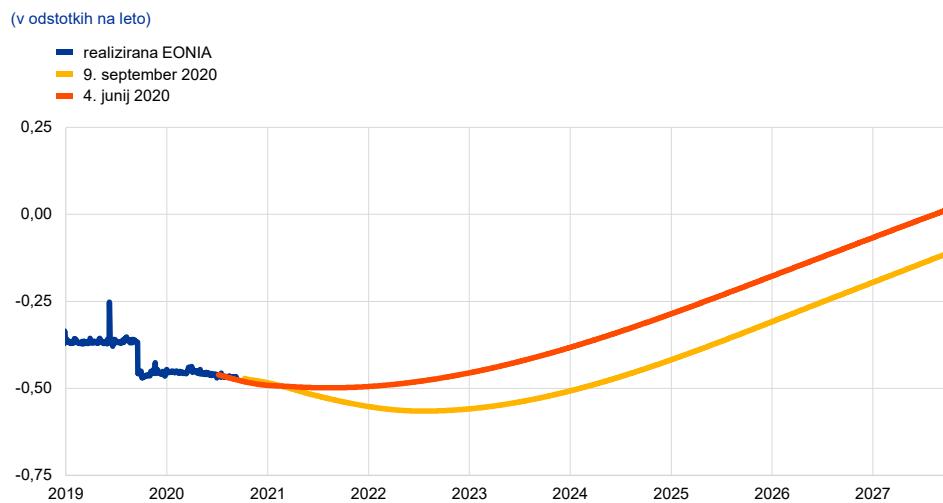
V obravnavanem obdobju se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA premaknila navzdol, zlasti pri srednjih in dolgih ročnostih, ter v celoti postala rahlo vbočena (glej graf 4). Čeprav je krivulja vbočena, to ne pomeni, da trgi trdno pričakujejo skorajšnje znižanje obrestnih mer. Na splošno ostajajo terminske obrestne mere EONIA pri ročnostih do leta 2028 negativne, kar je mogoče pripisati temu, da trgi še naprej pričakujejo daljše obdobje negativnih obrestnih mer.

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

⁵ Za obdobje do 5. maja 2020 glej okvir z naslovom »Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 29. januarja do 5. maja 2020«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

Graf 4

Termske obrestne mere EONIA

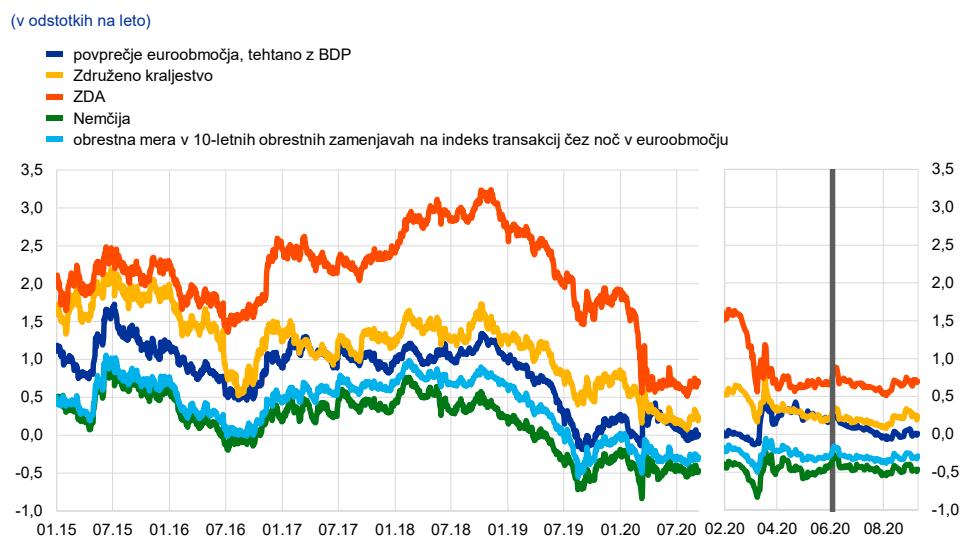


Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic glavnih držav se je v obravnavanem obdobju zmanjšala (glej graf 5). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je zaradi kombinacije rahlo nižjih netveganih obrestnih mer in vse manjših razmikov v donosnosti državnih obveznic povečala za 23 bazičnih točk na 0,01% (glej graf 6). Donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA se je zmanjšala za 5 bazičnih točk, v Združenem kraljestvu pa za 4 bazične točke, s čimer je se v obeh primerih približala najnižji ravni do zdaj.

Graf 5

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

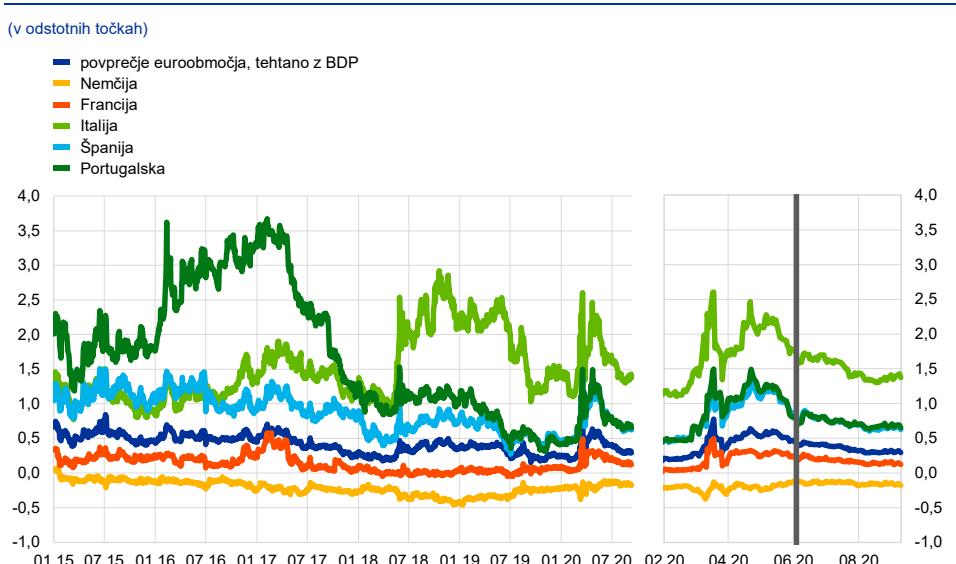


Viri: Refinitiv in izračuni ECB.
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (4. junij 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2020.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se ob podpornih ukrepih denarne in javnofinančne politike dodatno zmanjšali (glej graf 6). Kombinacija ukrepov denarne in javnofinančne politike, sprejetih v podporo gospodarstvu (vključno z instrumentom Next Generation EU), je prispevala k nadaljnemu zmanjšanju razmikov v donosnosti državnih obveznic v celotnem obravnavanem obdobju. Razmiki v donosnosti 10-letnih nemških, francoskih, italijanskih, španskih in portugalskih državnih obveznic so se zmanjšali za 6, 12, 41 oziroma 17 bazičnih točk na -0,18, 0,12, 1,37, 0,63 oziroma 0,65 odstotne točke. Posledično se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, zmanjšala za 17 bazičnih točk na 0,29 odstotne točke, tako da je bila le rahlo večja kot na začetku leta.

Graf 6

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



Viri: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (4. junij 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2020.

Indeksi tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju in ZDA so se ob precejšnjem izboljšanju kratkoročnih obetov glede dobička zvišali (glej graf 7).

Ob večjem optimizmu glede gospodarskih obetov so se pričakovanja podjetij o dobičku močno izboljšala, potem ko so bila prej izredno nizka, dobiček pa naj bi se zato v celotnem preostanku leta povečeval. To je v obravnavanem obdobju pozitivno vplivalo na tečaje delnic nefinančnih družb v euroobmočju, ki so se zvišali za okrog 2%. Še močneje, za okrog 10%, so se zvišali tečaji delnic nefinančnih družb v ZDA, ki se gibljejo blizu rekordno visoke ravni. Nasprotno so se tečaji bančnih delnic v euroobmočju znižali za 2%, v ZDA pa za 5%, saj so še vedno negotovi obeti in možnosti, da se bo število podjetij, ki ne izpolnjujejo finančnih obveznosti, povečevalo, še naprej negativno vplivali na pričakovanja o dobičku v tem sektorju.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)

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



Vir: Refinitiv in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (4. junij 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2020.

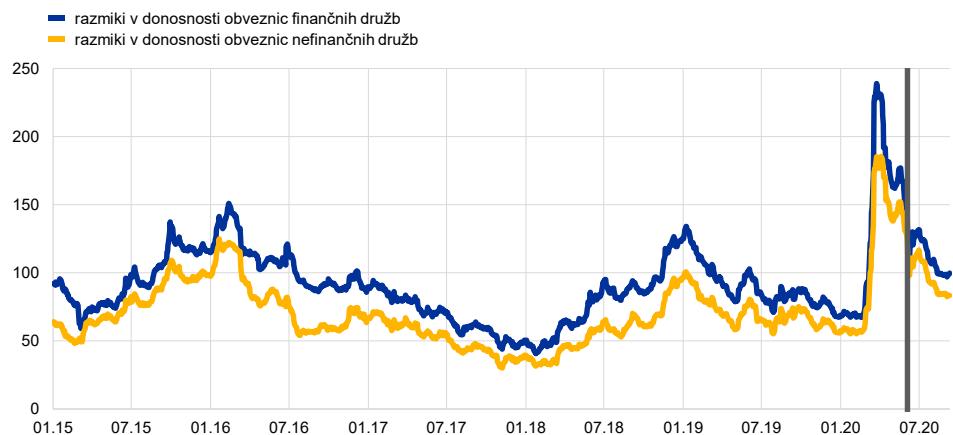
Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se še naprej zmanjševali (glej graf 8).

Razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda in obveznic finančnega sektorja (glede na netvegano obrestno mero) se je zmanjšal za 38 oziroma 37 bazičnih točk. V celoti gledano je zmanjšanje razmikov predvsem posledica znižanja čezmerne premije za tveganje obveznic, tj. komponente razmika v donosnosti podjetniških obveznic, ki je ni mogoče pojasniti s temeljnimi vidiki kreditne sposobnosti (merjenimi z bonitetnimi ocenami in pričakovano pogostostjo neplačil), ki so ostali večinoma stabilni. Kljub precejšnjemu zmanjšanju od marca so razmiki v donosnosti podjetniških obveznic še vedno nekoliko večji kot v obdobju pred pandemijo COVID-19, kar bi lahko bilo pokazatelj tržnih pričakovanj, da se bo število podjetij, ki ne izpolnjujejo finančnih obveznosti, v naslednjih nekaj četrtetljih povečevalo.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: indeksi Markit iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Razmiki so izračunani kot razlika med obrestno mero v poslik zamenjave in netvegano obrestno mero. Indeksi obsegajo obveznice različnih ročnosti (vendar s preostalo ročnostjo vsaj enega leta) z bonitetno oceno naložbenega razreda. Navična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (4. junij 2020). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2020.

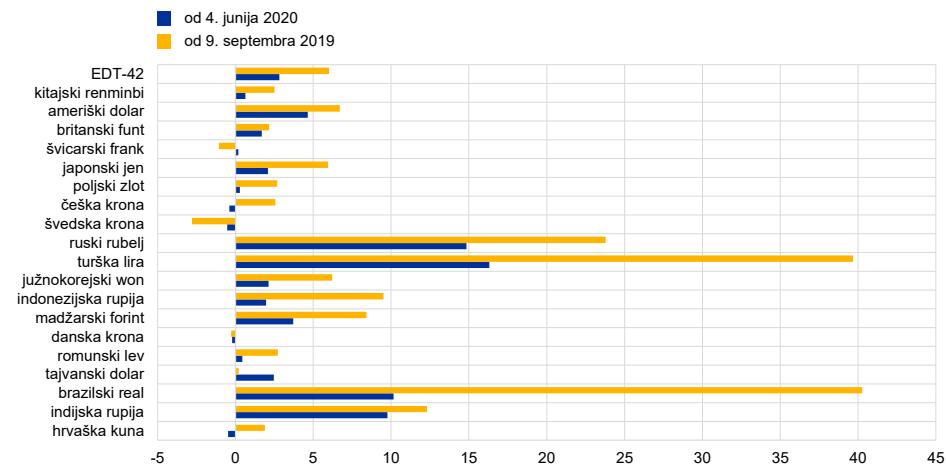
Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, močno

apreciiral (glej graf 9). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 2,8%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro efektivno apreciiral v razmerju do valut skoraj vseh najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Tako se je močno okrepil v razmerju do ameriškega dolarja (za 4,6%), k čemur je prispevala splošnejša slabitev ameriškega dolarja ob vse boljšem dojemanju tveganj v kontekstu trenutnega svetovnega okrevanja. Euro se je okrepil tudi v razmerju do japonskega jena (za 2,1%), britanskega funta (1,7%) in kitajskega renminbjia (0,6%) ter močno apreciiral v razmerju do valut večine večjih nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti ruskega rubļa, turške lire in brazilskega reala. Kar zadeva valute držav članic EU zunaj euroobmočja, se je euro okrepil v razmerju do madžarskega forinta, medtem ko je do večine drugih valut oslabel, saj so te delno nadoknadle izgube, zabeležene med zaostrovanjem pandemije COVID-19 v marcu in aprilu letos.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-42 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 42 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 9. septembra 2020.

3

Gospodarska aktivnost

Zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19), ki je prizadela svetovno gospodarstvo, se je v drugem četrletju 2020 realna rast BDP v euroobmočju medčetrtletno zmanjšala za 11,8%. Strmo zmanjšanje je bilo posledica silovitega upada aktivnosti marca in aprila, novi podatki od maja pa kažejo, da gospodarstvo okreva. Kvantitativni podatki in ankete dosledno kažejo, da rast BDP v tretjem četrletju precej okreva. Poleg okrevanja industrijske proizvodnje in storitev se v skladu s pričakovanji kažejo tudi znaki okrevanja potrošnje. V zadnjem času se je rast v storitvenih dejavnostih upočasnila v primerjavi s predelovalnimi, kar se je pokazalo tudi v rezultatih avgustovske ankete. Povečanje števila okužb s koronavirusom v poletnih mesecih je kratkoročno zaviralni dejavnik. V prihodnje se pričakuje, da bo nadaljnje trajno okrevanje zelo odvisno od poteka pandemije in uspeha politik za zajezitev okužb. Medtem ko bo negotovost, povezana s potekom pandemije, verjetno zavirala okrevanje na trgu dela ter na področju potrošnje in naložb, bi morali gospodarstvo euroobmočja podpirati ugodni pogoji financiranja, spodbujevalno naravnana javnofinančna politika ter krepitev svetovne aktivnosti in povpraševanja. Takšno oceno na splošno kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2020 pripravili strokovnjaki ECB. Po teh projekcijah se bo BDP v letu 2020 medletno realno zmanjšal za 8,0%, nato pa se bo v letu 2021 povečal za 5,0% in v letu 2022 za 3,2%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2020 popravljena navzgor za 0,7 odstotne točke, za leto 2021 pa navzdol za 0,2 odstotne točke in za 0,1 odstotne točke za leto 2022.

Gospodarska aktivnost v euroobmočju se je v drugem četrletju 2020 zaradi pandemije COVID-19 in ukrepov za zajezitev njenega širjenja zmanjšala v obsegu, ki je do zdaj brez primere. BDP se je v drugem četrletju 2020 medčetrtletno realno zmanjšal za 11,8% zaradi preventivnih ukrepov za zajezitev širjenja koronavirusa, ki so bili najstrožji aprila, potem pa so se v naslednjih mesecih postopoma sproščali. V primerjavi z zadnjim četrletjem 2019 se je BDP v prvi polovici leta 2020 skupno realno zmanjšal za 15,1% in dosegel raven, ki je bila nazadnje zabeležena v prvem četrletju 2005.

Zmanjšanje zaradi pandemije je zajelo vse države in sektorje. BDP se je v drugem četrletju 2020 zmanjšal v vseh državah euroobmočja, obseg zmanjšanja pa je bil odvisen od posledic pandemije ter časa in strogosti ukrepov za zajezitev širjenja v posameznih državah. Od večjih gospodarstev euroobmočja se je BDP medčetrtletno zmanjšal za 18,5% v Španiji, za 13,8% v Franciji, za 12,4% v Italiji, za 9,7% v Nemčiji in za 8,5% na Nizozemskem.

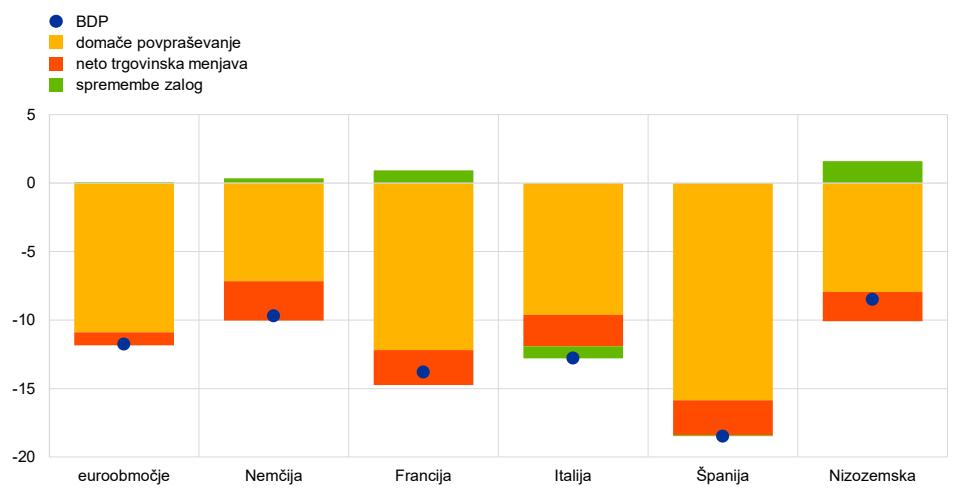
Zaradi pandemije COVID-19 so se domače povpraševanje in storitvene dejavnosti skrčili kot še nikoli prej. Razčlenitev BDP na izdatkovni strani (graf 10) kaže, da je bilo zmanjšanje aktivnosti v drugem četrletju 2020 posledica močnega zmanjšanja domačega povpraševanja (-10,9%). Za razliko od preteklih obdobjij recesije (npr. med svetovno finančno krizo v letih 2007 in 2008) je bila zaradi narave ukrepov omejevanja socialnih stikov najbolj prizadeta aktivnost v storitvenih dejavnostih. Tudi neto izvoz je

negativno prispeval k rasti, čeprav v precej manži meri ($-0,9\%$). Prispevek sprememb zaloga je bil rahlo pozitiven ($+0,1\%$).

Graf 10

Realni BDP in prispevek izdatkovnih komponent v drugem četrtletju 2020

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Na trge dela v euroobmočju so močno vplivali ukrepi za zaježitev širjenja

COVID-19. Zaposlenost se je v drugem četrtletju 2020 zmanjšala za $2,9\%$, potem ko se je v prvem četrtletju zmanjšala za $0,3\%$. To pomeni, da je bilo v drugem četrtletju 2020 zaposlenih 5,1 milijona ljudi manj kakor v zadnjem četrtletju 2019. Manjše zmanjšanje zaposlenosti v primerjavi z gospodarsko aktivnostjo je mogoče razložiti s podpornimi ukrepi politik, kot so programi za ohranitev delovnih mest in podobni ukrepi, katerih cilj je preprečiti odpuščanja in zagotoviti pomoč samozaposlenim. Ti programi so namenjeni ohranjanju delovnih mest in omejevanju odpuščanja ter kot pomoč podjetjem, da zmanjšajo stroške plač v času cikličnega upada, tako da so delavci na voljo in so podjetja pripravljena ponovno začeti poslovali po odpravi ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa.⁶ Programi skrajšanega delovnega časa kot taki omejujejo rast brezposelnosti in omogočajo trgu dela, da se prožno spopade s cikličnimi nihanji, na primer s precejšnjim zmanjšanjem delovnih ur na zaposlenega v vnaprej določenem obdobju. Povprečno število delovnih ur se je v drugem četrtletju 2020 zmanjšalo za $10,2\%$, potem ko se je v prvem četrtletju medčetrtletno zmanjšalo za $3,8\%$. To pomeni, da zmanjšanje povprečnega števila delovnih ur predstavlja več kot 75% prilagoditve skupnega števila ur. Ostanek je posledica zaposlenosti.

Zmanjšanje zaposlenosti v drugem četrtletju je torej manjše kakor zmanjšanje BDP, kar v tem obdobju pomeni zmanjšanje produktivnosti dela na zaposlenega za $12,1\%$. Nasprotno se je skupno število delovnih ur zmanjšalo za več kot BDP, produktivnost dela na uro dela pa se je v drugem četrtletju 2020 medčetrtletno povečala za $1,2\%$.

Kazalniki trga dela kažejo, da se bo zmanjševanje števila delovnih mest v tretjem četrtletju nadaljevalo. Stopnja brezposelnosti se je julija 2020 v

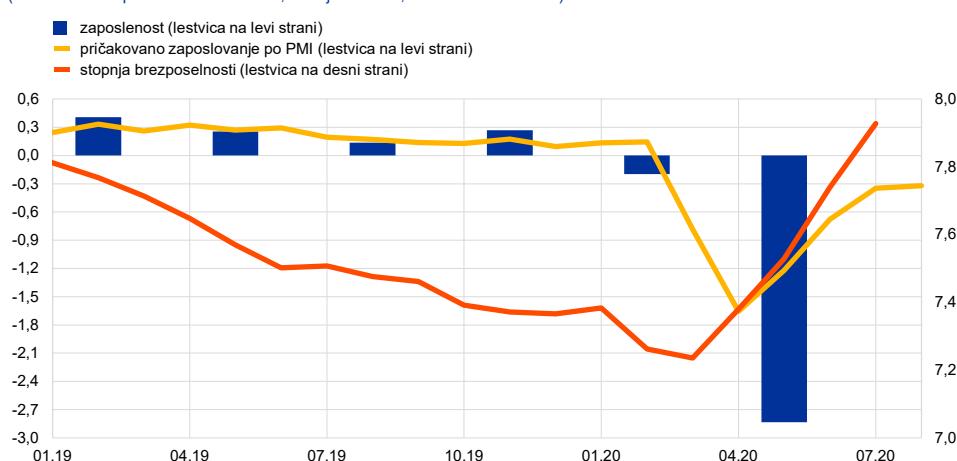
⁶ Glej tudi okvir »*Programi skrajšanega delovnega časa in njihov učinek na plače in razpoložljivi dohodek*«, *Ekonomskega biltena*, številka 4, ECB, 2020, in okvir »*A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

euroobmočju povečala na 7,9%, potem ko je junija znašala 7,7%. Med februarjem in julijem 2020 se je stopnja brezposelnosti povečala za 0,7 odstotne točke, kar je manj od povečanja med septembrom 2008 in februarjem 2009 (za 1,3 odstotne točke) po stečaju banke Lehman Brothers. Povečanje ne zajema v celoti posledic pandemije, ker so jih omilile politike trga dela za krepitev zaposlenosti in preprečevanje trajnega odpuščanja. Povezano je tudi s prehodom iz zaposlenosti in brezposelnosti in neaktivnost zaradi ekonomskih posledic ukrepov za zajezitev širjenja koronavirusa in težav delavcev pri iskanju zaposlitve ob postopnem opuščanju teh ukrepov. Zadnji kazalniki na podlagi anket še naprej kažejo, da se bo število delovnih mest v tretjem četrtletju zmanjševalo kljub politikam na trgu dela (graf 11).

Graf 11

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; difuzijski indeks; odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

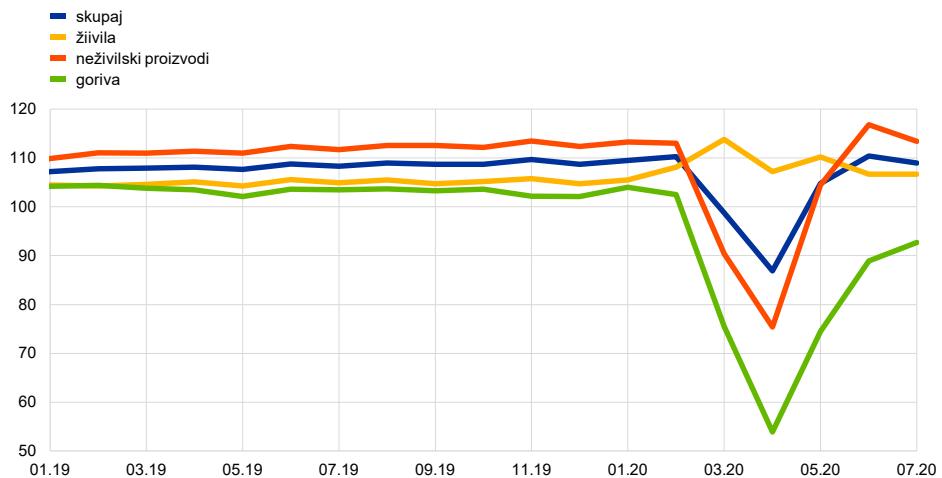
Opombi: Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2020 pri zaposlenosti, na avgust 2020 pri PMI in na julij 2020 pri stopnji brezposelnosti.

Junija in julija se je zasebna potrošnja precej povečala, vendar njeno okrevanje še zdaleč ni zaključeno. Zaupanje potrošnikov se je avgusta rahlo povečalo (na -14,7), vendar je še vedno pred ravnijo izpred pandemije (-8,8 v prvem četrtletju 2020). Obseg prodaje v trgovini na drobno se je julija medmesečno zmanjšal za 1,3% (glej graf 12). Zaradi izjemno močnega mesečnega povečanja maja in junija (za 20,6% oziroma za 5,3%) je prodaja julija znašala 8,2% nad povprečno vrednostjo v drugem četrtletju in blizu ravnem pred pandemijo. Prodaja živilskih izdelkov se je v začetku pandemije povečala (ker so po naravi bistveni, ker so nadomestili potrošnjo v restavracijah in zaradi kopiranja zalog), medtem ko je prodaja goriv za motorna vozila pred okrevanjem strmo padla. Hkrati se je prodaja neživilskih izdelkov najprej strmo zmanjšala in je julija ponovno dosegla ravni pred pandemijo. Kljub močnemu okrevanju trgovine na drobno se šibka zasebna potrošnja večinoma kaže v potrošniških storitvah, in sicer zlasti v namestitvenem sektorju, zabavi in prometu.

Graf 12

Trgovina na drobno v euroobmočju

(indeks: 2005 = 100)



Vir: Eurostat.

Pogled v prihodnost ne kaže veliko znakov povečanja povpraševanja po proizvodih za široko porabo. To se kaže v oceni naročil pri proizvajalcih proizvodov za široko porabo, poslovnih pričakovanj trgovskih podjetij in namenov potrošnikov glede večjih nakupov. Zmanjšanje prihodkov gospodinjstev je omejeno, vendar se pričakuje, da se bo v drugem četrtletju stopnja varčevanja močno povečala, nato pa se bo znova zmanjšala. To odraža prisilno ali neprostovoljno varčevanje zaradi omejitve, ki jih nalagajo ukrepi za zajezitev širjenja koronavirusa, kaže pa tudi, da imajo pomembno vlogo standardni kanali, na primer (proticiklično) previdnostno varčevanje.⁷

Podjetniške naložbe so se po ponovnem odprtju gospodarstva nekoliko povečale, vendar pa obete za prihodnja četrtletja še naprej zavirajo nizko povpraševanje in finančna tveganja. Zaradi hudih motenj na strani ponudbe zaradi izbruha COVID-19 se je v drugem četrtletju 2020 proizvodnja investicijskega blaga v euroobmočju medčetrtletno zmanjšala za 21,3%. Hkrati so se naložbe v negradbenem sektorju medčetrtletno zmanjšale za 20,9%. Medčetrtletno zmanjšanje pa prikriva delno okrevanje podjetniških naložb od maja. Maja in junija se je proizvodnja investicijskega blaga povečala za 29,9%, vendar je ta raven še vedno bistveno nižja od tiste, zabeležene letos februarja. Anketni kazalniki potrjujejo delno okrevanje, ki je posledica določenega izboljšanja pričakovanj proizvajalcev investicijskega blaga glede proizvodnje v naslednjih mesecih in ocene naročil. Poleg tega zadnja anketa o bančnih posojilih v euroobmočju⁸ kaže, da se bo po pričakovanjih močno povpraševanje podjetij v euroobmočju po posojilih in kreditnih linijah v tretjem četrtletju zmanjšalo v primerjavi z drugim četrtletjem, kar kaže na izboljšanje poslovnih pričakovanj. Še vedno šibko povpraševanje in možnost zaostrovanja kreditnih standardov bank za podjetja zaradi večjega kreditnega

⁷ Glej tudi okvir »COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?« v tej številki Ekonomskoga biltena.

⁸ Glej tudi »The euro area bank lending survey – Second quarter of 2020«, ECB, junij 2020.

tveganja bosta v prihodnjih četrtletjih po pričakovanjih omejevala okrevanje investicijskega povpraševanja.

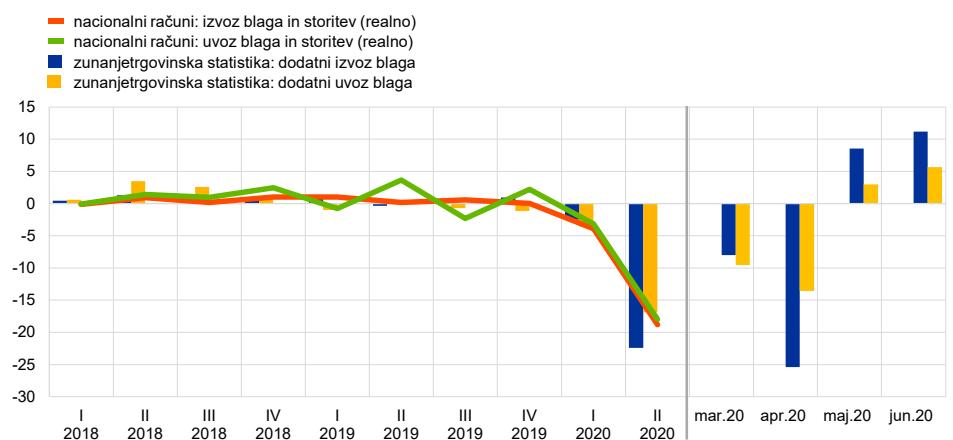
Stanovanske naložbe so se v prvi polovici leta močno zmanjšale (za skoraj 14%), v zadnjih mesecih drugega četrtletja pa se je verjetno začelo postopno in delno okrevanje, ki se je potem nadaljevalo. V tretjem četrtletju so kratkoročni kazalniki skladni z močnim – vendar nepopolnim – okrevanjem gradbene aktivnosti. Kljub izrazitemu izboljšanju indeksa vodij nabave (PMI) glede obsega gradbenih del v juliju in indeksa zaupanja potrošnikov Evropske komisije v avgustu z aprilskeh najnižjih vrednosti sta oba indeksa še vedno na najnižjih ravneh do zdaj. To bi bilo lahko povezano z omejitvami gradbene aktivnosti zaradi manjšega števila izdanih gradbenih dovoljenj in uvedbe strožjih ukrepov za zaježitev koronavirusa ob ponovnem povečanju števila primerov COVID-19 v poletnih mesecih. Hkrati PMI o pričakovanjih v gradbeništvu in oceni naročil podjetij kaže nekoliko močnejše znake okrevanja. To je povezano z razmeroma neokrnjenim povpraševanjem po stanovanjih, kot sta pokazala kazalnik Evropske komisije o namenih gospodinjstev za gradnjo ali obnovo ter anketa ECB o bančnih posojilih, ki kažeta vztrajno povpraševanje po stanovanskih posojilih v več državah, deloma tudi zaradi ukrepov za odpis dolga za stanovanska posojila.

Po najnižji točki aprila je trgovinska menjava v euroobmočju ob koncu drugega četrtletja 2020 okrevala, vendar na bistveno nižjo raven kakor prej. Po močnem zmanjšanju v prvem četrtletju se je v drugem četrtletju skupni izvoz euroobmočja zmanjšal za 18,8%, skupni uvoz pa za 18% (glej graf 13). Mesečni podatki o nominalni blagovni menjavi maja in junija kažejo, da sta izvoz in uvoz euroobmočja v okolju sproščanja nekaterih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa okrevala za okoli polovico izgub, ki sta jih utrpela od začetka pandemije. Trgovinska menjava v euroobmočju, ki se je v preteklih mesecih skrčila bolj kot zunanja trgovina, je bolj okrevala, ker je bilo v Evropi sproščanje omejitev zaradi pandemije razmeroma izrazitejše. Še izrazitejši je bil padec storitvene menjave, in sicer 21,1% pri izvozu in 25,4% pri uvozu. Prepoved potovanj in drugi ukrepi za zaježitev širjenja koronavirusa so zlasti močno prizadeli turizem, kar se je pokazalo v strmem padcu zmogljivosti letalskih prevoznikov. V prihodnje se pričakuje, da se bodo izvozni obeti euroobmočja nekoliko izboljšali. PMI o novih izvoznih naročilih v predelovalnih dejavnostih euroobmočja avgusta potrjuje širitev (52). Ocena ravni izvoznih naročil, ki jo je pripravila Evropska komisija, in kazalniki ECB o novih naročilih v industriji so se izboljšali dva meseca zapored. Kar zadeva špediterske kazalnike, kazalniki za pomorsko trgovino kažejo postopno okrevanje, kazalniki za zračni promet pa so še naprej precej pod lanskoletno ravnijo. Na splošno vsi podatki kažejo, da v prihodnjih mesecih sledi okrevanje, ki pa ne bo popolno. Na strani storitev PMI o novih izvoznih naročilih storitev euroobmočja še vedno kaže zmanjšanje, kazalniki zmogljivosti letalskih prevoznikov pa kažejo delno okrevanje potovanj v tretjem četrtletju 2020, zlasti na turistične destinacije.

Graf 13

Trgovinska menjava v euroobmočju na podlagi podatkov iz nacionalnih računov in zunanjetrgovinske statistike

(medčetrtletne spremembe v odstotkih, medmesečne spremembe v odstotkih za april, maj in junij 2020)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki iz nacionalnih računov (ESR) in zunanjetrgovinska statistika so desezonirani ter prilagojeni za število delovnih dni. Razlike v desezoniranju in druge metodološke razlike lahko povzročijo razhajanja med podatki.

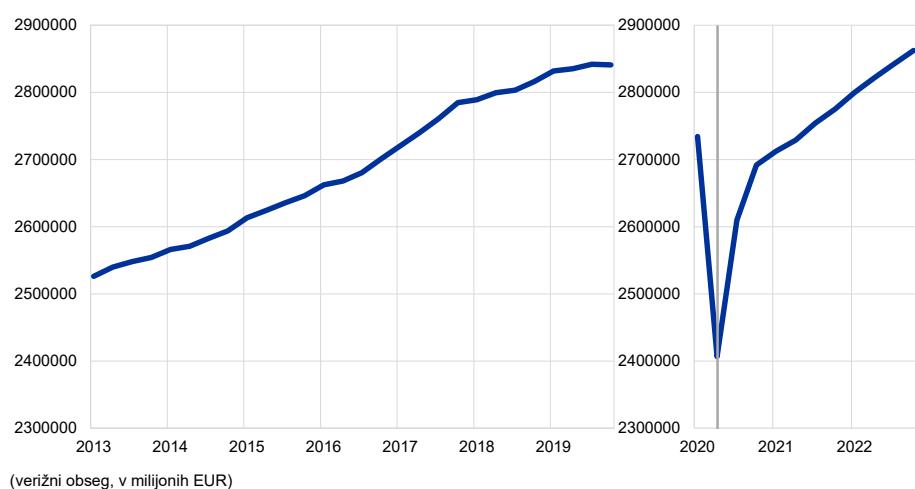
Kratkoročno se v tretjem četrtletju 2020 pričakuje močno okrevanje rasti v euroobmočju. Strmo zmanjšanje v drugem četrtletju je posledica močnega zmanjšanja aktivnosti marca in aprila. Novi podatki kažejo, da gospodarstvo od maja naprej okreva. Izboljšanje v anketah od maja sovpada s sproščanjem ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa. Julija in avgusta so podatki iz sestavljenega indeksa vodij nabave (PMI) in kazalnika Evropske komisije o gospodarski klimi precej presegali povprečne ravni iz drugega četrtletja. PMI je julija in avgusta znašal povprečno 53,4 (po 31,3 v drugem četrtletju), kazalnik gospodarske klime pa je v istem času znašal 85,0 oziroma 69,4. Medtem ko se je aktivnost v predelovalnih dejavnostih še naprej izboljševala, se je v storitvenih dejavnostih v zadnjem času nekoliko upočasnila.

V prihodnje se do konca leta 2020 pričakuje, da se bo okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju nadaljevalo, če pandemija ne bo ponovno izbruhnila v večjem obsegu. Po napovedih se bo v tretjem četrtletju aktivnost v euroobmočju povečala za 8,4%. Zatem osnovna projekcija temelji na ključni predpostavki o delnem uspehu pri zaježitvi koronavirusa ob določenem številu okužb v prihodnjih četrtletjih, ki bodo povzročile nadaljevanje ukrepov za zaježitev širjenja, čeprav ti ukrepi ne bodo več tako strogi kot v prvem valu, dokler do srede leta 2021 ne bo na voljo medicinska rešitev. Ukrepi za zaježitev širjenja koronavirusa, skupaj z visoko stopnjo negotovosti in slabšimi razmerami na trgu dela, bodo po pričakovanjih še naprej zavirali ponudbo in povpraševanje. Precejšnja podpora denarne in javnofinancne politike ter politike na trgu dela, ki so se okrepile od makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema junija 2020, bi morala ohranjati prihodke in omejiti gospodarsko škodo, ki bi lahko sledila po prenehanju zdravstvene krize. Predpostavlja se, da takšne politike uspešno preprečujejo tudi nastanek velikih finančnih kanalov, prek katerih se širijo negativne posledice. V skladu s temi predpostavkami se pričakuje, da se bo BDP v euroobmočju leta 2020 realno zmanjšal za 8,0%, leta 2021 naj bi se povečal za 5,0% in leta 2022 za 3,2%. Do konca obdobja projekcij naj bi raven realnega BDP znašala 3½% pod

pričakovano ravnijo iz zadnjih projekcij strokovnjakov Eurosistema pred pandemijo, tj. iz decembra 2019. Raven BDP iz zadnjega četrletja 2019 bo dosežena do konca druge polovice leta 2022 (graf 14). V okolju negotovosti zaradi prihodnjega poteka pandemije sta bila pripravljena dva alternativna scenarija. Blagi scenarij predvideva, da bodo pretresi zaradi pandemije začasni in da bo hitro najdena medicinska rešitev, ki bo omogočila nadaljnje sproščanje ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa. Po tem scenariju naj bi se BDP letos zmanjšal za 7,2%, nato pa naj bi se leta 2021 močno povečal. Do konca obdobja projekcij naj bi realni BDP rahlo presegel raven iz decembrskih projekcij strokovnjakov Eurosistema. Nasprotno pa zaostreni scenarij z močnim ponovnim izbruhom pandemije predvideva ponovno uvedbo strogih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa, ki bodo povzročili veliko in trajno izgubo aktivnosti. Po tem scenariju se bo BDP leta 2020 realno zmanjšal za 10%. Do konca obdobja projekcij bo znašal okoli 9% pod ravnijo iz decembrskih projekcij strokovnjakov Eurosistema.

Graf 14

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 10. septembra 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta znižala na -0,2%, potem ko je julija znašala 0,4%. Sodeč po sedanjih in terminskih cenah nafte ter upoštevajoč začasno znižanje davka na dodano vrednost v Nemčiji bo skupna inflacija v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala negativna, zatem pa naj bi v začetku leta 2021 ponovno postala pozitivna. Obenem bodo cenovni pritiski kljub pritiskom na zvišanje cen, povezanimi z omejitvami v ponudbi, kratkoročno ostali umirjeni zaradi šibkega povpraševanja, manjših plačnih pritiskov in apreciacije tečaja eura. V srednjeročnem obdobju bo okrevanje povpraševanja, ki ga podpirata spodbujevalno naravnana denarna in javnofinančna politika, povzročilo pritiske na zvišanje inflacije. Takšno oceno v splošnem kažejo makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2020 pripravili strokovnjaki ECB: medletna inflacija bo v letu 2020 predvidoma znašala 0,3%, v letu 2021 1,0%, v letu 2022 pa 1,3%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so inflacijski obeti za leto 2020 nespremenjeni, za leto 2021 so bili popravljeni navzgor, za leto 2022 pa so nespremenjeni. Nespremenjena projekcija za inflacijo v letu 2022 prikriva navzgor popravljeno inflacijo brez emergentov in hrane – kar deloma odraža pozitiven učinek ukrepov denarne in javnofinančne politike – ki jo je večinoma odtehtalo popravljeno gibanje cen emergentov. Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo leta 2020 predvidoma znašala 0,8%, leta 2021 0,9% in leta 2022 1,1%.

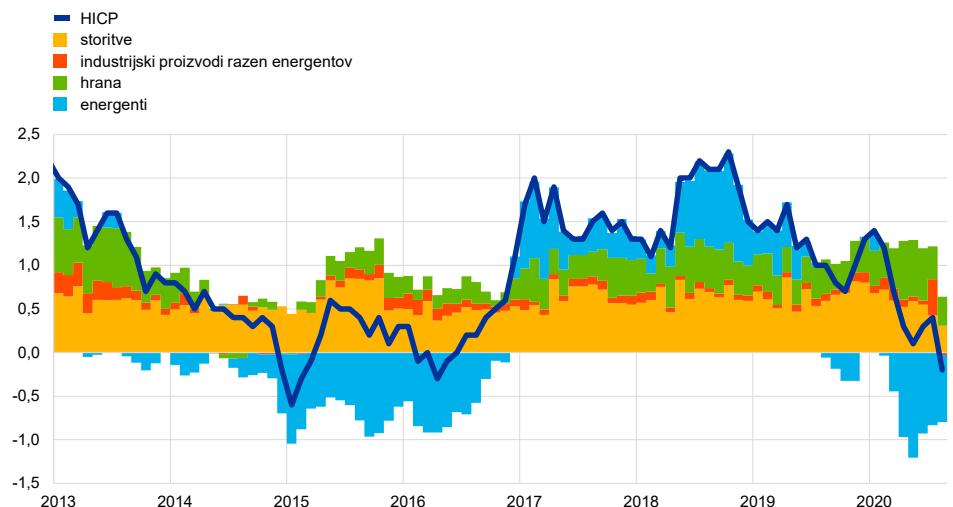
Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija avgusta upadla v negativno območje.

Znižanje z 0,4% v juliju na -0,2% v avgustu je bilo odraz upada inflacije brez emergentov in hrane in nižje inflacije v skupini hrane, kar je deloma odtehtala manj negativna inflacija v skupini emergentov (glej graf 15). Inflacija v skupini emergentov je še naprej naraščala, čeprav medletna stopnja ostaja vztrajno negativna zaradi strmega upada cen nafte po začetku pandemije koronavirusa (COVID-19). Inflacija v skupini hrane se je julija in avgusta vrnila na raven pred pandemijo in se je tako v teh dveh zaporednih mesecih najprej znižala na 2,0%, nato pa še na 1,7%, kar prav tako kaže na določeno mero normalizacije. Kot navaja Eurostat, je bilo zaradi pandemije COVID-19 še naprej vse manj težav pri zbiranju podatkov o cenah v indeksu HICP, pri čemer je delež pripisanih vrednosti zdaj v bistvu spet na normalni ravni.

Graf 15

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

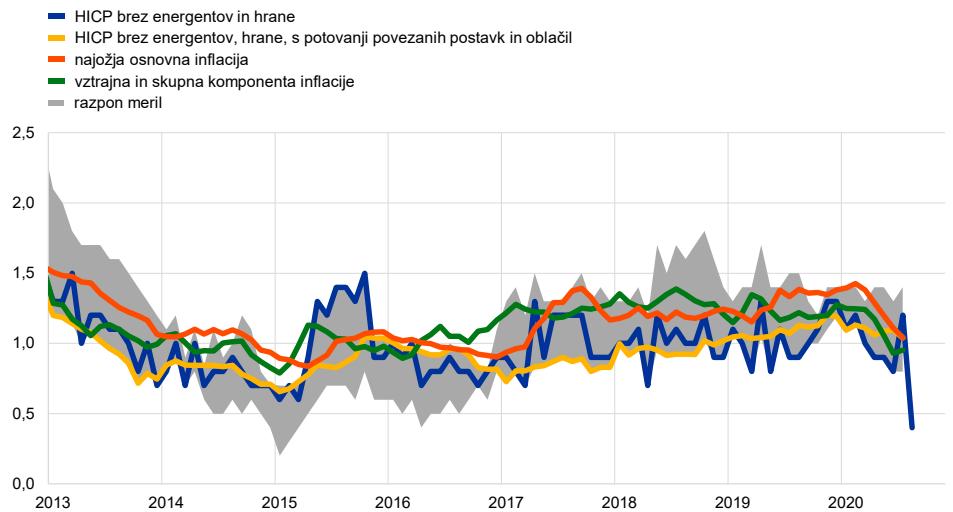
Čeprav se je inflacija brez energentov in hrane v zadnjem času močno znižala, pa merila osnovne inflacije na splošno kažejo na zmerno slabitev od začetka pandemije. Inflacija brez energentov in hrane se je znižala z 1,2% julija na 0,4% avgusta, in sicer zaradi znižanja tako inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov kot tudi inflacije v skupini storitev. Sunkovito gibanje inflacije brez energentov in hrane v juliju in avgstu je mogoče pojasniti predvsem z začasnimi dejavniki. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je avgusta znašala -0,1%, potem ko je julija dosegla 1,6%, v predhodnih mesecih pa 0,2%. Nedavna volatilnost inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v veliki meri odraža odlog sezonskih razprodaj oblačil in obutve v nekaterih državah euroobmočja. To je julija povzročalo močne pritiske na zvišanje inflacije, ki so avgusta popustili. Nedavno gibanje inflacije brez energentov in hrane je tudi posledica začasnega znižanja stopnje DDV v Nemčiji od julija 2020. Druga merila osnovne inflacije so beležila bolj zmerno slabitev (podatki so večinoma na voljo do julija, glej graf 16). Inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil, kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije brez energentov ter kazalnik najožje osnovne inflacije⁹ so se rahlo znižali.

⁹ Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 v članku z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomska bilten*, številka 4, ECB, 2018.

Graf 16

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

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

Pritiski iz proizvodne verige na komponento industrijskih proizvodov razen energentov v indeksu HICP se zmerno krepijo. Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, ki je kazalnik cenovnih pritiskov v poznejših fazah dobavne verige, se je julija malce zvišala na 0,7% (za 0,1 odstotne točke), kar je rahlo nad dolgoročnim povprečjem na ravni 0,6%. Vseeno pa se je julija v tej skupini medletna stopnja rasti uvoznih cen rahlo znižala z junijске ravni (za 0,2 odstotne točke), in sicer na -0,7%, kar je deloma lahko odraz zaviralnih pritiskov zaradi nedavne apreciacije efektivnega tečaja eura. V zgodnejših fazah domače cenovne verige se je rast cen proizvodov za vmesno porabo kljub močnejšemu euru zelo malo zvišala. Rast cen proizvodov za vmesno porabo pri proizvajalcih se je zvišala z -2,5% v juniju na -2,0% v juliju, medtem ko je bila rast uvoznih cen večinoma nespremenjena na ravni -2,7%.

Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v drugem četrletju 2020 še naprej izrazito zniževala, kar je odražalo predvsem zmanjšanje števila opravljenih delovnih ur. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v drugem četrletju upadla na -4,6%, potem ko je v prvem četrletju znašala 0,6% (glej graf 17). Upad je bil zabeležen v vseh sektorjih (razen v kmetijstvu in ribištvu) in v vseh državah. Nadaljnje zmanjševanje sredstev za zaposlene v euroobmočju odraža predvsem precejšnje zmanjšanje števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega po začetku pandemije COVID-19 ter z njim povezanih ukrepov za omejitve gibanja in zaježitvenih ukrepov. Medletna rast sredstev za zaposlene na opravljeni delovno uro se je zvišala s 4,2% v prvem četrletju na 9,0% v drugem četrletju, in sicer zaradi precejšnjega zmanjšanja števila opravljenih delovnih ur na zaposlenega. Nasprotuoča si gibanja odražajo vpliv programov skrajšanega delovnega časa in

čakanja na delo, katerih namen je ublažiti izpad dohodka od dela. Dogovorjene plače so se v drugem četrtletju leta zvišale, pri čemer najnovejše gibanje sredstev za zaposlene nakazuje velik zaviralni vpliv dodatkov na osnovno plačo.

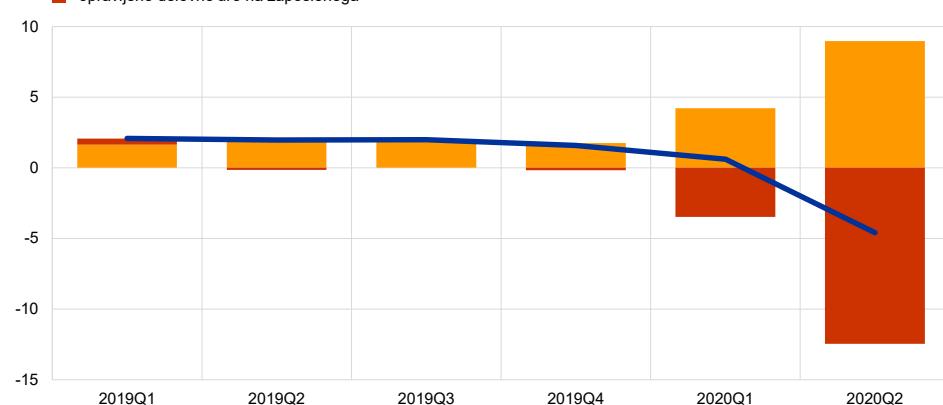
Vseeno pa upočasnitev rasti sredstev za zaposlene kaže pretirano izgubo dohodka od dela, ker se v številnih državah za statistične namene državna podpora evidentira kot transferji in ne kot sredstva za zaposlene na zaposlenega.

Graf 17

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

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- sredstva za zaposlene na zaposlenega
- sredstva za zaposlene na opravljenou delovno uro
- opravljeni delovni ure na zaposlenega



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2020.

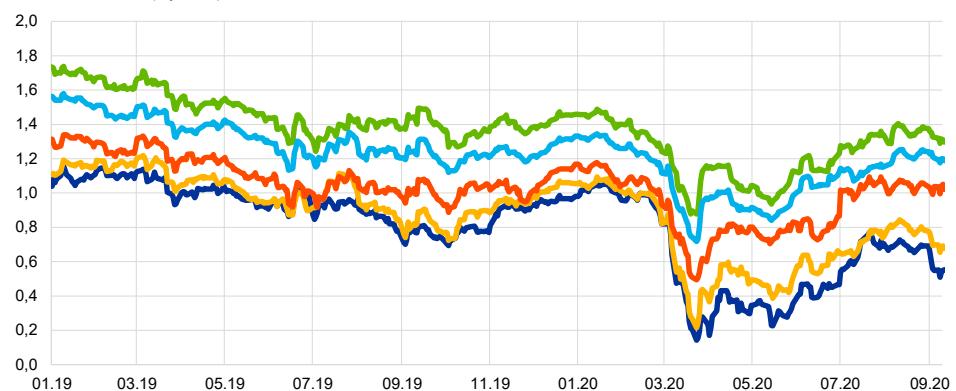
Potem ko so tržni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj približno sredi marca upadli na zgodovinsko nizko raven, so še naprej okrevali in se vrnili na raven pred pandemijo, ki je vseeno nizka (glej graf 18). To gibanje je posledica izboljšanja svetovnih makroekonomskih obetov in dojemanja tveganj ter obsežne podpore s strani denarne in javnofinančne politike. V nadaljevanju tega trenda se je obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let še dodatno zvišala za okrog 10 bazičnih točk in tako 4. septembra 2020 znašala 1,20%, kar je skoraj 50 bazičnih točk nad zgodovinsko nizko ravnijo iz sredine marca (0,72%). Hkrati pa prihodnja dinamika tržnih kazalnikov inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije. Obenem trgi na podlagi opcij, vezanih na inflacijo, kratkoročno še vedno nakazujejo občutna navzdol usmerjena tveganja, ker temeljna verjetnost deflacji ostaja okrog zgodovinsko povisane ravni. Kot kaže anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2020, ki je bila opravljena v prvem tednu julija 2020, ter zadnja anketa Consensus Economics in Euro Zone Barometer, so anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj julija ostala na zgodovinsko nizki ravni ali blizu nje, kar odraža vpliv pandemije COVID-19, ukrepov za omilitev pandemije in vztrajne negotovosti.

Graf 18

Tržni kazalniki inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

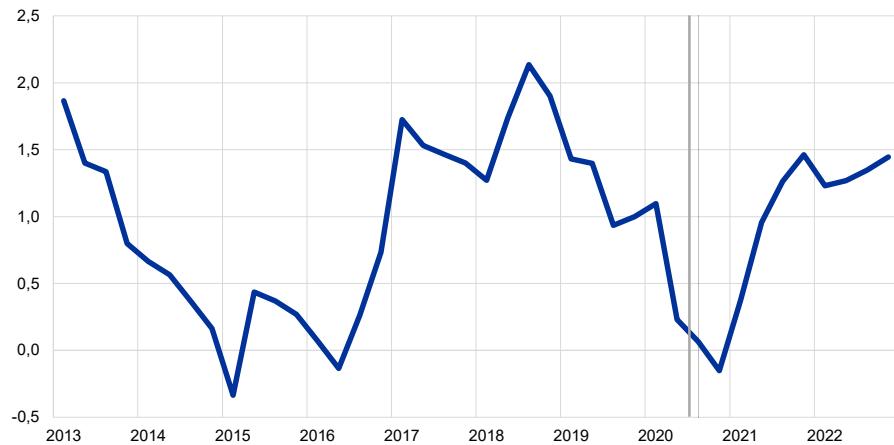
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2020.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se skupna inflacija v obdobju projekcij zvišala. Osnovna projekcija kaže, da bo skupna inflacija v letu 2020 v povprečju predvidoma znašala 0,3%, v letu 2021 1,0% in v letu 2022 1,3% (glej graf 19). V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so projekcije inflacije za leto 2020 nespremenjene, za leto 2021 so popravljene navzgor za 0,2 odstotne točke, za leto 2022 pa so ravno tako nespremenjene. Predhodni padec cen nafte, apreciacija eura in začasno znižanje stopnje DDV v Nemčiji kratkoročno nakazujejo, da bo skupna inflacija v euroobmočju v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala negativna. Leta 2021 bodo bazni učinki v skupini emergentov in v manjši meri pričakovano ponovno zvišanje stopnje DDV v Nemčiji nato privedli do samodejnega odboja.¹⁰ Inflacija brez emergentov in hrane se bo po projekcijah zniževala do konca leta 2020. Dezinflacijski vpliv bo predvidoma prisoten v vseh sektorjih storitev in proizvodov, saj povpraševanje ostaja šibko. Vseeno pa bodo ta vpliv predvidoma deloma odtehtali nadaljnji pritiski na zvišanje stroškov, ki so povezani z omejitvami na strani ponudbe. V srednjeročnem obdobju se bo inflacija po projekcijah zvišala: cene nafte bodo predvidoma narasle in povpraševanje naj bi okrevalo kljub zmanjševanju pritiskov na zvišanje inflacije, ki izhajajo iz neugodnih vplivov s ponudbene strani zaradi pandemije, in kljub apreciaciji eura. Inflacija brez emergentov in hrane bo po pričakovanjih v letu 2020 znašala 0,8% in v letu 2021 0,9%, nato pa se bo leta 2022 zvišala na 1,1%.

¹⁰ Več informacij je v okvirju z naslovom »Vloga posrednih davkov pri inflaciji in inflacijskih obetih v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 19
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »[Septemrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 10. septembra 2020 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Navpična črta označuje začetek obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2020 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2022 (projekcije). Presečni datum za podatke v septemrskih makroekonomske projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje je 27. avgust 2020.

5

Denar in krediti

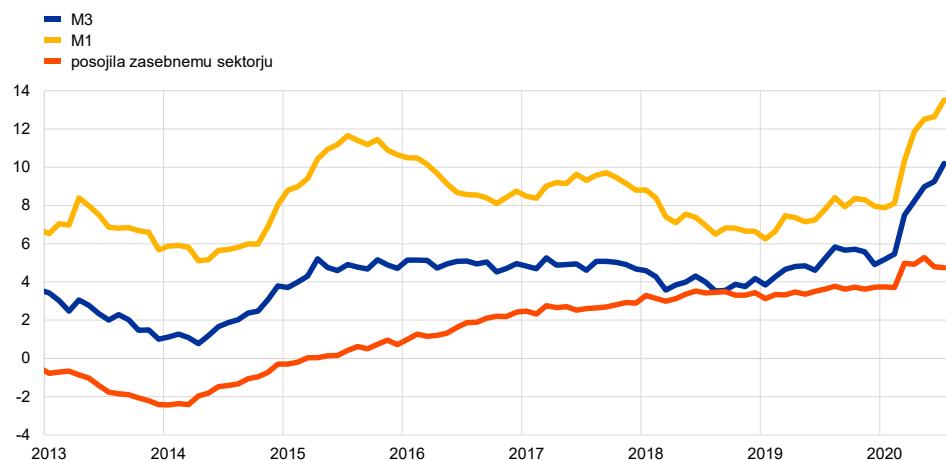
Pandemija koronavirusa (COVID-19) je še naprej močno vplivala na denarno dinamiko v euroobmočju. Glavni vir ustvarjanja denarja so bili že naprej domači krediti, in sicer posojila nefinančnim družbam in Eurosistemovi neto nakupi državnih obveznic. Pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, javnofinančnih in nadzornih organov so podpirali bančno kreditiranje gospodarstva euroobmočja po ugodnih pogojih. To je v drugem četrtletju 2020 spodbudilo tudi skupno zunanje financiranje podjetij v euroobmočju, medtem ko so se izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev in bančna posojila podjetjem močno povečali. Skupni stroški dolžniškega financiranja za podjetja so ostali ugodni, ker so se stroški tržnega dolžniškega financiranja še naprej umirjali, obrestne mere bank za posojila pa so ostale blizu najnižjim vrednostim.

Rast širokega denarja se je julija še okrepila. Zaradi zelo velikih mesečnih tokov se je medletna stopnja rasti širšega denarnega agregata (M3) julija še povečala, in sicer z junijskih 9,2% na 10,2%. Pretresi zaradi pandemije so precej vplivali na denarno dinamiko, kot kaže rast agregata M3, ki je okoli 5 odstotnih točk višja kot pred izbruhom COVID-19 (glej graf 20). V okolju visoke negotovosti so povpraševanje gospodarskih subjektov po likvidnosti spodbujale precejšnje potrebe podjetij po likvidnosti in previdnostni razlogi pri vseh gospodarskih subjektih. Modeli povpraševanja po denarju kažejo, da so posebni dejavniki, povezani s potrebami podjetij in gospodinjstev po likvidnosti med pandemijo, precej prispevali k rasti širokega denarja. Večja denarna rast je bila tudi rezultat obsežnih ukrepov pomoči, ki so jih sprejeli nosilci denarne in javnofinančne politike ter regulativni in nadzorni organi, da bi zagotovili zadostno likvidnost v gospodarstvu za spopadanje z ekonomskimi posledicami pandemije. Medletna stopnja rasti najlikvidnejšega denarnega agregata M1, ki obsega vloge čez noč in gotovino v obtoku, se je julija povečala na 13,5%, potem ko je junija znašala 12,6%, in je tako močno prispevala k rasti agregata M3.

Graf 20

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

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

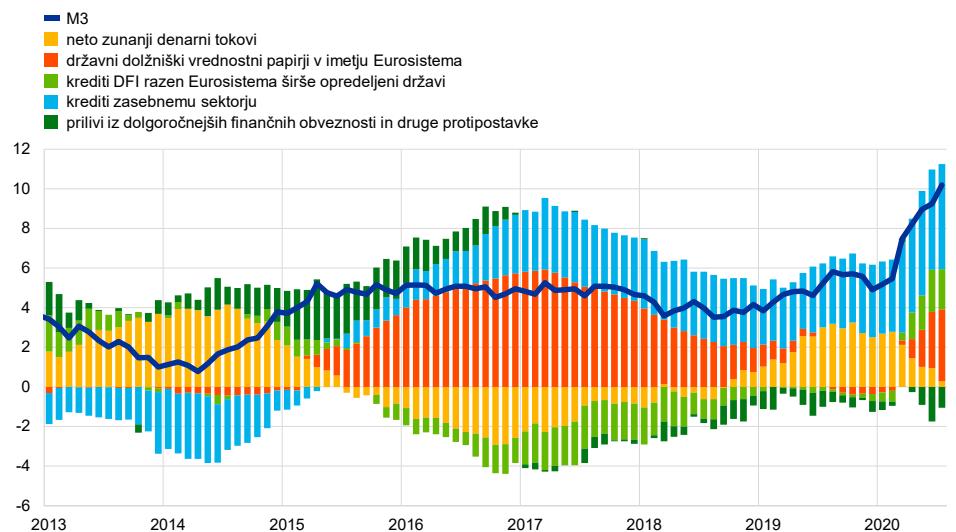
Vloge čez noč se zaradi visoke negotovosti še povečujejo. Medletna stopnja rasti vlog čez noč, ki je največ prispevala k rasti denarja, se je julija povečala z junijskih 13,1% na 14,1%. Rast vlog so spodbujala predvsem imetja vlog podjetij. Zanimanje nedenarnih sektorjev za vloge čez noč je bilo še naprej posledica previdnosti in zelo nizkih obrestnih mer, kar znižuje oportunitetne stroške imetja takih instrumentov, zlasti v primerjavi z drugimi manj likvidnimi vlogami. Imetja vlog podjetij so bila po državah še naprej različna. To je bilo deloma povezano z neenakomernim in zapoznanim širjenjem pandemije po državah, zaradi katerega so se likvidnostne potrebe podjetij pokazale v različnem obsegu. Te razlike so spodbujale tudi razlike v obsegu ukrepov pomoči po državah. Gotovina v obtoku se je julija povečala z visoko, vendar stabilno medletno 9,8-odstotno stopnjo, in sicer zaradi nagnjenosti h kopičenju gotovine v obdobju velike negotovosti. Prispevek drugih kratkoročnih vlog in tržnih instrumentov k medletni rasti M3 je bil julija kljub nizkim stopnjam obrestnih mer majhen, vendar se je povečeval.

Glavni vir ustvarjanja denarja ostajajo domači krediti. V okolju pandemije COVID-19 ostaja rast kreditov zasebnemu sektorju na visoki ravni (glej modri del stolpcev v grafu 21). Ta komponenta je od leta 2018 glavni dejavnik rasti M3 z vidika postavk, k tej rasti pa v zadnjem času največ prispevajo posojila nefinančnim družbam. Poleg tega so Eurosistemovi neto nakupi državnih vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in zlasti izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji julija povečali svoj velik prispevek k rasti agregata M3 (glej rdeči del stolpcev v grafu 21). Nestandardni ukrepi denarne politike ECB zagotavljajo okrepljeno pomoč denarne politike pri stabilizaciji finančnih trgov ter pri blažitvi tveganj za transmisijo denarne politike in makroekonomske obete v euroobmočju med pandemijo. Julija je ostala močna tudi medletna stopnja rasti kreditov iz bančnega sektorja (razen Eurosistema) javnemu sektorju (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 21). Banke euroobmočja (razen Eurosistema) so pridobile velike količine državnih obveznic, izdane zlasti v euroobmočju. To je bilo deloma posledica precejnjega povečanja neto izdajanja državnih dolžniških vrednostnih papirjev za spopadanje s pandemijo, ki se je nadaljevalo kljub napovedi dodatnih ukrepov na ravni EU (npr. sveženj »Next Generation EU«). Po pozitivnih podatkih maja in junija so bili denarni odlivi iz euroobmočja julija zmerni zaradi (neto) prodaje državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov (glej rumeni del stolpcev v grafu 21). Poleg tega so dolgoročnejše finančne obveznosti in druge postavke rahlo negativno vplivale na rast denarja (glej temnozeleni 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)



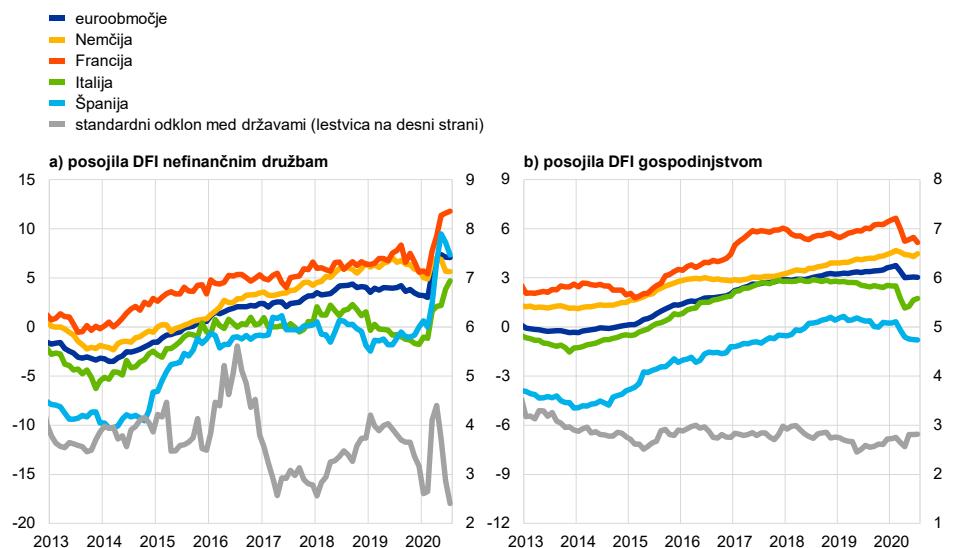
Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih finančnih institucij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektora. zadnji podatki so za julij 2020.

Rast posojil zasebnemu sektorju je ostala približno nespremenjena. Medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju je julija po junijskih 4,8% znašala 4,7%, kar je za 1 odstotno točko več kot pred izbruhom pandemije (glej graf 20). Rast kreditiranja so še naprej spodbujala predvsem posojila podjetjem, ki so se po junijskih 7,1% in majskih 7,3% julija povečala z medletno 7,0-odstotno stopnjo rasti, medtem ko je ostala rast posojil gospodinjstvom nespremenjena na ravni 3,0% (glej graf 22). Odvisnost podjetij od srednjeročnih in dolgoročnih posojil se je še naprej povečevala na račun kratkoročnih posojil. Rezultati ankete o bančnih posojilih julija 2020 glede povpraševanja po posojilih in ponudbe posojil so pokazali različna gibanja posojil podjetjem in posojil gospodinjstvom. Rast bančnih posojil podjetjem je bila še naprej posledica potreb podjetij po financiranju poslovanja v okolju zmanjšanih denarnih tokov, pa tudi obsežnih državnih ukrepov, sprejetih v večini držav euroobmočja – na primer jamstev za posojila – za pomoč podjetjem na področju likvidnosti in solventnosti v prihodnjih mesecih. Ukrepi denarne politike ECB, zlasti zelo ugodni pogoji v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), spodbujajo banke h kreditiranju vseh subjektov v zasebnem sektorju. Poleg tega so po državah euroobmočja stopnje rasti posojil podjetjem in gospodinjstvom precej različne, medtem ko je v večjih državah dinamika približno enaka.

Graf 22**Posojila DFI v izbranih državah euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru nefinančnih družb. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za julij 2020.

Stroški dolžniškega financiranja so se ustalili na nizkih ravneh ob podpori ukrepov denarne politike ECB.

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, ki so se po izbruhu COVID-19 povečali, so se v drugem četrtletju 2020 nekoliko zmanjšali, vendar so ostali višji kot pred pandemijo (glej graf 23). To je bilo zlasti posledica zmanjšanja donosnosti državnih obveznic ob podpori ukrepov denarne politike ECB. Na stroške financiranja za banke ugodno vplivajo zagotavljanje likvidnosti po zelo ugodnih pogojih s tretjo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ter ugoden vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji na donosnost obveznic, kar blaži tveganje negativnega medsebojnega vplivanja med realnim in finančnim sektorjem med pandemijo. Zaradi tesne povezave s pogoji državnega financiranja znižanje donosnosti državnih obveznic ugodno vpliva tudi na donosnost nadrejenih nezavarovanih bančnih obveznic. Pogoje na trgu kritih bančnih obveznic podpira tretji program nakupa kritih obveznic. Poleg tega so depozitne obrestne mere bank v euroobmočju, kar predstavlja večji del bančnega financiranja, julija 2020 ostale na rekordno nizki ravni in s tem prispevale k ugodnim pogojem dolžniškega financiranja. Banke v euroobmočju so od nastopa krize zaradi COVID-19 vse pogosteje zaračunavale negativne obrestne mere za bančne vloge nefinančnih družb. Hkrati ima velik del bančnega financiranja z vlogami, zlasti vlogami prebivalstva, še vedno ničelno najnižjo obrestno mero, neto obrestne marže bank pa ostajajo majhne. Medtem ko so banke od svetovne finančne krize precej okrepile odpornost, pandemija koronavirusa vpliva na kapitalski položaj bank zaradi nižjega vrednotenja finančnega premoženja in potreb po večjih rezervacijah za izgube iz posojil.¹¹ Čeprav bankam pomagajo ugodni pogoji financiranja, skrbi zaradi pandemije, ki negativno vplivajo na kapitalski položaj bank, še naprej zavirajo stroške

¹¹ Glej [Financial Stability Review](#), ECB, maj 2020.

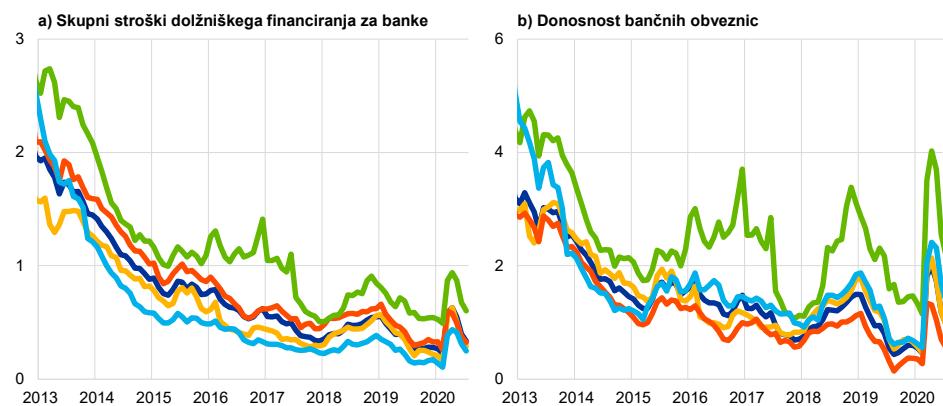
tržnega financiranja za banke. V prihodnje bo prenehanje državnih programov pomoči verjetno prispevalo k zaostrovanju bančnih posojilnih pogojev.

Graf 23

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

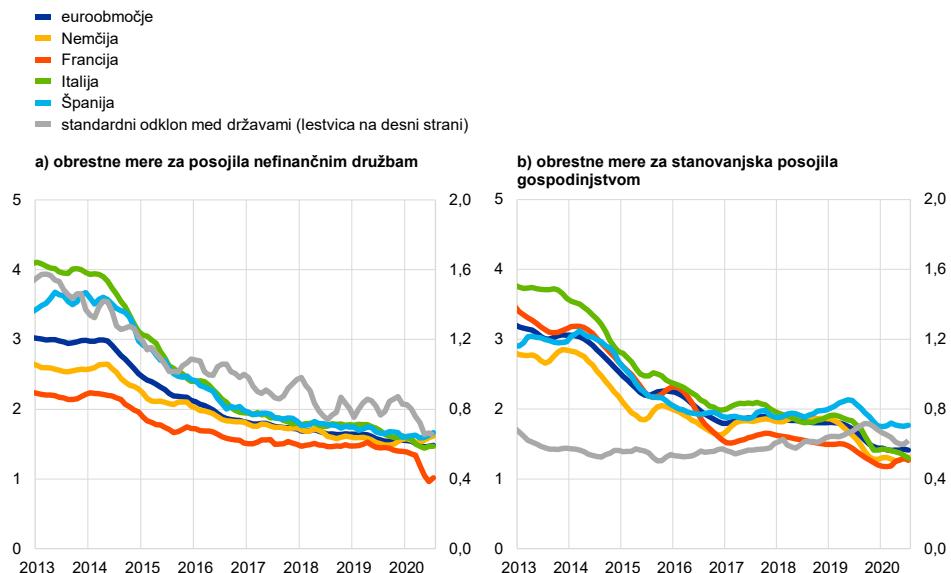
Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranko. Zadnji podatki so za julij 2020.

Zelo ugodne obrestne mere bank za posojila še naprej podpirajo gospodarsko rast. Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in za stanovanjska posojila gospodinjstvom so ostale blizu najnižjih vrednosti ter so julija znašale 1,51% oziroma 1,40% (glej graf 24). To je zabeleženo v vseh državah euroobmočja in je posledica zapoznelega vpliva tržnih obrestnih mer na obrestne mere bank za posojila. Hkrati hude gospodarske posledice pandemije za prihodke podjetij, zaposlitvene obete gospodinjstev in splošno kreditno sposobnost kreditojemalcev še naprej povzročajo pritiske na zvišanje obrestnih mer bank za posojila. Potem ko se je pred tem zmanjšal, se je razmik med obrestnimi merami bank za zelo majhna posojila in za velika posojila junija in julija nekoliko povečal v vseh velikih državah euroobmočja, vendar je ostal pod ravnimi, zabeleženimi marca. Glede na učinkovitost ukrepov, ki so jih sprejeli ECB, bančni nadzorniki in države, da bi podprli ponudbo kreditiranja, so pritiski navzgor omejeni.

Graf 24

Skupne obrestne mere bank za posojila v izbranih državah euroobmočja

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2020.

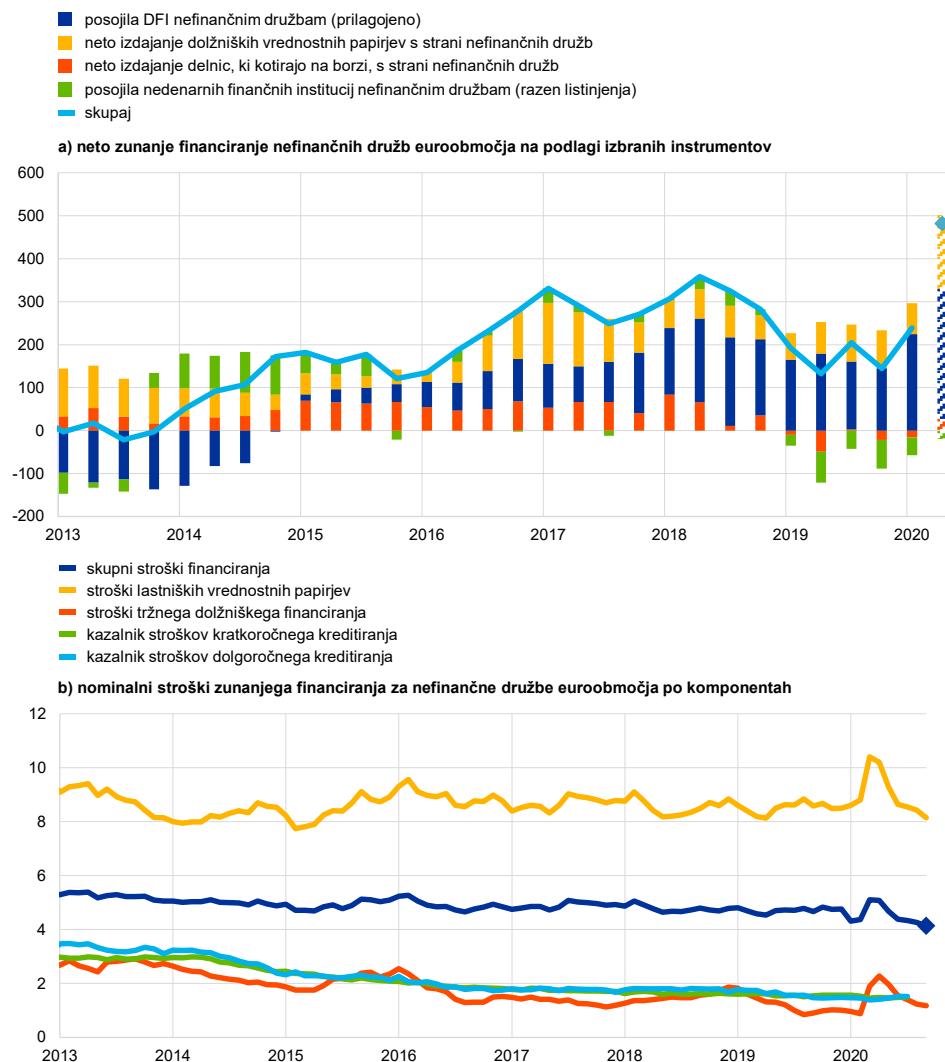
Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v drugem četrtletju 2020 po ocenah močno povečali ob podpori znižanja stroškov financiranja za nefinančne družbe (glej sliko b v grafu 25). Povečanje je bilo posledica zmanjševanja denarnih tokov podjetij iz poslovanja in velikih potreb po financiranju, ki so jih povzročili pretresi zaradi pandemije. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani podjetij je bilo v drugem četrtletju veliko, nanj pa je ugodno vplivalo zmanjševanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, ki ga je omogočila ECB z razširitvijo programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji, ki obsegata neto nakupe podjetniških obveznic. Povečana uporaba kreditiranja v drugem četrtletju je bila posledica večjega krčenja gospodarske aktivnosti ter nadaljnjega močnega zmanjševanja prodaje in denarnih tokov podjetij v začetku četrtletja. Povpraševanje po bančnih posojilih so spodbujale tudi ugodne obrestne mere bank za posojila (glej sliko b v grafu 25). Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je v drugem četrtletju 2020 ostalo umirjeno, ker se je število novih poslov strmo zmanjšalo zaradi slabšanja obetov glede dobička in kljub izrazitemu zmanjšanju stroškov lastniških vrednostnih papirjev zaradi nižjih premij za tveganje. V drugem četrtletju se je še dodatno zmanjšal tudi obseg posojil nedenarnih sektorjev. Skupni tokovi zunanjega financiranja so bili v drugem četrtletju 2020 zaradi ugodnih pogojev financiranja višji kakor med finančno in državno dolžniško krizo. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so konec junija znašali 4,4%. Ta raven je bila okoli 70 bazičnih točk nižja od najvišje vrednosti iz marca 2020 in samo 7 bazičnih točk višja kakor januarja 2020, ko je bila serija najnižja. Od konca junija do konca referenčnega obdobja (9. septembra 2020)

so se skupni stroški financiranja po ocenah še zmanjšali, in sicer za okoli 24 bazičnih točk na 4,1%, kar bi lahko bila nova najnižja vrednost. To je v skladu z bolj spodbujevalno naravnanimi bančnimi kreditnimi pogoji in pogoji na obvezniških trgih, ki jih podpirajo pravočasni in obsežni ukrepi denarnih, nadzornih in javnofinančnih organov, ki so pomagali zmanjšati negotovost in volatilnost na finančnih trgih.

Graf 25

Zunanje financiranje nefinančnih družb v euroobmočju

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



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

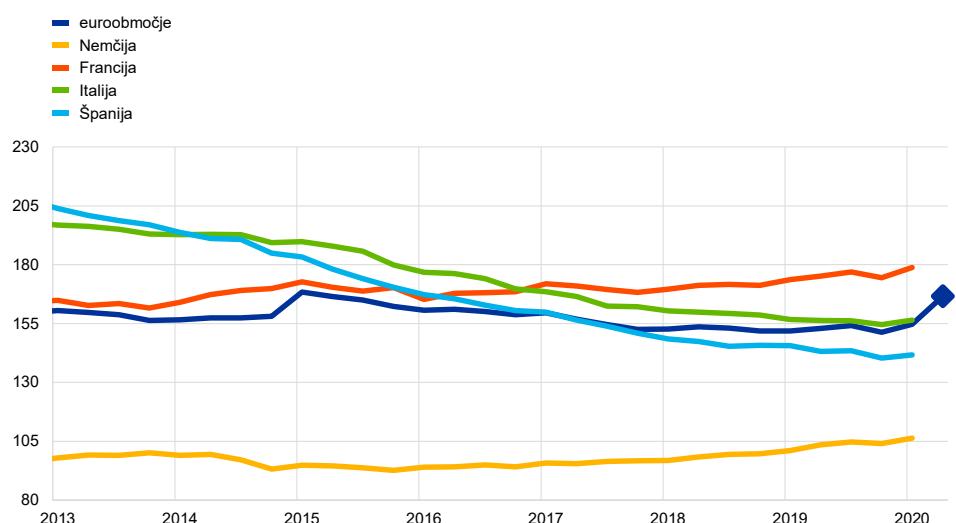
Opombe: Slika a: Neto zunanje financiranje je vsota posojil DFI, neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev, neto izdajanja delnic, ki kotirajo na borzi, in posojil nedenarnih finančnih institucij. Posojila DFI so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter združevanje denarnih sredstev. Posojila nedenarnih finančnih institucij obsegajo posojila, ki so jih odobrili drugi finančni posredniki ter zavarovalne družbe in pokojninski skladi, razen listinjenih posojil. Črtkani stolpec in svetlotomodra karo oznaka se nanašata na ocene za drugo četrletje 2020. Slika b: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe so izračunani kot tehtano povprečje stroškov bančnih posojil, stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega kapitala na podlagi stanj. Temnomodra karo oznaka se nanašata na oceno skupnih stroškov financiranja za september 2020, če predpostavimo, da bodo ostale obrestne mera banke za posojila nespremenjene na ravnini iz julija 2020. Zadnji podatki za sliko a so za prvo četrletje 2020 iz računov euroobmočja – ocene za drugo četrletje 2020 temeljijo na podatkih o bilanci stanja ECB in vrednostnih papirjih ter Dealogic. Zadnji podatki za sliko b so za 9. september 2020 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja (dnevni podatki), za 4. september 2020 pri stroških lastniških vrednostnih papirjev (tedenski podatki) in za julij 2020 pri stroških posojil (mesečni podatki).

Bruto zadolženost nefinančnih družb euroobmočja se je precej povečala in skoraj dosegla najvišjo vrednost iz začetka leta 2015. Delež bruto zadolženosti z vidika dodane vrednosti podjetij se je v drugem četrletju 2020 povečal za 12 odstotnih točk, s tem pa je skupno povečanje od konca leta 2019 znašalo 15 odstotnih točk (glej graf 26). Splošno povečanje bruto zadolženosti nefinančnih družb je posledica večje uporabe dolžniškega financiranja in izrazitega zmanjšanja bruto dodane vrednosti. Podjetja so precejšen del prihodkov iz novih bančnih posojil in izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev prenesla v vloge za predfinanciranje potreb po obratnem kapitalu in potrebnih naložb ter za pripravo na morebitno pomanjkanje gotovine v prihodnjih mesecih. Zaradi tega sta se neto zadolženost in vzvod po knjigovodske vrednosti povečala precej manj kot bruto zadolženost. Ne glede na strmo povečanje zadolženosti podjetij se je finančna ranljivost sektorja samo rahlo povečala. Take ugodne razmere so odvisne od nadaljevanja podpore politik, najprej v obliki spodbujevalno naravnane denarne politike, ki nadzoruje stroške servisiranja povečane dolžniške obremenitve, in nato v obliki široko zastavljenih javnofinančnih ukrepov, vključno z državnimi jamstvi in programi moratorija, ki vzdržujejo zmogljivost bank, da odobravajo posojila, ki bodo odtehtala čedalje manjše denarne tokove podjetij. Ta gibanja na splošno kažejo, da obstaja tveganje, da bi lahko nefinančne institucije med okrevanjem manj podpirale podjetniške naložbe, zlasti če bi se ukrepi podpore nenadoma prenehali izvajati.

Graf 26

Bruto zadolženost nefinančnih družb v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih bruto dodane vrednosti nefinančnih družb)



Viri: ECB, Eurostat in ocene ECB.

Opombe: Dolg je opredeljen kot vsota vseh posojil, odobrenih nefinančnim družbam, brez posojil znotraj sektorja, izdanih dolžniških vrednostnih papirjev in pokojninskih obveznosti. Modra karo oznaka se nanaša na oceno za drugo četrletje 2020.

Pandemija COVID-19 še naprej izredno močno vpliva na javne finance v euroobmočju. V zgodnejših fazah krize je bila večina vpliva povezana z ukrepi za zmanjšanje bremena za podjetja, delavce in gospodinjstva ter za ohranitev proizvodnih zmogljivosti v gospodarstvu. Odziv javnofinančne politike se je postopoma preusmeril v ukrepe, s katerimi naj bi gospodarstvo hitro znova zagnali in ga pripravili na prihodnost po pandemiji. Javnofinančni stroški teh ukrepov so bili za vse države euroobmočja zelo visoki, čeprav se breme krize in sposobnost odzivanja med državami razlikujeta. Zato je zelo dobrodošlo, da se je Evropa odzvala z usklajenim javnofinančnim ukrepanjem, nazadnje s skladom Next Generation EU (NGEU), ki dopoljuje javnofinančne ukrepe na nacionalni ravni. Pomembno je, da se odločitev Evropskega sveta odrazi v praktičnem ukrepanju ter da so javnofinančni ukrepi, sprejeti kot odgovor ob pandemiji, čim bolj ciljno usmerjeni in začasni. Zaradi gospodarskega upada in obsežne javnofinančne podpore naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju po projekcijah precej povečal, in sicer na 8,8% BDP v letu 2020, v primerjavi z 0,6% v letu 2019. Stopnja primanjkljaja naj bi se v letu 2021 znižala na 4,9% BDP in v letu 2022 na 3,6% BDP. Obsežni javnofinančni ukrepi v letu 2020 so poleg negativne ciklične komponente, na katero je vplivalo poslabšanje makroekonomskih razmer, priveli tudi do poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda. K poznejšemu izboljšanju bosta po pričakovanih prispevala postopno odpravljanje intervencnih ukrepov in izboljšanje cikličnih razmer. Negotovost glede izplačevanja sredstev iz sklada NGEU in dodatni protikrizni ukrepi v nekaterih državah pomenijo tveganje poslabšanja javnofinančnih obetov. Države euroobmočja so poleg tega za zmanjšanje tveganj v podjetniškem sektorju zagotovile jamstva za posojila v višini skoraj 20% BDP. Ta jamstva pomenijo precejšnjo pogojno obveznost, ki bo ob njihovi uveljavitvi na primanjkljaj vplivala negativno. Kot posledica javnofinančnih ukrepov in poslabševanja gospodarskih razmer naj bi se skupni delež javnega dolga euroobmočja v letu 2020 močno povečal ter v celotnem obdobju projekcij ostal na visoki ravni.

Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju leta 2020 močno poslabšal, v letih 2021 in 2022 pa se spet nekoliko izboljšal.¹² Po teh projekcijah naj bi se stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju zvišala z 0,6% BDP leta 2019 na 8,8% BDP leta 2020, nato pa se leta 2021 znižala na 4,9% in leta 2022 na 3,6% (glej graf 27). Poslabšanje proračunskega salda v letu 2020 je v veliki meri posledica poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda zaradi ukrepov v podporo gospodarstvu v višini okrog 4,5% BDP, od česar največji del predstavlja dodatna poraba, zlasti v obliki transferjev in subvencij podjetjem in gospodinjstvom, med drugim prek programov skrajšanega delovnega časa. Poleg tega je tudi posledica velike negativne ciklične komponente, saj je gospodarstvo euroobmočja zdaj globoko v recesiji.¹³ Na poznejše izboljšanje naj bi vplivalo izboljšanje ciklično prilagojenega primarnega salda, saj se trenutno

¹² Glej [Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov EUR za euroobmočje](#), objavljene 10. septembra 2020 na spletnem mestu ECB.

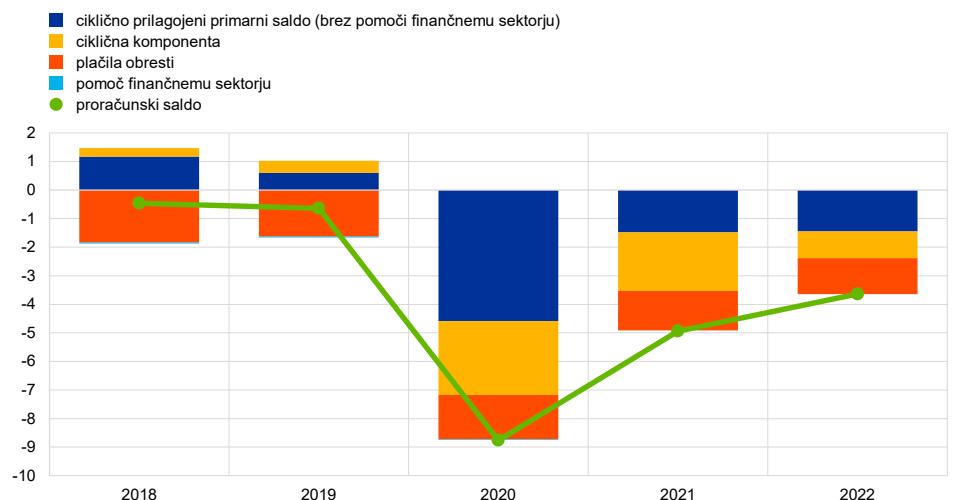
¹³ Upoštevati je treba, da trenutno obstaja zelo visoka stopnja negotovosti glede razčlenitve na cikel in trend.

pričakuje, da se bo večina podpornih ukrepov od konca letošnjega leta in v letu 2021 postopno iztekla. Prispevek gospodarskega cikla naj bi se povečeval bolj postopno in v celotnem obdobju projekcij ostaja negativen.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB in septembridske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Države euroobmočja poleg javnofinančne podpore gospodarstvu zagotavljajo tudi obsežna jamstva za posojila, katerih namen je krepiti likvidnostni položaj podjetij. Ta jamstva znašajo skupno okrog 20% BDP celotnega euroobmočja, a se po velikosti med državami precej razlikujejo. Jamstva za posojila so pogojne obveznosti države, zato bodo povzročila dodane javne izdatke v znesku, v katerem bodo uveljavljena.

V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so javnofinančni obeti za leti 2020 in 2021 malenkost bolj neugodni, za leto 2022 pa nekoliko ugodnejši. Proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju kot delež BDP je bil popravljen navzdol za 0,2 odstotne točke za leto 2020 in za 0,1 odstotne točke za leto 2021, medtem ko je bil za leto 2022 popravljen za 0,2 odstotne točke navzgor. Večji javnofinančni primanjkljaj v letih 2020 in 2021 je predvsem posledica poslabšanja ciklično prilagojenega salda, saj so države uvedle dodatne podporne ukrepe ali podaljšale obstoječe. Popuščanje javnofinančne politike deloma odtehtajo manj neugodna ciklična komponenta in rahlo nižja pričakovana plačila obresti. Rahlo boljši obeti za leto 2022 so posledica kombinacije nižjih plačil obresti in boljše ciklične komponente, ki več kot izravnajo poslabšani ciklično prilagojeni primarni saldo.

Agregatna naravnost javnofinančne politike bo po ocenah v letu 2020 zelo spodbujevalna, v letu 2021 pa omejevalna, saj naj bi se večina podpornih

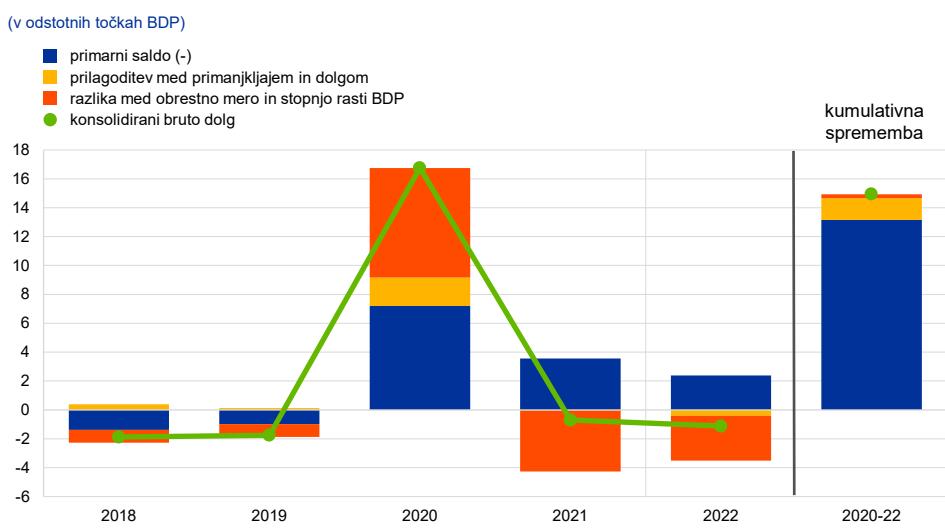
ukrepov do takrat postopno izteka.¹⁴ Javnofinančna politika je bila v letu 2019 po ocenah rahlo ekspanzivna, v letu 2020 pa naj bi bila po pričakovanjih zelo spodbujevalna na ravni 5,4% BDP. Nasprotno se ocenjuje, da bo v letu 2021 javnofinančna politika omejevalna na ravni 3,1% BDP, saj se trenutno pričakuje, da se bo večina podpornih ukrepov, sprejetih med pandemijo, prihodnje leto postopno izteka. Kljub temu bo skupni javnofinančni saldo ostal znatno negativen, saj bodo javnofinančni instrumenti še naprej podpirali gospodarsko okrevanje, če ne drugače, prek samodejnih stabilizatorjev.¹⁵ Leta 2022 naj bi bila po ocenah naravnost javnofinančne politike nevralna.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se v letu 2020 močno povečal na 100,7% BDP, nato pa naj bi se zelo postopno zmanjševal.

Predvideno povečanje za 16,6 odstotne točke glede na leto 2019 je predvsem posledica velikega primarnega primanjklaja, zelo neugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter obsežne prilagoditve med primanjklajem in dolgom, h kateri so prispevali ukrepi, povezani s pandemijo. V letih 2021 in 2022 bodo vse manjši, a še vedno precej velik primarni primanjklaj ob predvidenem okrevanju gospodarske aktivnosti več kot odtehtali ugodni prispevki vse boljše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter negativna prilagoditev med primanjklajem in dolgom v letu 2022 (glej graf 28). Zato naj bi ob koncu leta 2022 delež javnega dolga v razmerju do BDP znašal 98,9%, tj. 1,1 odstotne točke manj kot v letošnjih junijskih projekcijah, predvsem zaradi ugodnejše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP v obdobju projekcij.

Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

¹⁴ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih institucij na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembu ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »*The euro area fiscal stance*«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

¹⁵ Več podrobnosti je v članku z naslovom »Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Zaradi velikega, a neenakomernega bremena, ki se je pojavilo s pandemijo koronavirusa, ostaja še naprej ključna ambiciozna in koordinirana naravnost javnofinančnih politik. Zato je zelo dobrodošlo, da se je Evropski svet dogovoril o skladu NGEU, s katerim se prvič uvaja začasni evropski proračun, ki dopolnjuje javnofinančne stabilizatorje na nacionalni ravni. Sklad lahko pomembno podpre regije in sektorje, ki jih je pandemija najbolj prizadela, okrepi enotni trg ter omogoči trajno in uspešno okrevanje. Pomembno je, da se odločitev Evropskega sveta odrazi v praktičnem ukrepanju ter da so javnofinančni ukrepi, sprejeti kot odgovor ob pandemiji, čim bolj ciljno usmerjeni in začasni.

Okvirji

1 Bolgarski lev in hrvaška kuna v mehanizmu deviznih tečajev (ERM II)

Pripravili Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner in Tina Žumer

Bolgarski lev in hrvaška kuna sta bila v mehanizem deviznih tečajev II (ERM II) vključena 10. julija 2020. Odločitev so z medsebojnim dogovorom sprejeli finančni ministri držav euroobmočja, predsednica Evropske centralne banke ter finančni ministri in guvernerji centralnih bank Danske, Bolgarije in Hrvaške. Dogovor so sprejeli po skupnem postopku, ki vključuje tudi Evropsko komisijo in Ekonomsko-finančni odbor. Začetek sodelovanja v mehanizmu predstavlja zadnji korak v podrobno razdelanem načrtu. Na njegovi podlagi je bil vzpostavljen proces, v katerem so bolgarske in hrvaške oblasti konstruktivno sodelovale s strankami ERM II po načelu enake obravnave in opravile temeljite ekonomske ocene.

Mehanizem ERM II je bil uveden leta 1999 kot eden od načinov za oceno konvergencije posamezne države z euroobmočjem. Ima dva glavna namena. Prvi je, da deluje kot sistem za upravljanje deviznega tečaja med valutami sodelujočih držav in eura, drugi pa je, da pomaga pri oceni konvergencije za sprejem eura, kot je določena v členu 140 Pogodbe o delovanju Evropske unije. Zato sodelovanje v ERM II ni zgolj pravno v jedru konvergenčnega merila o stabilnosti deviznega tečaja, pač pa tudi oblika preverjanja vzdržnosti konvergencije pred uvedbo eura in po njej. Ker je vsaj dveletno sodelovanje v ERM II brez resnih napetosti predpogoj za sprejem eura, se pričakuje, da se bodo vse države članice EU na določeni točki pridružile mehanizmu.

ERM II je večstranski sistem fiksnih, a prilagodljivih deviznih tečajev, ki ga sestavlja osrednji devizni tečaj med sodelujočimi valutami in eurom ter pas nihanja s standardno širino ±15% okrog osrednjega tečaja. Druge glavne značilnosti so posredovanje centralnih bank na robovih dogovorenega pasu nihanja ter možnost pridobitve zelo kratkoročnega financiranja pri sodelujočih centralnih bankah. Ob vstopu v ERM II lahko nacionalne centralne banke enostransko določijo ožji pas nihanja od tistega, ki je predviden v mehanizmu, ne da bi s tem ustvarile kakršnekoli dodatne obveznosti za ECB ali druge udeleženke v mehanizmu.¹⁶ V času sodelovanja v mehanizmu je zaradi večjih sprememb v ravnovesnem deviznem tečaju sodelujoče države članice ali njenega izvajanja neskladnih ekonomskev politik včasih treba prilagoditi osrednji devizni tečaj (kot se je zgodilo s slovaško krono) ali širino pasu nihanja. Posredovanje centralne banke na robovih pasu nihanja je načeloma samodejno in neomejeno. Vendar pa ECB in sodelujoče nacionalne centralne banke lahko kadarkoli odložijo posredovanje, če je v nasprotju s primarnim ciljem vzdrževanja cenovne stabilnosti.

¹⁶ Večstransko dogovorjeni pasovi nihanja, ki so ožji od standardnega, so načeloma možni samo takrat, ko se je država že zelo približala euroobmočju. Takšen primer je danska krona, za katero velja večstransko dogovorjeni pas nihanja ±2,25% v odnosu do eura.

Izkušnje kažejo, da je ERM II združljiv z različnimi režimi deviznega tečaja, kot je zdaj primer z Bolgarijo in Hrvaško. Mehanizem daje dovolj manevrskega prostora za odzivanje na šoke in tržna gibanja. Po drugi strani pa lahko kot enostransko zavezo sprejme tudi natančno upravljanje in vezane režime deviznega tečaja ter celo režime valutnega odbora.¹⁷ Slednjega sta pred uvedbo eura uporabljali Eesti Pank in Lietuvos bankas, danes pa ga uporablja Българска народна банка (Bolgarska narodna banka). Hrvatska narodna banka vzdržuje stabilnost deviznega tečaja kune do eura, da bi doseglj svoj osrednji cilj cenovne stabilnosti, vendar nima fiksnega deviznega tečaja. Ne glede na režim deviznega tečaja morajo vse sodelujoče države v mehanizmu ostati vsaj dve leti, preden ECB in Evropska komisija v konvergenčnem poročilu lahko podata pozitivno oceno glede uvedbe eura.¹⁸

Postopek, ki vodi v sodelovanje v mehanizmu ERM II, se je s časom nekoliko spremenil, vendar je vedno potekal po načelu enake obravnave. Pred več kot 15 leti, ko je v mehanizem vstopil zadnji val držav, je bilo za sodelovanje v mehanizmu treba sprejeti in objaviti trdno, a splošno zavezo, da bo država izvajala stabilnostno naravnane politike. V letih zatem smo se iz svetovne finančne krize naučili več pomembnih lekcij o teh politikah. Kriza ni prizadela zgolj euroobmočja, temveč tudi več držav, katerih valute so sodelovale v ERM II. Upravljanje euroobmočja je bilo po krizi reformirano, tako da je bil uveden strožji nadzor ekonomske in javnofinančnih politik ter je bila vzpostavljena bančna unija. V obdobju po krizi smo tudi bolje razumeli, da ima sodelovanje v ERM II pomembne stranske učinke, saj pomeni prehod na drugačen režim deviznega tečaja, kar lahko spremeni ekonomske spodbude mednarodnih in domačih vlagateljev. Predvsem so se po vstopu v mehanizem v več državah močno pospešili bruto kapitalski prilivi, pri katerih ni šlo za neposredne tuje naložbe, in sicer tudi v primerjavi z drugimi državami v regiji v istem obdobju. V nekaterih primerih se je to izkazalo za nevzdržno, tako da so v naslednjih letih sledila obdobja, v katerih so vlagatelji ponovno umikali velike količine kapitala.

Eno glavnih spoznanj iz svetovne finančne krize je bilo, da je tveganje nastanka čezmernih neravnotežij v obdobju pred uvedbo eura manjše, če ima država kakovostne institucije in dobro upravljanje. Večja strukturna odpornost ustvarja predpogoje za alokacijo kapitala k produktivnim podjetjem namesto k iskalcem rente, kar podpira proces dohitevanja, ne pa nastajanje balonov. Poleg tega dobro upravljanje pomeni, da so se oblikovalci politik sposobni upreti pritisku interesnih skupin, ki želijo preprečiti izvedbo nujnih reform in oblikovanje blažilnikov v normalnih in dobrih časih, vključno s proticikličnimi makrobonitetnimi in fiskalnimi ukrepi. V zadnjih nekaj letih so se te lekcije in dogajanja upoštevali v načrtih za sodelovanje v ERM II, ki so jih bolgarske in hrvaške oblasti pripravile v sodelovanju s strankami ERM II.

¹⁷ Glej »Uradno stališče Sveta Evropske centralne banke o vprašanjih deviznega tečaja držav pristopnic«, ECB, Frankfurt na Majni, 18. december 2003.

¹⁸ Odločitev o uvedbi eura sprejme Svet Evropske unije v skladu z relevantnimi določbami Pogodbe. Potem ko se je posvetoval z Evropskim parlamentom in opravil razpravo v Evropskem svetu, se Svet EU na podlagi predloga Komisije odloči, katere primerne države članice zunaj euroobmočja izpolnjujejo pogoje za uvedbo eura. Odločitev sprejme na podlagi vrste meril, naštetih v členu 140 Pogodbe o delovanju Evropske unije. Poročila o izpolnjevanju teh meril, imenovana konvergenčna poročila, pripravljata ECB in Evropska komisija. Svet odloča na podlagi priporočila, ki ga je sprejela kvalificirana večina držav članic, katerih valuta je euro.

Vključitev valute v ERM II poteka po postopku, ki je opisan v resoluciji

Evropskega sveta z dne 16. junija 1997.¹⁹ Odločitve o sodelovanju v ERM II se sprejmejo z medsebojnim dogovorom med strankami ERM II, za kar je treba doseči soglasje o tem, da bo država članica, ki prosi za vključitev svoje valute v ERM II, izvajala vzdržne politike. Nadalje je bilo nedavno pojasnjeno, da je doseganje tega soglasja odvisno od treh temeljnih dejavnikov: (i) upoštevanje spoznanj iz preteklih kriz, (ii) upoštevanje dejstva, da je bila vzpostavljena bančna unija, in (iii) zavedanje, da je treba upoštevati vse za vsako posamezno državo specifične ranljivosti, ki jih je treba odpraviti, da se zagotovi nemoteno sodelovanje v mehanizmu deviznih tečajev.

V skladu s tem pristopom so bolgarske in hrvaške oblasti oblikovale več vnaprejšnjih političnih zavez, ki jih je Bolgarija formalno sprejela poleti 2018, Hrvaška pa poleti 2019. Zaveze so oblikovale v sodelovanju s strankami ERM II in so jih morale prostovoljno izpolniti pred začetkom sodelovanja v ERM II. Odražajo trenutno realnost v obliki, ki je smiselna, sorazmerna in motivirana. Predvsem morajo biti zaveze konkretna, realistična in preverljiva ter morajo biti izvedene, spremljane in preverjene v razmeroma kratkem času. Njihovo izpolnitve morata spremljati in oceniti ECB in Evropska komisija, vsaka na svojem področju pristojnosti, kar za ECB pomeni bančni nadzor in makrobonitetno politiko, za Evropsko komisijo pa strukturne politike (javnofinančne politike urejajo določbe Pakta za stabilnost in rast).

Za zagotovitev vzdržne konvergence z euroobmočjem sta Bolgarija in Hrvaška ob vstopu v ERM II 10. julija 2020 sprejeli dodatne politične zaveze.²⁰ V skladu s preteklimi praksami sta Bolgarija in Hrvaška sprejeli prostovoljne politične zaveze, imenovane povstopne zaveze, ko sta začeli sodelovati v ERM II. Dogovor o sodelovanju bolgarskega leva in hrvaške kune v ERM II mora spremljati trdna zaveza državnih oblasti vsake države, da bo izvajala zdrave ekonomske politike, s katerimi bo ohranjala gospodarsko in finančno stabilnost in doseglja visoko stopnjo vzdržne ekonomske konvergence. Državne oblasti bodo skupaj s pristojnimi organi Evropske unije v ustreznih okvirih natančno spremljale dogajanja na področju makroekonomske politike in izvajanje ukrepov teh politik. Na splošno je celoten proces, ki se je zaključil z vstopom obeh držav v ERM II, pospeševal reforme, s katerimi se bodo zmanjšala tveganja v obdobju sodelovanja v ERM II in omogočila sprejem eura. Čeprav reforme tveganj ne odpravijo v celoti, njihovega pomena za vzdržno sodelovanje v monetarni uniji ne gre podcenjevati.

Bolgarski lev in hrvaška kuna sta bila v ERM II vključena z obstoječim deviznim tečajem. Bolgarski lev je bil v ERM II vključen z osrednjim tečajem 1,95583 leva za euro, kar ustreza fiksному devizному течажу, ki ga vzdržuje valutni odbor Bolgarije. Hrvaška kuna je bila vključena z osrednjim tečajem 7,53450 kune za euro, kar ustreza prevladujočemu tržnemu deviznemu tečaju ob času vključitve 10. julija 2020.

Dejstvo, da sta bili obe valuti vključeni z obstoječim deviznim tečajem, kaže, da sta bili Bolgarija in Hrvaška sposobni izjemno dobro vzdrževati stabilen devizni tečaj v obdobju, v katerem so se v obeh gospodarstvih zgodile velike notranje

¹⁹ Resolucija Evropskega sveta o vzpostavitvi mehanizma deviznih tečajev v tretji fazi ekonomske in monetarne unije (UL C 236, 2. 8. 1997, str. 5).

²⁰ Glej spletno mesto ECB, kjer so objavljena sporočila za javnost o ERM II, vloge držav za sodelovanje v mehanizmu in seznam povstopnih zahtev [Bolgarije](#) in [Hrvaške](#).

prilagoditve. Българска народна банка (Bulgarska narodna banka) je več kot dve desetletji izvajala režim valutnega odbora, ki jo je zavezoval, da leve zamenja za eure po fiksni devizni tečaju. Hrvatska narodna banka je vzdrževala upravljanje drseči devizni tečaj, pri katerem je kuna nihala v razmeroma ozkem pasu okrog osrednjega tečaja do eura. Kljub bistvenim razlikam v delovanju teh dveh režimov sta oba dobro služila svojemu gospodarstvu. Za odporna sta se izkazala zlasti v obdobju hudih napetosti na finančnih trgih, vključno s sedanjo pandemijo COVID-19. Poleg tega sta od začetka svetovne finančne krize obe državi prestali tudi velike zunanje prilagoditve. To vključuje odpravo velikega primanjkljaja na tekočem računu, ki se je odtlej prevesil v presežek. Zaradi tega so se njune neto zunane obveznosti močno zmanjšale in sta obe centralni banki lahko ustvarili udobne blažilnike v obliki deviznih rezerv.

Zunanja izravnava je potekala vzporedno z nominalno prilagoditvijo v obeh državah, tako da raven cen jasno odraža stopnjo konvergencije njunih gospodarstev.

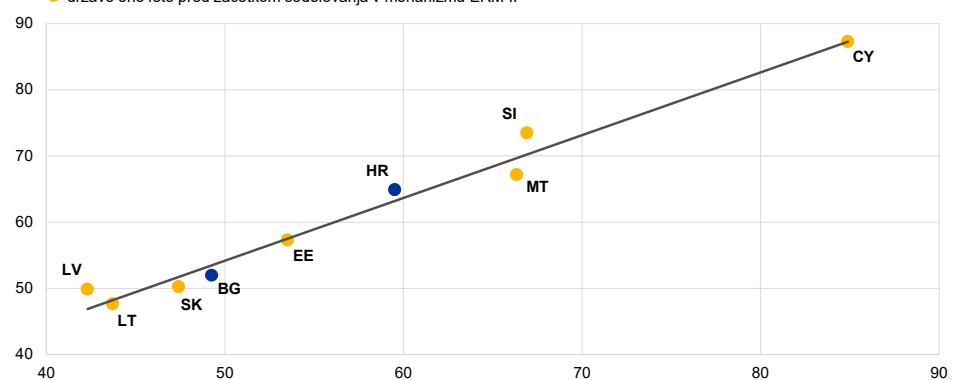
Pred svetovno finančno krizo so se cene in stroški v obeh državah močno zvišali. To je bil deloma stranski proizvod procesa realne konvergencije, torej dejstva, da je raven dohodka v obeh državah dohiteljala Evropsko unijo. Zatem je svetovna finančna kriza tako v Bolgariji kot tudi na Hrvaškem povzročila določeno korekcijo ravni cen in stroškov. Tako je raven cen glede na euroobmočje zdaj dobro poravnana z ravnjo dohodka glede na euroobmočje. Ta raven sicer ostaja bistveno nižja od euroobmočja, vendar to samo po sebi ne predstavlja ovire za sodelovanje v ERM II. Pretekle izkušnje pravzaprav kažejo, da so države, ki so v ERM II vstopile na primerljivi ali celo nižji stopnji konvergencije, lahko kasneje uspešno uvedle euro. Za uspešno sodelovanje v ERM II je pomembnejše, da je raven cen usklajena z ravnjo dohodka (kot kaže graf A) in bolj splošno s temeljnimi ekonomskimi pogoji v državi.

Graf A

BDP na prebivalca in raven cen v primerjavi z euroobmočjem

(v odstotkih; os x: BDP na prebivalca glede na euroobmočje, os y: raven cen glede na euroobmočje

- Bolgarija in Hrvaška leta 2019
- države eno leto pred začetkom sodelovanja v mehanizmu ERM II



Vir: ECB.

2

Izboljšana merila efektivnega tečaja eura

Pripravila Michael Fidora in Martin Schmitz

Efektivni devizni tečaj (EDT) valute je indeks tehtanega povprečja dvostranskih deviznih tečajev do valut izbranih trgovinskih partneric. Realni efektivni tečaj se izračuna s prilagoditvijo nominalnega kazalnika z relativnimi stroški ali cenami.²¹ V ponderacijski shemi, ki se uporablja za agregiranje dvostranskih tečajev, se upošteva relativna pomembnost vsake države kot trgovinske partnerice. Nominalni efektivni devizni tečaj, tehtan z utežmi trgovinskih partneric, je skupno merilo zunanje vrednosti valute, realni efektivni devizni tečaj, tehtan z utežmi trgovinskih partneric, pa je najpogosteje uporabljeni kazalnik mednarodne cenovne in stroškovne konkurenčnosti gospodarstva.

ECB je v zadnjem času izboljšala izračun kazalnikov EDT eura tako, da se upošteva spremenjanje mednarodnih trgovinskih povezav, zlasti pa vse večji pomen mednarodne trgovine v storitvenem sektorju.²² ECB vsake tri leta ažurira trgovinske uteži, ki so podlaga za izračun kazalnikov EDT, da bi pravočasno zajela srednjeročne spremembe v trgovinski dinamiki euroobmočja. Pri zadnjem tehtanju, opravljenem julija 2020, je ECB spremenila ponderacijsko shemo tako, da se upošteva tudi trgovina v storitvenem sektorju, ne samo v predelovalnih dejavnostih.²³ Medtem ko predelovalne dejavnosti predstavljajo največji del trgovinske menjave euroobmočja, je postala storitvena menjava v preteklih desetletjih pomembnejša zaradi globalizacije in digitalizacije ter je ob koncu leta 2019 predstavljala okoli 30% trgovinske menjave euroobmočja.²⁴ Poleg tega je boljše zajetje podatkov omogočilo vključitev storitvenega sektorja na podlagi uveljavljene metodologije ECB. Povečalo se je tudi število trgovinskih partneric v kazalnikih EDT (z 38 na 42), tako da se upošteva skoraj 90% trgovinske menjave euroobmočja v sektorjih predelovalnih dejavnosti in storitev.²⁵

Nove trgovinske uteži kažejo, da vloga nastajajočih tržnih gospodarstev, ki so od leta 2000 postajala vse pomembnejša v trgovinski menjavi euroobmočja, ne raste več, medtem ko so države članice iz srednje in vzhodne Evrope postale pomembnejše (glej graf A). Dejansko je postal skupni delež držav članic iz srednje in vzhodne Evrope – zaradi njihove nadaljnje integracije v evropske vrednostne verige

²¹ Harmonizirani kazalniki konkurenčnosti, ki temeljijo na isti metodologiji in podatkih kot kazalniki efektivnega tečaja, se izračunajo za posamezne države euroobmočja. Izboljšani so bili enako kot kazalniki efektivnega deviznega tečaja.

²² Za pregled metodologije, uporabljene za izračun kazalnikov EDT, glej Schmitz, M., De Clercq, M., Fidora, M., Lauro, B., in Pinheiro, C., »Revisiting the effective exchange rates of the euro«, *Journal of Economic and Social Measurement*, zvezek 38, št. 2, 2013, str. 127–158; ter Brisson, R., in Schmitz, M. »The ECB's enhanced effective exchange rates and harmonised competitiveness indicators – an updated weighting scheme including trade in services«, *Statistics Paper Series*, ECB (v pripravi).

²³ Pri tem so bile seriji dodane povprečne trgovinske uteži za triletno obdobje od leta 2016 do leta 2018, uteži za prejšnja obdobja (od leta 1995 do leta 2015) pa so bile popravljene.

²⁴ Storitvena menjava je večja od trgovine v sektorju predelovalnih dejavnosti v Luksemburgu, na Cipru, Malti, Irskem in Grčiji (v padajočem vrstnem redu).

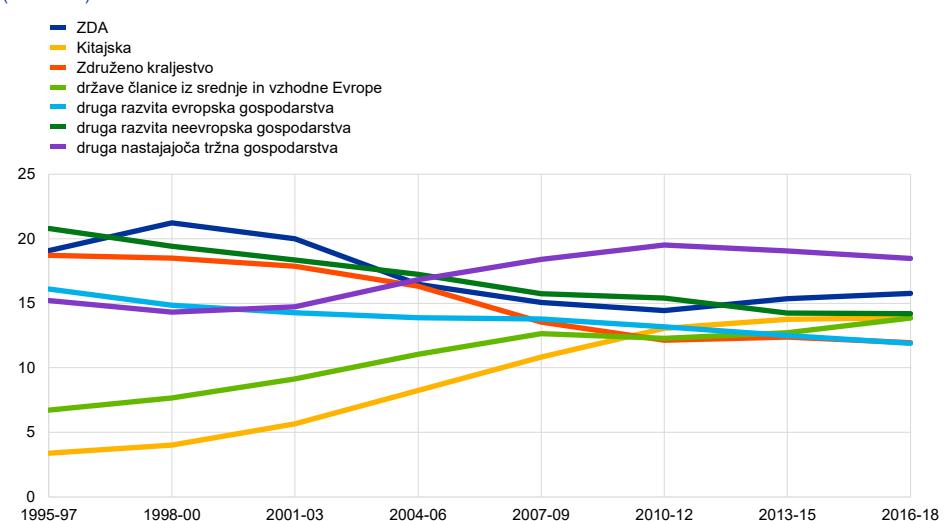
²⁵ Kolumbija, Peru, Savdska Arabija, Ukrajina in Združeni arabski emirati so bili dodani v skupino trgovinskih partneric, ki zdaj obsega vse države EU zunaj euroobmočja, G20 in Organizacijo za gospodarsko sodelovanje in razvoj, ter Alžirijo, Hongkong SAR, Malezijo, Maroko, Peru, Filipine, Tajvan, Tajska, Združene arabske emirate in Ukrajino. Venezuela je bila iz skupine trgovinskih partneric izključena zaradi težav pri pridobivanju zanesljivih ekonomskega statističnih podatkov za to državo in zaradi zmanjšane vloge kot trgovinske partnerice euroobmočju.

– v trgovinski menjavi euroobmočja v obdobju od leta 2016 do leta 2018 praktično enak kitajskemu. Delež nastajajočih tržnih gospodarstev se je po drugi strani celo zmanjšal, čeprav se je delež Kitajske rahlo povečal. Če pogledamo posamezne države, so najpomembnejša trgovinska partnerica euroobmočja še naprej ZDA – delež ZDA se je celo rahlo povečal, zlasti zaradi naraščanja pomena storitvenega sektorja – sledita jim Kitajska in Združeno kraljestvo, katerih delež pa se je od sredine 1990-ih let precej zmanjšal.

Graf A

Gibanje trgovinskih uteži v eurskem EDT-42

(v odstotkih)



Vir: ECB.

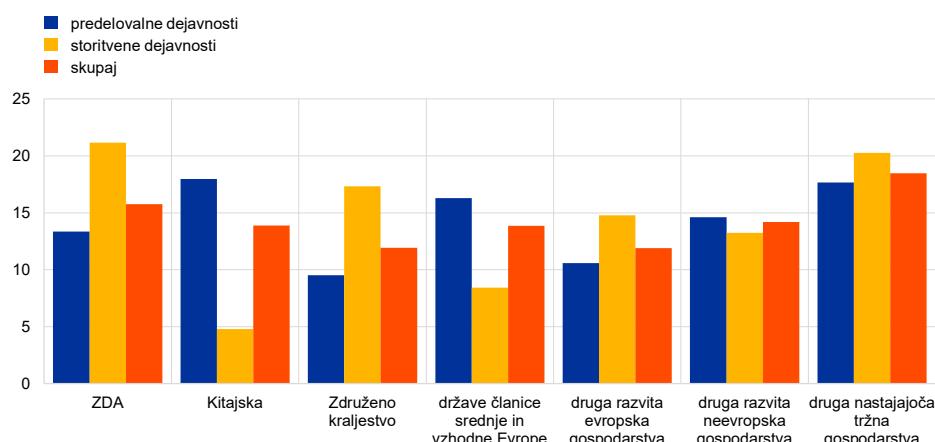
Opombe: Izraz države članice iz srednje in vzhodne Evrope obsega Bolgarijo, Češko, Hrvaško, Madžarsko, Poljsko in Romunijo; druga razvita evropska gospodarstva obsega Dansko, Islandijo, Norveško, Švedsko in Švico; druga razvita gospodarstva zunaj Evrope obsega Avstralijo, Kanado, Hongkong SAR, Izrael, Japonsko, Korejo, Novo Zelandijo, Singapur in Tajvan; druga nastajajoča tržna gospodarstva pa obsega Alžirijo, Argentino, Brazilijo, Čile, Kolumbijo, Indijo, Indonezijo, Malezijo, Mehiko, Maroko, Filipine, Peru, Rusijo, Savdsko Arabijo, Južno Afriko, Tajsко, Turčijo, Ukrajino in Združene arabske emirate.

Med relativnim pomenom predelovalnih in storitvenih dejavnosti v najpomembnejših trgovinskih partnericah euroobmočja so pomembne razlike (glej graf B). Vloga ZDA kot posamezne najpomembnejše trgovinske partnerice euroobmočja je zlasti posledica njenega velikega deleža v storitveni menjavi euroobmočja, zlasti na področju telekomunikacij, računalništva in informacijskih storitev ter drugih poslovnih storitev. Delež ZDA v predelovalnih dejavnostih je precej manjši od deleža Kitajske, ki je najpomembnejša trgovinska partnerica euroobmočja, če se upoštevajo samo predelovalne dejavnosti. Trgovina s storitvami je uvrščena višje od predelovalnih dejavnosti tudi v Združenem kraljestvu in »drugih razvitih evropskih gospodarstvih«, veliko nižje pa je pri državah članicah iz srednje in vzhodne Evrope, katerih trgovinske povezave z euroobmočjem so se večinoma oblikovale z vključevanjem v evropske predelovalne vrednostne verige.

Graf B

Trgovinske uteži v eurskem EDT-42: predelovalne dejavnosti, storitvene dejavnosti in skupaj

(v odstotkih)



Vir: ECB.

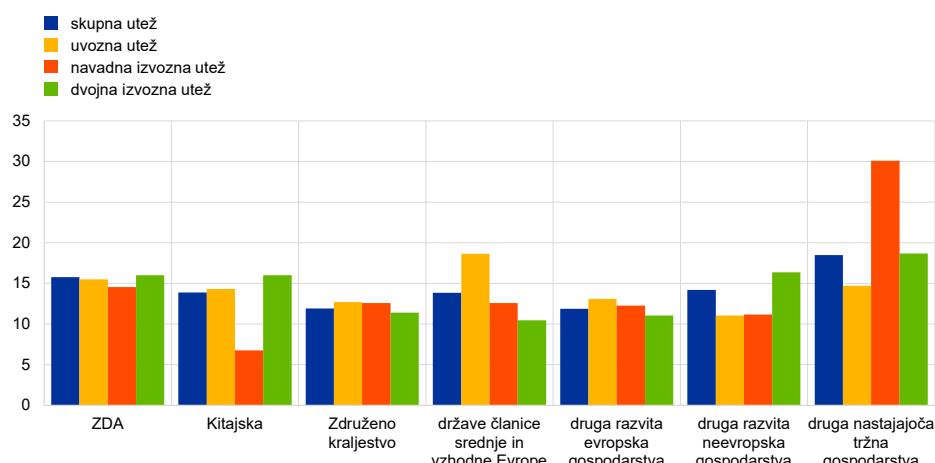
Opombe: Trgovinske uteži so povprečja za obdobje 2016–2018. Skupine države so opredeljene v opombah h grafu A.

Uvozne in izvozne uteži so približno enake pri večini držav in regij tudi po popravku za konkurenco na »tretjih trgih« (glej graf C). Skupne trgovinske uteži se izračunajo kot (tehtano) povprečje uteži izvoza in uvoza z merjenjem deleža posameznih držav v izvozu in uvozu euroobmočja. Na strani izvoza podjetja euroobmočja tekmujejo s proizvajalci določene države ne samo na njenem domačem terenu, ampak tudi na drugih tujih trgih, tj. »tretjih trgih«. Da bi se upošteval ta učinek, se za izračun skupnih trgovinskih uteži uporabljajo »dvojne« izvozne uteži. Medtem ko za večino držav in regij posamezne in dvojne izvozne uteži ne odstopajo veliko ene od drugih, je pri Kitajski ta razlika izrazita. To je posledica vloge Kitajske kot vodilne svetovne izvoznice blaga, kar tudi pomeni, da je pomembna konkurentka na tretjih trgih. Nasprotno velja za druga nastajajoča tržna gospodarstva, ki predstavljajo velik delež neposrednega izvoza euroobmočja, vendar so le v omejenem obsegu konkurenca v tretjih državah, ker je njihov delež v svetovnem izvozu razmeroma majhen. Za večino držav so podobne tudi uvozne in (dvojne) izvozne uteži. Očitna izjema pa so države članice EU iz srednje in vzhodne Evrope. Vloga, ki jo ima ta regija v evropski visoko integrirani vrednostni verigi pomeni, da je za euroobmočje pomembnejša z vidika uvoza kakor izvoza, in sicer zaradi neposrednega izvoza in še zlasti ob upoštevanju konkurence na tretjih trgih.

Graf C

Trgovinske uteži v eurskem EDT-42: skupne uteži, uvozne uteži, navadne izvozne uteži in dvojne izvozne uteži

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Trgovinske uteži so povprečja za obdobje 2016–2018. Skupine države so opredeljene v opombah h grafu A.

Z izboljšano ponderacijsko shemo se pokaže, da je bila apreciacija eura od začetka leta 2017 nominalno nekoliko manj izrazita, kot je kazalo na podlagi prejšnje ponderacijske sheme, in sicer zlasti zaradi povečane uteži razvitih gospodarstev.²⁶ Od začetka leta 2017 do konca avgusta 2020 so se ažurirani dnevni nominalni devizni tečaji eura do drugih trgovinskih partneric skupine EDT-42 povečali za 12,3% v primerjavi s 13,8% po kazalniku, ki je temeljil na prejšnji ponderacijski shemi na podlagi predelovalnih dejavnosti (glej graf D).²⁷ Ta sprememba je nastala zlasti zaradi povečane uteži razvitih gospodarstev (in odraža zlasti vključitev storitvenih dejavnosti v ponderacijsko shemo), katerih valute so v povprečju do eura depresuirale manj kot valute nastajajočih tržnih gospodarstev. Realno so bila gibanja precej podobna, pri čemer sta izboljšani realni EDT-42 (deflacioniran z indeksom življenjskih potrebščin) in prej objavljena serija od januarja 2017 do avgusta 2020 aprecirala za nekaj manj kot 7% (glej graf E).

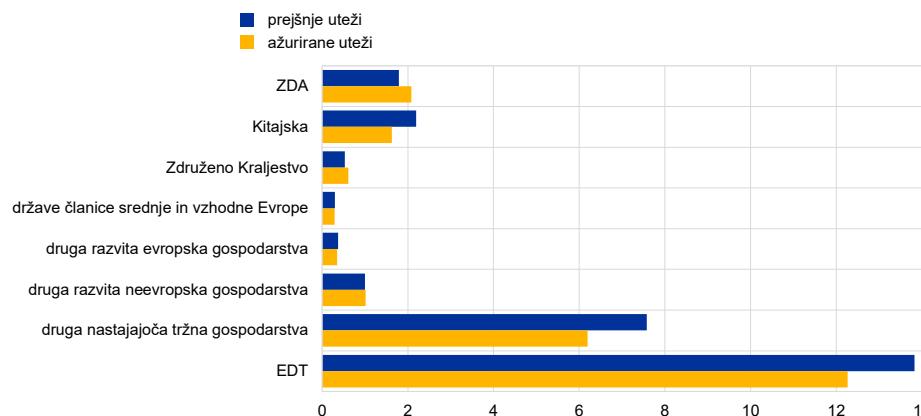
²⁶ Uteži, ki združujejo trgovino v predelovalnih in storitvenih dejavnostih, se uporabljajo za indekse nominalnega EDT in indekse realnega EDT, deflacionirane s cenami življenjskih potrebščin, deflatorjem BDP in stroški dela na enoto proizvoda v skupnem gospodarstvu, medtem ko indeksi realnega EDT, deflacionirani s cenami industrijskih proizvodov pri proizvajalcih in stroški dela na enoto proizvoda v predelovalnih dejavnosti še naprej temeljijo na utežeh za predelovalne dejavnosti.

²⁷ Razlike med ažuriranim in prejšnjim EDT so tudi posledica dejstva, da so bile vse trgovinske uteži, vključno s tistimi za predelovalne dejavnosti, ažurirane tako, da prikazujejo spremembe podatkov in metodološke izboljšave.

Graf D

Gibanje nominalnega EDT eura na podlagi prejšnjih in ažuriranih uteži

(spremembe v odstotkih, 31. avgust 2020 v primerjavi z 2. januarjem 2017)



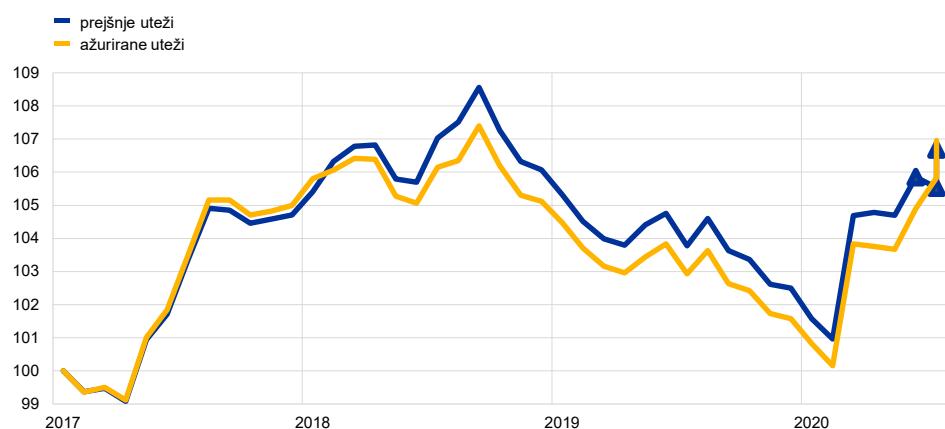
Vir: ECB.

Opombe: Skupine držav so opredeljene v opombah h grafu A. Serija z »ažuriranimi utežmi« se nanaša na EDT-42, ki obsega 42 držav in trgovinske uteži, ki združujejo trgovino na področju predelovalnih in storitvenih dejavnosti, serija »prejšnjih uteži« pa se nanaša na EDT-38 na podlagi prejšnjega ponderaciske sheme na področju predelovalnih dejavnosti (tj. brez storitvene menjave in s samo 38 trgovinskimi partnericami), ki se je prenehala uporabljati junija 2020.

Graf E

Gibanje realnega EDT eura, deflacioniranega z indeksom cen življenskih potrebščin, na podlagi prejšnjih in ažuriranih uteži

(indeks; preračunan na januar 2017 = 100)



Vir: ECB.

Opombe: Serija z »ažuriranimi utežmi« se nanaša na EDT-42, ki obsega 42 držav in trgovinske uteži, ki združujejo trgovino na področju predelovalnih in storitvenih dejavnosti, serija »prejšnjih uteži« pa se nanaša na EDT-38 na podlagi prejšnje ponderaciske sheme na področju predelovalnih dejavnosti (tj. brez storitvene menjave in s samo 38 trgovinskimi partnericami), ki se je prenehala uporabljati junija 2020. Podatki za obdobje od junija do avgusta 2020 (kot je prikazano s trikotniki) so mehansko ažurirana serija, ki se je prenehala uporabljati.

3

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 6. maja do 21. julija 2020

Pripravila Simon Forsyth in Christian Lizarazo

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB ter gibanje likvidnosti v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020, ki sta trajali od 6. maja do 21. julija 2020. V tem obdobju se je volatilnost na trgih, povezana s krizo zaradi koronavirusa (COVID-19), zmanjšala. Temu so pripomogli ukrepi, ki so jih objavile centralne banke, vključno z Evropsko centralno banko (ECB), ter ukrepi javnofinančne podpore, ki so jih sprejele države in organi EU.

Raven centralnobančne likvidnosti v bančnem sistemu se je v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv leta 2020 še naprej povečevala. To je bilo zlasti posledica poravnave ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) ter nakupov vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji (PEPP). Svet ECB je 4. junija sklenil povečati velikost izrednega programa ob pandemiji za 600 milijard EUR na 1.350 milijard EUR in podaljšati obdobje nakupov vsaj do konca junija 2021. Sklenil je tudi, da se bo zapadla glavnica vrednostnih papirjev v okviru izrednega programa ob pandemiji ponovno investirala vsaj do konca leta 2022.

V odziv na krizo zaradi COVID-19 je Svet ECB sklenil vzpostaviti tudi nov Eurosistemov program repo poslov, ki je namenjen centralnim bankam zunaj euroobmočja (EUREP). S tem programom bodo centralnim bankam zunaj euroobmočja na voljo previdnostne linije repo poslov v eurih za pokrivanje morebitnih likvidnostnih potreb v primeru motenj na trgu zaradi posledic COVID-19, ki bi lahko negativno vplivale na nemoteno transmisijo denarne politike ECB. V okviru EUREP bo Eurosistem zagotavljal likvidnost v eurih številnim centralnim bankam zunaj euroobmočja na podlagi primerenega zavarovanja v obliki tržnih dolžniških vrednostnih papirjev v eurih, ki so jih izdali državni izdajatelji v euroobmočju in nadnacionalne institucije. EUREP dopolnjuje dvostranske linije zamenjav in repo poslov, s katerimi ECB zagotavlja likvidnost v eurih centralnim bankam zunaj euroobmočja. V obravnavanem obdobju so bile objavljene nove dvostranske linije repo poslov z Romunijo, Srbijo in Albanijo.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.934,7 milijarde EUR. To je bilo za 321,3 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, ki je obsegalo prvi dve obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2020 (glej rubriko »Druge informacije o likvidnosti« v tabeli A). Neto avtonomni dejavniki so se povečali za 316,6 milijarde EUR na 1.794,3 milijarde EUR, obvezne rezerve pa za 4,7 milijarde EUR na 140,4 milijarde EUR.

V obravnavanem obdobju so bile vloge države najpomembnejši avtonomni dejavnik umikanja likvidnosti. Umikanje likvidnosti z vlogami države se je povprečno povečalo za 261,5 milijarde EUR na 583 milijard EUR. V obravnavanem obdobju so bile vloge držav euroobmočja rekordno visoke in znašale povprečno več kot 9% bilance stanja Eurosistema v primerjavi z manj kot 6% v prejšnjem obravnavanem obdobju. Rast vlog države, ki je precej presegala trendno rast, je bila verjetno posledica javnofinančnih ukrepov oziroma pripravljanja ukrepov, ki so jih sprejele države euroobmočja zaradi spopadanja s krizo zaradi COVID-19. Poleg vlog države so k dodatnemu skupnemu umikanju likvidnosti v višini 77,6 milijarde EUR v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem prispevali bankovci v višini 58,1 milijarde EUR in drugi avtonomni dejavniki v višini 19,5 milijarde EUR. Avtonomni dejavniki, ki povečujejo likvidnost, so glede na prejšnje obravnavano obdobje prispevali 22,6 milijarde EUR, tako da so le deloma odtehtali zgoraj omenjeno umikanje likvidnosti. Neto aktiva v eurih se je v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem zmanjšala za 37,9 milijarde EUR, medtem ko se je neto tuja aktiva povečala za 60,5 milijarde EUR (glej rubriko »Aktiva« v tabeli A).

V celoti gledano je v obravnavanem obdobju ponudba likvidnosti z operacijami denarne politike precej presegala umikanje likvidnosti zaradi neto avtonomnih dejavnikov.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020				Prejšnje obravnavano obdobje: 29. januar 2020– 5. maj 2020
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–9. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. junij–21. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.849,3 (+339,1)	2.741,3 (+142,5)	2.939,4 (+198,1)	2.510,3 (+130,0)	
Bankovci v obtoku	1.357,6 (+58,1)	1.347,9 (+26,1)	1.365,7 (+17,7)	1.299,5 (+27,7)	
Vloge države	583,0 (+261,5)	477,1 (+102,7)	671,2 (+194,2)	321,5 (+101,7)	
Drugi avtonomni dejavniki ¹	908,8 (+19,5)	916,3 (+13,8)	902,5 (-13,8)	889,3 (+0,6)	
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	2.033,1 (+437,5)	1.827,1 (+142,6)	2.204,7 (+377,6)	1.595,6 (+85,5)	
Obvezne rezerve ²	140,4 (+4,7)	139,4 (+3,7)	141,2 (+1,8)	135,7 (+1,4)	
Odprta ponudba mejnega depozita	330,5 (+72,3)	299,9 (+28,2)	356,0 (+56,0)	258,2 (+1,8)	
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)	

Vir: ECB.

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

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

2) »Obvezne rezerve« so pojasnjevalna postavka, ki je v bilanci stanja Eurosistema ni, zato se ne smejo vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020						Prejšnje obravnavano obdobje: 29. januar 2020– 5. maj 2020	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–9. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. junij–21. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.055,4	(+22,6)	1.036,7	(-3,8)	1.071,0	(+34,3)	1.032,8	(+23,7)
Neto tuja aktiva	907,3	(+60,5)	950,4	(+24,1)	871,3	(-79,1)	846,7	(+75,6)
Neto aktiva v eurih	148,2	(-37,9)	86,3	(-27,9)	199,7	(+113,5)	186,1	(-52,0)
Instrumenti denarne politike	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Operacije odprtega trga	4.291,9	(+824,7)	3.971,0	(+320,5)	4.559,3	(+588,3)	3.467,2	(+195,0)
Avkcijski postopki	1.206,1	(+464,3)	984,1	(+117,8)	1.391,1	(+407,0)	741,8	(+97,7)
Operacije glavnega refinanciranja	0,6	(-0,4)	0,3	(-0,2)	0,8	(+0,5)	1,0	(-1,3)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	2,2	(-0,9)	2,0	(-0,2)	2,3	(+0,3)	3,1	(-0,3)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	282,8	(-188,3)	418,1	(-13,2)	170,0	(-248,2)	471,1	(-118,8)
Tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	691,9	(+541,5)	216,1	(+16,4)	1.088,4	(+872,3)	150,4	(+101,9)
Dodatne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	228,6	(+112,4)	347,5	(+115,1)	129,6	(-217,9)	116,2	(+116,2)
Dokončni portfelji	3.085,8	(+360,4)	2.986,9	(+202,7)	3.168,2	(+181,3)	2.725,4	(+97,3)
Prvi program nakupa kritih obveznic	0,6	(-0,5)	0,7	(-0,1)	0,5	(-0,2)	1,1	(-0,9)
Drugi program nakupa kritih obveznic	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)	2,9	(-0,0)
Tretji program nakupa kritih obveznic	282,3	(+9,3)	280,7	(+4,5)	283,7	(+3,1)	273,0	(+9,2)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	36,7	(-5,5)	38,5	(-2,0)	35,1	(-3,4)	42,2	(-5,6)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	30,8	(+0,9)	30,9	(-0,3)	30,7	(-0,2)	29,9	(+1,7)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.230,2	(+79,4)	2.212,9	(+38,0)	2.244,5	(+31,6)	2.150,7	(+50,8)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	217,0	(+18,0)	212,4	(+8,0)	220,9	(+8,5)	199,0	(+15,6)
Izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji	285,3	(+258,7)	207,9	(+154,7)	349,8	(+141,9)	26,6	(+26,6)
Mejno posojilo	0,0	(-0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(-0,0)	0,0	(-0,0)

Vir: ECB.

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

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 29. januar 2020– 5. maj 2020	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–9. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. junij–21. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Agregatne likvidnostne potrebe ¹	1.934,7 (+321,3)	1.844,4 (+150,2)	2.009,9 (+165,5)	1.613,4 (+107,7)			
Neto avtonomni dejavniki ²	1.794,3 (+316,6)	1.705,0 (+146,5)	1.868,8 (+163,7)	1.477,8 (+106,3)			
Presežna likvidnost ³	2.363,6 (+509,8)	2.127,1 (+170,8)	2.560,7 (+433,6)	1.853,8 (+87,3)			

Vir: ECB.

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

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

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

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

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj 2020–21. julij 2020					Prejšnje obravnavano obdobje: 29. januar 2020– 5. maj 2020	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–9. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 10. junij–21. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv			
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)		
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)		
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)	-0,50 (+0,00)		
EONIA ¹	-0,460 (-0,01)	-0,457 (-0,01)	-0,463 (-0,01)	-0,451 (-0,01)			
€STR	-0,546 (-0,01)	-0,542 (+0,00)	-0,548 (-0,01)	-0,536 (+0,00)			

Vir: ECB.

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

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

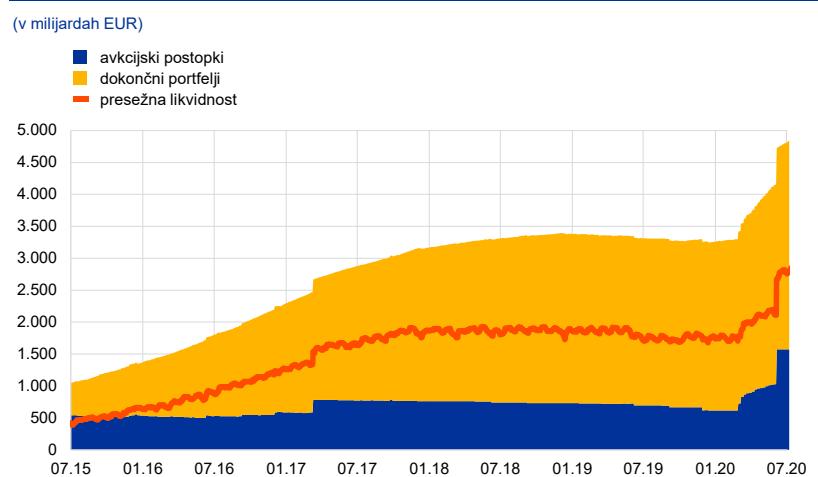
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga se je povečal za 824,7 milijarde EUR na 4.291,9 milijarde EUR (glej graf A). Več kot polovica (56%) povečanja ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike je potekala v obliki kreditnih operacij, preostalih 44% pa je bilo zagotovljenih z dokončnimi nakupi vrednostnih papirjev. Tako sta serija operacij CUODR III s 541,5

milijarde EUR in izredni program nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji z 258,7 milijarde EUR prispevala največji delež likvidnosti z instrumenti denarne politike.

Graf A

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 21. julij 2020.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju povečal za 464,3 milijarde EUR, zlasti zaradi poravnave četrte operacije v seriji CUODR III (CUODR III.4) junija 2020. Povprečno povečanje likvidnosti za 541,5 milijarde EUR z operacijami CUODR III.4 je bilo deloma odtehtano z zapadlostjo oziroma s prostovoljnimi odplačili v okviru serije CUODR II, kar je predstavljalo preusmeritev nasprotnih strank k ekonomsko privlačnejšim operacijam CUODR III.4. Zapadlosti in odplačila v okviru serije CUODR II so v povprečju znašali -188,3 milijarde EUR. Poleg druge in tretje serije operacij CUODR so bile pomemben dodaten instrument tudi nove operacije dolgoročnejšega refinanciranja (ODR), ki so v povprečju prispevale 112,4 milijarde EUR likvidnosti v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem. Te operacije so bile uvedene 12. marca 2020 kot prehodni instrument, ki zagotavlja neposreden dostop do financiranja po posebej ugodnih pogojih in hkrati omogoča bolj tekoč prenos sredstev v tretjo serijo CUODR. Nove operacije dolgoročnejšega refinanciranja so zapadle 24. junija 2020, tj. pred koncem obravnavanega obdobia. V obravnavanem obdobju je ECB izvedla tudi prvi dve od sedmih novih izrednih neciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob pandemiji (PELTRO), ki so bile napovedane aprila 2020. Namen teh operacij je podpreti nemoteno delovanje denarnih trgov z vzpostavitvijo učinkovitega varovala za obrestne mere denarnega trga. Operacije PELTRO so povprečno prispevale dodatnih 8,2 milijarde EUR. Operacije glavnega refinanciranja in trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja so imele le postransko vlogo ter so zabeležile povprečno skupno zmanjšanje za 1,3 milijarde EUR v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem.

Hkrati so se zaradi nadaljevanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji dokončni portfelji povečali za 360,4 milijarde EUR na 3.085,8 milijarde

EUR. Povprečna imetja v izrednem programu ob pandemiji so znašala 285,3 milijarde EUR, kar predstavlja povečanje za 258,7 milijarde EUR v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem. Nakupi v okviru izrednega programa ob pandemiji so predstavljali daleč največje povečanje izmed vseh programov nakupa vrednostnih papirjev, sledila sta jim program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s povprečnim povečanjem za 79,4 milijarde EUR na 2.230,2 milijarde EUR ter program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s povečanjem za 18,0 milijarde EUR na 217,0 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je povečala za 509,8 milijarde EUR na 2.363,6 milijarde EUR (glej graf A). Vloge bank pri Eurosistemuh so se povečale za 437,5 milijarde EUR na 2.033,1 milijarde EUR na tekočih računih nad obveznimi rezervami in za 72,3 milijarde EUR na 330,5 milijarde EUR v odprti ponudbi mejnega depozita. Delno izvetje imetij presežne likvidnosti iz negativnega obrestovanja po obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita velja samo za stanja na tekočih računih. To je ekonomska spodbuda bankam, da imajo rezerve na tekočem računu namesto v odprti ponudbi mejnega depozita.

Gibanje obrestnih mer

Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju zaradi naraščanja presežne likvidnosti zmanjšala za 0,9 bazične točke v primerjavi s prejšnjim obdobjem. €STR je v obravnavanem obdobju znašala povprečno –54,5 bazične točke v primerjavi z –53,6 bazične točke v povprečju v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA, ki se od oktobra 2019 izračunava kot €STR plus fiksni pribitek v višini 8,5 bazične točke, se je gibala vzporedno z €STR. Ključne obrestne mere ECB, med katerimi so obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila, so v obravnavanem obdobju ostale nespremenjene.

Vpliv nedavnega strmega porasta negotovosti na gospodarsko aktivnost v euroobmočju

Pripravila Arne Gieseck in Svetlana Rujin

Pandemija koronavirusa (COVID-19) je sprožila povečanje negotovosti, ki je doslej brez primere. Precejšnja negotovost spremišča vse vidike pandemije: nalezljivost in smrtonosnost virusa; sposobnost zdravstvenega sistema, da se prilagodi nenadnemu porastu povpraševanja in da razvije medicinsko rešitev; trajanje in učinkovitost zaježitvenih ukrepov (omejitve gibanja in omejevanje socialnih stikov) ter njihov vpliv na gospodarsko aktivnost in zaposlenost; hitrost okrevanja po sprostitti zaježitvenih ukrepov; kolikšen bo trajen vpliv pandemije na potrošnjo, naložbe in gospodarsko rast.

V tem okvirju obravnavamo spremenjanje negotovosti v euroobmočju in njen verjetni vpliv na aktivnost v realnem gospodarstvu. Čeprav negotovosti ni mogoče opazovati neposredno, je bilo v literaturi predlaganih in uporabljenih več približkov zanjo.²⁸ V tem okvirju prikazujemo, kako so se izbrana merila negotovosti gibala v zadnjih nekaj mesecih, za ocenjevanje vpliva na gospodarsko aktivnost pa izkoriščamo informacije iz enega od meril makroekonomske negotovosti. Pri tem uporabljamo Bayesov vektorski avtoregresijski (BVAR) model, ki nam omogoča, da ocenimo dinamičen vpliv šoka negotovosti na preučevano spremenljivko.

Izbrana merila potrjujejo strmo povečanje negotovosti, kisov pada s širjenjem COVID-19 v euroobmočju. Graf A prikazuje gibanje štirih izbranih meril negotovosti v euroobmočju v zadnjih 13 letih. Analiza vključuje dve merili makroekonomske in finančne negotovosti. Merili temeljita na težavnosti napovedovanja prihodnjih gospodarskih rezultatov, kar je funkcija povečanja števila napak v napovedih širokega nabora spremenljivk gospodarskega cikla in finančnih spremenljivk.²⁹ Poleg tega analiza vključuje splošno uporabljeni približek negotovosti v napovedih, merjen z nestrinjanjem med napovedovalci,³⁰ in merilo negotovosti glede ekonomske politik, ki temelji na poročanju v časopisih.³¹ Iz grafa je razvidno, da so se makroekonomska negotovost, nestrinjanje med napovedovalci in negotovost glede ekonomske politik od začetka leta 2020 povečali in dosegli visoke ravni glede na pretekla gibanja, medtem ko se je finančna negotovost povečala skromneje. Medtem ko je povečanje finančne negotovosti verjetno posledica eksogenega povečanja negotovosti, je k precej močnemu povečanju prve skupine meril negotovosti verjetno delno prispeval endogeni odziv teh meril na nihanja v gospodarskem ciklu.³² V sedanjih razmerah je uvedba ukrepov za omejitev gibanja povzročila težko napovedljive spremembe

²⁸ Glej članek z naslovom »The impact of uncertainty on activity in the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2016.

²⁹ Glej Jurado, K., Ludvigson, S. C., in Ng, S., »Measuring Uncertainty«, *American Economic Review*, 105, št. 3, 2015, str. 1177–1216.

³⁰ Glej na primer Zarnowitz, V., in Lambros, L. A., »Consensus and Uncertainty in Economic Prediction«, *Journal of Political Economy*, 95, št. 3, 1987, str. 591–621.

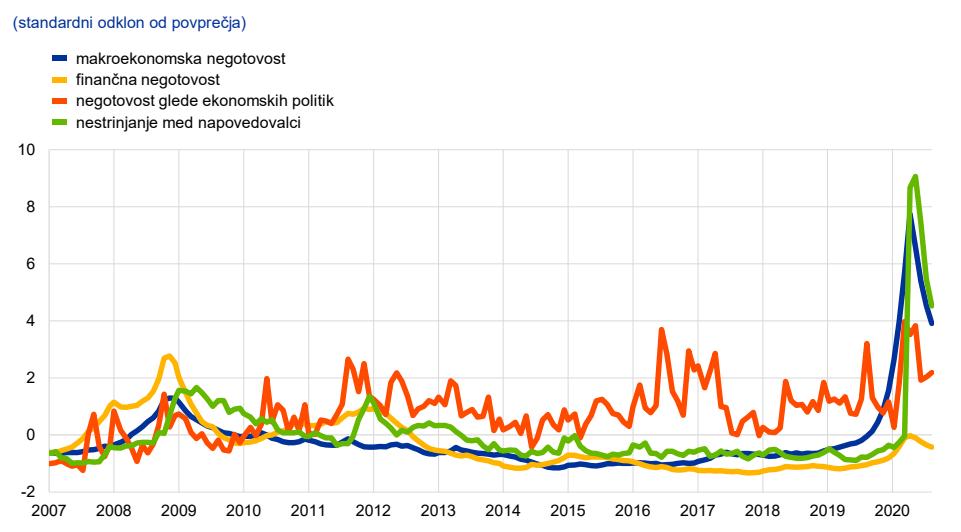
³¹ Glej Baker, S. R., Bloom, N., in Davis, S. J., »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *The Quarterly Journal of Economics*, 131, št. 4, 2016, str. 1593–1636, in okvir z naslovom »Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2019.

³² Glej Ludvigson, S. C., Ma, S., in Ng, S., »Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, v pripravi.

makroekonomskih spremenljivk in je zato vsaj deloma vzrok za povečanje teh meril negotovosti. Vse to kaže, da je večina ugotovljenega povečanja negotovosti verjetno posledica izbruha COVID-19, ki je začel na euroobmočje vplivati v februarju 2020.

Graf A

Merila negotovosti v euroobmočju



Viri: Eurostat, Haver in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Vsa merila negotovosti so standardizirana na srednjo vrednost 0 in standardni odklon 1 v celotnem obdobju z začetkom junija 1991. Vrednost 2 bi bilo treba razumeti tako, kot da pomeni, da merilo negotovost presega dolgoročno povprečno raven za dva standardna odklona. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2020.

Velika negotovost bo aktivnost verjetno zavirala prek več kanalov.³³ Prvič, ker bi lahko spremenjanje odločitev o naložbah in zaposlovanju povzročilo visoke stroške, teh odločitev pa morda sploh ni mogoče spremeniti, bo za podjetje verjetno bolje, da odločitev preloži do takrat, ko bo na voljo več informacij ali ko se bo negotovost glede prihodnjih gospodarskih obetov zmanjšala. Drugič, velika negotovost lahko aktivnost zavira prek vse višjih premij za tveganje in stroškov dolžniškega financiranja, saj je manjša napovedljivost navadno povezana z večjo nenaklonjenostjo tveganju. Tretjič, zaradi velike negotovosti bi lahko gospodinjstva okrepila previdnostno varčevanje, kar bi zmanjšalo tekočo zasebno potrošnjo in dodatno zavrla rast BDP. Četrтиč, obdobja zelo velike negotovosti bi lahko povzročila trajne spremembe v obnašanju gospodinjstev in podjetij, zlasti če se pojavljajo pogosto. Petič, glede na omenjene kanale bi lahko zaradi velike negotovosti gospodarstvo postalo manj odzivno na ukrepe denarne in fiskalne politike, hkrati pa je lahko ob veliki negotovosti ekonomska politika še posebno učinkovita, saj negotovost zmanjšuje prek več zgoraj opisanih kanalov.

Iz analize na podlagi modela je razvidno, da imajo šoki negotovosti precejšen vpliv na aktivnost v realnem gospodarstvu v euroobmočju. Model BVAR vključuje nabor denarnih, realnih in nominalnih spremenljivk ter cene nafte in en kazalnik

³³ Glej Bloom, N., »Fluctuations in Uncertainty«, *Journal of Economic Perspectives*, 28, št. 2, 2014, str. 153–176.

zaupanja.³⁴ Merilo makroekonomske negotovosti, obravnavano zgoraj, se uporablja kot približek negotovosti v euroobmočju. V model je vključeno kot prva in najbolj eksogena spremenljivka, kar pomeni, da je mogoče ocenjeni vpliv obravnavati kot zgornji konec možnega razpona.³⁵ Model je na podlagi četrteletnih podatkov ocenjen v obdobju od drugega četrteletja 1991 do drugega četrteletja 2020, pri čemer vključuje štiri odloge.³⁶ Z modelom se nato simulira dinamični vpliv šoka negotovosti na gospodarstvo euroobmočja.³⁷

Negativni šok makroekonomske negotovosti ima precejšen negativen vpliv na realni BDP v euroobmočju v kratkoročnem obdobju (glej graf B). Po povečanju makroekonomske negotovosti za en standardni odklon negativni vpliv tega šoka na realno rast BDP traja do štiri četrteletja. Največji vpliv je mogoče zaznati v prvem in drugem četrteletju po pojavu šoka, ko se realna rast BDP v vsakem četrteletju zmanjša za 0,1 odstotne točke. Kumulativni vpliv na raven realnega BDP eno leto po šoku naj bi po oceni znašal okrog 0,4%. Nato se pomembnost tega vpliva zmanjša. Kot je mogoče pričakovati, se realne investicije v osnovna sredstva na povečanje negotovosti odzovejo precej močneje (z upadom za okrog 0,7% šest četrteletij po šoku) kot realni BDP, medtem ko je vpliv na realno zasebno potrošnjo manjši kot na BDP (upad za 0,2% eno leto po šoku). V okviru obravnavanega modela šok negotovosti povzroči takojšen in precejšen padec gospodarske klime ter trajno vpliva na zaposlenost, ki bi se po dveh letih zmanjšala za okrog 0,2%.³⁸

³⁴ Model BVAR vključuje 11 spremenljivk, ki so razvrščene tako: (1) približek makroekonomske negotovosti, (2) indeks EURO STOXX 50, (3) kazalnik evropske gospodarske klime, (4) devizni tečaj USD/EUR, (5) dolgoročna obrestna mera, (6) cena naftne v EUR/sod, (7) deflator BDP, (8) celotna zaposlenost, (9) realna zasebna potrošnja, (10) realne skupne investicije v osnovna sredstva in (11) realni BDP. Ta razvrstitev temelji na predpostavkah, da se finančni trgi in denarne spremenljivke hitro spreminjajo, medtem ko se v primerjavi z njimi realni makroekonomski agregati spreminjajo relativno počasi.

³⁵ Analiza zanesljivosti, v kateri je negotovost razvrščena kot zadnja in je zato najbolj endogena spremenljivka, večinoma potrjuje spodaj predstavljene rezultate.

³⁶ Metodologija BVAR, uporabljena v tej analizi, temelji na Lenza, M., in Primiceri, G. E., »How to estimate a VAR after March 2020«, *Working Paper Series*, št. 2461, ECB, avgust 2020. Ortogonalni šoki se izpeljejo tako, da se pri variančno-kovariančni matriki ostankov uporabi Choleskyjeva dekompozicija.

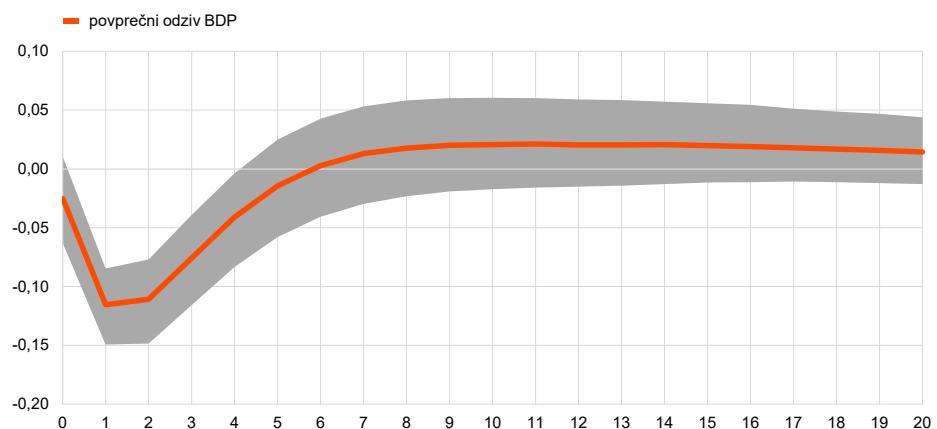
³⁷ Negativni šok makroekonomske negotovosti je enak povečanju posamezne vrste šoka za en standardni odklon.

³⁸ Iz funkcij impulznega odziva je mogoče sklepati, da ima povečanje finančne negotovosti (ki je v modelu BVAR razvrščena kot prva) na splošno primerljiv učinek na aktivnost.

Graf B

Odziv realne rasti BDP na šok makroekonomske negotovosti v velikosti enega standardnega odklona

(os x: četrtletja po šoku negotovosti; os y: odstotne točke)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Impulzni odziv realne rasti BDP na šok makroekonomske negotovosti v velikosti enega standardnega odklona je določen na podlagi ocene modela BVAR, v katerega je vključenih 11 spremenljivk, pri čemer so bili v oceni uporabljeni četrtletni podatki za obdobje od drugega četrtletja 1991 do drugega četrtletja 2020. Polna črta označuje povprečni odziv, osečeni pas okoli nje pa 68-odstotni razpon standardne napake.

Povečanje makroekonomske negotovosti je verjetno precej prispevalo k realnemu upadu BDP euroobmočja v prvi polovici leta 2020. Večina meril negotovosti se je v tem obdobju zelo močno povečala, ocenjene funkcije impulznega odziva pa kažejo, da se največji vpliv šoka negotovosti pojavi takoj po šoku in v naslednjem četrtletju. Glede na to se ocenjuje, da je povečana negotovost prispevala k približno petini upada aktivnosti v prvi polovici leta 2020, predvsem v drugem četrtletju, pri čemer je še posebno močno vplivala na investicije v osnovna sredstva.

V prihodnjem obdobju se bo velika negotovost verjetno nadaljevala še nekaj časa in bo zato najbrž še naprej zavirala realno rast BDP euroobmočja v naslednjih nekaj četrtletjih. Obravnavana merila negotovosti so v juliju in avgustu 2020 ostala na zelo visoki ravni, na visoki ravni pa bodo verjetno ostala tudi v bližnji prihodnosti, vsaj dokler ne bo odkrita učinkovita medicinska rešitev za pandemijo COVID-19. Poleg tega je iz funkcij impulznega odziva, prikazanih v grafu B, mogoče sklepati, da bi lahko šoki negotovosti zavirali realno rast BDP do štiri četrtletja. Vse to pomeni, da bo gospodarska aktivnost v naslednjih nekaj četrtletjih po pričakovanih sicer okrevala, vendar pa bi lahko negotovost v bližnji prihodnosti še naprej zavirala hitrost in dinamiko ponovne krepitve. Iz modela BVAR, uporabljenega za to analizo, je razvidno, da bo sedanji šok negotovosti popustil le postopoma in bi lahko do sredine leta 2021 zavrl pričakovano ponovno krepitev aktivnosti za skupno 5%.³⁹ Če bo velika negotovost vztrajala daljše obdobje, bi lahko negativno vplivala tudi na dolgoročno gospodarsko rast.

³⁹ To je na splošno primerljivo z zadnjimi ocenami za ZDA. Glej Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J., in Terry, S. J., »COVID-Induced Economic Uncertainty«, *NBER Working Paper Series*, št. 26983, National Bureau of Economic Research, 2020.

5

COVID-19 in povečanje prihrankov gospodinjstev: previdnostno ali prisilno?

Pripravila Maarten Dossche in Stylianos Zlatanos

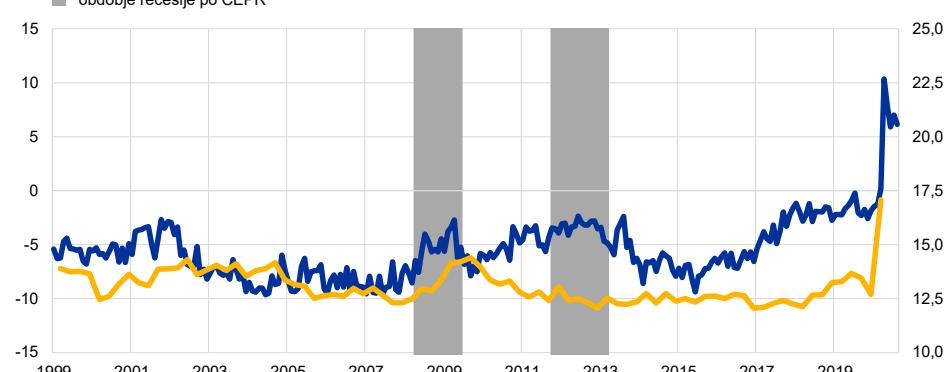
Nagnjenost gospodinjstev k varčevanju je zaradi epidemije COVID-19 dosegla neslutene ravni. Iz sektorskih računov izhaja (graf A), da se je stopnja varčevanja gospodinjstev v prvem četrletju 2020 strmo povečala. Ker se četrletni sektorski računi objavljo s približno trimesečnim zamikom, so informacije o stopnji varčevanja gospodinjstev ponavadi redke. Z anketo Evropske komisije o mnenju potrošnikov pa je mogoče izdelati kvalitativni in bolj pravočasen mesečni kazalnik nagnjenosti k varčevanju. Kazalnik se izračuna kot razlika med odgovori na vprašanje o pričakovanem varčevanju gospodinjstev in na vprašanje o pričakovanem finančnem stanju. Ta kazalnik je dosegel neslutene ravni, ki kažejo strmo povečanje varčevanja gospodinjstev v drugem četrletju 2020. To se kaže tudi v povečanju bančnih vlog gospodinjstev od marca 2020, kot je obravnavano v nadaljevanju.

Graf A

Nagnjenost gospodinjstev k varčevanju

(v odstotnih točkah in odstotkih)

- anketa o mnenju potrošnikov (lestvica na levi strani)
- stopnja varčevanja (lestvica na desni strani)
- obdobje recesije po CEPR



Viri: DG-ECFIN, Eurostat in izračuni avtorjev.

Opombe: Siva stolpca kažeta obdobji recesije, kot ju je opredelil Center za raziskovanje ekonomske politike (CEPR). Zadnji podatki so za prvo četrletje 2020 pri stopnji varčevanja gospodinjstev in za avgust 2020 pri anketi o mnenju potrošnikov. Vsi podatki so desezonirani.

Večje varčevanje gospodinjstev bi lahko razložili z dvema izstopajočima dejavnikoma. Prvi so preventivni ukrepi za zajezitev koronavirusa, ki so gospodinjstvom preprečili porabo večjega dela njihove običajne izdatkovne košarice in jih prisilili v neprostovoljno varčevanje.⁴⁰ Drugi je nenaden izbruh pandemije, ki je povzročil negotovost glede prihodnjih dohodkov in zlasti glede tveganja prihodnje brezposelnosti ter s tem spodbudil previdnostno varčevanje.⁴¹ Tu se zastavlja

⁴⁰ Glede na tveganje okužbe s COVID-19 bi lahko ta dejavnik vključeval tudi posledice prostovoljnih omejitve potrošnikov pri nekaterih vrstah potrošnje (npr. obiski restavracij, potovanja), tudi ko taka potrošnja ni bila prepovedana.

⁴¹ Za obstoječe podatke o tveganju brezposelnosti in previdnostnem varčevanju glej Campos, R., in Reggio, I., »Consumption in the shadow of unemployment«, European Economic Review, zvezek 78, 2015, str. 39–54, ter Ravn, M., in Sterk, V., »Job uncertainty and deep recessions«, Journal of Monetary Economics, zvezek 90, 2017, str. 125–141.

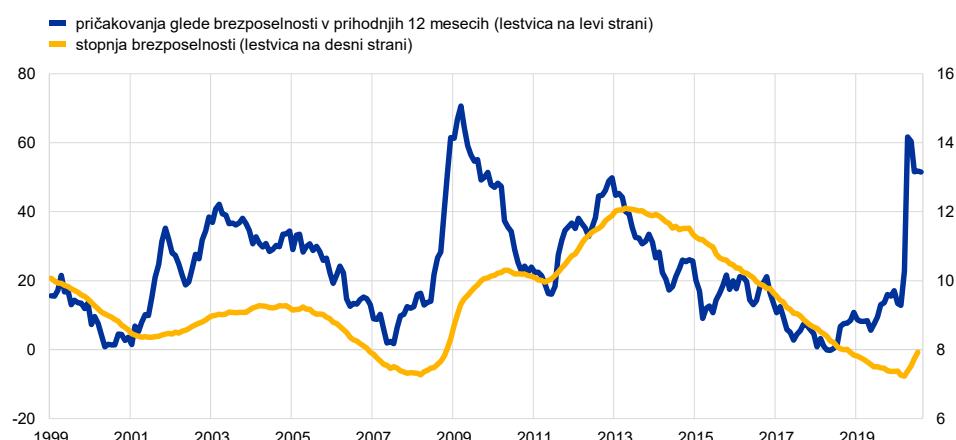
vprašanje, kako opredeliti obseg prispevka obeh dejavnikov k večjemu varčevanju gospodinjstev v prvi polovici leta 2020.

V tem okvirju so determinante stopnje varčevanja ocenjene s panelnim modelom. Po Mody et al. je panelni model za stopnjo varčevanja mogoče oceniti s četrteletnimi podatki za pet največjih držav euroobmočja med letoma 2003 in 2019.⁴² Ta model vključuje večino standardnih dejavnikov varčevanja gospodinjstev, v tem okvirju pa so za oceno vpliva previdnostnega varčevanja uporabljeni pričakovani gospodinjstev glede prihodnje brezposelnosti.⁴³ To je skladno z obstoječo literaturo, po kateri je tveganje brezposelnosti v posameznih gospodinjstvih podobno pričakovanjem glede skupne stopnje brezposelnosti (glej na primer Carroll et al.). Ta izbira je pomembna zlasti v sedanjih okoliščinah, ko je bila kljub strmemu povečanju pričakovanj gospodinjstev glede prihodnje brezposelnosti (graf B) dejanska brezposelnost do zdaj zelo stabilna.⁴⁴

Graf B

Stopnja brezposelnosti in pričakovanja glede brezposelnosti

(ravnotežje v odstotkih in odstotek delovne sile)



Vira: GD ECFIN in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2020 za pričakovana glede brezposelnosti in na julij 2020 za stopnjo brezposelnosti.

Prispevek previdnostnega varčevanja se lahko izračuna z ocenjenim modelom.

Velik del preteklih sprememb v stopnji varčevanja se lahko razloži s pričakovano stopnjo brezposelnosti. V obdobjih gospodarskega upada je previdnost ponavadi pomemben dejavnik za razlogo povečanja varčevanja gospodinjstev. Ker so podatki o pričakovanih gospodinjstev glede prihodnje brezposelnosti na voljo do junija 2020, lahko z ocenjenim modelom izračunamo prispevek previdnostnega varčevanja v prvi polovici leta 2020.

⁴² Glej Mody, A., Ohnsorge, F., in Sandri, D., »*Precautionary savings in the Great Recession*«, *IMF Economic Review*, zvezek 60, 2012, str. 114–138, ter Carroll, C., Slacalek, J., in Sommer, M., <http://www.slacalek.com/research/cssUSSaving/cssUSSaving.pdf> »*Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects*«, National Bureau of Economic Research, Working Paper št. 26131, avgust 2019.

⁴³ V modelu je stopnja varčevanja odvisna spremenljivka, pričakovana gospodinjstev glede brezposelnosti, pričakovana rast dohodka gospodinjstev, delež finančnega premoženja gospodinjstev z odlogom in kreditni pogoji gospodinjstev pa so pojasnevalne spremenljivke. Približek pričakovanega dohodka gospodinjstev je realizirani dohodek prihodnjega četrteletja.

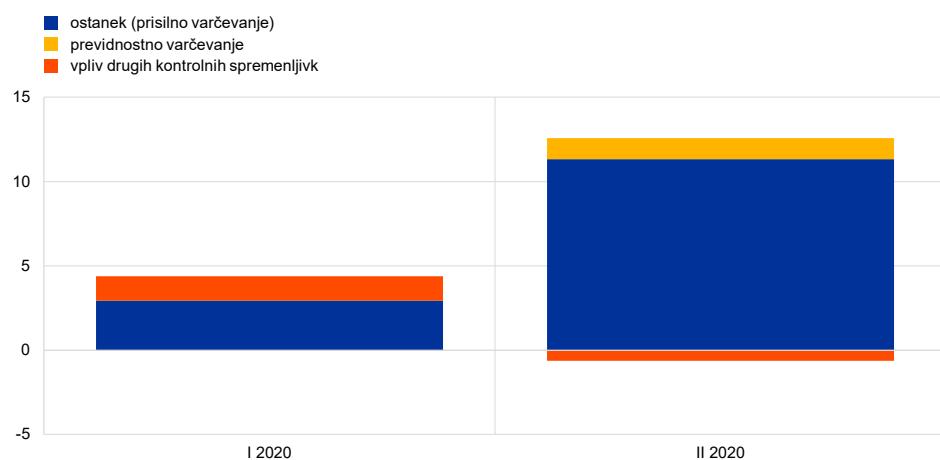
⁴⁴ Gospodarska napoved Evropske komisije, poletje 2020, Institutional Paper št. 132, julij 2020.

Videti je, da je prisilno varčevanje glavni dejavnik nedavnega strmega povečanja varčevanja gospodinjstev. Graf C prikazuje, kako je z zadnjim povečanjem pričakovane brezposelnosti previdnostno varčevanje v drugem četrtletju precej prispevalo k povečanju stopnje varčevanja. Model precej dobro povzema podatke iz ocenjevalnega vzorca, ne more pa razložiti večine zadnjega povečanja stopnje varčevanja. Videti je, da je večji del tega ostanka posledica omejene potrošnje številnih proizvodov in storitev v obdobju preventivnih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa ter je zato primeren za oceno prisilnega varčevanja. V grafu je videti prispevek previdnostnega varčevanja precej majhen v primerjavi z oceno prisilnega varčevanja v drugem četrtletju. Vseeno je treba opozoriti, da je prispevek previdnostnega varčevanja glede na pretekle podatke velik, čeprav je v primerjavi s prisilnim varčevanjem videti majhen.

Graf C

Dejavniki povečanja stopnje varčevanja gospodinjstev

(sprememba glede na IV 2019, v odstotnih točkah razpoložljivega dohodka)



Vira: Eurostat in izračuni avtorjev.

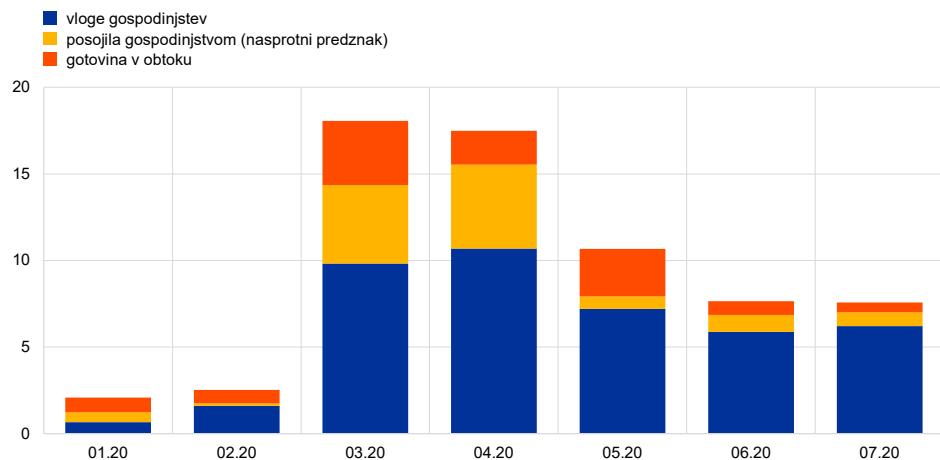
Opomba: Sprememba v stopnji varčevanja v prvem četrtletju 2020 temelji na uradni statistiki, sprememba v drugem četrtletju 2020 pa je interna ocena.

Bančne vloge gospodinjstev so se v obdobju preventivnih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa močno povečale. V skladu z velikim prispevkom prisilnega varčevanja se je strmo povečanje varčevanja pokazalo zlasti v strmem povečanju bančnih vlog, čeprav je videti, da so marca in aprila prispevali tudi nižji kreditni tokovi gospodinjstvom (graf D). Glede tega je treba ugotoviti, da bi lahko zmanjšanje kreditiranja gospodinjstev v teh mesecih pojasnili tudi z vplivom preventivnih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa. Potrošniška posojila so ponavadi vezana na potrošnjo, nižji tokovi hipotekarnih posojil pa bi lahko bili posledica težav pri kupovanju nepremičnin.

Graf D

Vloge gospodinjstev, posojila in gotovina v obtoku

(sprememba glede na december 2019, v odstotnih točkah razpoložljivega dohodka)



Vira: Eurostat in ECB.

Opombe: Posojila gospodinjstvom so prikazana z nasprotnim predznakom. Prispevek denarnih tokov je treba šteti kot zgornjo mejo, ker razčlenitev po sektorjih ni na voljo. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2020.

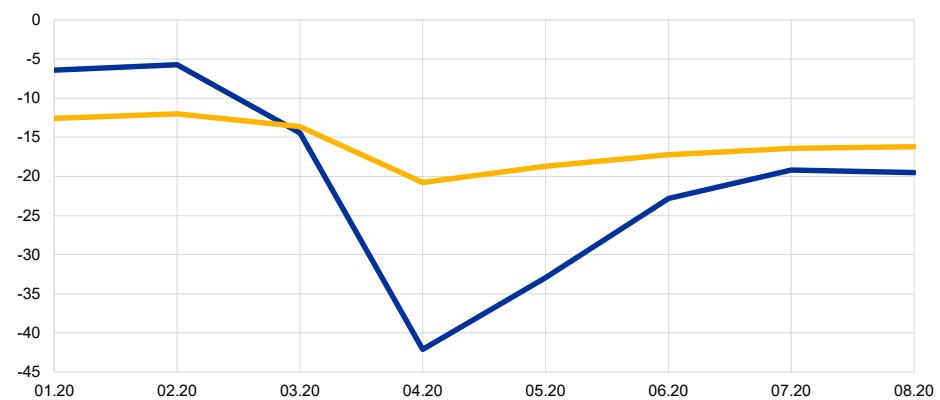
Kljud akumuliranim prihrankom obstaja precejšnja negotovost glede zavrtega povpraševanja v kratkoročnem obdobju. Zvrto povpraševanje opisuje hitro povečanje povpraševanja po blagu, ki začasno preseže ravni pred gospodarskim upadom. Ker potrošniki med recesijo odlašajo z nakupi, se nakopiči povpraševanje, ki se sprosti, ko se pojavijo znaki okrevanja gospodarstva. Recesija zaradi COVID-19 je drugačna glede na to, da je zmanjšanje potrošnje gospodinjstev deloma prisilne narave. Skoraj polovica zmanjšanja zasebne potrošnje je posledica izdatkovnih komponent, ki se lahko odložijo (npr. elektronika, avtomobili). Zadnji podatki o trgovini na drobno kažejo močno krepitev v številnih kategorijah izdelkov, kar bi lahko deloma kazalo na učinek dohitovanja. Vendar pa je na tej stopnji težko ločevati ta učinek od sprememb v strukturi potrošniške košarice v odziv na COVID-19 (npr. kolesa, oprema za domačo pisarno). Anketa Evropske komisije o mnenju potrošnikov za obdobje do avgusta (graf E) kaže, da bodo v naslednjih dvanajstih mesecih gospodinjstva po pričakovanjih potrošila manj za večje nakupe kakor v začetku leta 2020 kljud akumuliranim prihrankom. Zato bi lahko bila prihodnje leto nagnjenost gospodinjstev k varčevanju iz previdnostnih razlogov še naprej na ravni, ki bo višja od tiste pred krizo zaradi COVID-19.

Graf E

Večji nakupi

(ravnotežje v odstotkih)

- sedanji večji nakupi
- večji nakupi v prihodnjih 12 mesecih



Vir: GD ECFIN.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2020.

6

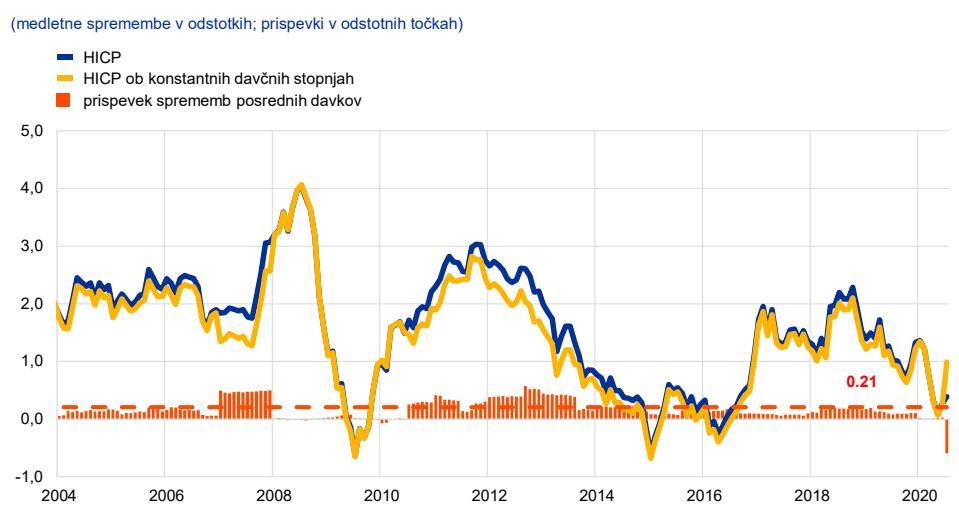
Vloga posrednih davkov pri inflaciji in inflacijskih obetih v euroobmočju

Pripravili Gerrit Koester, Ferdinand Dreher in Aurelian Vlad

Spremembe stopenj posrednih davkov lahko vidno vplivajo na cene živiljenjskih potrebščin. Natančna velikost vpliva je negotova, ker je odvisna od odločitve podjetij, v kolikšni meri lahko – ali želijo – zvišanje davka prenesti na potrošnike. Eurostat od leta 2004 pripravlja merilo HICP ob konstantnih davčnih stopnjah. Merilo predpostavlja popoln in takojšen prenos sprememb posrednih davkov na cene živiljenjskih potrebščin, zato se, v celoti gledano, z njim običajno precenjujejo učinki davčnih sprememb.⁴⁵ Na podlagi tega merila prispevek sprememb posrednih davkov k inflaciji v euroobmočju, merjeni z indeksom HICP, v povprečju znaša 0,2 odstotne točke, vendar je bil veliko večji v obdobjih, ko so se davčne stopnje zvišale, na primer leta 2007 in med letoma 2011 in 2014 (glej graf A).

Graf A

HICP in HICP ob konstantnih davčnih stopnjah



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2020. Prekinjena črta označuje dolgoročno povprečje, ki se izračunava od leta 2004 dalje.

V zadnjih dveh desetletjih so se stopnje posrednih davkov večinoma zviševale. Vendar je v odziv na pandemijo koronavirusa (COVID-19) več držav euroobmočja stopnje posrednih davkov znižalo v tolikšni meri, kot še nikoli doslej v euroobmočju. Poleg začasnega znižanja davka na dodano vrednost v Nemčiji in na Irskem so mnoge države euroobmočja pred kratkim uvedle ciljno usmerjeno znižanje posrednih davkov (glej graf B).⁴⁶ Ob predpostavki popolnega in takojšnjega prenosa Eurostatovo merilo HICP ob konstantnih davčnih stopnjah

⁴⁵ Glej okvir z naslovom »New statistical series measuring the impact of indirect taxes on HICP inflation«, *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt na Majni, november 2009.

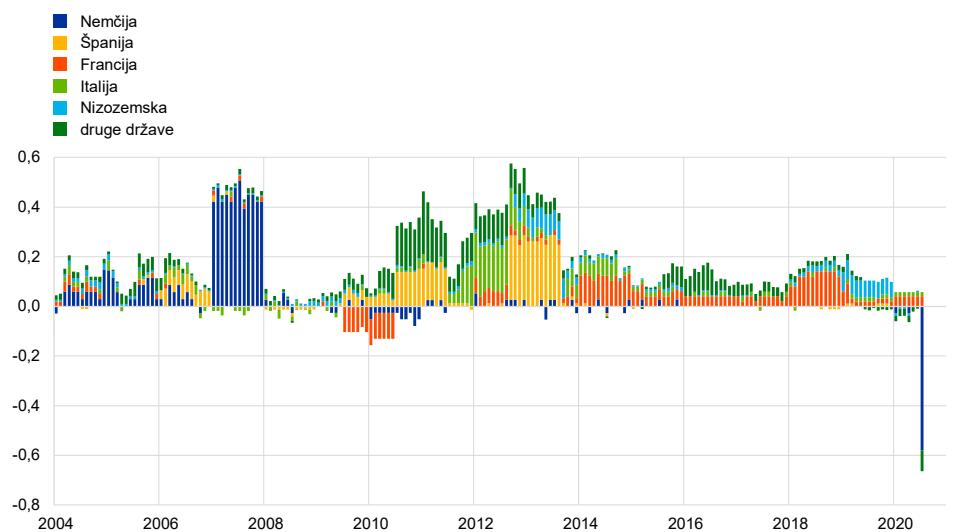
⁴⁶ Te spremembe zajemajo nekatere sektorje, ki jih je pandemija še posebej hudo prizadela, kot so s potovanji povezane storitve (na primer v Belgiji, Grčiji, na Cipru in v Avstriji) in članstvo v fitness centrih oziroma organizirane vadbe (Nizozemska in Portugalska), hkrati pa tudi hrana in piča (Nemčija, Italija, Avstrija in Slovaška) ter medicinska oprema (Belgia, Grčija, Francija, Malta, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Slovaška).

nakazuje, da bi julija 2020 znižanje DDV v Nemčiji zaviralno vplivalo na inflacijo v euroobmočju za okrog 0,6 odstotne točke. Ker bo začasno znižanje davčne stopnje veljalo od julija do decembra 2020, se za celotno leto to lahko pretvori v učinek približno polovične velikosti. Mehanično izračunan zaviralni učinek na inflacijo brez emergentov in hrane bi bil podobno velik, če bi se upošteval tudi neto učinek vse drugih sprememb posrednih davkov v državah euroobmočja, pa bi se povečal za dodatne 0,1 odstotne točke.⁴⁷

Graf B

Vpliv sprememb posrednih davkov na inflacijo

(prispevki v odstotnih točkah na podlagi razlike med HICP in HICP ob konstantnih davčnih stopnjah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Žadni podatki se nanašajo na julij 2020. Vpliv sprememb posrednih davkov se izračuna kot razlika med inflacijo in inflacijo ob konstantnih davčnih stopnjah ob predpostavki o popolnem in takojšnjem prenosu posrednih davkov.

Dejanski vpliv nedavnega znižanja posrednih davkov na inflacijo spremila občutna negotovost.

Prvič, zgodovinsko gledano obstaja le malo primerov znižanja stopnji posrednih davkov v državah euroobmočja, ki bi lahko osvetlili najverjetnejšo velikost prenosa.⁴⁸ Drugič, nenadno in močno poslabšanje splošnega gospodarskega okolja zaradi pandemije COVID-19 lahko na določanje cen in profitnih marž v podjetjih vpliva drugače kot v normalnem poslovnom ciklu, kar vpliva na velikost prenosa (glej okvir z naslovom »Vpliv nedavnega strmega porasta negotovosti na gospodarsko aktivnost v euroobmočju« v tej številki Ekonomskega biltena). Tretjič, največji delež trenutnega znižanja posrednih davkov izhaja iz znižanja stopnje DDV v Nemčiji, ki je le začasno (in zelo redko v državah euroobmočja), zato lahko povzroči nenavadne učinke na področju pričakovanj. Vse to kaže, da velikega prenosa, ki je v empirični literaturi pripisan trajnemu zvišanju stopnji posrednih davkov, ni mogoče preprosto

⁴⁷ Kar zadeva velike države euroobmočja, zvišanje posrednih davkov na hrano in energente, ki je v Franciji in Italiji začelo veljati na začetku leta 2020, rahlo izravnava s pandemijo povezano nedavno znižanje posrednih davkov. Zvišanje drugih posrednih davkov zadeva tobačne izdelke (Estonija, Francija, Litva, Luksemburg, Nizozemska in Avstrija) in energente (Latvija, Litva, Luksemburg in Finska).

⁴⁸ Znižanje standardne stopnje DDV, ki je bilo običajno majhno, je bilo na primer izvedeno na Nizozemskem leta 1989 in 1992, na Portugalskem leta 1992 in 2008, v Latviji leta 2012, v Italiji leta 1980, v Franciji leta 2000 in na Irskem leta 1990, 1991, 2001 in 2010.

preslikati v podobno velik prenos pri trenutnih začasnih znižanjih davčnih stopenj.⁴⁹ Združeno kraljestvo je uvedlo začasno znižanje DDV za 13 mesecev v obdobju 2008–2009. Po prvotni oceni je bil prenos popoln, vendar so končni podatki pokazali, da je bil zaradi nekaterih ponovnih zvišanj cen le delen.⁵⁰⁵¹

Prenos nedavnega znižanja posrednih dakov se bo najverjetneje razlikoval po sektorjih, na splošno pa bo nepopoln. V primeru Nemčije se lahko predpostavlja, da bo prenos znaten v nekaterih sektorjih, na primer v energetskem sektorju ali v trgovini na drobno. Obenem pa se lahko predpostavlja, da bo v sektorjih, ki so zaradi omejitve gibanja zabeležili višje izgube prihodkov ali višje stroške menija, prenos mnogo manjši, na primer v storitvenih dejavnostih ali v trgovini na drobno za trajne proizvode. Prav tako se za znaten delež košarice HICP ne plačuje DDV, na primer za najemnine, torej sprememb DDV nanj ne vpliva. Zato bo imelo nedavno znižanje posrednih dakov najverjetneje znaten vpliv na inflacijo v skupini hrane in energentov, medtem ko bo vpliv na inflacijo brez energentov in hrane manj izrazit.

Znižanje stopenj posrednih dakov v državah euroobmočja vpliva na dinamiko inflacije za leti 2020 in 2021 v letošnjih septembrisih projekcijah strokovnjakov ECB. Inflacija brez energentov in hrane se bo predvidoma neprekinjeno zviševala, in sicer z 0,8% v letu 2020 na 0,9% v letu 2021 in na 1,1% v letu 2022. Toda če se ne upošteva ocenjen dejanski vpliv sprememb posrednih dakov, se bo inflacija brez energentov in hrane po projekcijah znižala z 0,9% v letu 2020 na 0,8% v letu 2021⁵² in se bo nato v letu 2022 zvišala na 1,1% (glej graf C). Čeprav se v teh projekcijah predvideva, da bo prenos znižanja posrednih dakov na inflacijo le omejen (samo okrog 50%), pa so ti učinki dovolj veliki, da bodo neprekinjeno zviševanje inflacije v obdobju 2020–2022 preoblikovali tako, da bo dinamika osnovne inflacije rahlo v obliki črke V. Razumevanje vpliva posrednih dakov na dinamiko inflacije in inflacijske obete je pomembno pri komuniciraju z javnostjo o denarni politiki.

⁴⁹ V strokovnem članku avtorjev Benzarti, Y., Carloni, D., Harju, J. in Kosonen, T., »What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes«, *Journal of Political Economy*, v pripravi, 2020, so predstavljeni dokazi, da je prenos sprememb stopnje DDV večji pri zvišanju DDV kot pri znižanju DDV.

⁵⁰ Empirične ugotovitve kažejo, da so »podjetja sprva prenesla nižjo stopnjo DDV (popoln prenos), vendar so nato po približno dveh mesecih vsaj deloma ponovno zvišala cene« (glej Crossley, T.F., Low, H.W. in Sleeman, C. »Using a Temporary Indirect Tax Cut as a Fiscal Stimulus: Evidence from the UK«, *IFS Working Paper*, št. W14/16, 2014).

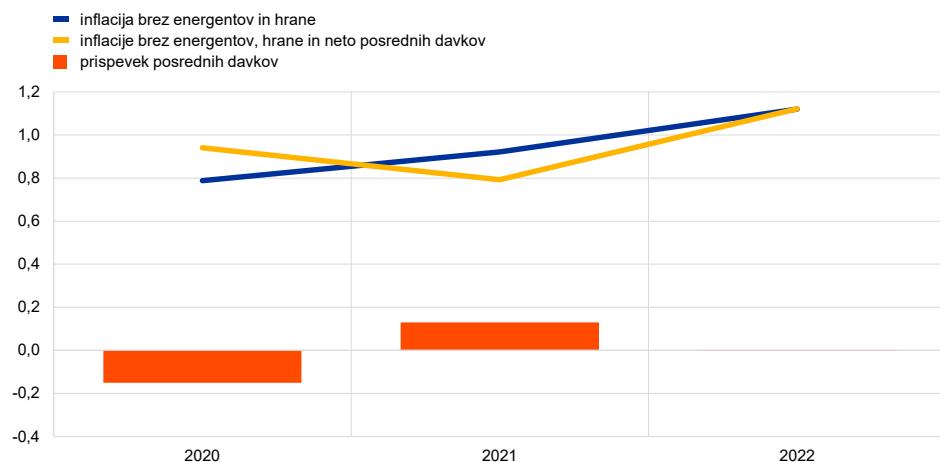
⁵¹ Na podatke o inflaciji ne bi smelo vplivati, ali podjetja spremembo stopnje posrednega davka izvajajo tako, da prilagodijo cene za vsak posamezen proizvod na trgovskih policah, ali pa spremembo izvajajo na blagajni, če se pri zbiranju podatkov o cenah upoštevajo tudi davčne spremembe, ki se izvajajo na blagajni, kot na primer v Nemčiji.

⁵² Začasna narava znižanja DDV v Nemčiji, ki se bo ponovno zvišal leta 2021, nakazuje vpliv na zvišanje inflacije brez energentov in hrane v drugi polovici leta 2021, s čimer je mogoče pojasniti pozitivno razliko med inflacijo brez energentov in hrane in inflacijo brez energentov, hrane in neto posrednih dakov.

Chart C

Vpliv sprememb posrednih davkov na projekcijo inflacije brez emergentov in hrane

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat, izračuni ECB in makroekonomske projekcije iz septembra 2020.

Opomba: Izračun prispevka sprememb posrednih davkov temelji na oceni dejanskega prenosa.

Državna jamstva za posojila in bančna posojila v obdobju COVID-19

Pripravili Matteo Falagiarda, Algirdas Prapiestis in Elena Rancoita

Večina držav euroobmočja je uvedla obsežne programe državnih jamstev za posojila, da je podjetjem omogočila nadaljnji dostop do bančnih posojil.

Povpraševanje podjetij po posojilih se je od marca 2020 zelo povečalo in doseglo rekordno visoko raven, ker so podjetja skušala premostiti likvidnostne vrzeli, nastale zaradi izbruha koronavirusa (COVID-19). Povečanje povpraševanja je bilo posledica manjše zmogljivosti podjetij, da tekoče stroške financirajo z denarnimi tokovi iz poslovanja, kar je bilo posledica strmega zmanjšanja prihodkov v obdobju ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa. To je povzročilo akutne potrebe po likvidnosti za financiranje obratnega kapitala in potrebnih investicij. Poleg tega so v obdobju velike negotovosti podjetja potrebovala posojila za vzpostavitev likvidnostnih rezerv ali prilagoditev poslovanja novim razmeram. Kot pomoč bankam, da so se lahko prilagodile na povečano povpraševanje po posojilih po ugodnih pogojih, je večina držav euroobmočja sprejela sheme državnih jamstev za bančna posojila. Te sheme prenašajo določeno mero kreditnega tveganja in potencialne kreditne izgube z bank na državo in s tem zmanjšujejo stroške bank. V tem okvirju najprej obravnavamo značilnosti shem državnih jamstev za posojila in njihovo uporabo v velikih državah euroobmočja. Nato obravnavamo, kako se je najemanje posojil z jamstvi s strani podjetij pokazalo v skupnih podatkih o posojilih.

Značilnosti shem jamstev za posojila so po državah različne, vendar pa morajo vse izpolnjevati smernice, ki jih je sprejela Evropska komisija.⁵³ Namen shem jamstev za posojila je podpirati podjetja in samozaposlene, ki jih je prizadela kriza zaradi COVID-19, vendar ob koncu leta 2019 niso bili v finančnih težavah. Sheme se na splošno uporabljajo za nova posojila in običajno za srednjeročna in dolgoročna posojila (s povprečno ročnostjo petih let).⁵⁴ Za posojila v okviru sheme jamstev za posojila je v večini primerov mogoče zaprositi do konca leta 2020. Največji znesek, ki ga lahko prejme posojilojemalec, je običajno 25% prometa prejemnika v letu 2019 ali dvakratnik zneska za plače v letu 2019. Delež z jamstvom znaša med 70% in 90% glavnice posojila, vendar so v nekaterih državah, vključno z Italijo in Nemčijo, na voljo tudi sheme 100-odstotnega jamstva, in sicer zlasti za manjša posojila malim in srednjim velikim podjetjem (MSP) ter samozaposlenim. Obseg kritja je v nekaterih drugih državah euroobmočja manjši. V nekaterih državah morajo podjetja, upravičena do teh programov, izpolnjevati nekatere pogoje, na primer prepoved izplačevanja dividend, omejitve plač vodilnih delavcev ali zavezo, da podjetja ne bodo odpuščala delavcev.⁵⁵ Navidezno zapletena zasnova teh programov je rezultat kompromisa med hitrim

⁵³ Glej razdelek 3.2 sporočila Evropske komisije »[Začasni ukrepi državne pomoči v podporo gospodarstvu ob izbruhu COVID-19](#)«. V nekaterih državah so države preprosto okrepile obstoječe jamstvene sheme. Ta okvir obravnava programe jamstev, ki so jih sprejele države, vendar pa so se podobne sheme izvajale tudi na regionalni in nadnacionalni ravni, na primer [vseevropski jamstveni sklad](#), ki ga je upravljal Evropska investicijska banka.

⁵⁴ V nekaterih državah se jamstva uporabljajo tudi za refinanciranje in posojila, odobrena v mesecih tik pred izbruhom COVID-19.

⁵⁵ Pogoji so običajno strožji za posojila z jamstvom, odobrena velikim podjetjem, ter lahko vključujejo pogoje, ki se nanašajo na investicijske načrte, upravljanje, konkurenco in transparentnost. To je zato, ker so jamstva pogosto del večjega načrta pomoči, ki lahko vključuje tudi dokapitalizacijo s strani države.

odzivom na krizo in vzdrževanjem zadostne previdnosti, da se ublaži morebitno nezaželeno ravnanje s strani bank, na primer prevzemanje pretiranih tveganj, ali s strani podjetij, na primer odpuščanje delavcev, čeprav so od države prejela kreditno podporo.⁵⁶

Uporaba državnih jamstev za posojila je bila po državah različna: v Španiji in Franciji jih je bilo najetih več, manj pa v Italiji in Nemčiji. Od začetka izvajanja programov aprila so podjetja črpala okoli 120 milijard EUR posojil z jamstvom v Franciji in okoli 100 milijard EUR v Španiji (glej graf A, sliko a). Glede na bruto zadolženost nefinančnih družb je bilo največ posojil najetih v Španiji (okoli 11% bruto zadolženosti), sledila pa ji je Francija (okoli 5% bruto zadolženosti). Nasprotno je bilo najemanje zmernejše v Italiji (okoli 55 milijard EUR, tj. okoli 4% bruto zadolženosti) in v Nemčiji (okoli 45 milijard EUR, tj. okoli 2% bruto zadolženosti). V Španiji bi lahko bila večja uporaba posojil z jamstvom deloma posledica manjše razpoložljivosti alternativnih javnofinančnih ukrepov pomoči podjetjem (npr. moratoriji na odplačevanje dolga in neposredne dodelitve državne pomoči). V Franciji je večje najemanje posojil z jamstvom posledica zelo ugodnih cenovnih pogojev, zlasti v prvem letu posojila. V Nemčiji razmeroma omejena uporaba takih posojil kaže zlasti:

(i) manjše potrebe podjetij po financiranju v primerjavi z drugimi državami zaradi manj strogih ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa in večjo uporabo kombinacije drugih ukrepov, vključno z neposrednimi nepovratnimi sredstvi in odlogi plačila davkov ter shemami skrajšanega delovnega časa; (ii) manj ugodne pogoje teh shem (npr. v zvezi s ceno posojil, prepovedjo izplačevanja dividend in omejitvijo plač vodilnih delavcev); (iii) nekatera ozka grla na strani ponudbe zaradi ocenjevanja tveganja, ki je potrebno pri velikih posojilih. V Italiji je majhna uporaba do zdaj predvsem posledica ozkih grl pri izvajjanju, ki so se na začetku pojavila na strani ponudbe. Ozka grla so se počasi sprostila in tako je bila julija in avgusta mesečna uporaba tovrstnih posojil višja v Italiji kakor v drugih državah (glej graf A, sliko b).

⁵⁶ Več podatkov o ključnih parametrih shem in kanalov, prek katerih delujejo, je v okvirju z naslovom »*Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses*«, *Financial Stability Review*, ECB, maj 2020.

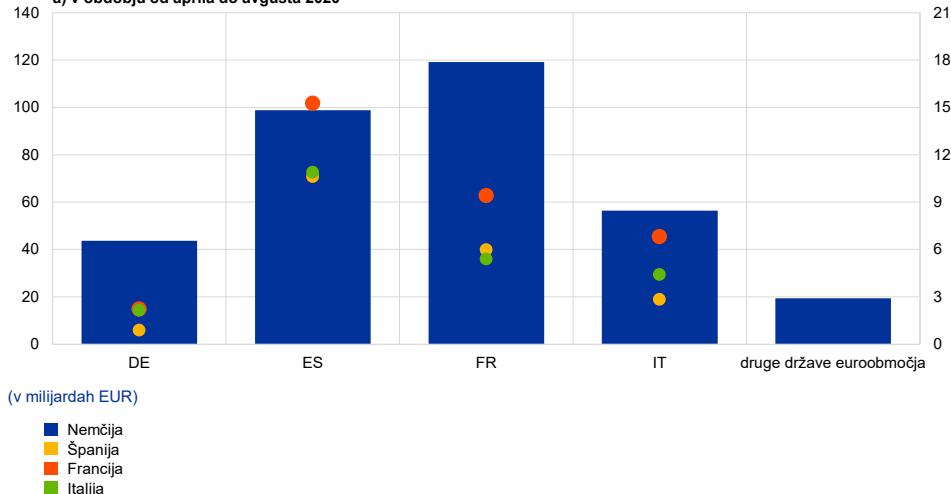
Graf A

Najemanje posojil v okviru sheme državnih jamstev za posojila

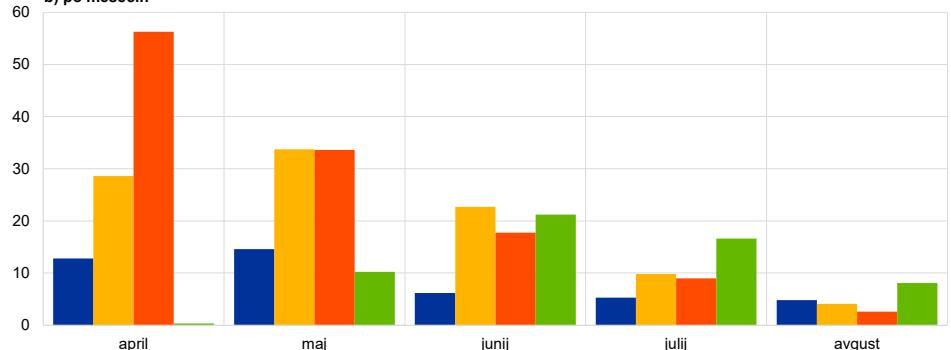
(lestvica na levi strani: v milijardah EUR, v odstotkih; lestvica na desni strani: v odstotkih)

- najemanje posoil, absolutni znesek
- najemanje posoil kot odstotek obsega sheme
- najemanje posoil kot odstotek bruto dodane vrednosti leta 2019 (lestvica na desni strani)
- najemanje posoil kot odstotek bruto zadolžnosti leta 2019 (lestvica na desni strani)

a) v obdobju od aprila do avgusta 2020



b) po mesecih



Viri: Kreditanstalt für Wiederaufbau za Nemčijo, Instituto de Crédito Oficial za Španijo, Ministère de l'Économie et des Finances za Francijo, Ministero dell'Economia e dello Finanze in Banca d'Italia za Italijo, različni nacionalni organi za druge države euroobmočja, novice, Eurostat in Izračuni ECB.

Opombe: Podatki o najemanju posoil se nanašajo na odobrene zneske posoil z jamstvom. Ker se lahko posoilila z jamstvom odobrijilo tudi v obliki revolving kreditov, je odobreni znesek višji kakor dejansko izplačani znesek. Skupni obseg sheme je 757 milijard EUR za Nemčijo, 140 milijard EUR za Španijo, 300 milijard EUR za Francijo in 300 milijard EUR za Italijo.

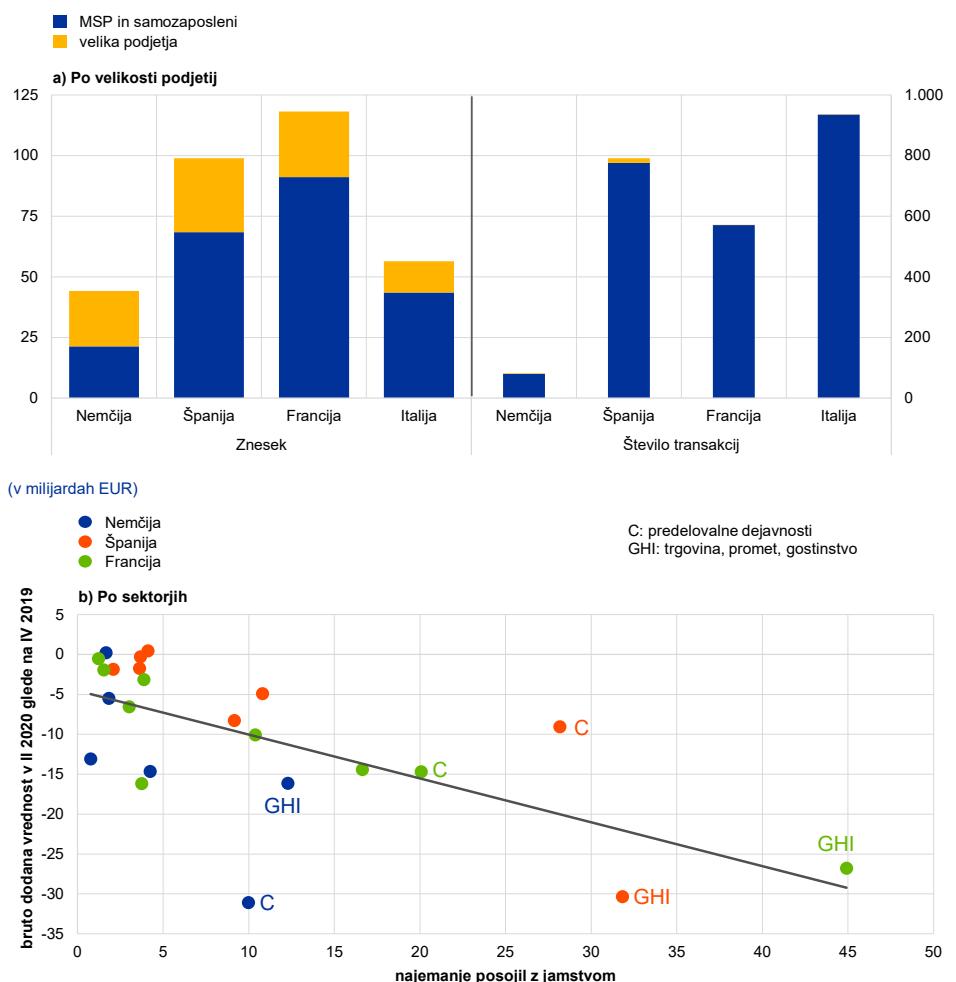
Videti je, da so sheme državnih jamstev za posojila najbolj izkoristila MSP v sektorjih, ki jih je kriza najbolj prizadela (npr. trgovina, turizem in promet). MSP in samozaposleni so veliko pogosteje najemali posoilila z jamstvom kakor velika podjetja, razen v Nemčiji (glej graf B, slika a). Večje najemanje posoilil s strani MSP kaže, da so bile njihove nujne potrebe po likvidnosti večje, da so pri financiranju bolj odvisna od bank in da je bilo v bančnem sektorju manj ozkih grl, ki bi vplivala na odobritev manjših zneskov posoilil z jamstvom. Medtem ko je bil v Italiji znesek najetih posoilil razmeroma majhen, je bilo v tej državi odobrenih največ posoilil z jamstvom, kar kaže, da prevladujejo zelo majhna posoilila. Z vidika sektorjev je bilo največ posoilil z jamstvom najetih v sektorjih, ki so jih najbolj prizadela tveganja fizičnih stikov zaradi COVID-19 in s tem povezani ukrepi za zajezitev širjenja koronavirusa, kar je povzročilo strmo zmanjšanje njihove dodane vrednosti v prvi polovici leta 2020, in

sicer v sektorju trgovine, prometa in prehrambenih storitev, sledile pa so predelovalne dejavnosti (glej graf B, slika b).

Graf B

Najemanje posojil v okviru sheme državnih jamstev za posojila

(lestvica na levi strani: v milijardah EUR; lestvica na desni strani: v tisočih)



Viri: Kreditanstalt für Wiederaufbau za Nemčijo, Instituto de Crédito Oficial za Španijo, Ministère de l'Économie et des Finances za Francijo, Ministero dell'Economia e delle Finanze in Banca d'Italia za Italijo, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki o najemanju posojil z jamstvom se nanašajo na obdobje od aprila do avgusta 2020. Ker podatki za Italijo niso razčlenjeni glede na velikost podjetja, se predpostavlja, da so posojila z jamstvom za MSP tista, ki so bila odobrena prek jamstvenega sklada, posojila z jamstvom podjetjem pa tista, ki so bila odobrena prek SACE (italijanska izvozna kreditna agencija). Klasifikacija sektorjev na sliki (b) je po NACE Rev. 2.

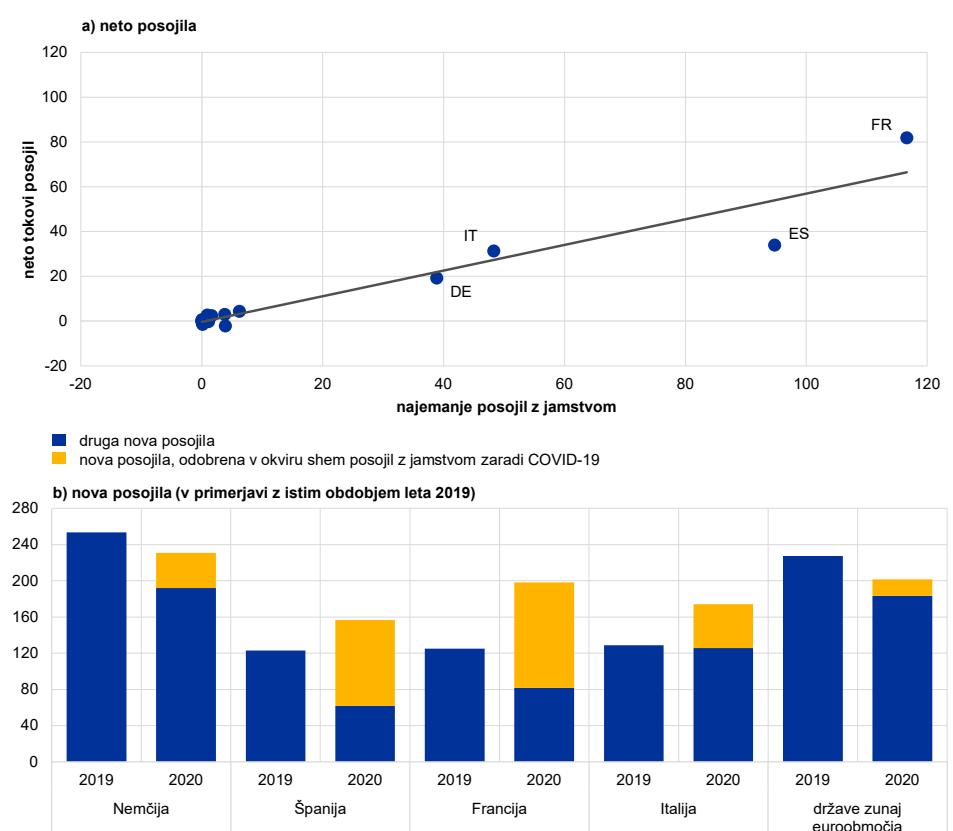
Sheme državnih jamstev za posojila so imele od aprila ključno vlogo pri spodbujanju dinamike posojil podjetjem zlasti v Španiji in Italiji. Tokovi bančnih posojil podjetjem v euroobmočju so se od izbruha pandemije COVID-19 v Evropi močno povečali zaradi nujnih akutnih potreb po likvidnosti v času ukrepov za zaježitev širjenja koronavirusa. Marca 2020 je k povečanju prispevalo črpanje prej dogovorjenih kreditnih linij, v poznejših mesecih pa so bili precejšnji posojilni tokovi zlasti posledica najemanja posojil z državnim jamstvom. V obdobju od aprila do julija so bili tokovi posojil z jamstvom višji kakor skupni neto posojilni tokovi v vseh velikih državah euroobmočja, kar pomeni, da gre za prehod s posojil brez jamstva na posojila z jamstvom (glej graf C, slika a). Poleg tega je bila posojilna dinamika razmeroma

močnejša v državah z večjim najemanjem posojil z jamstvom.⁵⁷ Če pogledamo bruto nova posojila, so v Španiji in Franciji – kjer je bila javnofinančna podpora podjetjem zagotovljena predvsem prek shem jamstev za posojila – posojila z jamstvom predstavljala okoli 65% ozziroma 70% novih posojil v obdobju od aprila do julija (glej graf C, sliko b). V Nemčiji in Italiji so posojila z jamstvom predstavljala okoli 20% novih posojilnih tokov v tem obdobju, medtem ko so v drugih državah euroobmočja obsegala zanemarljiv delež novih posojil.

Graf C

Najemanje posojil z jamstvom ter posojila nefinančnim družbam in samozaposlenim v obdobju od aprila do julija 2020

(v milijardah EUR)



Viri: Kreditanstalt für Wiederaufbau za Nemčijo, Instituto de Crédito Oficial za Španijo, Ministère de l'Économie et des Finances za Francijo, Ministero dell'Economia e delle Finanze in Banca d'Italia za Italijo, različni nacionalni organi za druge države euroobmočja, novice, ECB in izračuni ECB.

Opombe: Neto posojila se nanašajo na posojila brez odpplačil, kot so evidentirana v statistiki bilance stanja denarnih finančnih institucij. Nova posojila se nanašajo na popolnoma nova posojila, kot so evidentirana v statistiki obrestnih mer denarnih finančnih institucij. Tokovi neto in novih posojil niso desezonirani. Neto tokovi neto posojil so prilagojeni za prodajo, listinjenje in prenose posojil.

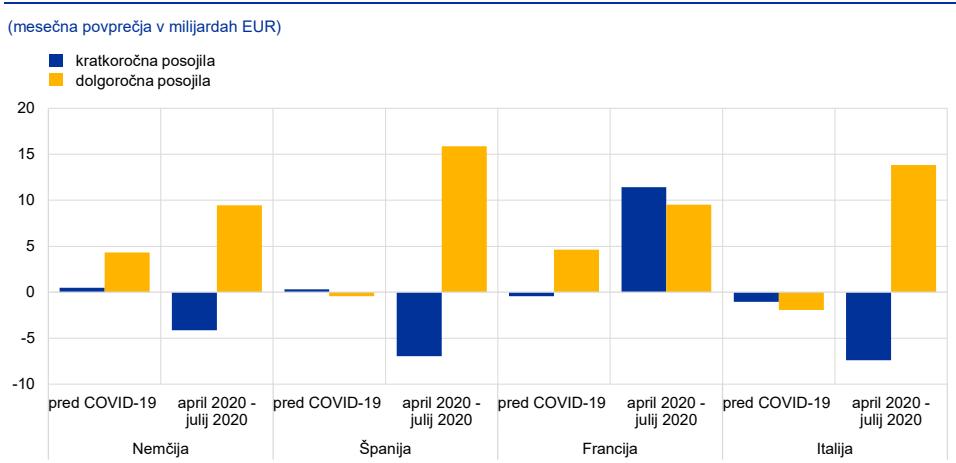
Vpliv shem jamstev za posojila je mogoče zaznati tudi v ročnosti in velikosti posojil novejših tokov bančnega posojanja, v pozitivnih tokovih nečrpanih kreditnih linij in v ohranjanju ugodnih posojilnih pogojev. Prvič, tokovi kratkoročnih posojil so bili v času COVID-19 na splošno negativni, tokovi srednjeročnih in dolgoročnih posojil – ročnosti, ki so navadno zavarovane z jamstvi – pa so se močno povečali (glej graf D). To je v nasprotju s preteklimi vzorci, ker so

⁵⁷ Za zadnja gibanja na področju rasti posojil nefinančnim družbam glej graf 22 v tej številki Ekonomskega biltena.

akutne potrebe po likvidnosti za obratni kapital ponavadi povezane z višim povpraševanjem po kratkoročnih posojilih, dolgoročna posojila pa se uporabljajo za financiranje naložb v osnovna sredstva.⁵⁸ Drugič, veliki tokovi novih posojil so bili zabeleženi v kategoriji malih posojil (manj kot 1 milijon EUR) zlasti v Španiji, Franciji in Italiji v skladu z večjim najemanjem posojil z jamstvom s strani MSP v teh državah. Tretjič, podatki o večjem obsegu nečrpanih kreditov v drugem četrtletju tega leta kažejo, da je bil dejansko izplačan samo del odobrenih posojil z jamstvom, kar je verjetno posledica kopiranja likvidnostnih rezerv v podjetjih in kaže, da podjetjem ostajajo na voljo precejšnja sredstva za izpolnjevanje njihovih kratkoročnih potreb po financiranju. Četrtič, državna jamstva za posojila so prispevala tudi k ohranjanju ugodnih pogojev financiranja, kot se kaže v dejstvu, da so ostale obrestne mere za posojila še vedno na najnižjih ravneh (zlasti za tiste vrste posojil, ki se običajno zavarujejo z jamstvi)⁵⁹ in da so ostali kreditni standardi na splošno nespremenjeni, kar je za drugo četrtletje 2020 pokazala anketa o bančnih posojilih v euroobmočju.

Graf D

Posojila nefinančnim družbam in samozaposlenim, razčlenjena po ročnosti



Vira: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Nedesezonirani tokovi (niso prilagojeni za prodajo in listinjenje). Kratkoročna posojila so tista z ročnostjo do enega leta. Dolgoročna posojila so tista z ročnostjo več kot eno leto. Obdobje pred COVID-19 se nanaša na obdobje od marca 2019 do februarja 2020.

Postopno opuščanje shem državnih jamstev za posojila bo treba v prihodnjih mesecih natančno presojati na podlagi potreb podjetij po financiranju ter spremljati njihove morebitne stranske učinke. Sheme jamstev za posojila so bile bistvene pri zadovoljevanju potreb podjetij po financiranju v začetku krize zaradi COVID-19 in so skupaj z drugimi odločnimi ukrepi preprečile nelikvidnost podjetij, ki so bila sposobna preživeti. Če bi te sheme opustili prekmalu in prehitro, bi tvegali hudo pomanjkanje likvidnosti v podjetjih in sprožili stečaje, ki bi izčrpali kapital bank. To bi lahko povzročilo nenadno zmanjšanje kreditnih tokov in zaostrovanje kreditnih pogojev ter s tem povzročilo še več stečajev in tudi oviralo financiranje prilagajanja

⁵⁸ Več podatkov o dejavnih povpraševanjih po posojilih med pandemijo COVID-19 je v okviru z naslovom »*Drivers of firms' loan demand in the euro area – what has changed during the COVID-19 pandemic?*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2020.

⁵⁹ Glej graf 24 v tej številki Ekonomskega biltena. Obrestne mere bank za posojila so se na primer v Franciji od aprila precej zmanjšale. Zmanjšanje je bilo posledica malih posojil in kaže ogromno povpraševanje MSP po posojilih z državnim jamstvom, ki jih banke odobrijo po obrestnih merah, ki so v Franciji zelo blizu nič.

preživelih podjetij na »novo normalnost« poslovanja. Če bi podpora politike v tej krizi privedla do trajnega povečevanja vloge države pri usmerjanju ekonomskih rezultatov, bi to oviralo učinkovito razporejanje virov in dolgoročno zmanjšalo proizvodno zmogljivost gospodarstva euroobmočja, saj bi se pri življenju umetno ohranjala podjetja, ki niso sposobna preživeti ali niso zadosti dobičkonosna. Poleg tega bi lahko imela zasnova in kalibracija jamstvene sheme stranske učinke, na primer v obliki spodbud pretiranemu zadolževanju in nepreudarnemu razporejanju tveganj. Stranski učinki bodo terjali natančno spremeljanje v prihodnjih mesecih in pozneje, ko se bodo zmanjšale ekonomske in finančne posledice krize zaradi COVID-19, potrebna pa bo tudi previdna in pravočasna strategija postopnega umikanja jamstev.

Javnofinančne posledice svežnja ukrepov EU v podporo okrevanju

Pripravili Alessandro Giovannini, Sebastian Hauptmeier, Nadine Leiner-Killinger in Vilém Valenta

Sveženj ukrepov EU v podporo okrevanju predstavlja pomemben mejnik v integraciji evropskih ekonomskev politik. Evropski svet se je 21. julija 2020 dogovoril o izjemnem začasnem instrumentu za okrevanje, ki se imenuje »Next Generation EU«. Ta instrument bo skupaj z večletnim finančnim okvirom omogočal usklajeno evropsko javnofinančno odzivanje na gospodarski izpad zaradi pandemije koronavirusa (COVID-19). Medtem ko je bil namen evropskega načrta za oživitev gospodarstva⁶⁰ iz leta 2008 zgolj usklajevati nacionalne proračunske spodbude, ki so jih financirale posamezne države članice, pa se s tem instrumentom vzpostavlja model skupnega financiranja, ki podpira državno porabo in reforme v EU.

V okviru instrumenta za okrevanje je Evropska komisija pooblaščena, da v imenu Evropske unije na kapitalskih trgih zbere do 750 milijard EUR. Ta finančna sredstva je mogoče uporabiti za posojila v višini do 360 milijard EUR in za nepovratna sredstva v višini do 390 milijard EUR. Izplačana bodo do konca leta 2026 in povrnjena najpozneje do 31. decembra 2058. Z izdajanjem vrednostnih papirjev v okviru instrumenta za okrevanje se bo stanje dolga Unije povečalo približno za večkratnik 15, kar predstavlja doslej največjo izdajo v eurih na nadnacionalni ravni. Medtem ko bodo posojila odplačale države članice prejemnice, se je Evropski svet dogovoril, da bo reformiral sistem lastnih virov in zagotovil, da bodo nepovratna sredstva krita s prispevkvi na podlagi bruto nacionalnega dohodka ter z novimi lastnimi viri EU.

Osrednji element v okviru instrumenta za okrevanje je mehanizem za okrevanje in odpornost. Mehanizmu za okrevanje in odpornost bo dodeljen celoten posojilni portfelj in 80% nepovratnih sredstev, njegov namen pa je spodbujati naložbe in reforme v državah članicah, da bi utrtle pot vzdržnemu in vztrajnemu okrevanju ob spodbujanju zelenih in digitalnih prednostnih nalog Unije. Preostali del finančnih sredstev iz instrumenta za okrevanje se bo uporabil za krepitev programov porabe na ravni EU v okviru večletnega finančnega okvira.

Da bi države članice EU prejele finančno podporo v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost, morajo pripraviti nacionalni načrt za okrevanje in odpornost, v katerem bodo začrtale program reform in naložb za obdobje 2021–2023. Ti načrti bi morali vključevati koherenten program reform in javnih investicijskih projektov ter se osredotočati na izzive, opredeljene v kontekstu evropskega semestra. Krepiti bi morali tudi sposobnost gospodarstev za rast, ustvarjanje delovnih mest ter gospodarsko in socialno odpornost posameznih držav članic. Finančna podpora bo izplačana v obrokih, potem ko bodo doseženi mejniki in cilji, opredeljeni v teh načrtih.

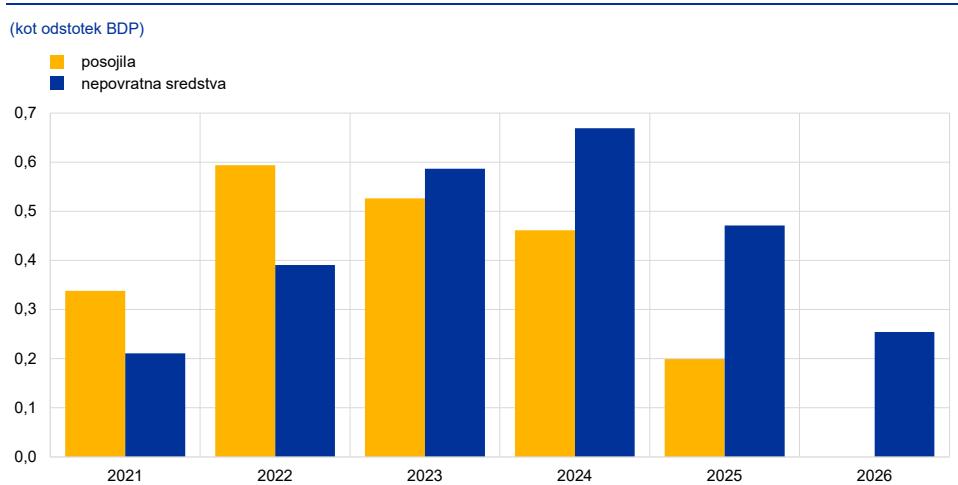
Finančna podpora, ki bo dodeljena v okviru instrumenta za okrevanje, bo imela z makroekonomskega vidika pomenljiv obseg, saj bo znašala skoraj 5% BDP euroobmočja. Predvideno je, da bo finančna podpora v okviru instrumenta za

⁶⁰ Glej Evropski načrt za oživitev gospodarstva COM(2008) 800 konč., 26. november 2008.

okrevanje v celoti zagotovljena do konca leta 2023 ter večinoma izplačana v obdobju 2021–2024 (glej graf A).⁶¹ Na podlagi trenutno razpoložljivih informacij bodo nepovratna sredstva v primerjavi s posojili izplačana bolj proti koncu načrtovanega obdobja. Medtem ko so posledice za državne proračune še negotove, naj bi instrument za okrevanje v obdobju 2021–2024 v euroobmočju v povprečju pomenil dolžniško fiskalno ekspanzijo v višini okrog 1% BDP ob predpostavki, da se bo podpora na nacionalni ravni uporabila za financiranje dodatne porabe. Če bodo finančna sredstva iz instrumenta za okrevanje namenjena produktivni porabi in jih bodo spremljale reforme za povečanje gospodarske rasti, instrument ne bo zgolj spodbujal okrevanja, ampak bo tudi povečal odpornost in sposobnost za rast gospodarstev držav članic v prihodnosti.

Graf A

Instrument za okrevanje: pričakovana izplačila finančnih sredstev državam v euroobmočju



Viri: zaključki Evropskega sveta z dne 21. julija 2020, Evropska komisija in izračuni ECB.
Opombe: Dodeljevanje nepovratnih sredstev državam euroobmočja naj bi potekalo na podlagi dogovorjenega razdelitvenega ključa. Predpostavlja se, da bodo samo države, katerih stroški zadolževanja so višji od pričakovane obrestne mreže za posojila v okviru instrumenta za okrevanje, črpale posojila v vrednosti do zgornje meje, ki znaša 6,8% bruto nacionalnega dohodka. Časovnica temelji na ocenah iz predloga Evropske komisije o vzpostaviti instrumenta za okrevanje.

Z razdelitvenim ključem v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost je večja makroekonomska podpora namenjena bolj ranljivim državam. V obdobju 2021–2022 bodo finančna sredstva dodeljena na podlagi dohodka na prebivalca in preteklega gibanja brezposelnosti, v letu 2023 pa bo pretekla gibanja brezposelnosti nadomestil zabeleženi realni upad BDP v obdobju 2020–2021. Dogovorjena dodelitev finančnih sredstev bo predstavljala občutno neto javnofinančno podporo v tistih državah euroobmočja, ki se po pandemiji soočajo z največjimi gospodarskimi in

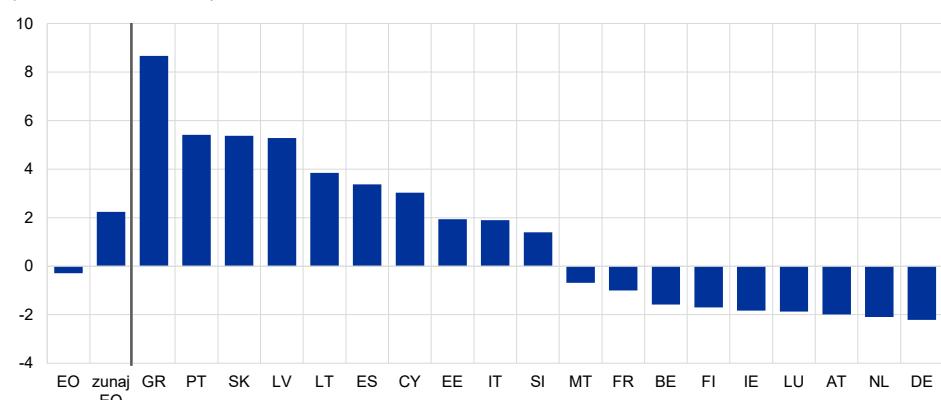
⁶¹ Evropski svet se je dogovoril, da bo 70% nepovratnih sredstev iz mehanizma za okrevanje in odpornost zagotovljenih v letih 2021 in 2022. Preostalih 30% naj bi bilo v celoti zagotovljenih do konca leta 2023. Treba je opozoriti, da je ena glavnih značilnosti proračuna EU dejstvo, da so odločitve o zagotovitvi sredstev ločene od odločitev o izplačilu. Časovnica teh dveh procesov je zato različna. Predvidena časovnica izplačil temelji na ocenah iz [predloga Evropske komisije za uredbo o vzpostaviti mehanizma za okrevanje in odpornost](#), pri čemer je časovnica prilagojena tako, da so upoštevani zaključki Evropskega sveta z dne 21. julija 2020.

javnofinančnimi izvivi (glej graf B).⁶² Grčija bo največja neto prejemnica pomoči iz mehanizma za okrevanje in odpornost v razmerju do BDP, vendar bosta občutno javnofinančno podpora prejeli tudi Španija in Italija, ki sta med najbolj prizadetimi državami z vidika števila umrlih in gospodarskega izpada.

Graf B

Mehanizem za okrevanje in odpornost: dodelitev nepovratnih sredstev brez pričakovanih odplačil

(kot odstotek BDP leta 2019)



Viri: zaključki Evropskega sveta z dne 21. julija 2020, Evropska komisija in izračuni ECB.
Opomba: 70% nepovratnih sredstev naj bi bilo dodeljenih v obdobju 2021–2022 na podlagi razdelitvenega ključa, ki ga je predlagala Evropska komisija (ob upoštevanju števila prebivalcev, inverznega BDP na prebivalca in povprečne stopnje brezposelnosti v obdobju 2015–2019). Pri 30% nepovratnih sredstev, dodeljenih v letu 2023, se povprečna stopnja brezposelnosti nadomesti z upadom BDP v letu 2020 (15%) in s skupnim upadom v obdobju 2020–2021 (15%), kot trenutno predvideva Evropska komisija. Odplačila naj bi ustrezala deležu posameznih držav v bruto nacionalnem dohodku EU.

Koordiniran odziv evropskih politik na COVID-19 je bistven, da se preprečita neenakomerno okrevanje in gospodarska fragmentacija ter se obenem spodbuja gospodarska odpornost držav članic. Instrument za okrevanje dopolnjuje redni večletni finančni okvir, ki v naslednjih sedmih letih znaša okrog 1 bilijon EUR, ter tri »varnostne mreže« v višini 540 milijard EUR, ki so bile dogovorjene aprila 2020.⁶³ Evropski odziv na krizo je ambiciozen in sorazmeren z izvivi, s katerimi se sooča Evropa. Poleg tega je pomembno, da se sedaj denarna in javnofinančna politika izvajata tako, da se medsebojno krepita.

Nujno bo zagotoviti, da javnofinančno podporo iz instrumenta za okrevanje ne bo izničil prezgodnji umik javnofinančne podpore, ki se financira na nacionalni ravni. Zaradi globine pandemičnega šoka in posledične negotovosti je bila marca 2020 aktivirana splošna odstopna klavzula iz Pakta za stabilnost in rast, ki bo verjetno podaljšana še do konca leta 2021. To vladam omogoča, da sprejmejo ukrepe za spopad s pandemijo ter da odstopajo od zahtevanih prilagoditev, ki jih običajno določa pakt, pri čemer pa javnofinančna vzdržnost ne sme biti ogrožena.

⁶² Tabela 1 v dokumentu Evropske komisije *Staff Working Document »Identifying Europe's recovery needs«* kaže, da bodo države s podpovprečnim BDP na prebivalca in visoko zadolženostjo (zlasti Ciper, Grčija, Španija, Italija in Portugalska) prejele 50% podpore (v skladu z razdelitvenim ključem Komisije, ki se bo uporabljal v letih 2021 in 2022), njihov delež v BDP Evropske unije (uporabljen kot približek prispevkov v proračun EU) pa znaša okrog 25%.

⁶³ Glej okvir z naslovom »Krisa COVID-19 in njene posledice za javnofinančne politike«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2020.

Medtem ko makroekonomska stabilizacija ostaja ena od prednostnih nalog, bo med okrevanjem pomembno tudi ohranjati javnofinančno vzdržnost. Sedanja kriza je izpostavila, da lahko zelo visoka raven javnega dolga predstavlja ranljivost in javnofinančno omejitev, ko državo prizadene velik gospodarski šok. Zato je bistveno, da se javnofinančna podpora učinkovito izkoristi za spodbujanje gospodarskega potenciala in odpornosti, s čimer se po drugi strani izboljšuje javnofinančna vzdržnost. Financiranje iz EU bi bilo treba porabiti v skladu s potrebami posameznih držav in s prednostnimi reformnimi področji, dogovorjenimi na evropski ravni.

Način, kako se je EU odzvala na krizo, ima posledice tudi za prihodnji ustroj in izvajanje evropskega okvira ekonomskega upravljanja. Prvič, ekspanzivna javnofinančna politika je sicer potrebna za ohranitev okrevanja, vendar bo v prihodnosti pomembno, da javnofinančna pravila učinkovito prispevajo k zmanjševanju javnega dolga v dobrih gospodarskih časih. Drugič, instrument za okrevanje predstavlja nov in inovativen element v evropskem javnofinančnem okviru. V prihodnjih letih bo privedel do izdajanja nadnacionalnih dolžniških vrednostnih papirjev občutnega obsega, njegova vzpostavitev pa signalizira politično pripravljenost, da se oblikuje skupno fiskalno orodje, ko je to potrebno. Ta inovacija, ki je sicer enkratna, je lahko tudi nauk za ekonomsko in monetarno unijo, ki še vedno nima stalnega fiskalnega mehanizma na nadnacionalni ravni za namene makroekonomske stabilizacije v času globoke krize. Pregled okvira ekonomskega upravljanja,⁶⁴ ki ga je Komisija začela februarja 2020 in nato zaradi pandemije preložila, ponuja dobro priložnost, da se upoštevajo ti pomembni vidiki.

⁶⁴ Podrobnosti so na voljo na spletni strani https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/economic-governance-review_en.

Članki

1

China's path to normalisation in the aftermath of the COVID-19 pandemic

Prepared by Alexander Al-Haschimi, Apostolos Apostolou and Martino Ricci

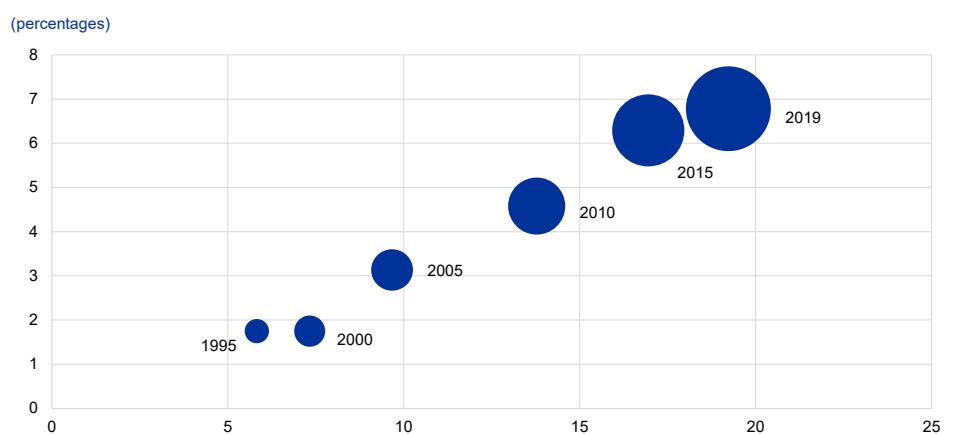
This article will trace the decline and subsequent recovery of China's economy following the outbreak of the coronavirus (COVID-19). It employs high-frequency data to assess the speed at which activity in different sectors of the economy is normalising after businesses were allowed to resume operations. One particular focus will be on differentiating between the industrial and services sectors, which are subject to different health and safety measures. The article finds that China's economic activity rose from a trough of around 20% of normal levels in February 2020 to 90% in the span of just three months. While production capacity recovered swiftly, activity normalised more gradually in the services sector, where COVID-19 containment measures had continued to weigh heavily. The recovery was driven primarily by private domestic demand and the authorities' policy response, as the normalisation in China coincided with the implementation of lockdown measures by many of its trading partners and hence also with a fall in external demand. Looking ahead, uncertainty and risks surrounding the recovery path remain exceptionally high, owing in large part to the uncertainty regarding how the COVID-19 pandemic will develop and if and when a medical solution to the virus can be found.

1 Introduction

Since the mid-1990s, China's economy has experienced a period of rapid growth resulting in greater interconnectedness with the global economy. In conjunction with a gradual process of reform and opening-up, this has turned China into one of the largest economies in the world and a trading powerhouse. Over the past five years, the country's economy has grown at an average rate of 6.7%, accounting for around one-third of global growth. At the same time, China's demand for foreign goods and services from many economies, including the euro area, has increased considerably. From 1995 to 2019, its share in euro area foreign demand increased from 2% to around 7% (see Chart 1). This trend highlights that the extent to which China recovers from the COVID-19 pandemic is critical outside as well as inside its borders.

Chart 1

China's share in world GDP and euro area foreign demand



Sources: International Monetary Fund, World Economic Outlook, April 2020 (for GDP figures) and ECB (for China's share in euro area foreign demand).

Notes: The x-axis shows China's GDP as a percentage share of total world GDP and the y-axis shows China's percentage share in euro area foreign demand. The size of each bubble represents China's GDP based on purchasing power parity in nominal international dollars.

The COVID-19 pandemic affected China earlier than it affected other economies.

According to official statistics, the number of confirmed COVID-19 cases rose from under 1,000 at the end of January 2020 to over 80,000 by early March. Strict lockdown measures were put in place to bring the epidemic quickly under control. These containment measures necessitated the powering down of the economy for an extended period of time, leading to a significant short-term decline in economic activity. While the outbreak was brought largely under control in China, COVID-19 spread rapidly across the globe, with the number of confirmed cases in other countries surpassing those in China by mid-March. As of early August, worldwide cases had climbed to over 19 million.

The nature of the downturn during the COVID-19 pandemic is very different from other cyclical downturns.

In the current episode, both supply and demand have been suppressed through business closures and mobility restrictions. As such, there is a higher than usual degree of overall uncertainty surrounding the economic recovery path, not least because of fears that a flare-up in new cases could derail the recovery. Furthermore, the length of time it will take to develop and implement a medical solution remains uncertain, as does the medium-term impact of continued containment measures on the labour market. In this regard, the recovery in China, which commenced earlier than in the rest of the world, can be instructive for other economies that are in the process of easing their containment measures.

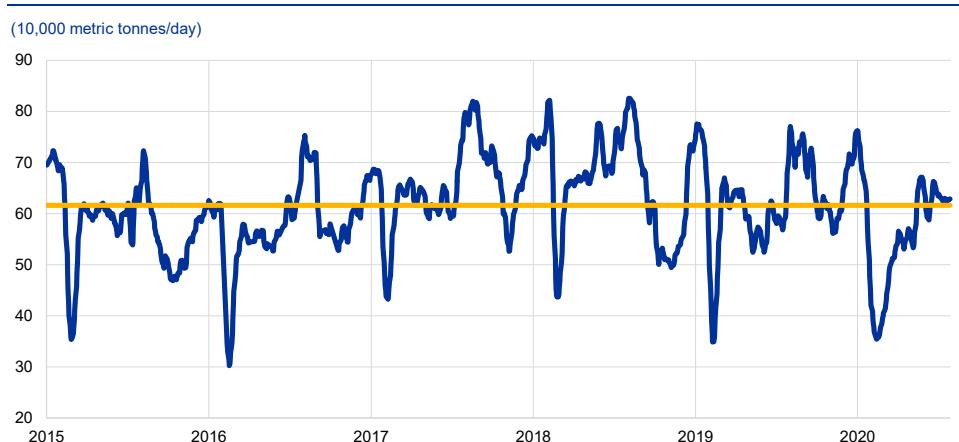
2 The COVID-19 outbreak in China and its economic impact

The rapid intensification of the COVID-19 outbreak in China broadly coincided with the start of the Lunar New Year holiday. The Lunar New Year is a seven-day national public holiday which starts between late January and mid-February and for which virtually all factories close down for a prolonged period of time. During this period, migrant workers traditionally return home, giving rise to a peak travel season

which involves several hundred million passengers travelling across China every year. Towards the end of January 2020, the Chinese economy powered down, as can be seen, for instance, by the coal consumption of major electricity producers (see Chart 2). The extent of the decline in coal consumption in January 2020 was not unusual compared with that of previous Lunar New Year holidays. However, owing to the COVID-19 outbreak, the public holiday was extended and the resumption of business activity was considerably delayed. A comparison of a number of high-frequency indicators of economic activity with their corresponding levels the previous year shows that it took more than three months for several of these indicators, such as coal consumption, real estate sales and traffic density, to return to their 2019 levels (see Chart 3).

Chart 2

Coal consumption of major electricity-generating power plants

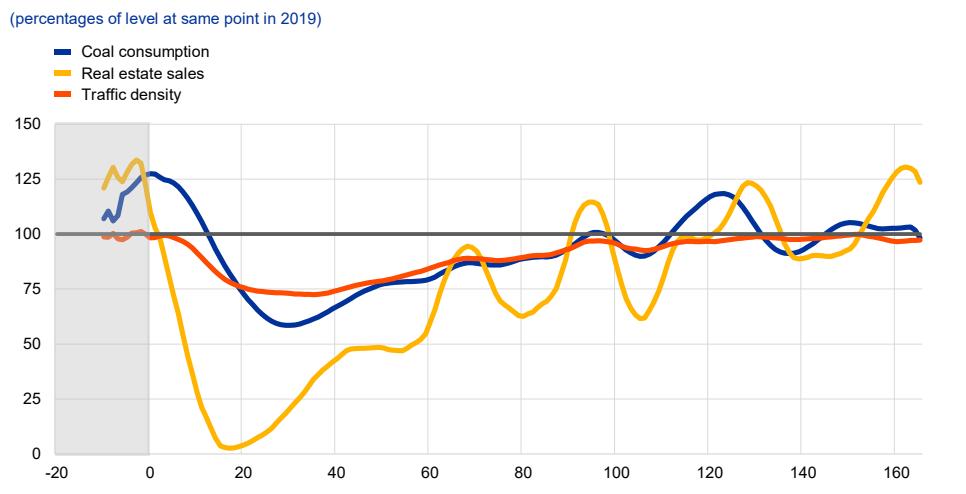


Sources: Beijing China Coal Times Technology Development Co., Ltd via Haver Analytics.

Notes: The chart shows the daily coal consumption of six major electricity-generating power plants in China (seven-day moving average). The yellow line shows the five-year average. The latest observation is for 27 July. The series was discontinued thereafter.

Chart 3

High-frequency indicators of economic activity



Sources: Wind Economic Database and ECB staff calculations.

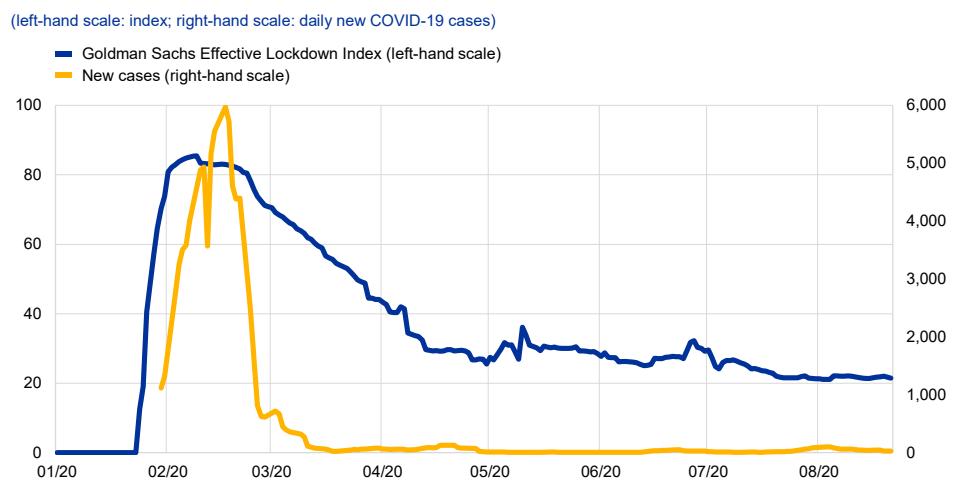
Notes: "Coal consumption" shows the use of coal by major energy producers; "Real estate sales" shows the volume of real estate transactions for 30 major cities; "Traffic density" shows the average traffic density across 100 Chinese cities. Data show seven-day average deviations from levels at the same point following the start of the 2019 Lunar New Year. The x-axis shows days since the start of the Lunar New Year. The shaded area shows the days in 2020 preceding the beginning of the 2020 Lunar New Year holiday. The latest observation is for 8 July 2020.

The COVID-19 outbreak led the authorities to implement strict and comprehensive containment measures. The city of Wuhan, which was at the centre of the outbreak, was placed under lockdown just ahead of the Lunar New Year holiday. Transport into and out of the city was shut down and businesses were closed, with few exceptions. Within days, residents were prohibited from leaving their homes except to make essential purchases, and the quarantine measures were strictly enforced. The containment measures were extended to the province of Hubei (in which Wuhan is located) and to the rest of the country, while the public health response level was escalated to its highest state of emergency nationwide. The holiday was officially extended and both national and international travel restrictions were put in place. In the course of February and March, decisions on reopening non-essential businesses were taken at the province level, depending on local developments in COVID-19.

The containment measures limited the spread of COVID-19. Daily new cases increased exponentially for a period of roughly three weeks, before rapidly falling from around mid-February. The lockdown measures introduced swiftly at the end of January, as reflected in the Goldman Sachs Effective Lockdown Index (see Chart 4), were gradually relaxed again with the decline in the growth rate of new COVID-19 cases. The overall official number of COVID-19 cases stabilised at approximately 85,000. National data suggest that the strict lockdown measures greatly limited the spread of the virus throughout China. According to official data, about 80% of all COVID-19 cases and over 95% of COVID-19 deaths in China were registered in Hubei province (see Charts 5 and 6). As Hubei only accounts for 4% of China's population, this would imply that cases in the rest of China were exceptionally sparse.

Chart 4

Containment measures and daily new COVID-19 cases

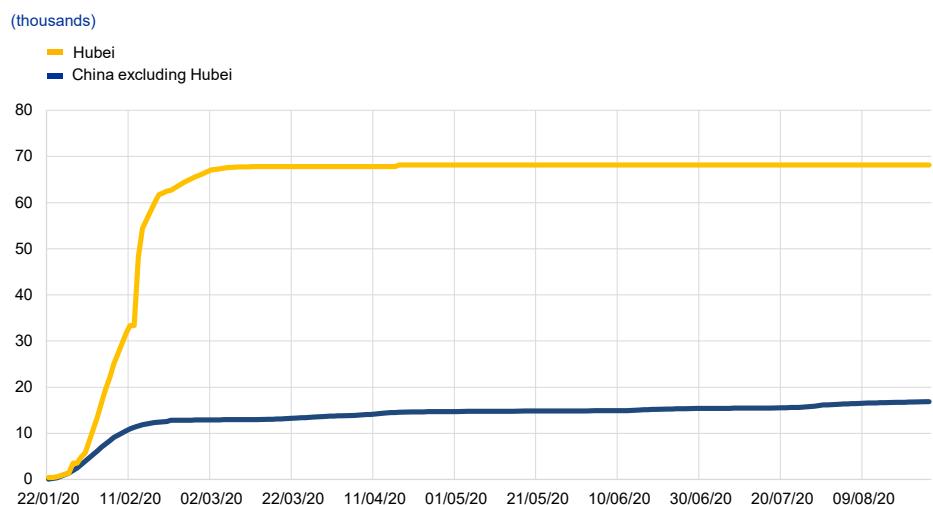


Sources: Johns Hopkins University, Goldman Sachs and ECB staff calculations.

Notes: The Goldman Sachs Effective Lockdown Index combines official restrictions with mobility data. The latest observations are for 21 August 2020.

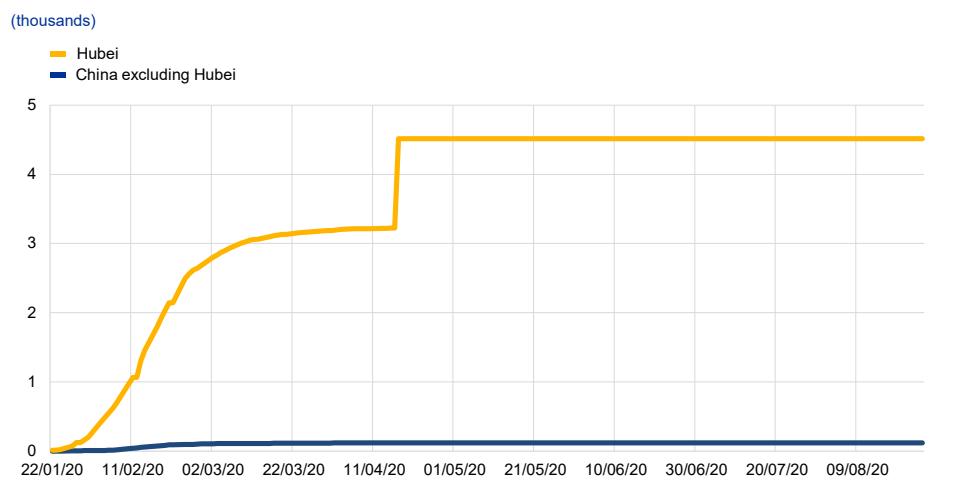
Chart 5

Confirmed COVID-19 cases



Sources: Johns Hopkins University and ECB staff calculations. The latest observations are for 25 August 2020.

Chart 6
Confirmed COVID-19 deaths



Sources: Johns Hopkins University and ECB staff calculations.

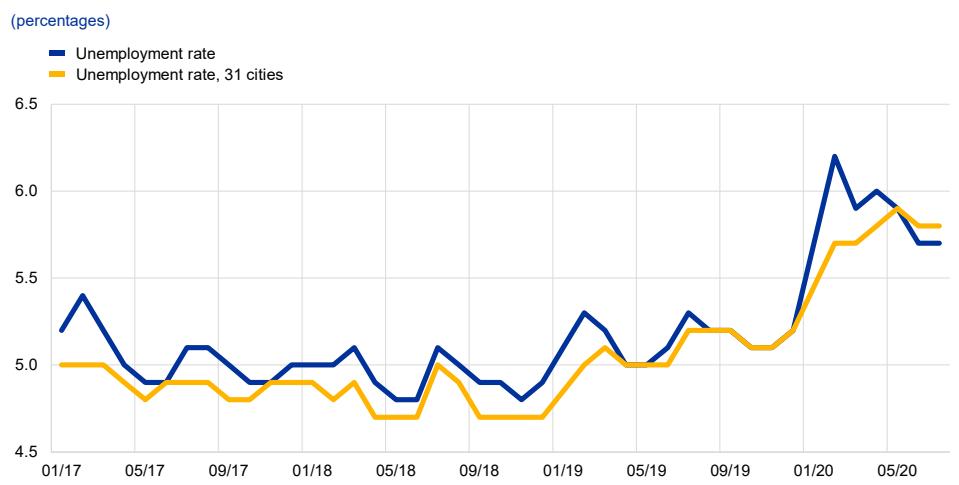
Note: On 17 April, China revised its official figures for COVID-19 deaths up by 1,290, all in the city of Wuhan. The latest observations are for 25 August.

The containment measures were successful in curbing the spread of the virus but weighed heavily on China's economy. In the first quarter of 2020, real GDP contracted by 10.0% quarter on quarter and by 6.8% year on year. Weak consumption made the largest negative year-on-year contribution to GDP, at -4.4%, while investment contributed -1.5% and net trade -1%. The decline in economic activity was sharp and swift and GDP decreased for the first time in decades. The Caixin China General Manufacturing Output Purchasing Managers' Index (PMI) fell in February to 28.6 points, far below the level observed during the global financial crisis. The Caixin China General Services Business Activity PMI also fell substantially, from 51.8 in January to 26.5 in February. These PMI declines proved to be short-lived, however, because in March the manufacturing PMI rebounded to above 50, implying that the trough in business activity had occurred in February. Nevertheless, overall PMI readings signalled sharp contractions across China's economy amid prolonged production cuts. The marked fall in economic activity in January and February was also reflected in the large year-on-year contractions in industrial production (-13.5%), fixed asset investment (-24.4%) and retail sales (-20.5%). For the first quarter as a whole, year-on-year industrial production declined by 9.3%, while retail sales contracted by around 19%.

Labour market conditions have deteriorated since the outbreak of the pandemic. Official measures show a relatively modest increase in unemployment since the outbreak, from 5% to just below 6% (see Chart 7). This might be due to the authorities' efforts to persuade many businesses to keep their employees. However, unemployment might be higher when non-urban workers are included and could be a drag on future economic recovery. Indeed, employment surveys point to a mixed picture regarding expected employment rates, with businesses foreseeing a quick rebound, while consumers remain more pessimistic about employment prospects (see Chart 8).

Chart 7

Unemployment rate

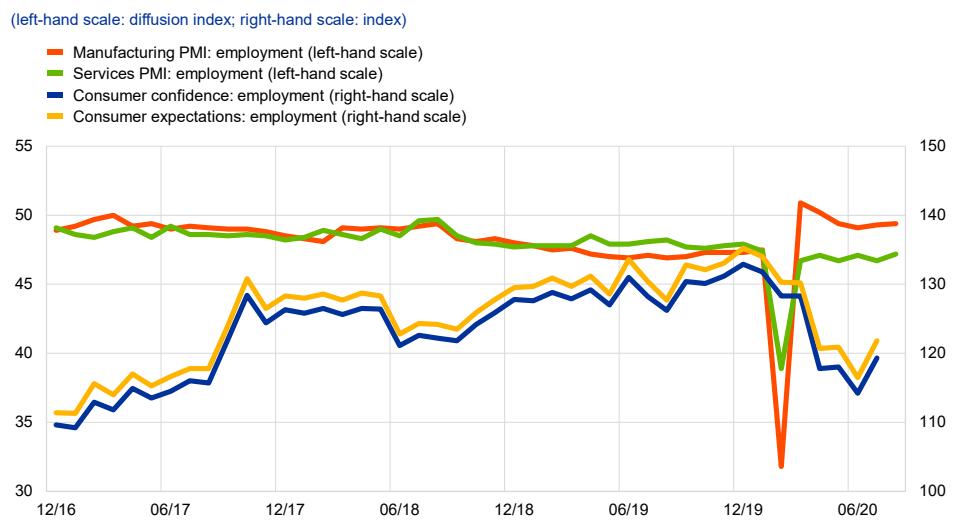


Sources: National Bureau of Statistics of China via Haver Analytics.

Notes: "Unemployment rate" refers to the urban unemployment rate; "Unemployment rate, 31 cities" refers to the urban unemployment rate for 31 major cities. The latest observations are for July 2020.

Chart 8

Employment expectations surveys



Sources: National Bureau of Statistics of China, CEIC Data, Caixin and IHS Markit.

Note: The latest observations are for August 2020 for the PMIs and July 2020 for the consumer surveys.

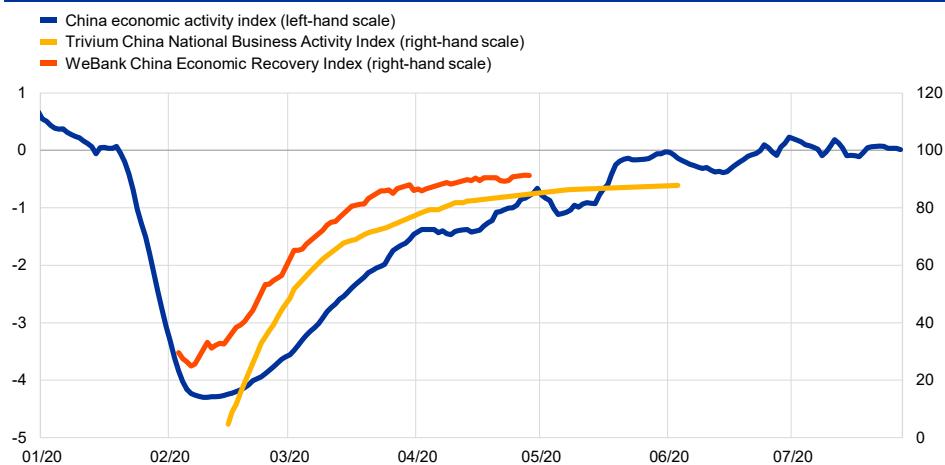
3 The gradual normalisation of the economy after the containment of the outbreak

Following the containment of new COVID-19 cases, the Chinese authorities gradually lifted the protective measures. The easing of restrictions was contingent on local developments in the growth rate of COVID-19. In most provinces, the Lunar New Year holiday had been extended by a week or more into February 2020, while in Hubei province the holiday was extended to 10 March. In terms of the order in which these restrictions were lifted, businesses were allowed to resume operations first,

while travel restrictions initially remained in place. The reopening of businesses presented a logistical challenge, as in some instances supply chains had been disrupted and travel constraints meant that workers were still dispersed across the country.

Following the sharp contraction in economic activity in China during the first quarter, the economy made a relatively swift recovery. In the second quarter, China's GDP increased by 11.5% quarter on quarter and 3.2% year on year, driven primarily by investment, while consumption growth remained negative in year-on-year terms. A broad number of indicators suggest that, within three months, China's economic activity rose from its trough to around 90% of normal levels. A newly developed daily activity indicator⁶⁵ that summarises information from electricity plant coal consumption, real estate market activity, traffic density data and changes in pollution levels shows that economic activity bottomed out in the first half of February and had already recovered to close to its long-term average level by mid-May. Other indicators, such as the [Trivium China National Business Activity Index](#), which estimated China's economic capacity utilisation, and the WeBank China Economic Recovery Index, which tracked the number of businesses reopening, also show resumption rates of around 90% by the beginning of May (see Chart 9).

Chart 9
Economic activity indices



Sources: Trivium China, WeBank and ECB staff calculations.

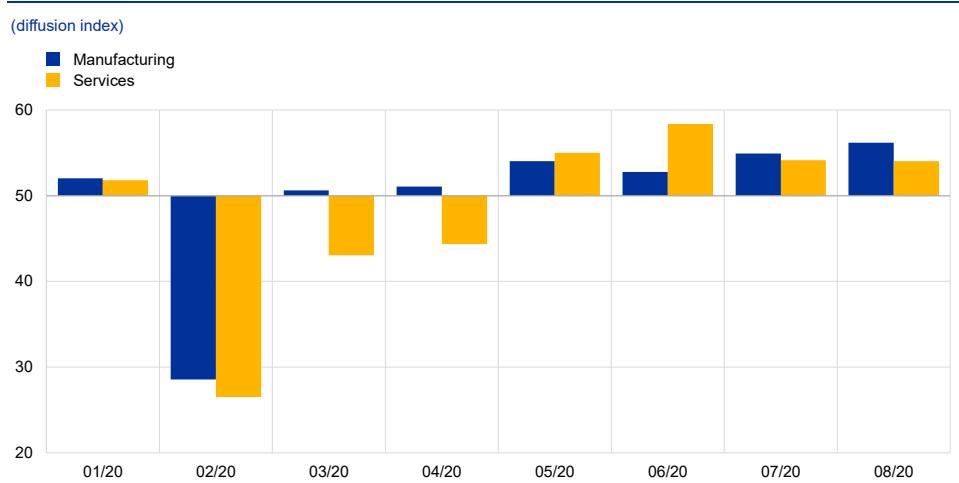
Notes: 100 denotes the normal level of activity. The latest observations are for 27 July for the China economic activity index, which is measured in standard deviations, 3 June for the Trivium China National Business Activity Index and 28 April for the WeBank China Economic Recovery Index (the latter two indices were discontinued when resumption exceeded 90%).

Survey data point to an uneven recovery, with manufacturing rebounding earlier than the services sector. While the elevated uncertainty necessitates some caution in interpreting PMIs, the manufacturing PMI returned to expansionary territory as early as March, whereas the services PMI continued to signal a softening of activity until May, when it rose above the neutral threshold (see Chart 10). Although the services PMI reached 58.4 in July, its levels in the period from February to April imply that the contraction in the services sector was larger than in manufacturing. Overall,

⁶⁵ The high-frequency China economic activity index is an ECB internal measure which uses principal component analysis to combine data for the above-mentioned indicators.

the manufacturing and construction sectors returned to almost full capacity in the course of May. On the other hand, services sectors, in particular those associated with close physical interaction such as tourism, business travel, and cultural and sporting events, have tended to remain well below pre-outbreak capacity, with activity ranging between 20% and 80% of normal levels.

Chart 10
PMI: manufacturing and services

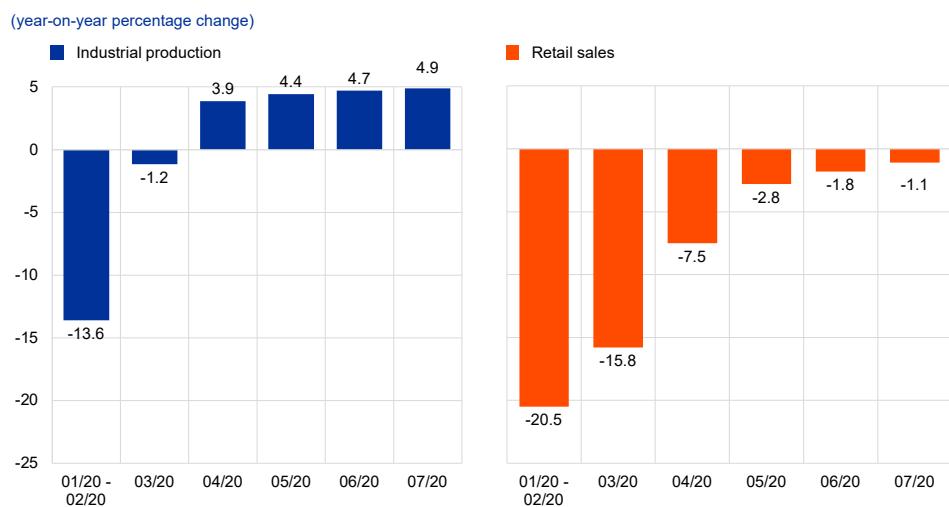


Sources: Caixin and IHS Markit.

Note: "Manufacturing" refers to the Caixin China General Manufacturing Output PMI and "Services" to the Caixin China General Services Business Activity PMI.

The differential speed of recovery is also apparent in production and sales data. After a weak first quarter, industrial production growth in year-on-year terms returned to positive rates in April and rose further in May. Retail sales, on the other hand, continued to contract in year-on-year terms in the first two months of the second quarter; sales growth improved markedly after the trough in January and February but has not yet returned to positive rates (see Chart 11). The slower rate of recovery in services is due to several factors. Ongoing mandatory social distancing measures are limiting the capacity of businesses in a number of sectors, including catering, entertainment, tourism and cultural services. Uncertainty regarding the renewed rise in COVID-19 cases, particularly in the absence of a medical solution, is further weighing on the demand for services where social distancing remains challenging, such as transportation. Finally, increased unemployment and economic uncertainty are lowering domestic demand for non-essential purchases, which disproportionately affects the services sector. The slow recovery in services is significant for the Chinese economy, as the services sector now contributes more than 50% of China's real GDP growth.

Chart 11
Industrial production and retail sales

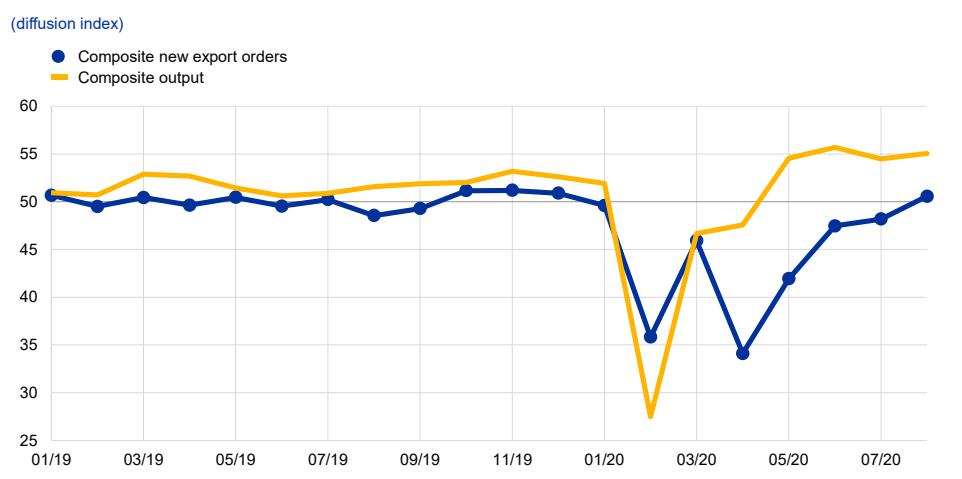


Sources: National Bureau of Statistics of China via Haver Analytics and ECB staff calculations.

Notes: "Retail sales" data are not seasonally adjusted. January and February data are not individually available, so the sum of data for these months is compared with the sum of the previous year's data for January and February.

At the same time, weak foreign demand is impeding China's recovery. Since China was the first country to experience the COVID-19 outbreak, its recovery has coincided with the implementation of strict containment measures among its trading partners as the COVID-19 pandemic took hold across the globe. The lockdown measures in Europe, the United States and the rest of Asia gave rise to a strong decline in demand for China's exports, as can be seen in the Caixin China Composite New Export Orders PMI. In February, a supply shock reduced exports as producers and shipping ports operated at a fraction of their capacity. Following a nascent recovery in March, new export orders declined significantly again in April as external demand plummeted during lockdowns of trading partners. Data for May to August show that foreign demand for China's goods is once again recovering, but also that the spread of the COVID-19 pandemic has led to a decoupling of broader economic growth, as reflected in the Caixin China Composite Output PMI, from its new export orders component (see Chart 12). With export orders passing the neutral threshold of 50 only in August, China's recovery thus far has been driven primarily by domestic factors.

Chart 12
PMI: composite output and new export orders



Sources: Caixin and IHS Markit.

Note: "Composite output" shows the Caixin China Composite Output PMI; "Composite new export orders" shows the Caixin China Composite New Export Orders PMI. The latest observation is for August 2020.

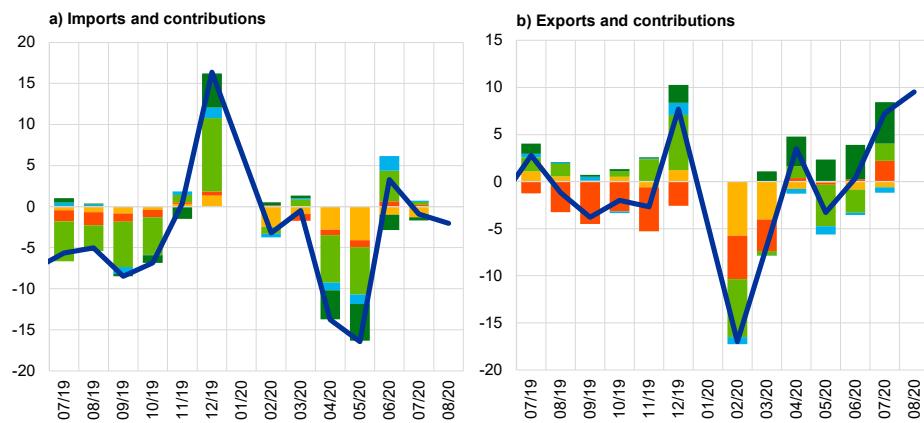
Looking ahead, global developments outside China will also be important for the economy's near-term outlook. As China emerged from the lockdown, lifting restrictions on businesses and citizens, important trading partners, such as Europe and the United States, enforced containment measures. This has affected China's foreign demand at a time when its domestic recovery also remains relatively fragile. Trade collapsed in the first few months of the year and the sharp decline in exports implied a negative contribution of net trade to growth (see Chart 13). In April, growth in goods exports returned to positive territory, only to contract again the following month as China's main trading partners implemented containment measures. However, since June year-on-year growth in exports has been increasing. Imports have remained very subdued owing to weaker domestic demand and lower oil prices. In addition, the dynamics of exports and imports are intertwined – a considerable share of China's imports ultimately feeds into its exports given its prominent position in global value chains. Recent debates in a number of countries about access to medical equipment and medications may also have longer-term implications for global supply chains. For a number of sectors, such as those considered critical to health or national security, countries may choose to repatriate certain production stages to assume greater domestic control over their production, effectively delinking supply chains. This could weigh on the economic growth of countries that are strongly interlinked with the relevant global value chains.

Chart 13

Imports and exports by trading partner

(year-on-year percentage changes)

- Total imports/exports
- Euro area
- United States
- Asia
- Latin America
- Other



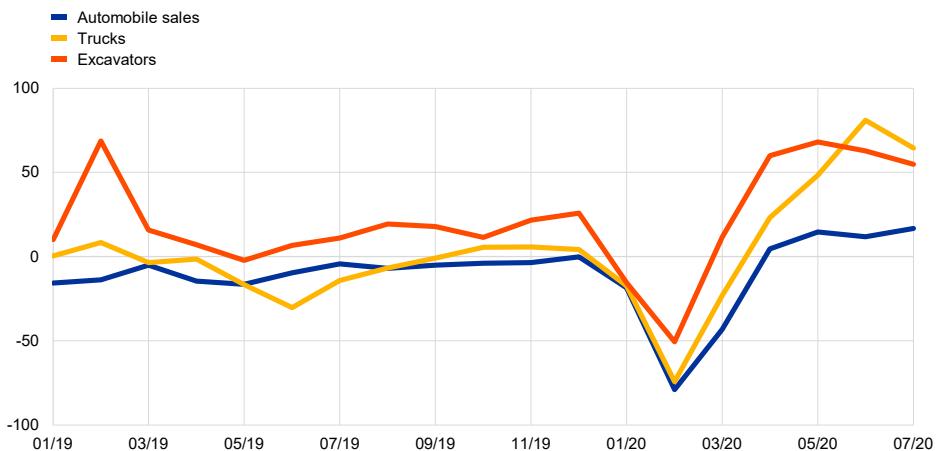
Sources: China's General Administration of Customs, CEIC Data and ECB staff calculations.

Note: Figures for January and February 2020 are aggregated, as monthly contributions are not available.

Meanwhile, some domestic demand components are showing signs of strengthening. For instance, automobile sales turned positive in April for the first time since mid-2018 (see Chart 14). This reflects in part pent-up domestic demand, following a period of very low car sales. It also potentially reflects a shift away from public transport. Moreover, increasing infrastructure spending has led to particularly strong growth in sales of commercial vehicles such as trucks and construction vehicles. Real estate sales have also recovered to reach their 2019 levels, which points to a broader recovery in domestic demand. Revenue from restaurants, on the other hand, was still down in mid-June, at around 34% of the previous year's level.

Chart 14
Vehicle sales in China

(year-on-year percentage changes)



Sources: China Association of Automobile Manufacturers and ECB staff calculations.

Note: The latest observation is for August 2020.

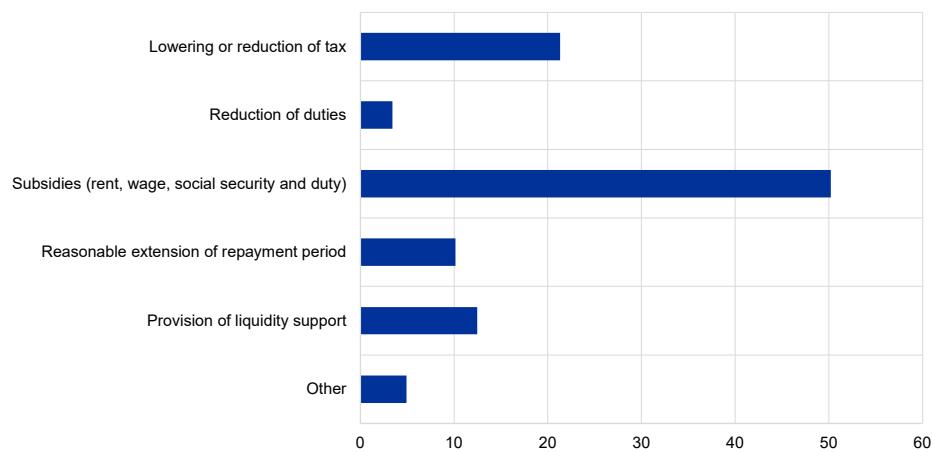
The Chinese authorities have been implementing substantial fiscal and monetary stimuli to cushion the economic shock. With regard to fiscal policy, they are aiming to stabilise employment and economic growth by expanding unemployment insurance, investment and tax relief. Discretionary fiscal measures amounting to around 4% of GDP have been announced, but the total fiscal package is expected to be bigger (see Chart 15). In particular, small and medium-sized enterprises (SMEs) seem to expect substantial additional government support, including tax relief and subsidies, according to a survey conducted by Tsinghua University and Peking University.⁶⁶ The authorities are planning to bring forward infrastructure spending, reduce the tax burden on exporting industries and subsidise durable goods purchases.

⁶⁶ See Huang, Y. et al., “Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons”, VoxEU, March 2020, based on Zhu, W. et al., “COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences”, CEIBS Business Review, 2020.

Chart 15

Expectations of government support in the light of COVID-19 shocks

(percentages)



Source: Huang, Y. et al., "Saving China from the coronavirus and economic meltdown: Experiences and lessons", VoxEU, March 2020, based on Zhu, W. et al., "COVID-19 and Impacts on SMEs: Survey Evidences", CEIBS Business Review, 2020.

Note: The x-axis shows the percentage of respondents expecting the given support measures to materialise.

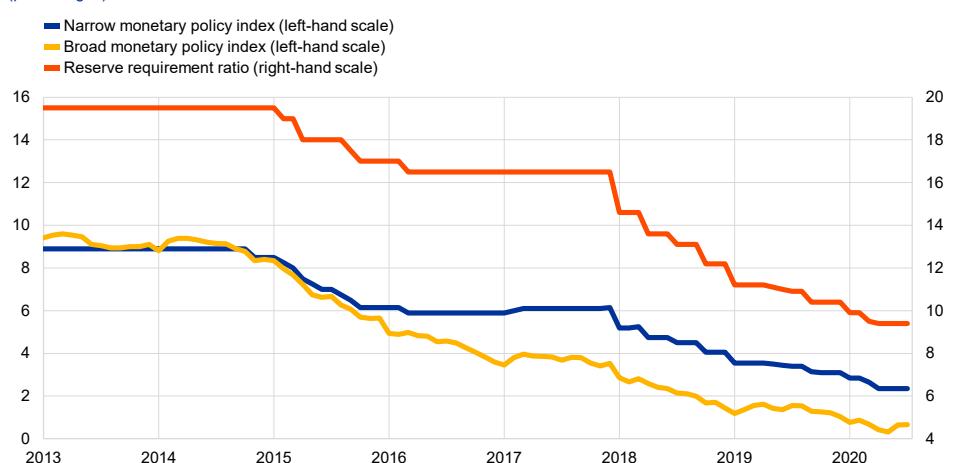
Monetary policy measures are complementing fiscal policy by ensuring sufficient liquidity in the banking system.

The People's Bank of China has cut key policy rates and reserve requirements. Monetary policy has been further loosened since the beginning of 2020 in order to support economic activity, according to summary measures of monetary policy conditions (see Chart 16). Furthermore, the People's Bank of China has directed banks to accommodate delayed loan repayments by businesses, and the banking regulators have provided regulatory relief to banks. These policies have prevented larger increases in bankruptcies and unemployment.

Chart 16

Monetary policy index and reserve requirement ratio

(percentages)



Sources: Lodge, D. and Soudan, M., "Credit, financial conditions and the business cycle in China", Working Paper Series, No 2244, ECB, Frankfurt am Main and ECB staff calculations.

Note: The monetary policy index is an ECB summary measure of different monetary policy instruments of the People's Bank of China, including interest rates and quantity-based instruments, adjusting for their relative importance over time.

4 Outlook and risks to the recovery

China's economic outlook remains highly uncertain despite the gradual recovery.

In the near term, China's prospects will depend on the resilience of domestic demand in the presence of increased uncertainty and on developments in the external environment. In addition, the outlook is partially shaped by the extent to which the impact of COVID-19 leads to entrenched changes in the structural and behavioural patterns of the economy. At the last National People's Congress in May 2020, the authorities did not announce an official growth target for the year for the first time in 20 years. This underscores the current uncertainty surrounding China's economic performance, while also pointing to the difficulties of achieving a rate of growth even close to that expected before the current crisis. Furthermore, pandemics can have long-lasting effects through increased precautionary saving and fewer investment opportunities. These potential effects pose additional risks to China's medium-term outlook and reduce the possibility of a quick convergence towards the income levels expected prior to the initial COVID-19 outbreak.

In the absence of a medical solution to COVID-19, social distancing measures will continue to compress economic growth.

Until a medical solution has been developed and is widely available, social distancing measures are likely to remain in place. Distancing measures, while essential to control the pandemic, will continue to affect the economy in a number of ways. In some industries, distancing requirements directly reduce capacity, for instance in restaurants and other venues which host large numbers of customers. More broadly, health risks discourage demand for services which are associated with denser customer and staff attendance. Furthermore, some industries may experience permanent demand losses. For instance, increased experience with remote working arrangements may permanently reduce the demand for business travel and associated services. It will require time for workers in these sectors who have been made redundant to be relocated to other sectors of the economy. In turn, the loss of jobs reduces disposable income and can further weigh on consumption.

China's recovery is subject to a number of risks and could be jeopardised if the country experiences a second wave of infections later this year.

As there is still high uncertainty regarding the availability of a medical solution to COVID-19, it cannot be excluded that – as containment measures are relaxed and social distancing is reduced – a second wave of infections might force the government to reimpose restrictions. Protracted subdued external demand as a result of the pandemic's development in the rest of the world might also weigh on China's recovery. For example, longer-lasting effects on China's trading partners, delays in containing the pandemic across the globe or the emergence of second waves could all affect China's export sector. Further risks to the recovery stem from a potential reescalation of the trade dispute between China and the United States. Although these trade tensions have been attenuated by the "Phase one" trade deal agreed earlier this year, the pandemic and its economic implications have increased the risk that agreed targets will not be met. A further escalation of trade tensions between the two economies and the resultant negative spillovers could further impinge on China's recovery. Ongoing high levels of leverage and other financial imbalances continue to indicate risks to

financial stability. While the Chinese authorities have successfully clamped down on credit growth in recent years, the stock of debt is still relatively high, both at the household and at the corporate level. In addition, although macroprudential policies have curbed the growth of the shadow banking sector, its level remains elevated. In particular, the short-term funding structure in large parts of the shadow banking system could be susceptible to sudden changes in investors' risk appetite, and thus subject to liquidity and rollover risks.

5 Conclusion

This article reviews both traditional data and non-conventional high-frequency indicators to assess the pace of the economic recovery in China. Following a downturn that materialised with unprecedented speed in early 2020, the economy rebounded to activity levels close to those seen prior to the COVID-19 outbreak in a matter of three months. This relatively swift pace of recovery is due to the supply shock nature of the downturn, which meant that production capacity was able to resume in a relatively short period of time. However, the contraction of demand will take longer to fully normalise as the ongoing need for social distancing weighs on activities that involve denser congregations of people.

The outlook for China's economy hinges on several uncertain factors. The first and most significant factor is the time required to develop and implement a medical solution to the pandemic. The second is the potential for flare-ups and second waves of COVID-19 prior to the availability of a medical solution. The third factor is the pace of the recovery of China's trading partners. Finally, a number of structural and geopolitical factors also affect the future growth path of China, including the extent of a potential decoupling from global value chains, as well as future trade relations with major trading partners, particularly the United States. While a normalisation of economic activity in the course of 2021 appears the most likely scenario, the above factors could lead to considerable deviations from this baseline. In view of China's increasing role in determining global growth, the uncertain factors surrounding China's recovery are of utmost importance for the world's economic outlook.

2

The viral effects of foreign trade and supply networks in the euro area

Prepared by Virginia Di Nino and Bruno Veltri

Adverse shocks induced by containment measures introduced in response to the coronavirus (COVID-19) are not limited to the originating country; while not the sole propagation mechanism, foreign trade transmits these shocks across economies. In the euro area, the deep integration of firms within regional supply chains – as well as strong demand ties – acts as a magnifying mechanism. This article quantifies the propagation and impact of adverse shocks originating in the euro area on euro area GDP, foreign trade and trade balances. It concludes that the transmission to the rest of the euro area of a shock originating in one of the five largest Member States ranges between 15% and 28% of the original shock's size. The negative spillover effects are most severe for open countries and those most intertwined in regional production networks.

1 Introduction

In their attempts to limit the spread of the COVID-19 pandemic, all euro area governments introduced lockdowns and containment measures, spurring a blend of supply and demand shocks which adversely affected their economies in addition to the economic consequences of the disease itself. As the pandemic unfolded across the globe, many other countries adopted similar measures, thus putting the euro area under further strain, as commercial and business activities were closed, movement permitted only for necessities, and travel limited to essential business or where *force majeure* made it necessary. The severe repercussions at national level on the spending capability, consumption and investment preferences of economic agents have spread across the globe, with their intensity depending on the degree of economic and industrial interconnectedness.

This article employs multi-regional input-output tables to evaluate the transmission via foreign trade of adverse shocks generated by lockdowns and containment measures across the euro area.⁶⁷ This methodology offers several benefits. Opting for a full representation of country-sector production and demand linkages allows us to evaluate the spillover and the spillback effects of any idiosyncratic shock on output, value added, and domestic and foreign trade of any

⁶⁷ The literature on the macroeconomic effects of COVID-19 has been rapidly expanding, touching also upon the effects of lockdowns and containment measures on GDP and trade of partner economies. See Barrot, J.-N., Grassi, B. and Sauvagnat, J., “[Sectoral Effects of Social Distancing](#)”, HEC Paris Research Paper No FIN-2020-1371, 2 April 2020, Navaretti, G.B., Calzolari, G., Dossena, A., Lanza, A. and Pozzolo, A.F., “In and out of lockdowns: Identifying the centrality of economic activities”, Covid Economics, Vetted and Real-Time Papers, No 17, Centre for Economic Policy Research, 13 May 2020, Bonadio, B., Huo, Z., Levchenko, A.A. and Pandalai-Nayar, N., “[Global Supply Chains in the Pandemic](#)”, Working Paper, No 27224, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, May 2020, Bodenstein, M., Corsetti, G. and Guerrieri, L., “[Social Distancing and Supply Disruptions in a Pandemic](#)”, *Finance and Economics Discussion Series 2020-031*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 16 April 2020, and Baqaee, D. and Farhi, E., “[Nonlinear Production Networks with an Application to the Covid-19 Crisis](#)”, Working Paper, No 27281, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, May 2020.

other country and sector within a single overarching framework. The methodology enables us to obtain a breakdown of the full shock-transmission mechanism into direct effects on trading partners and spillover effects on third countries via trading partners and on industries. The latter are only indirectly affected as a result of effects on the inputs of the sector directly affected by suppression measures. Our methodology accommodates the analysis of a variety of shocks, in particular, single country, multi-country, sector specific and foreign trade specific shocks. The abovementioned properties are particularly relevant given the strong interdependence of euro area economies and this article's focus on shocks originating in the euro area. In this context, analyses based on methodologies that fail to consider euro area interconnectedness are likely to underestimate the effective impact of the COVID-19 shock.

The remainder of this article is structured as follows. The methodological framework, scenarios and related assumptions are described in Section 2. Section 3 describes the channels of transmission and Section 4 discusses the effects on the euro area economy of lockdowns and containment measures implemented in its five largest economies. It also delves into the mitigation effects expected to result from the policies designed by governments to support citizens' income and business activity in times of pandemic. Section 5 concludes by reviewing the main takeaways from our analysis and discusses the potential structural economic changes triggered by COVID-19.

2 Data and methodology

The article takes data from the Multi-Regional Input-Output (MRIO) database of the Asian Development Bank (ADB) that reconstructs national and international flows between country-sector pairs and sectoral final demand. The database encompasses all euro area economies and a broad set of other countries. Compared with alternative sources, it also provides more recent information up to 2018 (see Box 1 for a detailed description of the database and our methodology).⁶⁸

The analysis uses a static representation of the economic linkages across sectors and countries to evaluate the economic effects on individual industries of virus-suppression policies. Different sectors are affected to varying degrees by supply disruptions and lockdown measures. The entire manufacturing industry, except for food, beverages, tobacco and pharmaceuticals, has been significantly affected by COVID-19 containment measures. Repercussions on agriculture and aquaculture have been less severe, as is the case for certain services that can be provided remotely, such as telecommunications (which may even have received a boost as a

⁶⁸ The conclusions of our empirical assessments have been cross-checked using the world input-output tables (WIOT) in the World Input-Output Database (WIOD), an alternative source of inter-country sector linkages that includes 45 countries and spans 56 sectors, but contains outdated information (the latest data are from 2014). The WIOD is a project covering the years 2000-2014 financed by the European Commission and developed by a consortium of universities and research institutes. The MRIO database expands on the WIOD along two main dimensions – it extends the tables to include more recent data (the latest are from 2018) and several additional Asian economies. However, it features a more limited number of sectors (35 versus 56 in the WIOD) as service activities are less finely defined. The MRIO database has been extensively used in the literature.

result of the changing behaviour of economic agents during the pandemic). We account for this through the careful differentiation of production shocks in Section 4. Conversely, other areas, namely transport, tourism and accommodation, are assumed to have experienced the severest adverse hits.

Box 1

A working tool: the inter-country input-output tables

This box describes the structure of the inter-country input-output tables (ICIOTs) and how different types of shocks can be applied to them. An ICIOT (see Table A) is structured around two main matrices: the international market for intermediates, Z , and the international market for final goods, Y . The rows of Z are producing country-sectors and the columns are consuming country-sectors. The columns of Y are pairs of countries and final demand sectors (such as private consumption and investment), only one of which is depicted in the simplified illustration below. Both Y and Z consist of G times G submatrices that contain the bilateral sectoral supply linkages between all country pairs.

Table A

Structure of inter-country input-output table with G countries and N sectors

		Outputs				Final demand				Total output
		1	2	...	G	1	2	...	G	
Inputs	1	Z_{11}	Z_{12}	...	Z_{1G}	Y_{11}	Y_{12}	...	Y_{1G}	X_1
	2	Z_{21}		...	Z_{2G}	Y_{21}		...	Y_{2G}	X_2

	G	Z_{G1}	Z_{G2}	...	Z_{GG}	Y_{G1}	Y_{G2}	...	Y_{GG}	X_G
Value added		VA_1	VA_2	...	VAG					
Total output		$(X_1)'$	$(X_2)'$	...	$(X_G)'$					

Note: Z_{ij} is the $N \times N$ matrix of intermediate inputs produced in country $i \in \{1, \dots, G\}$ and consumed in country $j \in \{1, \dots, G\}$, VA_i is the $1 \times N$ vector of value generated in country $i \in \{1, \dots, G\}$, X_i is the $N \times 1$ vector of gross output produced in country $i \in \{1, \dots, G\}$ and Y_{ij} is the $N \times 1$ vector of final goods and services completed in country i and absorbed in country $j \in \{1, \dots, G\}$.

A number of aggregate and more granular descriptive statistics can be obtained from the ICIOTs. This is illustrated below by some examples. Let $z_{ijst}, y_{ijs}, x_{is}, va_{is}$ denote the elements of the respective matrices, where $s, t \in \{1, \dots, N\}$ denote the exporting and the importing sector respectively. The sectoral value added for country 1 is then calculated for each sector as total output minus intermediate input,

$$(1) \quad va_{1\sigma} = x_{1\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{i=1}^G \sum_{s=1}^N z_{i1s\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

Sectoral exports of country 1 equal total sectoral output minus sectoral output consumed on the domestic intermediate and final market,

$$(2) \quad exp_{1\sigma} = \sum_{j=1}^G \sum_{t=1}^N z_{1jt\sigma} + \sum_{j=1}^G y_{1j\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\},$$

while sectoral imports equal total intermediate inputs plus final demand produced by the sector minus intermediate and final consumption originating from domestic sectoral production,

$$(3) \quad imp_{1\sigma} = \sum_{i=1}^G \sum_{t=1}^N z_{i1\sigma t} + \sum_{i=1}^G y_{i1\sigma} - \sum_{t=1}^N z_{11\sigma t} - y_{11\sigma} \quad \forall \sigma \in \{1, \dots, N\}.$$

The sum across sectors of (1), (2) and (3) yields, respectively, the GDP, total export values and total import values of country 1.

We apply sectoral supply shocks to rows and demand shocks to columns. Shocks are calibrated based on internal and external analyses of the repercussions of countries' containment measures.⁶⁹ In Table A, the matrices affected by a single-country production shock are represented by a red solid line, an intermediate demand shock by a green dashed line and a final demand shock by a blue dotted line. Depending on the scenario, a shock (s) can be single-country or multi-country and model production disruptions or final demand shocks. The ICIOT ($Z^* Y^*$) including the production shock is obtained by multiplying the rows of the affected matrices by the $N \times 1$ shock vector \mathbf{s} ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes s 1'$, where \otimes is the Hadamard product) and the ICIOT including the demand shock by multiplying the columns of the affected matrices by the transposed shock vector ($Z_{ij}^* = Z_{ij} \otimes 1 s'$). The impact of each shock on euro area activity and foreign trade is the difference between the values obtained from the pre-shock ICIOT and the post-shock ICIOT.⁷⁰ In a second stage, indirect shocks are applied to model the supply chain adjustment to the shock in the first stage. Their calibration is a function of the initial shock, the WIOT structure and the assumption on the elasticity of output with respect to intermediates, which is discussed below. The economic mechanism is explained in Section 3.

There is, however, a caveat to this approach, which concerns the treatment of shock vector intersections. Take, for instance, a single-country shock to economy c affecting all sectors differently. The linkage $Z_{cc}(1,2)$, i.e. the intermediate inputs of country c sector 1 to country c sector 2, could be reduced either by the production shock in sector 1 or by the intermediate demand shock of sector 2. In these situations, we assume that equilibrium is determined by supply, which means that the production shocks are the initial triggers and do not account for further fallout on the activity of sector 1 due to lower intermediate demand from sector 2.⁷¹

An important simplifying assumption made in our approach is that a production shock in one country-sector pair triggers an equivalent intermediate demand shock and vice versa. Our strict proportionality assumption is akin to assuming that the base reproduction number (r_0) is equal to unity and constant over time, hence each additional shock will always have a similar effect on the economy.⁷² This is nevertheless a simplification since, in this rapidly changing reality, the dynamics of propagation of a shock through foreign trade are similar to those of the spread of a virus and the contagion rate in the economic "epidemic" process rises rapidly in the early stages when few sectors and economies are infected. In the very short run, key components and crucial services that suddenly cannot be delivered anymore can paralyse entire production chains, but contagion progressively flattens and abates as more and more economies are hit.

⁶⁹ These assessments consider the effects of fiscal and monetary measures on sectors' activity and countries' GDP. Therefore, while we do not explicitly evaluate the effects of policy measures, we indirectly take their effects into account in the shock calibration.

⁷⁰ Pre- and post-shock values of economic statistics were obtained through ICIO, a built-in tool in Stata; see Belotti, F., Borin, A. and Mancini, M., "[Icio: Economic Analysis with Inter-Country Input-Output Tables in Stata](#)", Policy Research Working Paper No 9156, World Bank, Washington DC, February 2020.

⁷¹ As a result, the production shock is not exactly equal to the value-added shock; according to our computations, such discrepancies are of a two-decimal order of magnitude. Moreover, this concerns sector spillover effects in the domestic market whereas the article focuses on the international transmission of idiosyncratic shocks, which is not affected.

⁷² In the extreme scenario, when no substitution across inputs, sources or final destinations is possible in the production process, the entire supply network is already disrupted by the first shock; in a situation of this kind, r_0 goes to infinite but then falls rapidly to zero for any subsequent shock.

In our framework, as long as the relative magnitude of sectoral innovations is preserved, the final effects of a given shock are proportional to the original shock. Because of the linearity of our model, shock effects on macroeconomic variables can be scaled up or down if the sectoral distribution (in a single-country shock) or inter-country relative distribution (in a multi-country shock) remains the same. In this way, our assessments can be adapted to analyse the effects of milder or more severe trajectories that the pandemic might take. Sectoral shocks are reported as percentages of the largest shock. Thus, the industry experiencing the sharpest contraction in production takes the value of 100 and shocks in other sectors are indexed to it. We calibrate the shocks based on sectoral information available on the effects of suppression measures and on analyses from internal experts as well as external sources. For example, the shock to weighted aggregate activity in each country is set equal to the GDP contraction projected in the June 2020 Broad Macroeconomic Projection Exercise (BMPE).

The analyses rest on some key assumptions and have certain limitations, such as:

- they strip out the price effects of implemented policies;
- they provide no information on the implications of and interaction with significant monetary policy measures, although the effects of implemented fiscal and monetary policies indirectly influence the exercises to the extent that they modify the forecasts of aggregate output developments in 2020;
- moreover, since they are static, the assessments ignore potential permanent changes in the structure of economies that may ensue from reshoring or the diversification of essential production processes and changes in lifestyle, time allocation across activities, consumption preferences and daily needs.

Possible trade diversion effects are ignored as their appearance may be delayed and our analysis focuses on 2020. The assumption of non-substitutability of supply and demand (lower exports by a country will not be replaced by other countries' exports) across origins and destinations is strong,⁷³ drawing on the idea that, as with viruses, immunisation from shocks disrupting global value chains (GVCs) requires time. It may entail, for instance, starting new lines of production or diverting demand to other suppliers, which may prove to be imperfect substitutes as a result of limited supply capacity or other factors.

3 Transmission channels

There are several contributions in the literature on GVCs showing that production networks propagate idiosyncratic shocks and can be a source of

⁷³ This is a reasonable assumption in the short to medium run for some highly specialised services and manufacturing, where alternative suppliers for specific parts and components are difficult to find, especially during global shocks.

aggregate fluctuations.⁷⁴ In this section, we discuss the various channels that are at play when this occurs and how shocks originate in country-sectors and spill over to the rest of the world, amplified by foreign trade.

Domestic production shocks applied to the ICIOT are transmitted to upstream and downstream trading partners and further up and down the chain to partners of trading partners via export and import channels. Intuitively, by halting domestic production, lockdown measures are conducive to shortages of intermediate goods produced domestically that enter foreign production processes via trading partners (known as the export channel). These shortages generate negative supply shocks for companies located downstream in the chain. At the same time, they reduce the demand for foreign intermediates entering domestic production processes (known as the import channel). The closure of businesses also results in a negative demand shock for companies located upstream in the production process relative to the original locked-down businesses. To the extent that intermediates cannot be substituted, the entire foreign production line is hampered and, consequently, purchases of intermediates from any other country are reduced proportionately. The operation of the export channel propagates initial supply shocks further down the chain. Likewise, lower import demand for foreign intermediates has a negative effect not only on their production in partner economies, but also in other countries that supply inputs for the same processes. The import channel hence has an indirect impact on all companies upstream. Besides intermediate-production linkages, lockdown measures also reduce exports of final products, hence constraining consumption possibilities and potentially generating unintended and temporary extra savings.

Final demand shocks in the ICIOT are only transmitted up the value chain and therefore have a more limited direct impact on foreign countries. Negative demand shocks have a direct negative impact on imports, leading to a reduction in the production in other countries, unless firms replace them with exports to other destinations; this in turn leads to a decrease in their demand for intermediates. This process could be reiterated several times up the value chain. We, however, only model the first two steps, the reduction in imports and foreign production and the foreign intermediates demand shock. This is to account for the time lag that production adjustment needs, but also because the magnitude of indirect effects shrinks with each iteration.

To illustrate the transmission mechanism, let us consider shop closures and, more specifically, look at the case of a bar forced to lock down. Intuitively, if hypothetically the output of food and entertainment services goes down by 10% and these services account for 10% of GDP; such measures will have a direct negative effect on GDP of 1%. However, the bar will reduce its purchases of beer, which will have an impact on the revenues of beer producers which is equal to their share of the

⁷⁴ See Acemoglu, D., Akcigit, U. and Kerr, W., “*Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration*”, NBER Macroeconomics Annual 2015, Vol. 30, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, June 2016, pp. 273-335, Acemoglu, D., Carvalho, V.M., Ozdaglar, A. and Tahbaz-Salehi, A., “The Network Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 80, No 5, September 2012, pp. 1977-2016 and Gabaix, X., “The Granular Origins of Aggregate Fluctuations”, *Econometrica*, Vol. 79, No 3, May 2011, pp. 733-772.

total costs of bars. If we assume this to be 20%, then an additional contraction of 0.2% in GDP will ensue. Looking further upstream in the beer production process, when beer sales wane, producers order and purchase fewer hops by an amount proportional to the share of hops in total costs. If this ingredient accounts for 25% of beer production costs, a further 0.05% is shaved off the GDP. The overall effect on the country GDP will be equal to -1.25% if the production chain is entirely domestic, while the negative impact is shared internationally if foreign companies are part of the supply chain. Our analysis of spillover effects stops at hops although it encompasses all the economic ties that the bar and the beer producers maintain with other sectors and economies.

4 Euro area-wide repercussions of containment measures in the five largest economies

COVID-19 migrated from China across the euro area before spreading to the rest of the western hemisphere, hence containment measures outside of China were first enforced in Europe.⁷⁵ Using the transmission channels explained above, we assess spillovers from the lockdowns, temporary closures, restrictions on movement and other containment measures adopted by the five largest euro area economies (Germany, France, Italy, Spain and the Netherlands) since early March 2020.

The sectoral distribution of production shocks reflects the expected differential impact of containment measures across industries. The distribution by major NACE⁷⁶ category is presented in Table 1. As expected, trade, transport, accommodation and food services are among the hardest hit in all countries, while for other sectors, particularly manufacturing, there are significant differences. The initial aggregate GDP shocks to the five largest euro area economies in 2020 correspond to the projections for euro area economies in the June 2020 BMPE.⁷⁷ However, as mentioned above, the overall magnitude of the shock does not matter for the computation of shock transmission in this framework, since the results can be scaled up.

⁷⁵ COVID-19 initially concerned China before migrating to Europe and spreading globally to become a true pandemic. This article studies its effects in the euro area, i.e. focusing on the period in which contagion spread mainly across Europe. However, since suppression measures were adopted around the globe, additional analyses have been conducted to quantify their impact on the euro area economy. We find that the euro area would experience a 2% GDP contraction % when the GDP weighted aggregate demand in the rest of the world falls by 9.7%. The direct effects on euro area economies are a result of lower exports of final products to the rest of the world. Output in the euro area adjusts to lower exports and the demand for intermediates by euro area producers, both from within and outside the region, also contracts. Therefore, the proper supply chain transmission mechanism is triggered in a second stage and contributes about a quarter to the propagation of the foreign demand shock within the euro area (0.5 percentage points).

⁷⁶ The “Statistical classification of economic activities in the European Community” (derived from the French *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne*).

⁷⁷ See the box entitled “Alternative scenarios for the impact of the COVID-19 pandemic on economic activity in the euro area”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2020.

Table 1

Shock calibration: indices of sectoral output shocks due to containment measures by main sector of activity

Sector	Germany	France	Italy	Spain	The Netherlands
Agriculture	25.0	6.2	25.0	15.0	25.0
Industry (excluding manufacturing and construction)	75.0	9.9	75.0	15.0	75.0
Manufacturing	75.0	35.8	75.0	31.3	75.0
Construction	75.0	100.0	75.0	73.1	75.0
Retail trade, transport, accommodation and food service activities	100.0	64.2	100.0	98.5	100.0
Private services	47.5	22.1	25.0	41.5	51.6
Public administration	25.0	18.5	25.0	-3.0	25.0
Arts, entertainment, recreation and other activities	75.0	70.4	75.0	100.0	75.0

Source: ECB staff calculations.

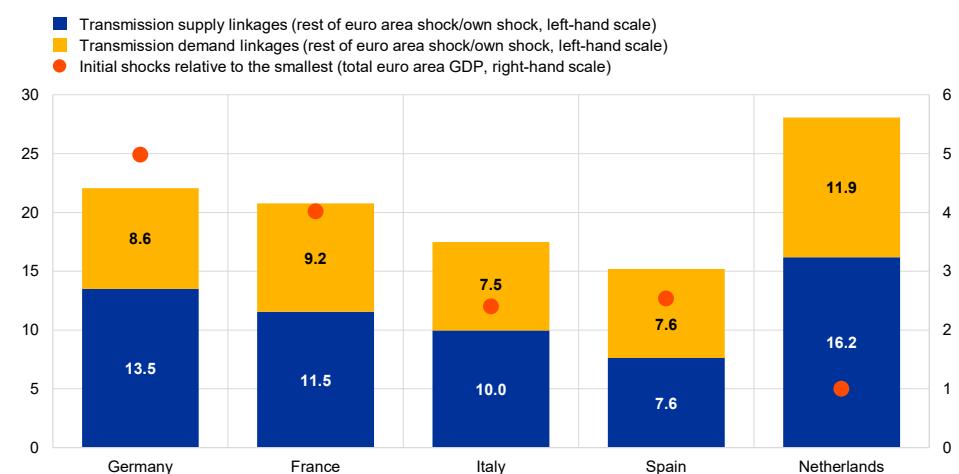
Note: The shock in the most severely hit sector resulting from containment measures is indexed to 100, shocks in the other sectors are a percentage of this. Private services include several activities: information and communication, financial and insurance activities, real estate activities and professional, scientific, administrative and technical activities

There is very substantial transmission of domestic shocks in the five largest euro area economies to aggregate activity in the rest of the area. Aggregate results are reported in Chart 1. Based on the current structure of euro area countries and their interdependencies, our assumptions and the sectoral calibration above, the impact of a shock similar to the COVID-19 suppression measures applied to the five largest euro area economies would be amplified by 15-28%. This happens in two steps. First, in this scenario, a GDP loss of €100 in Germany causes a loss of €13.50 in the rest of the euro area through supply linkages (see blue bars in Chart 1). Lost output results in a reduction in income if the original shock is not countered through policy measures. The income shock then triggers an identical demand shock that is distributed homogeneously across expenditure components, domestic and foreign production, leading to a contraction in euro area GDP of a further €8.60 (see yellow bars in Chart 1). The main finding of this exercise is that the degree of interconnectedness influences the amplification of the initial shocks.

Chart 1

Transmission of single-country shocks to the five largest euro area economies through supply and demand linkages

(left-hand scale: percentage; right-hand scale: multiples)



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations

Notes: Shocks are indexed to the smallest shock in terms of euro area GDP (the Netherlands), which is set to 1; the other aggregate shocks are multiples of it. For instance, the initial shock to Germany takes on the value of five because it has five times more weighting in euro area GDP.

Euro area foreign trade contracts by more than aggregate activity and lockdown measures lead to GVC retrenchments. The box entitled “The fall in manufacturing and services activity in the euro area: foreign versus domestic shocks” in the April edition of the Economic Bulletin discusses the euro area regional production network, focusing on how it has changed since the global financial crisis (GFC).

COVID-19-induced shocks have caused a deterioration in the net trade positions of euro area Member States. Net trade has contracted in all of the five largest euro area economies, substantially contributing to the transmission of the initial domestic shock to GDP. We find that the deterioration is greatest for the most open countries, those running large trade surpluses and for economies (the Netherlands and Germany) that are most intertwined with those experiencing the shocks. Based on monthly trade data for April and May, partial indications on changes to the euro area trade balance in the second quarter of 2020 support our conclusion of a deterioration in the euro area’s external position.

Table 2
Most affected countries and sectors in the euro area

Shocked country	Production shock: most affected countries and effects relative to average effect in the rest of the euro area	Final demand shock: most affected countries and effects relative to average effect in the rest of the euro area	Production shock: most affected sectors and effects relative to average euro area effect	Final demand shock: most affected sectors and effects relative to average euro area effect
Germany	NL (5.5), LU (4.1), BE (3.3)	LU (4.7), NL (3.6), SK (3.2)	Coke, Petroleum, Fuel (2.8), Transport equipment manufacturing (2.4), Electrical and optical equipment (2.2)	Coke, Petroleum, Fuel (2.4), Wood products (1.0), Non-metallic minerals (1.0)
France	BE (3.4), LU (3.3), NL (1.9)	LU (2.9), BE (2.8), NL (1.7)	Construction (3.5), Air transport (2.8), Retail trade (2.0)	Coke, Petroleum, Fuel (1.5), Construction (1.1), Food & Bev, Tobacco (1.1)
Italy	SI (5.0), LU (4.0), MT (3.9)	LU (4.8), MT (3.7), SI (3.0)	Leather & Footwear (4.3), Textiles (3.7), Activities of households as employers (3.4)	Activities of households as employers (2.7), Coke, Petroleum, Fuel (1.8), Mining & Quarrying (1.3)
Spain	PT (4.9), FR (1.8), NL (1.1)	PT (3.4), LU (1.6), IE (1.3)	Hotels and restaurants (5.2), Activities of households as employers (4.0), Air transport (3.1)	Coke, Petroleum, Fuel (2.4), Activities of households as employers (2.0), Hotels and restaurants (1.9)
Netherlands	BE (7.3), IE (6.7), LU (6.5)	BE (3.9), LU (3.5), IE (2.5)	Mining & Quarrying (4.6), Coke, Petroleum, Fuel (3.7), Wholesale trade (2.8)	Health and social work (1.0), Coke, Petroleum, Fuel (1.0), Financial intermediation (0.8)

Source: ECB staff calculations.

Note: The numbers in brackets denote multiples of average effect, i.e. how much bigger the effect on the respective country or sector is compared to the average effect on the euro area excluding the shocked country (countries) or compared to the average effect on the euro area (sectors).

Box 2

The euro area regional production network

The euro area is a unique example of a regional production network. GVC linkages in the region reflect an intricate supply web with more than one hub, comprising production, shipping and financial centres. Intermediates travelling across several borders in such networks form the majority of euro area trade, while disruptions are transmitted across the region either because inputs from another euro area country become unavailable (forward linkages) or because as firms in the rest of the euro area reduce their output, foreign demand for domestic intermediates wanes (backward linkages). In this context, demand and supply shocks blend and reinforce each other as they propagate among member states.

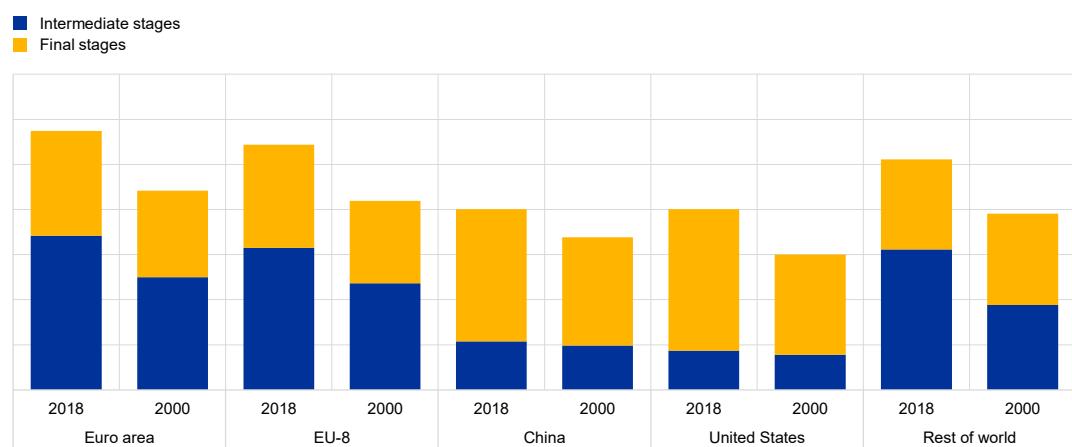
This box describes the euro area production network and discusses how it has changed, focusing in particular on the period after the GFC. Intra-euro area GVC trade is compared with trade with other main trading partners/regions (the eight non-euro area economies in the European Union, China, the United States and the rest of the world). The analysis uses a refined definition of GVC trade that distinguishes between shallow and deep GVC linkages. In particular, GVC trade is defined in the literature as the share of exports and imports that crosses at least two borders (concerning three

economies) before reaching the final destination.⁷⁸ We further separate it into deep and shallow GVC trade. The former is the share of exported and imported intermediates entering intermediate stages of production in the importing-exporting country (blue bars in Chart A) while shallow GVC trade occurs when the goods and services produced in a global network are traded directly with the final absorbing partner (yellow bars in Chart A). This distinction is key when disentangling trade within a production network from GVC trade with other production networks.

Chart A

GVC exports by main euro area trading partner/region

(as a percentage of total bilateral exports)



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations.

Notes: The sum of blue and yellow bars represents GVC exports, i.e. the share of total exports that crosses at least two borders before reaching the final destination. The chart breaks down total GVC trade into shallow GVC linkages, that is the share reaching the final transforming economy (yellow bars), and deep GVC exports, that is intermediates processed and then re-exported for further processing (blue bars).

The European production network remains the engine behind aggregate activity in the euro area. In 2018, three-quarters of the intermediates exported by euro area countries within the European Union were destined for further processing and re-exporting; two-thirds reached another euro area member. The share of GVC trade in intermediates exported at intermediate stages of production (of total intra-euro area trade) is three times as large as that with China (33% versus 11%, see blue bars in Chart A) and four times as great as that with the United States (8%). Indeed, the bulk of GVC trade with other regions occurs at the final stages of production, i.e. it concerns intermediates directly embedded in finished goods (see yellow bars in Chart A).

Supply chains in the euro area continued to develop amid a decline in GVCs' share of total global exports since before the GFC. While the global trade slowdown did not spare euro area trade, the euro area actually strengthened its position as a leader in GVCs relative to other regions after the GFC. More than half of total exports consist of production that is processed across several borders, a share far greater than in China or the United States (both around 30%).

Since the GFC, the euro area has reorganised its internal production network, further deepening its regional core and expanding its influence on the rest of the EU.⁷⁹ Chart B breaks down the change in GVC exports that occurred between 2008 and 2018 within the euro area and with its main foreign trading partners (the United States, China and non-euro area economies in the EU), highlighting

⁷⁸ Borin, A. and Mancini, M., "Measuring What Matters in Global Value Chains and Value-Added Trade", World Bank Policy Research Working Paper No 8804, World Development Report 2020, 4 April 2019.

⁷⁹ The rest of the EU is composed of Bulgaria, Czech Republic, Denmark, Croatia, Hungary, Poland, Romania, and Sweden.

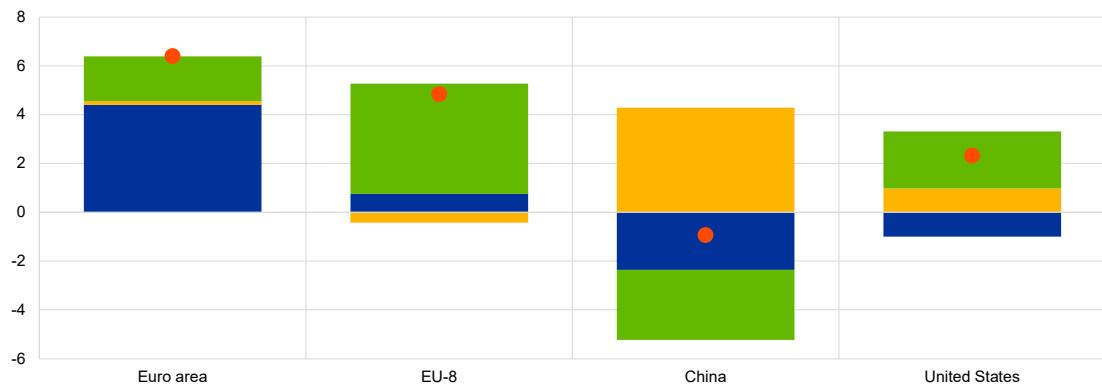
shallow GVC exports (green and yellow bars) and deep GVC exports (blue bars). From a euro area perspective, the global shortening of value chains was counterbalanced by further integration within the regional network in the euro area and with the rest of the EU (6 percentage points and almost 5 percentage points respectively, see red dots in Chart B). Such progress is in contrast to the decline with China and the significant slowdown with the United States. Moreover, the core of euro area supply chains deepened further (blue bars in Chart B) whereas GVC trade with other regions mainly concerned shallow linkages (green or yellow).

Chart B

Change in euro area GVC exports, shallow and deep linkages (2018-2008)

(as a percentage of total bilateral exports)

- Final goods, last production stage
- Intermediate goods, last production stage
- Intermediates, intermediate stages of production
- Total GVC



Source: WIOD, MRIO database of the ADB, ECB staff calculations.

Notes: The chart breaks down the total change in GVC exports (the share of trade that crosses at least two borders before reaching the final destination, red dots) between 2008 and 2018 into three main components: the share that consists of intermediates embedded in finished production (yellow), the share of exports in final goods that were produced in a supply chain (green) and the share of intermediates that are processed by the importer and then re-exported for further processing (blue).

Integration within the euro area is clustered around a few economies (Germany and the Netherlands in particular). Based on the bilateral flows in intermediates crossing at least two borders, the five largest euro area economies are primarily integrated with the Netherlands, which acts as the euro area delivery and arrival point for exports and imports from the rest of the world. Germany is the manufacturing hub but Italy also appears to have a more central position compared with France and Spain. Other members of the European Union share a dense matrix of bilateral GVC trade with the euro area, especially with Germany, Austria and Italy.

Eastern enlargement of the euro area and improvements in stressed countries explain the success of its regional supply chains after the GFC. Our analysis indicates that, despite less favourable global conditions, rising protectionist measures and a globalisation reset in other regions, supply networks in the euro area were boosted by the greater integration of new members (Lithuania, Slovakia and Estonia) with the core.⁸⁰ These countries not only strengthened their position in the regional network as both an origin and destination for parts and components, but some of them attracted a growing share of production from other regions (the United States and China) that they embedded in their

⁸⁰ For Latvia, empirical evidence is less strong; the country's importance as a producer of intermediates has grown but it has not attracted more GVC exports into its borders.

processes.⁸¹ A significant contribution also comes from countries like Spain, Portugal and Greece that improved their participation in regional GVCs relative to their pre-GFC values.⁸²

Since 2008, imports of intermediates from the rest of the world that are further processed in the euro area have expanded substantially as other emerging economies have gained traction in terms of participation in GVCs.⁸³ While too early to draw a conclusion, the role of the heterogeneous group of countries composing the “Rest of the World”, which encompasses commodities exporters as well as Vietnam, Turkey and the Philippines, is growing steadily in terms of GVC participation. A benign interpretation of this evidence from a global perspective is that GVCs may not be falling apart but rather changing to accommodate a diversified set of players, leading to a less concentrated global production network.

5 Conclusion

This article analyses how domestic adverse shocks generated by containment measures are transmitted and magnified within the euro area. International country-sector interconnectedness and openness determine the strength of the propagation of shocks via foreign trade, but our analysis has shown that the amplification effects and the transmission channels vary depending on the type of shock.

Shocks propagate strongly in the euro area because the region is a typical example of a regional production network in which final demand linkages are also very important. Transmission to the rest of the euro area of a shock originating in one of the five largest Member States ranges from 15% to 28% when supply and demand channels are taken into account. A common or coordinated response through targeted fiscal measures can help forestall such amplification effects. In addition, these effects need to be taken into account when assessing the impact on real GDP and inflation and when deciding on the appropriate monetary policy response.

⁸¹ Euro area integration with the United States was broadly stable after the GFC. However, the aggregate data conceals Germany's decline as a destination, which was offset by an increase in the trade of parts and components from the United States to new Member States.

⁸² Euro area GVC integration with other regions remains shallow. 60% of exports to China and the United States consist of domestic production for direct final absorption; this compares with just 40% of domestic production exported by one Member State directly to another euro area absorbing Member State. Similarly, almost 50% of the intermediates exported to Asia and America are directly delivered to the final destination which deals only with the transformation into final goods and absorbs them domestically. When intermediates originating in the euro area are further traded by Asian and American firms, they are mostly re-exported within the region. See also Li, X., Meng, B. and Wang, Z., “Recent patterns of global production and GVC participation”, Global Value Chain Development Report 2019: Technological Innovation, Supply Chain Trade, and Workers in a Globalized World, World Trade Organization, 13 April 2017, pp. 9-43.

⁸³ The expansion of intra-euro area supply chains did not entail a retrenchment of its trade integration with the rest of the world. Although they were initially set back, exports and imports from the rest of the world progressed at a pace comparable to global activity in the aftermath of the GFC. Trade integration with China has taken a new path as demand for euro area production has grown steadily, making China a top destination for European firms' output. Indeed, the domestic production content of euro area exports to China expanded after the GFC; intermediates, parts and components delivered elsewhere, however, experienced a decline. A possible interpretation of this evidence is that euro area companies moved gradually to local production, i.e. trade has been replaced with foreign direct investments. Nonetheless, the Chinese production content of euro area imports did not decline but remained stable.

The complex chain structure of the production model can be improved.

International cooperation could be strengthened with a view to avoiding shortages of essential products, such as medicines or medical appliances, by reducing the excessive concentration of the production of key components in single factories and allowing for greater geographical diversification. While economies of scale will continue to work in favour of the concentration of production, the balance of costs and benefits goes beyond the purely short-term outlook and economic convenience. As highlighted by COVID-19, non-economic considerations regarding critical situations are also factors to be taken into account.

At the same time, production networks can represent a safety net for

participating companies in times of crisis. During a crisis, the weakest links in the network may be rescued, merged or acquired and the financial holdings of large groups can provide liquidity to avoid credit crunches. Financing difficulties can also be eased by temporarily relying on more favourable payment conditions from suppliers in the network. Lastly, in cases of production curtailments, firms inside the network will receive preferential treatment over those outside it and will be the last to experience shortages of intermediate supplies. However, the safety net mainly helps overcome temporary setbacks but will not protect companies under strain in the medium term; it therefore remains the duty of governments to avoid long-term scarring effects from the pandemic.

The analysis presented abstracts from new trends in the way people and

economies will interact in the future. COVID-19 accelerated transformations that were already underway. Remote working, teleconferencing, fewer meetings held in public or at the workplace, a reduction in the use of public transport, more controlled tourism and a reduction in movement and travel – all are likely to remain prominent for a considerable time. At the same time, significant changes are occurring in our lifestyles and how we spend our work and leisure time. This is likely to have lasting implications for how economies and their production systems are structured.

3

Automatic fiscal stabilisers in the euro area and the COVID-19 crisis

Prepared by Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Maximilian Freier, Carolin Nerlich and Kamila Ślawińska

1 Introduction

Authorities in the euro area have taken exceptional policy action to stem the economic fallout from the coronavirus (COVID-19) pandemic. The ECB committed to using the full potential of the monetary policy tools at its disposal within its mandate. At the same time, euro area governments implemented sizeable packages of fiscal measures, consisting, in particular, of discretionary fiscal stimulus measures. As of end-May 2020, the discretionary fiscal measures by themselves amounted to about 3.25% of GDP at the aggregate euro area level.⁸⁴ Furthermore, leaders at the European level have agreed on a major recovery plan embedded in the EU budget. When implemented, the EU budget will temporarily almost double in size to around 2% of GDP.⁸⁵

In addition to these discretionary measures, automatic fiscal stabilisers in the euro area countries play an important role in cushioning the economic shock caused by the pandemic. Automatic fiscal stabilisers refer to elements, built into government revenues and expenditures, that reduce fluctuations in economic activity without the need for discretionary government actions. Together with discretionary fiscal policy measures, these are especially important in a currency union such as Economic and Monetary Union (EMU), where – alongside the common monetary policy – instruments are needed that address idiosyncratic, country-specific shocks. In principle, automatic stabilisers have the advantage of being timely, targeted and temporary in smoothing the economic cycle. Furthermore, these do not suffer some of the same drawbacks as discretionary fiscal measures, such as the need for measurement of the economic cycle or implementation lags.

This article examines automatic fiscal stabilisers in the euro area and their ability to provide economic stabilisation during the COVID-19 crisis.⁸⁶ While the concept is well-established in macroeconomics, the term “automatic fiscal stabilisers” is not used entirely consistently in the literature and may refer to somewhat different concepts, which are presented in Section 2. Estimates made by the European System of Central Banks (ESCB), as presented in Section 3, suggest that automatic fiscal stabilisers are generally sizeable but vary significantly across euro area countries. Box 1 shows that this assessment is also broadly confirmed by other comparable estimates. Even though they are related, the size of automatic fiscal stabilisers should be distinguished from their effectiveness in terms of their impact on reducing

⁸⁴ See the box entitled “The COVID-19 crisis and its implications for fiscal policies”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2020.

⁸⁵ See [Conclusions of the special meeting of the European Council](#), Brussels, 17-21 July 2020.

⁸⁶ This article also draws on the work of national central banks and the European Central Bank (ECB) in the Working Group on Public Finance, a sub-committee of the Monetary Policy Committee.

fluctuations in economic activity. During the COVID-19 crisis a number of factors may have limited the effectiveness of automatic stabilisers in contributing to macroeconomic stabilisation (Section 4). In this respect, Box 2 provides a model-based quantification of the effectiveness of automatic stabilisers at the euro area level under normal conditions and under conditions akin to the lockdown phase of the COVID-19 crisis. Overall, both the depth and the nature of the COVID-19 crisis provide a strong rationale for additional fiscal measures, as decided and implemented at the national and European level. In this context, the article discusses policy proposals to establish quasi-automatic fiscal instruments that could provide additional timely, targeted and temporary macroeconomic stabilisation for the euro area. The article also reflects on important efficiency considerations over the cycle, and the need to build fiscal buffers in good economic times (Section 5). An overall conclusion can be found in Section 6.

2 Elements of automatic stabilisation in the government budget balance

Faced with a recessionary shock, governments can provide support to the economy in different ways. Most noticeably, governments can decide to take discretionary fiscal policy measures. Typical discretionary measures include policies to boost household and firm confidence, and consumption and investment opportunities. They may also include, among many others things, tax rate cuts, higher tax allowances, car scrapping schemes and support for private investment programmes. Governments can also decide to provide guarantees (or other forms of implicit and explicit contingent liabilities), e.g. to provide liquidity support to the economy, preventing severe supply side disruptions or contagion through financial channels. Less noticeably, most government revenues, and part of government expenditures, also adjust automatically with the economy cycle and without any specific action from the government. Even less obviously, the government contributes implicitly to mitigating the repercussions of a negative macroeconomic shock by keeping a large part of its expenditure at the budgeted level, and not cutting it in a recession.

Automatic fiscal stabilisers refer to those elements built into the government budget that reduce fluctuations in economic activity without the need for discretionary actions. The first source of automatic stabilisation is found in those elements of the government budget that react to the economic cycle. We will refer to these components of the budget balance as cyclical elements of the automatic fiscal stabilisers. The second source is found in non-cyclical components of the budget balance (mainly in the form of public spending) which are characterised by relatively high inertia and can also be considered to provide automatic stabilisation. We will refer to these components of the budget balance as the non-cyclical, implicit elements of the automatic fiscal stabilisers.⁸⁷ While this article will focus on recessionary shocks – such as the one presented by the COVID-19 crisis – in principle automatic fiscal stabilisers operate in both directions. They cushion the macroeconomic impact of a

⁸⁷ These are often referred to the size of government or expenditure inertia in the literature.

downward (e.g. recessionary) as well as an upward (e.g., overheating) shock. These two sources of automatic stabilisation are examined in more detail below.

- **First, elements of automatic fiscal stabilisation in the government budget balance are cyclically-sensitive budgetary items.** These are the items that closely follow their macroeconomic bases – the macroeconomic variable that determines government revenue and spending; for example, the number of unemployed persons in the case of unemployment benefits – and react immediately to a shock. On the revenue side, the drop in tax and social security contributions, alongside increasing transfers to households, are the source of automatic stabilisation that most economists will have in mind. However, this drop in revenues can be further broken down into two elements: (i) the proportional drop in revenues with respect to GDP as taxes and contributions of households and firms drop in line with their income – this can reduce economic fluctuations compared to, for example, a counterfactual scenario with a poll or lump-sum tax;⁸⁸ and (ii) the progressivity of the tax system typically implies that revenues decline in excess of the drop in GDP, e.g. as households fall into a lower tax bracket in the personal income tax system. Tax progressivity is considered to have an important stabilisation effect on demand in case of a negative income shock, as personal income taxes play an important role in reducing volatility of disposable income.⁸⁹ On the expenditure side, unemployment benefits represent the most relevant automatic stabiliser of this type.⁹⁰
- **Second, the budget balance also provides implicit stabilisation via non-cyclical items, particularly on the spending side.** Governments typically do not significantly reduce their spending level (i.e. in millions of euro) in times of a temporary economic downturn. This inertia in government expenditure helps stabilise total output in a downturn because the bulk of government expenditure already approved – such as wages, transfers or intermediate consumption – does not react to the drop in output. In the counterfactual, the government would reduce its expenditure to keep its budget balance unchanged in reaction to the economic slowdown. This would imply no stabilisation. The size of the government is thus often considered a proxy for the size of automatic fiscal stabilisers in a country. It should be noted that the size of the government also contributes to dampening an overheating economy, given that budgeted public expenditures are not immediately increased in times of an economic upswing. Research shows that there is a negative relationship between government size

⁸⁸ A poll tax is a tax levied as a fixed sum on a taxable individual, household or other entity.

⁸⁹ The degree of personal income tax progressivity is found to be negatively associated with output volatility in a sample of OECD countries. The effect is in addition to the stabilising role of a government's size. See Rieth, M., Checherita-Westphal, C. and Attinasi, M., "Personal income tax progressivity and output volatility: Evidence from OECD countries", *Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique*, Vol. 49, No 3, Wiley, Hoboken, 2016, pp 968-996.

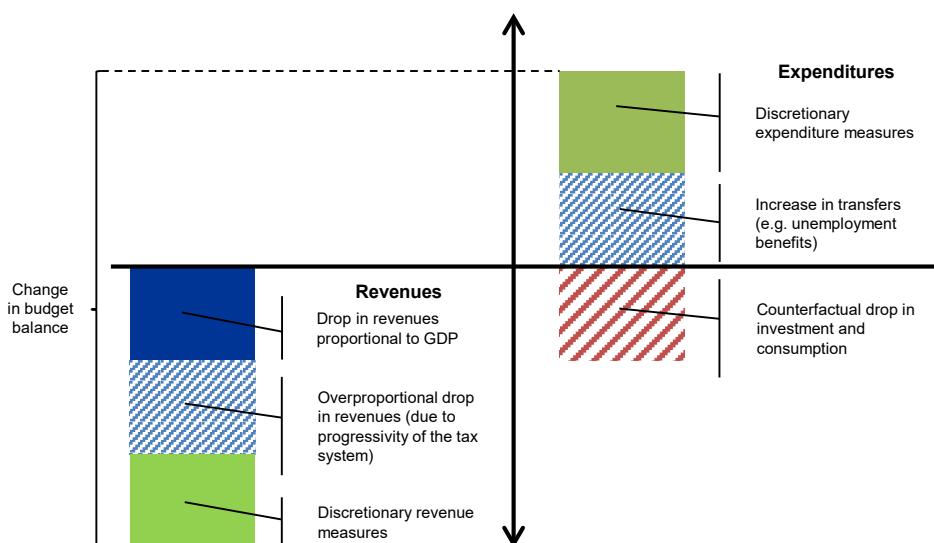
⁹⁰ Some authors argue that age and health-related social expenditure also react to the cycle in a stabilising manner. This is, for example, because the propensity of older employees to enrol in early retirement schemes increases in a cyclical downturn. See Darby, J. and Melitz J., "Social Spending and Automatic Stabilizers in the OECD", *Economic Policy*, Vol. 23, No 56, Oxford University Press, 2008, pp 715-756.

and business-cycle volatility for the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) economies.⁹¹

An illustration of these stabilising elements in the government budget balance is presented in Chart 1. Governments provide fiscal support to the economy, which is broadly captured ex post by the change in the general government budget balance as a share of GDP. This total fiscal support through the budget can be decomposed into two main categories: the discretionary and the cyclical components of the budget balance (green and blue bars respectively).⁹² The non-cyclical elements of the automatic fiscal stabilisers – which act as a stabilisers vis-à-vis a counterfactual drop in government investment and consumption – are not part of the change in the budget balance (red bar).

Chart 1

Elements of fiscal stabilisation in the government budget balance in reaction to a negative macroeconomic shock



Source: Own illustration.

Notes: The sum of green bars reflects discretionary fiscal policy measures. The sum of blue bars reflects the cyclical elements of automatic fiscal stabilisers. The red bar is a counterfactual scenario where the government reduces investment and consumption during an economic downturn. The size of the bars is illustrative.

Automatic fiscal stabilisers are considered to be particularly efficient in cushioning country-specific shocks. As demonstrated during the COVID-19 crisis, discretionary fiscal measures can provide quick support in times of crisis, helping to stabilise expectations. However, discretionary measures – especially those with the

⁹¹ See, for example, Gali, J., "Government size and macroeconomic stability", *European Economic Review*, Vol. 38, No 1, 1994, pp. 117-132, and Fatás, A. and Mihov, I., "Government size and automatic stabilizers: international and intranational evidence", *Journal of International Economics*, Vol. 55, No 1, Fontainebleau, 2001, pp 3-28.

⁹² More precisely, the discretionary part of the change in the budget balance is captured by the cyclically adjusted (or structural) primary balance or fiscal stance, which consists of discretionary fiscal policy measures and a number of non-policy factors. The cyclical component of the budget balance captures those changes in the budget balance associated with the business cycle. Besides the discretionary and cyclical component of the budget balance, another component (in part exogenous to the budget) is the change in interest payments, which represents a financial flow between the government and other domestic or external sectors of the economy. See Van Riet, A. (ed.), "[Euro area fiscal policies and the crisis](#)", Occasional Paper Series, No 109, ECB, Frankfurt am Main, April 2010.

largest positive long-term impact (such as productive government investment) – may only be implemented with lags. Furthermore, governments may find it difficult to reverse spending hikes after the crisis subsides. Automatic fiscal stabilisers have the advantage of providing fiscal support: (i) as the downturn occurs and without delay (this is the “timely” aspect); (ii) to those entities that require it most (the “targeted” aspect); and (iii) only for as long as is needed (the “temporary” aspect).

While automatic fiscal stabilisers provide benefits in terms of macroeconomic stabilisation, they may also have costs in terms of economic efficiency. As described above, large automatic fiscal stabilisers are associated with large government revenues and expenditures as a share of GDP and a progressive tax system. As pointed out by the literature, since taxes generally distort economic decisions, very large governments can be a drag on (potential) growth, especially when accompanied by high public debt ratios. When assessing tax structure effects on output volatility, there is evidence that for high ratios of total taxes to GDP further tax increases can be economically destabilising.⁹³ Moreover, automatic stabilisers can cushion temporary shocks, while their effectiveness is limited when it comes to persistent or permanent shocks.⁹⁴ In such cases, automatic stabilisers may lead to increasing government debt and induce risks to fiscal sustainability. Other types of measures and policies, especially structural reforms (including on the fiscal side) are needed to deal with these long-term or permanent shocks.

3 Estimating the size of automatic fiscal stabilisers in euro area countries

To estimate the size of automatic stabilisers, a microeconomic, a macroeconomic or a statistical approach can be used.⁹⁵ The microeconomic approach estimates the extent to which a shock to household market income translates into a change in disposable income, using micro data on the tax and benefits system. The macroeconomic method additionally takes into account feedback effects and the behavioural responses of economic agents – it quantifies the stabilising impact of fiscal policy on total income. Finally, the statistical approach evaluates the automatic stabilisation effect of a budget balance in terms of changes in economic activity. It considers not only stabilisation properties related to the size of the government – as measured by public expenditure ratio – but also direct taxes paid by households, indirect taxes and transfers. The latter approach captures the cyclical

⁹³ For the growth impact, several OECD studies, *inter alia*, point to evidence that too large governments – on either the tax side or the expenditure side – tend to reduce growth unless governments function in a highly effective way. See, for example, Johansson Å., “Public Finance, Economic Growth and Inequality: A Survey of the Evidence”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1346, OECD Publishing, Paris, 2016. In addition to the growth impact, some studies provide evidence for nonlinear effects of government size on output volatility, i.e. the macroeconomic stabilisation effects of governments decline, or even vanish, when their size is very large. See, for instance, Crespo Cuaresma, J., Reitschuler, G. and Silgoner, M., “On the effectiveness and limits of fiscal stabilizers”, *Applied Economics*, Vol. 43, No. 9, 2009, pp 1079-1086.

⁹⁴ See also discussion in 't Veld J., Larch M. and Vandeweyer M., “[Automatic Fiscal Stabilisers: What they are and what they do](#),” *European Economy - Economic Papers 2008 - 2015* 452, European Commission, Brussels, 2012.

⁹⁵ See Mohl, P., Mourre, G. and Stovicek, K., “[Automatic fiscal stabilisers in the EU: size and effectiveness](#)”, *European Economy Economic Briefs*, Brief 045, European Commission, Brussels, May 2019.

component of the budget balance (in percentage of GDP) and is the most widely used approach in institutional fiscal surveillance.

This section focuses on the statistical approach and therefore estimates the size of automatic fiscal stabilisers as the part of the budget balance that automatically adjusts to the economic cycle.⁹⁶ The statistical approach can capture both elements of the automatic stabilisers discussed in Section 2. When the elasticities of revenues and cyclical expenditures to the output gap are used, automatic fiscal stabilisers are estimated as changes in cyclical budgetary items.⁹⁷ If the focus is shifted to the elasticities of revenues and expenditures as a ratio to GDP (the concept of semi-elasticities⁹⁸), the statistical approach delivers an estimate of the size of automatic fiscal stabilisers, focusing mainly on the stabilising effect of the inert public expenditures and, to a lesser extent, on the other components of a budget balance. These react non-proportionally to the economic cycle, e.g. income tax progressivity induces tax revenues to grow faster than GDP.

The ESCB method of estimating the cyclical component uses the concept of semi-elasticity to gauge the reaction of the budget balance-to-GDP ratio to cyclical conditions.⁹⁹ In this approach the budgetary semi-elasticity is measured as the difference between semi-elasticities of revenue and expenditure components. Semi-elasticities of the relevant budgetary categories are estimated considering both a response of the budgetary category to its macroeconomic base and a reaction of the base to the output gap.¹⁰⁰ One of the main novelties of the ESCB method is the incorporation of the lagged response of a budget to macroeconomic shocks. Potential lagged collection of the revenues and lagged responses of macroeconomic bases to the cycle, e.g. a lagged reaction of wages to the business cycle, not only result in a contemporaneous change of the budget balance as a reaction to the economic cycle but also contribute to further adjustments in later years.

According to ESCB estimates, the standardised cumulative size of automatic stabiliser is 0.48 in the euro area but there is a large heterogeneity among the euro area countries (Chart 2).^{101,102} In general, across all countries, the bulk of

⁹⁶ The automatic reaction of a budget balance can be estimated using two different approaches, namely, the aggregate approach or the disaggregate approach. The aggregate approach uses one synthetic measure of an economic cycle, i.e. the output gap, and applies it to all budget items. In the disaggregate approach cyclical patterns are identified separately for all budget balance components. The aggregate method is currently used by all major international institutions, including the ESCB, to estimate the cyclical component of a budget balance.

⁹⁷ Cyclical revenues increase in a boom and decrease in a recession, while the opposite relationship occurs for cyclical expenditure.

⁹⁸ Budget semi-elasticity measures the change of the budget balance, as a percentage of GDP, for a 1% change in the output gap.

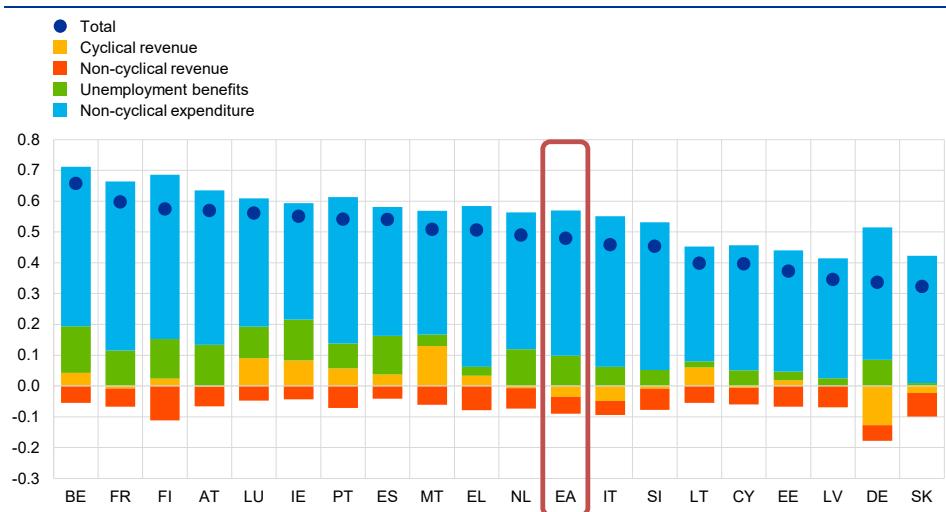
⁹⁹ Bouabdallah, O., Morris, R. and Reiss, L. (eds.) (forthcoming). "Gauging the typical influence of the economic cycle on government finances: New (Eurosystem) methodology." *Working Paper Series*, ECB, Frankfurt am Main.

¹⁰⁰ The macroeconomic base determines the amount of revenues collected and expenditures made by a government. For example, all goods and services that are subject to tax comprise a tax base. Due to the fact that exact bases are difficult to measure and forecast, proxy variables are used as macroeconomic bases, e.g. household consumption is a proxy base for VAT revenues.

¹⁰¹ In general the size of automatic stabilisers is estimated as a semi-elasticity multiplied by an output gap. Hence, the size of automatic stabilisers is proportional to the size of an output gap. To improve comparability of results, it is assumed that an output gap equals 1% of potential GDP in all euro area countries.

automatic stabilisation is provided by non-cyclical expenditures, i.e. reflecting spending inertia. The amount of stabilisation is larger in the western European countries such as Belgium or France, while it is noticeably smaller in the central and eastern European countries, e.g. Slovakia or Latvia. The larger size of automatic fiscal stabilisers in western and, to some extent, southern European countries is a consequence of three main factors: (i) larger size of government; (ii) more generous social security system; and (iii) more progressive direct taxes. The generosity of unemployment benefits partly explains the observed cross-country differences in the contribution of this expenditure to the overall semi-elasticity, which is marginal in central and eastern European countries and largest in the case of Belgium. Other aspects of automatic fiscal stabilisers are the progressivity of tax systems and the cyclicity of social security contributions. For example, even if the progressivity of tax systems is comparable among countries, the stabilisation properties of personal income tax could still differ due to the existence of collective wage bargaining, which could increase wage rigidity. Relative stability of wages and employment, as well as a tendency of households to smoothen their consumption over the business cycle, can partly explain the negative impact of cyclical revenues in some countries, such as Germany or Italy.

Chart 2
The size of automatic fiscal stabilisers in euro area countries



Source: ESCB.

Notes: The size of automatic stabilisers is estimated as a semi-elasticity multiplied by a standardised output gap of 1% of potential GDP. Due to the fact that the ESCB method incorporates the lagged response of a budget to macroeconomic shocks and the lagged effect of tax collections, the presented automatic stabilisers are expressed in cumulative terms over three years ($T - T+2$). The euro area average is indicatively calculated as a weighted average of individual semi-elasticities for all euro area countries, using nominal GDP in 2019.

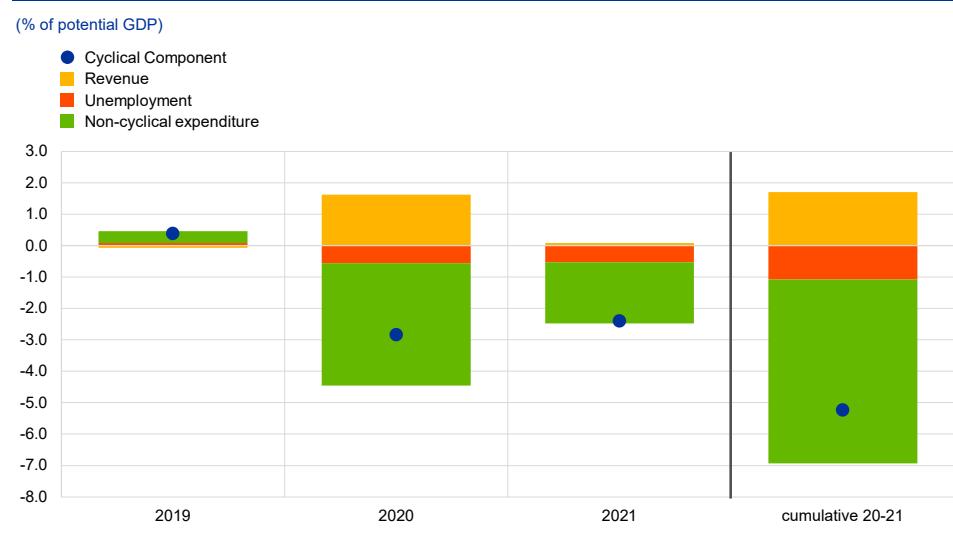
Automatic fiscal stabilisers during the COVID-19 crisis are expected to be sizeable on in the euro area as a consequence of the significant size of the shock. Automatic stabilisers are forecasted to account for around one-third of the large budget deficit in 2020, namely 2.8% out of 8.5% of GDP. This rises to 5.2% of

¹⁰² To simplify the analysis and ensure comparability of results we use the cumulative size of automatic stabilisers in this article.

GDP cumulatively over the 2020-21 period (Chart 3).¹⁰³ Most of the size of automatic fiscal stabilisers is accounted for by the inertia of non-cyclical public expenditure, while revenues reduce the overall impact. This is partly explained by lower-than-unity elasticity of social security contributions to output in most euro area countries more than counter-balancing the stabilising effect of the progressivity of income taxes.

Chart 3

The expected size of automatic fiscal stabilisers in the euro area during the COVID-19 crisis



Source: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020.

Note: The ESCB method of estimating semi-elasticities incorporates the lagged response of a budget to macroeconomic shocks and lagged effect of tax collections. Therefore, the projected output gap cannot be inferred on the basis of values presented in Chart 2 and Chart 3.

In the wake of a severe economic downturn, the precision of the estimated size of automatic stabilisers should be carefully assessed. First, the estimation of the cyclical component relies on one synthetic measure of the business cycle, i.e. the output gap, which is surrounded by uncertainty, notably in real time.¹⁰⁴ Second, the nature of the initial shock may lead to differentiated reaction from the main macroeconomic bases used for the fiscal revenues. Third, as semi-elasticities are estimated based on the past data, these reflect the typical reaction of a general government budget to economic cyclical fluctuations. In the current crisis, the unusual nature of the initial shock, its size and its implication for different macroeconomic variables invite prudence regarding the estimated size of the automatic stabilisers.

¹⁰³ In the literature, the year-on-year change of the cyclical component is also used as a proxy for the size of automatic stabilisers. See for instance [the overview and assessment of Stability and Convergence Programmes](#) conducted by the European Commission.

¹⁰⁴ See for instance Grigori, F., Herman, A., Swiston, A. and Di Bella, G., "Output gap uncertainty and real-time monetary policy", *Russian Journal of Economics*, Vol. 1, No. 4, Moscow, 2015.

Box 1

Comparison of estimates of automatic fiscal stabilisers

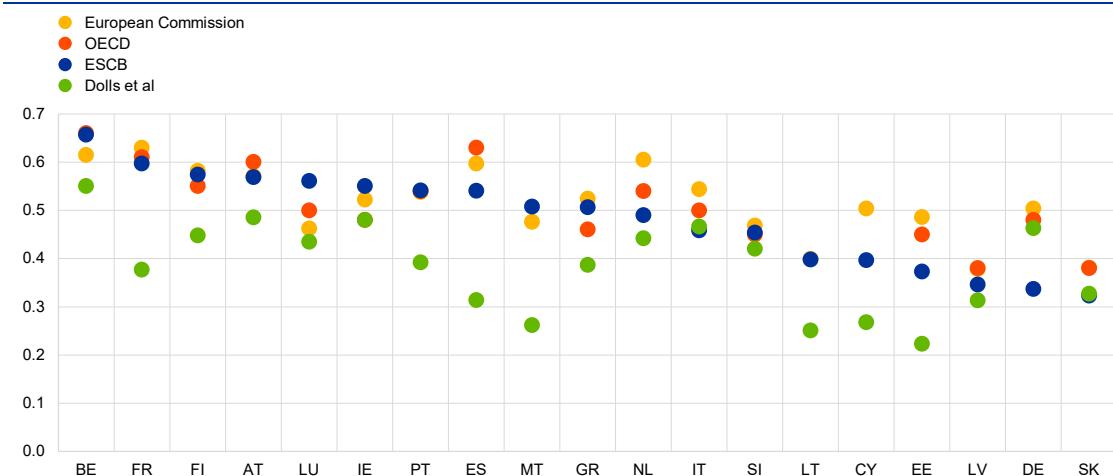
Prepared by Carolin Nerlich and Kamila Ślawińska

The literature offers rather different estimates of the size of automatic stabilisers for the euro area. This box compares the ESCB estimates with those of other studies for both the euro area aggregate and across euro area countries. The results are then put into perspective by both looking at estimates of automatic fiscal stabilisers in the United States, and briefly touching upon differences in the US institutional settings.

For the euro area aggregate, the estimates of automatic fiscal stabilisers differ across studies. This differentiation results from: (i) differences in approaches to the estimation process; (ii) the underlying source of automatic fiscal stabilisers, as discussed in chapter 2; and (iii) the relevant time horizon under consideration. The European Commission's estimate is 0.56 for the euro area,¹⁰⁵ which is higher than the estimates from the ESCB and the OECD (which stand at 0.48 and 0.54, respectively).¹⁰⁶ All three institutions use the same measurement concept, i.e. semi-elasticities. Nevertheless, the results may not be fully comparable due to the lagged responses that are included in the ESCB method. In contrast, estimates of automatic stabilisers from Dolls et al. (based on a microsimulation approach) are lower.¹⁰⁷ In this study, the size of the automatic stabiliser is derived by estimating the response in households' disposable income following a market income shock and an unemployment shock. For the euro area, the results for the income stabilisation coefficient are 0.38 and 0.42, respectively.

Chart A

Size of automatic fiscal stabilisers across euro area countries



Sources: ESCB, European Commission, OECD, and Dolls et al.

Notes: This shows the size of automatic stabilisers, assuming a 1% of potential GDP output gap, depending on the underlying methodology. For Dolls et al. a 5% income shock is assumed – only the results for the income shock scenario are shown. The ESCB estimates shown here include the lagged impact. In the chart, countries are ordered according to the size of their estimates based on the ESCB method.

¹⁰⁵ See Mourre, G., Poissonnier, A. and Lausegger, M., “The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis”, *European Economy Discussion Papers*, No 098, European Commission, Luxembourg, 2019. The euro area estimate is the weighted sum of the country estimates.

¹⁰⁶ See Price, R., Dang, T. and Guillemette, Y., “New Tax and Expenditure Elasticity Estimates for EU Budget Surveillance”, *OECD Economics Department Working Papers*, No 1174, OECD Publishing, Paris, 2014. The euro area aggregate is computed as weighted average and corrected for missing values for Cyprus, Lithuania and Malta.

¹⁰⁷ See Dolls, M., Fuest, C., Peichl, A. and Wittneben, C., “Fiscal Consolidation and Automatic Stabilization: New Results”, *CESifo Working Papers*, No 8021, CESifo, Munich, 2019.

Looking at the euro area countries, estimates of automatic fiscal stabilisers vary widely across countries and studies. The estimated size by the ESCB ranges from 0.66 in Belgium to around 0.35 in Slovakia (see Chart A). Compared to the ESCB figures, estimates by the European Commission are higher for the majority of countries, most notably for Germany, Estonia, Cyprus and the Netherlands, but considerably lower for Luxembourg. Similarly, OECD estimates are mostly higher than those of the ESCB, notably in Germany, Estonia and Spain.

Compared to euro area countries, automatic fiscal stabiliser estimates appear to be much smaller for the United States. For the United States, most estimates point to a size of around 0.3 to 0.4.¹⁰⁸ The lower size of automatic stabilisers in the United States compared to the euro area results, in particular, from the smaller size of the government, a less progressive personal income tax structure and a less generous benefit system. Consequently, the income stabilisation effect following, for example, an unemployment shock is estimated to be considerably lower in the United States than in the euro area.¹⁰⁹ Moreover, automatic stabilisers in the United States might be less effective because of the strict fiscal frameworks, including the requirements for balanced budget, established in the majority of US states.¹¹⁰ In fact, these balanced budget rules were found to react in a procyclical manner, therefore largely offsetting the stabilising effect at the federal level.¹¹¹

4 The effectiveness of automatic fiscal stabilisers for macroeconomic stabilisation

Automatic fiscal stabilisers typically translate into the effective cushioning of economic fluctuations by stabilising aggregate demand. The degree to which these automatic fiscal stabilisers translate into demand stabilisation depends on the behaviour of economic agents. Households' propensity to consume plays an important role. Whether and how individuals adjust their consumption to fluctuations in their disposable income depends on the share of liquidity-constrained and credit-constrained households. Only households limited in their ability to borrow in the market reduce their spending one-for-one in reaction to a temporary fall in income, while an income shock does not affect the consumption behaviour of households without liquidity constraints.

Model simulations for the euro area suggest that automatic fiscal stabilisers cushion around 10 to 30% of a standard GDP shock (see Box 2). That is, the euro

¹⁰⁸ The US Congressional Budget Office estimates the automatic stabiliser in the US at, on average, 0.3% of potential GDP since 1970. See Russek, F. and Kowalewski, K., "How CBO Estimates Automatic Stabilizers", *Working Paper Series*, No 7, Congressional Budget Office, Washington, DC, 2015. The studies by Dolls et al come to similar results for the income shock stabilisation in the United States. See Dolls, M., Fuest, C., Kock, J., Peichl, A., Wehrhöffer, N. and Wittneben, C., "Automatic stabilizers in the Eurozone: analysis of their effectiveness at the member states and euro area level and in international comparison", ZEW Abschlussbericht zu Forschungsvorhaben fe 5/14, 2014; Dolls, M., Fuest, C., Kock, J. and Peichl, A., "Automatic stabilizers and economic crisis: US vs Europe", *Journal of Public Economics*, 96, 2012. In contrast to most estimates for the US, the latest OECD estimate, (see Price at al. op. cit.), stands out as pointing to an upward revision of the estimate to 0.5% of GDP.

¹⁰⁹ See for Dolls et al op. cit.

¹¹⁰ For a comparison of fiscal frameworks at sub-national level, see article "[Fiscal rules in the euro area and lessons from other monetary unions](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2019.

¹¹¹ See Lee, V. and L. Sheiner, L., "[What are automatic stabilisers?](#)", *The Hutchins Center Explains Series*, Brookings Institution, Washington DC, July 2019.

area aggregate automatic fiscal stabiliser of 0.48 implies that between 10% and 30% of a standardised shock to the economy is cushioned. The bounds of this range of estimates are determined first and foremost by which elements of automatic fiscal stabilisation are included in the analysis. Including only the cyclical elements of automatic stabilisation reduces the macroeconomic stabilisation significantly vis-à-vis an analysis that also includes the (larger) non-cyclical elements of automatic stabilisation. Further modelling uncertainty arises from the state-dependent nature of economic variables. For example, the share of liquidity-constrained households is not independent of the state of the economy and may increase during a crisis.

Most estimates of the output smoothing effect of automatic fiscal stabilisers in advanced economies fall within the range presented in this article. Estimates depend on the source of the initial shock (e.g. external versus domestic demand). In general, an export-led shock is less tax-rich and, thus, less stabilised by the budget in most models. Automatic stabilisers tend to absorb a private consumption shock much more strongly than a private investment shock and an export shock.¹¹² Estimates also depend on the model-specific budget elasticities (reaction of budget components to macroeconomic bases) and the embedded fiscal multipliers (reaction of output to a fiscal shock).¹¹³ In addition, estimates depend, not least, on the definition of automatic fiscal stabilisers used (which determines the counterfactual scenario without automatic fiscal stabilisers). According to the cyclical view of automatic fiscal stabilisers, in which taxes and transfers to households play the stabilising role, the degree of output smoothing after the shock is found to be at around 9% to 17%. For a size-of-government view of automatic fiscal stabilisers, assuming that mostly the expenditure side plays the stabilising role, the degree of output smoothing is found to be at 25% to 27%.¹¹⁴

The nature of the economic shock has implications for the effectiveness of automatic fiscal stabilisers. The contraction in the COVID-19 crisis is not only faster, and its magnitude greater, than during the great financial crisis, but the current downturn is also of a different nature than in the past. Historically, recessions typically result from economic and financial imbalances. The correction of these imbalances is associated with a drop in economic aggregate demand on account of price and income adjustments, and on account of economic uncertainty. In this situation, a stabilisation of household income through the tax and benefit system in particular can help prop up economic demand. By contrast, the COVID-19 crisis is largely an

¹¹² See, for instance, Tödter, K-H and Scharnagl M., “How effective are automatic stabilisers? Theory and empirical results for Germany and other OECD countries”, *Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, No 2004,21, Deutsche Bundesbank. The authors use the Deutsche Bundesbank's BbkM model and find the smoothing power of a private consumption shock for Germany at maximum of 26%; of an investment shock at 15%; and of exports at 13%. In the same setting, using the QUEST model, they find a maximum smoothing power of 24%, 13%, and 14%, respectively.

¹¹³ Regarding fiscal multipliers (directly relevant in the context of discretionary measures), most model-based estimates for a one-year temporary fiscal shock with no monetary policy accommodation hover around 1 for expenditure items such as government consumption and investment and are much lower, i.e. between 0.2 and 0.4 for general transfers and (direct and indirect) taxes.

¹¹⁴ For the euro area, two analyses from 2002 and 2017 using the QUEST model, find estimates of output smoothing of 13% to 17% for the first benchmark and of 26% to 27% for the second, concluding that dampening of cyclical fluctuations through the inertia of discretionary spending largely exceeds the smoothing effect of tax revenue. See 't Veld J et al., op. cit. and European Commission, “Automatic stabilisers in the euro area: A model-based assessment”, *European Economic Forecast Autumn 2017*, pp. 65-68.

exogenous shock with strong repercussions not only for demand but also for supply in the economy. In the first phase of the crisis, governments introduced severe restrictions on social and economic activities to contain the spread of the virus. This put severe constraints on the supply side of the economy, where, for example, border closures disrupted global supply chains, factory closures exhausted product stockpiles and the lockdown curtailed high-street retail. As a result, income stabilisation, supported by both automatic stabilisers and discretionary government measures, have not translated into stabilising consumption and investment to the same extent as in past downturns but have instead led to a temporary increase in the private sector's saving rate. For example, household consumption stabilisation was temporarily inhibited, as even liquidity-constrained households were forced to change their consumption behaviour and increase their savings rate. At the same time, governments in some countries were forced to suspend their investments due to, among others things, restrictions that were introduced on the movement of people.

As the lockdown lifts in most euro area countries, automatic fiscal stabilisers should regain their normal effectiveness. On the one hand, as much of the supply-side and lockdown restrictions on the economy are lifted, households are expected to consume the part of the disposable income they were forced to save during the lockdown. Private and government investment that might have been impaired during that phase are also expected to resume. On the other hand, even if the precautionary saving motive related to the large uncertainty induced by the crisis may persist for longer, the presence of automatic fiscal stabilisers (and other supporting government measures) should cushion such effects.

It should be noted that the COVID-19 crisis may leave a lasting mark on the size of fiscal stabilisers. Tax bases and spending profiles may have shifted with the structure of the economy or in the social security system. For example, the COVID-19 crisis could in many countries act as a catalyst for a quicker digitalisation, which in turn may result in changes in the employment structure of the economy. Some measures implemented by governments – such as short-term work schemes – may remain in place after the crisis, which could have a lasting positive impact on the effectiveness of automatic fiscal stabilisers in stabilising the economy.

Box 2

Simulating the effectiveness of automatic fiscal stabilisers in the euro area

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler, Georg Müller

This box assesses, through the lens of macroeconomic models, the effectiveness of automatic stabilisers in smoothing output. The simulations are conducted with two sets of models regularly used in the Eurosystem's forecasting exercises, namely, the European Central Bank's New Multi-Country Model (NMCM)¹¹⁵ and the Basic Model Elasticities (BMEs) – a platform based on national central banks' macroeconomic models. The focus of these stylised simulations is on the real GDP smoothing effects, at the euro area level, of automatic stabilisers estimated in Section 3. In our simulations, we

¹¹⁵ See: Dieppe, A., Gonzalez Pandiella, A., Hall, S. and Willman, A., "Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model". *Economic Modelling*, Vol. 33, Issue C, Elsevier, Netherlands, 2013, pp. 808-825.

also attempt to recreate the characteristics of the COVID-19 crisis related to the effects of the lockdown measures that might reduce the effectiveness of automatic stabilisers.

This box employs the semi-elasticities presented in Section 3. That is, assuming a standardised negative GDP shock (opening of the output gap by 1 percentage point in year T), the euro area budget balance-to-GDP ratio is estimated to fall cumulatively by 0.48 percentage points over a three year period (from T to T+2 – see Chart 2), out of which 0.35 percentage points in the year of the shock (T). We focus on the output smoothing effects upon impact (T), which are the most relevant in size given the temporary nature of the stabilisers.¹¹⁶ In terms of the modelling approach, we construct fiscal shocks on the basis of the semi-elasticities mentioned above and their disaggregation by components (those which have a direct impact on demand), which we then feed into the macroeconomic models to gauge the output effect.

Following the model-based literature, we evaluate the degree of automatic stabilisation in relation to benchmark scenarios of “no automatic stabilisers”. The results for two scenarios, reflecting the two main aspects of automatic fiscal stabilisers in the literature as touched upon in Section 2, and their average (taken as the overall proxy for output stabilisation) are presented in Chart A.

- Scenario 1 reflects the countercyclical aspect of automatic fiscal stabilisers (changes of budget balance in *levels*), taking account of those budgetary components that are sensitive to the cycle, such as changes in taxes and unemployment benefits. In the construction of this scenario, we map the fiscal instruments into shocks on the labour income tax rate, the consumption tax rate and government transfer to households.¹¹⁷
- Scenario 2 reflects the government size/expenditure inertia aspect of automatic stabilisers (changes of budget balance in *ratios to GDP*). In the construction of this scenario, the shocks are implemented as changes to government consumption, investment and transfers (other than unemployment benefits) following their respective budgetary shares.

The contribution of fiscal automatic stabilisers to output cushioning is calculated as the real GDP effect in these two scenarios relative to the standardised initial shock.¹¹⁸

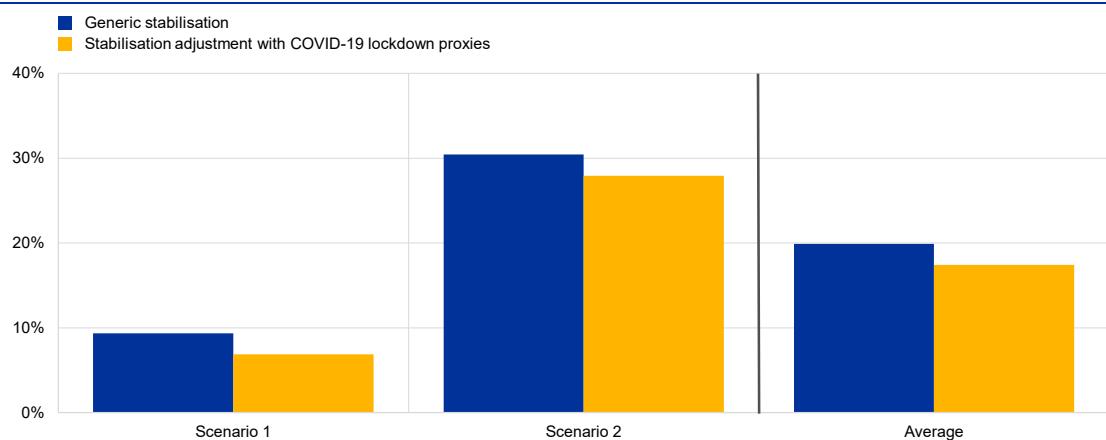
¹¹⁶ On the revenue side, we also consider the lag effects from T+1 and T+2 in the simulation.

¹¹⁷ Adjusting the semi-elasticities in Section 3 to measure elasticities of the revenue and expenditure levels rather than elasticities of the ratios to GDP gives an estimated budget balance deterioration in year T of 0.33 percentage points.

¹¹⁸ This is broadly equivalent with another counterfactual scenario, in which we would determine the ex-ante fiscal shock needed to offset the budget balance impact of the automatic stabilisers, and then we would estimate the real GDP impact of such a shock. The relative difference between this impact and the initial shock would give the output smoothing of automatic stabilisers.

Chart A

Output smoothing of euro area automatic stabilisers



Sources: ECB calculations.

Notes: The degree of output smoothing is calculated as the average percent deviation of the GDP level during the first year in a scenario with automatic stabilisers reaction relative to the percent deviation of the GDP level in a scenario without AS reaction (counterfactual). For Scenario 1 the counterfactual with no fiscal stabilisation is a scenario in which government revenue and expenditure are fixed (the countercyclical view of automatic stabilisers). In Scenario 2 the counterfactual is a scenario in which revenue and expenditure are kept constant in ratios to GDP (mostly the expenditure inertia). Price effects are not reflected in the construction of the standardised shocks under automatic stabilisers in any of the scenarios (standardised or with crisis adjustment). The results for Scenario 1 and Scenario 2 are the model averages of the output smoothing obtained from simulations using the BMEs and NMCM. In the scenarios with COVID-19 restriction proxies, simulations reflect increased savings ratios by reducing the model-implied propensities to consume. For the BMEs the simulations of the increased saving ratio do not take into account general equilibrium effects but only the direct effect of lower consumption on real GDP growth.

Turning to the COVID-19 crisis, given the extreme uncertainty associated with the shock and its macroeconomic (supply versus demand) and fiscal effects, we use illustrative adjustments to mimic the conditions of the crisis and gauge the potential impact in terms of the effectiveness of automatic stabilisers. To illustrate the impact of the unprecedented COVID-19 lockdown measures, we consider an increase in savings (both forced and precautionary), in line with estimations from the early stages of the crisis. We evaluate this alternative scenario by reducing the model-implied propensity to consume, in line with the savings-ratio increase. As a result, fiscal instruments supporting households' disposable income have a lower effect on consumption profiles. In addition, we slightly adjust the counterfactual on the expenditure side, i.e. government investment, which is likely to be most affected by lockdown measures.¹¹⁹ Altogether, this leads to a smaller implied automatic fiscal stabilisation contribution, as shown in Chart A. Averaging across the models and scenarios, the smoothing of automatic fiscal stabilisers declines from around 20% to 17% in year T. There is a larger relative effect for Scenario 1, where the effectiveness of automatic fiscal stabilisers drops by almost 25%, given that mostly transfers and taxes are considered, which are strongly affected by the increase in the saving ratio.¹²⁰

These estimates are surrounded by high uncertainty. First, there is model-related uncertainty implying fiscal multiplier uncertainty. On the one hand, the literature points to evidence of larger fiscal multipliers during recessions, as well as in a low interest rate environment. On the other hand, particularly in high-debt countries, fiscal multipliers are found to be lower and the effectiveness of automatic stabilisers may be reduced through Ricardian effects and the anticipation of future consolidation needs. Second, there is uncertainty regarding the cyclical adjustment method, as described in Section 3. Third, and most importantly, the estimates of both the size and the

¹¹⁹ See the June 2020 Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area and the euro area sectoral accounts for Q1 2020, which both point to increased households savings. The Q1 2020 sectoral accounts also point to a deceleration in government investment growth.

¹²⁰ It should be noted that a more persistent shock with larger consequences on potential output than currently assumed would reduce both the size and the effectiveness of automatic stabilisers.

effectiveness of automatic stabilisers during the COVID-19 crisis are particularly uncertain, given the unprecedented nature of the crisis in the euro area. Moreover, these model exercises rely on proxies for calibration and only partially reflect the possible channels through which the efficiency of fiscal stabilisation could be altered during the COVID-19 crisis (see Section 4).

5 Towards a second generation of automatic fiscal stabilisers

The COVID-19 crisis gives cause to review the role of fiscal policy in a severe economic downturn. On the one hand, monetary policy remains close to the effective lower bound, which would motivate a stronger role for fiscal policy.¹²¹ On the other hand, traditional automatic fiscal stabilisers might be too small to counterbalance the sharp economic downturn and less effective than under normal circumstances. Also, automatic fiscal stabilisers are quite heterogeneous across euro area countries in terms of size and composition. At the same time, discretionary policy measures may react too slowly to sufficiently cushion a massive economic downturn, such as the one experienced as a result of the pandemic, and avoid hysteresis effects. These considerations have led to proposals to strengthen quasi-automatic fiscal instruments.¹²²

So-called second generation automatic fiscal stabilisers could help deliver more timely, targeted and sizeable policy responses. In contrast to traditional automatic fiscal stabilisers, which are mostly a by-product of the structure and size-of-government revenues and expenditures, second generation automatic fiscal stabilisers – also referred to as “asymmetric” or “quasi-automatic” fiscal stabilisers – are fiscal tools specifically designed and implemented to provide macroeconomic stabilisation. Second-generation automatic stabilisers work as programmes that only turn active when the economy heads into deep recession and automatically revert to normal levels once specific indicators are back to pre-crisis levels. They are automatic in that their activation is rules-based rather than subject to a government decision. In contrast to traditional automatic stabilisers, they are asymmetric in that they are activated only in case of a severe downturn of the economy.¹²³

Two types of asymmetric automatic fiscal stabilisers can be identified, depending on whether they work via public expenditure or via revenues. First, on the expenditure side, asymmetric automatic fiscal stabilisers can mainly help to

¹²¹ Fiscal multipliers are conventionally higher when monetary policy reaches the lower bound. See, for instance, Christiano, L., Eichenbaum, M. and Rebelo, S., “When is the Government Spending Multiplier Large?” *Journal of Political Economy*, Vol. 119, No 1, The University of Chicago Press, Chicago, February 2011, pp. 78-121, and Coenen, G. et al., “[Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models](#)”, *IMF Working Paper*, Vol. 10, No 73, International Monetary Fund, Washington DC, March 2010.

¹²² An evoking discussion of second generation stabilisers can be found in Eichenbaum, M., “Rethinking fiscal policy in an era of low interest rates”, mimeo, April 2019; Blanchard, O. and Summers, L., “[Automatic stabilisers in a low-rate environment](#)”, PIIE Policy Brief 20-2, Peterson Institute of International Economics, Washington, February 2020; Boushey, H., Nunn, R. and Shambaugh, J., “Recession Ready: Fiscal policies to stabilize the American economy, Brookings Report, Washington, 2019. The idea of asymmetric stabilisers is not completely new. See for instance Baunsgaard, T. and Symansky, S., “[Automatic fiscal stabilisers](#)”, IMF Staff Position Paper, 23, September 2009.

¹²³ Traditional automatic fiscal stabilisers reduce economic fluctuations in both directions, also mitigating risks for the economy to overheat.

stabilise household spending, e.g. through higher or longer individual unemployment benefit or social assistance payments once a certain pre-defined threshold is reached.¹²⁴ Short-time work schemes that activate in deep recessions are a notable example. Alternatively, asymmetric automatic fiscal stabilisers can work directly through higher government spending, e.g. on infrastructure investment projects.¹²⁵ Second, asymmetric stabilisers that work via the revenue side can influence the timing of household spending through intertemporal substitution effects. Typical examples are temporary tax deferrals or tax credits, such as a temporary decrease in the VAT rate to boost consumption in the short run.¹²⁶

The design of quasi-automatic fiscal stabilisers influences their effectiveness.

Crucial choices relate to the economic indicators and the threshold that triggers the activation of the programme, as well as the design of the spending programmes or temporary tax cuts. For asymmetric stabilisers via unemployment benefit payments, Blanchard and Summers suggest basing the trigger on the unemployment rate rather than on output movements, as the latter might also be driven by shocks related to potential output.¹²⁷

If well designed, asymmetric automatic fiscal stabilisers could be a powerful instrument to effectively cushion a severe economic downturn. They are likely to be more effective than traditional stabilisers in that they are specifically designed to provide macroeconomic stabilisation in a downturn. While asymmetric automatic stabilisers usually do not respond to normal cyclical developments, they are of a much larger scale once they are activated. As such, they do not contribute to a further, permanent increase of the size of the government. Using a stylised counterfactual analysis, Blanchard and Summers show that asymmetric automatic stabilisers can be successful in limiting the impact of a recession, although the results are contingent on the role of discretionary measures and the length of the automatic stimulus period.¹²⁸ The IMF argues that countries with a relatively small tax and benefit system could benefit from the introduction of asymmetric automatic fiscal stabilisers.¹²⁹

At the same time, asymmetric automatic fiscal stabilisers do not come without limitations. This is for at least three reasons: (i) they might lower incentives to take up necessary adjustments of the economy, in particular if a crisis results from the build-up of economic and financial imbalances, as was the case during the financial crisis; (ii) due to the asymmetry embedded in these instruments they do not automatically contribute to fiscal consolidation during good economic times, as countries have moved to a high debt trajectory during the downturn – to mitigate sustainability risks, it

¹²⁴ For example, it was proposed that lump sum payments to individuals should be triggered automatically when the three-month-moving average of the unemployment rate increase by at least 0.5 percentage points relative to its low in the previous 12 months. See Sahm, C., “Direct stimulus payments to individuals”, in Boushey, H. et al, op. cit.

¹²⁵ However, Auerbach (2009) raised doubts about the usefulness of “ready-to-go” infrastructure projects, which would only be realised once the economy is heading towards a recession. Holding back necessary public investment might be sub-optimal for the economy. See Auerbach, A., “[Fiscal policy](#)”, Conference paper, Peterson Institute of International Economics, October 2017.

¹²⁶ See Braunschäg and Symansky op. cit.

¹²⁷ See Blanchard and Summers, op. cit.

¹²⁸ See Blanchard and Summers, op. cit.

¹²⁹ International Monetary Fund, “[Fiscal Monitor](#)”, April 2020.

is important that countries build up fiscal buffer in good economic times; and (iii) as these instruments are meant to be sizeable, they might de facto not be available for countries with high debt levels, facing difficulties in accessing financial markets.

Until recently only a few examples of asymmetric automatic fiscal stabilisers existed in practice. In the United States, the length of unemployment benefit payments automatically increases as soon as the unemployment rate exceeds a certain threshold. Also social payments in kind, such as food stamps, automatically rise once a threshold is hit.

During the COVID-19 crisis, most euro area countries relied, to a large extent, on quasi-automatic discretionary fiscal instruments, which closely resemble asymmetric automatic stabilisers. In particular, short-time work schemes as well as temporary tax deferrals and tax credits have been widely used.¹³⁰ Short-time work schemes involve compensation payments, in the form of subsidies or grants to firms, that are contingent on firms not laying off workers who may otherwise have been made temporarily redundant due to the economic crisis. The aim is to limit households' loss of income and firms' wage costs. Short-time work schemes already existed in several countries, notably in Germany, France and Belgium, although legislation was required for their activation and for the instrument to be stepped up.¹³¹ The scheme was newly introduced in several countries during the COVID-19 crisis. Tax deferrals and temporary VAT cuts have also been widely employed by most euro area countries.

6 Conclusions

In normal times automatic fiscal stabilisers play an important role for macroeconomic stabilisation in the euro area. According to ESCB estimates, automatic fiscal stabilisers are generally sizeable in the euro area, but vary significantly across Member States. They are particularly sizeable in some western European countries, which typically have in place more generous transfer schemes and a larger size of the government sector. In normal times they seem sufficient to cushion between 10% and 30% of an economic shock.

The effectiveness of automatic fiscal stabilisers in cushioning the economy is less apparent during the COVID-19 crisis, especially during the lockdown phase. Due to the massive economic downturn experienced by the euro area, and with monetary policy close to the effective lower bound, this gives cause to review the role of fiscal policy. So-called second generation automatic fiscal stabilisers could help deliver more timely, targeted and sizeable policy responses to preserve potential growth and avoid hysteresis effects. During the COVID-19 crisis, most euro area countries adopted measures aimed at protecting potential output by preserving those

¹³⁰ Estimates for the five largest euro area countries indicate that indeed a substantial share of employees is on short-time work or temporary lay-off, ranging from 45% of total employees in France to 21% in the Netherlands. See the boxes entitled “[Short-time work schemes and their effects on wages and disposable income](#)”, Economic Bulletin, Issue 4, ECB, Frankfurt am Main, 2020”, and “[A preliminary assessment of the impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2020.

¹³¹ The ESCB estimates for automatic stabilisers do not include the short-time work schemes, except in Germany.

economic structures expected to remain viable after the crisis. More specifically, authorities in some countries provided short-time work schemes to keep employees in their jobs and offered liquidity support to firms to prevent them from going out of business.

Looking ahead, there are strong arguments for efficient second generation automatic fiscal stabilisers to play a more prominent role. The institutionalisation of asymmetric automatic fiscal stabilisers – such as a statutory short-time work schemes – could provide for more macroeconomic stability without overburdening the government sector. However, such instruments would need to be well designed to ensure that incentive structures are in place. Moreover, to mitigate sustainability risk, it is important that all euro area countries build up fiscal buffer in good times.

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
2017	3,8	2,3	1,9	2,2	6,8	2,6	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,6	3,0	1,3	0,3	6,6	1,8	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2019	2,8	2,2	1,5	0,7	6,1	1,3	2,1	2,2	1,8	1,8	0,5	2,9	1,2
2019 III	0,7	0,6	0,5	0,0	1,4	0,3	1,9	2,2	1,8	1,8	0,3	2,9	1,0
IV	0,6	0,6	0,0	-1,8	1,3	0,1	1,9	2,1	2,0	1,4	0,5	4,3	1,0
2020 I	-3,4	-1,3	-2,2	-0,6	-10,0	-3,7	2,1	2,2	2,1	1,7	0,5	5,0	1,1
II	-	-9,1	-20,4	-7,9	11,5	-11,8	0,9	1,6	0,4	0,6	0,1	2,7	0,2
2020 mar.	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1	1,5	1,5	0,4	4,3	0,7
apr.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,6	0,3	0,8	0,1	3,3	0,3
maj	-	-	-	-	-	-	0,7	1,5	0,1	0,5	0,1	2,4	0,1
jun.	-	-	-	-	-	-	1,1	1,6	0,6	0,6	0,1	2,5	0,3
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	1,0	1,0	0,3	2,7	0,4
avg. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,2

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga 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
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,9	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,8	4,3	3,0	5,2
2019	51,7	52,5	50,2	50,5	51,8	51,3	50,3	52,2	48,8	-0,5	0,3	-1,1
2019 III	51,3	51,4	50,1	51,3	51,4	51,2	50,4	51,6	48,5	1,2	1,6	0,9
IV	51,3	51,9	49,5	49,2	52,6	50,7	51,3	51,3	49,5	-0,8	-2,9	0,6
2020 I	46,1	47,9	47,4	44,4	42,0	44,2	46,7	45,9	46,0	-2,7	-3,1	-2,4
II	37,9	37,3	30,5	31,5	52,6	31,3	40,6	36,9	35,0	-10,6	-11,1	-10,2
2020 mar.	41,0	40,9	36,0	36,2	46,7	29,7	46,2	39,2	44,0	-2,7	-3,1	-2,4
apr.	28,7	27,0	13,8	25,8	47,6	13,6	35,1	26,5	28,6	-5,4	-6,2	-4,9
maj	37,2	37,0	30,0	27,8	54,5	31,9	39,8	36,2	32,9	-8,8	-9,3	-8,5
jun.	47,7	47,9	47,7	40,8	55,7	48,5	47,0	48,0	43,6	-10,6	-11,1	-10,2
jul.	50,2	50,3	57,0	44,9	54,5	54,9	51,4	49,7	46,3	.	.	.
avg.	52,6	54,6	59,1	45,2	55,1	51,9	53,2	52,3	49,5	.	.	.

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 četrletni 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
	Eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) ²⁾	Depoziti čez noč (EONIA)	1-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (EURIBOR)	6-mesečni depoziti (EURIBOR)	12-mesečni depoziti (EURIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)	3-mesečni depoziti (LIBOR)
1	2	3	4	5	6	7	8	
2017	-	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,45	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019	-0,48	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22	2,33	-0,08
2020 feb.	-0,54	-0,45	-0,47	-0,41	-0,36	-0,29	1,68	-0,07
mar.	-0,53	-0,45	-0,48	-0,42	-0,36	-0,27	1,10	-0,09
apr.	-0,54	-0,45	-0,43	-0,25	-0,19	-0,11	1,09	-0,01
maj	-0,54	-0,46	-0,46	-0,27	-0,14	-0,08	0,40	-0,03
jun.	-0,55	-0,46	-0,49	-0,38	-0,22	-0,15	0,31	-0,05
jul.	-0,55	-0,46	-0,51	-0,44	-0,35	-0,28	0,27	-0,05
avg.	-0,55	-0,47	-0,52	-0,48	-0,43	-0,36	0,25	-0,05

Vir: Refinitiv in izračuni ECB.

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

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{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
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019	-0,68	-0,66	-0,62	-0,45	-0,14	0,52	0,34	0,24	-0,62	-0,52	-0,13	0,41
2020 feb.	-0,68	-0,74	-0,79	-0,78	-0,57	0,16	0,13	-0,06	-0,80	-0,85	-0,64	-0,13
mar.	-0,70	-0,69	-0,71	-0,67	-0,41	0,28	0,49	0,22	-0,70	-0,73	-0,48	0,09
apr.	-0,54	-0,61	-0,71	-0,72	-0,46	0,16	0,47	0,16	-0,72	-0,85	-0,51	0,01
maj	-0,57	-0,60	-0,63	-0,61	-0,36	0,24	0,48	0,14	-0,64	-0,69	-0,42	0,12
jun.	-0,57	-0,64	-0,69	-0,69	-0,45	0,19	0,50	0,14	-0,71	-0,77	-0,52	0,03
jul.	-0,58	-0,65	-0,71	-0,72	-0,49	0,16	0,42	0,07	-0,73	-0,80	-0,57	-0,04
avg.	-0,58	-0,62	-0,66	-0,63	-0,37	0,25	0,58	0,30	-0,68	-0,71	-0,43	0,15

Vir: Izračuni ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva									Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	14
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2
2019	373,6	3.435,2	731,7	270,8	721,5	324,4	155,8	650,9	528,2	322,0	294,2	772,7	2.915,5
2020 feb.	407,1	3.734,9	797,3	292,3	734,5	301,0	168,4	722,8	635,8	391,4	298,1	895,0	3.282,5
mar.	308,5	2.824,2	622,6	233,6	578,8	210,5	116,1	519,9	500,5	315,7	242,6	731,2	2.652,4
apr.	310,3	2.839,6	657,9	245,7	588,3	216,7	107,2	508,9	539,3	296,4	242,8	786,8	2.763,2
maj	322,1	2.909,3	678,1	251,2	601,3	219,9	109,3	539,7	576,8	307,1	249,9	829,2	2.919,6
jun.	353,9	3.237,4	733,8	270,5	656,5	236,6	124,7	604,7	637,2	341,5	264,2	866,9	3.104,7
jul.	362,0	3.316,3	773,2	271,5	666,9	226,7	125,9	617,5	681,3	358,0	262,7	877,5	3.207,6
avg.	361,8	3.297,7	785,5	278,3	666,1	225,5	123,8	641,3	677,3	355,8	253,6	841,5	3.391,7
													22.874,2

Vir: Refinitiv.

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	Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom	Stanovanjska posojila					Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja	
	Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev	Vezane		do 2 let			Po začethi fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov ³⁾	Po začetni fiksni obrestni meri				Letni odstotek stroškov ³⁾			
		1	2				5	6		7	8	9	10	11	12	13	14
2019 avg.	0,03	0,43	0,28	0,78	5,75	16,45	6,15	5,75	6,35	2,25	1,51	1,69	1,54	1,50	1,84	1,56	
sep.	0,03	0,43	0,27	0,78	5,82	16,46	5,65	5,61	6,17	2,22	1,46	1,65	1,49	1,44	1,77	1,48	
okt.	0,03	0,42	0,24	0,83	5,70	16,50	5,88	5,55	6,19	2,26	1,45	1,59	1,44	1,39	1,74	1,44	
nov.	0,03	0,42	0,23	0,73	5,61	16,49	5,36	5,53	6,26	2,21	1,43	1,59	1,61	1,48	1,80	1,47	
dec.	0,03	0,42	0,22	0,79	5,58	16,55	5,44	5,28	5,89	2,09	1,46	1,58	1,43	1,39	1,75	1,41	
2020 jan.	0,02	0,42	0,27	0,73	5,62	16,55	5,62	5,69	6,25	2,21	1,46	1,52	1,43	1,40	1,73	1,43	
feb.	0,02	0,36	0,32	0,70	5,63	16,60	5,56	5,58	6,15	2,20	1,43	1,54	1,38	1,36	1,71	1,41	
mar.	0,02	0,36	0,30	0,65	5,61	16,18	5,58	5,45	5,91	2,06	1,39	1,54	1,35	1,35	1,64	1,39	
apr.	0,02	0,36	0,22	0,73	5,39	16,06	3,71	5,50	5,58	1,99	1,30	1,54	1,36	1,44	1,67	1,44	
maj	0,02	0,36	0,23	0,70	5,27	16,06	4,22	5,30	5,67	1,83	1,47	1,58	1,40	1,41	1,70	1,42	
jun.	0,02	0,35	0,23	0,72	5,29	16,01	4,52	5,14	5,59	1,87	1,44	1,64	1,38	1,39	1,68	1,42	
jul. ^(p)	0,02	0,35	0,22	0,71	5,17	15,92	4,86	5,26	5,72	2,00	1,43	1,58	1,34	1,38	1,67	1,40	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Leta odstotna stopnja stroškov.

2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{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 izposo- janja		
	do 2 let	Vezane		nad 2 leti		do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR						
		1	2			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2019 avg.	0,03	-0,04	0,54	2,08	2,07	2,36	2,19	1,64	1,59	1,53	1,06	1,32	1,40	1,52				
sep.	0,03	-0,05	0,88	2,16	2,03	2,25	2,15	1,61	1,51	1,45	1,10	1,26	1,29	1,54				
okt.	0,02	-0,03	0,43	2,08	2,01	2,41	2,11	1,61	1,54	1,40	1,14	1,40	1,27	1,56				
nov.	0,02	-0,04	0,39	2,06	2,02	2,36	2,13	1,59	1,55	1,41	1,14	1,34	1,29	1,55				
dec.	0,01	0,00	0,42	2,09	2,00	2,28	2,08	1,58	1,54	1,39	1,26	1,21	1,37	1,56				
2020 jan.	0,01	-0,06	0,34	2,09	2,17	2,31	2,10	1,63	1,57	1,44	1,11	1,25	1,28	1,55				
feb.	0,00	-0,12	0,33	2,07	1,99	2,29	2,11	1,57	1,54	1,41	1,11	1,22	1,25	1,52				
mar.	0,00	-0,08	0,25	2,00	1,90	2,17	1,97	1,57	1,52	1,47	1,14	1,10	1,18	1,46				
apr.	0,00	-0,06	0,31	1,99	2,00	1,17	1,70	1,61	0,93	1,48	1,22	1,12	1,26	1,47				
maj	0,00	-0,10	0,39	1,91	1,87	1,22	1,62	1,54	0,87	1,56	1,23	1,07	1,31	1,46				
jun.	0,00	-0,12	0,33	1,96	1,87	1,51	1,79	1,55	1,15	1,50	1,23	1,17	1,42	1,49				
jul. ^(p)	0,00	-0,18	0,27	1,87	1,96	1,84	1,87	1,60	1,31	1,51	1,23	1,17	1,38	1,51				

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje 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														
2017	1 240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1 217	504	170	.	72	424	47	389	171	66	.	41	76	35
2019	1 283	550	181	.	84	406	61	415	177	80	.	47	73	38
2020 jan.	1 368	598	177	.	99	422	73	507	208	84	.	56	100	57
feb.	1 371	601	178	.	103	415	74	416	173	89	.	47	69	37
mar.	1 368	546	182	.	103	450	86	407	111	86	.	46	103	61
apr.	1 477	527	185	.	117	537	111	552	150	88	.	65	171	78
maj	1 593	521	183	.	129	617	144	544	162	81	.	60	159	81
jun.	1 668	535	187	.	119	673	153	505	191	78	.	46	139	50
Dolgoročne														
2017	15.353	3.560	3.059	.	1.223	6.866	643	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.745	3.688	3.161	.	1.247	7.022	627	228	64	68	.	15	75	6
2019	16.312	3.818	3.397	.	1.321	7.151	626	247	69	74	.	20	78	7
2020 jan.	16.400	3.855	3.408	.	1.325	7.188	625	322	118	68	.	16	110	10
feb.	16.487	3.866	3.408	.	1.338	7.244	630	265	72	60	.	22	101	10
mar.	16.514	3.845	3.422	.	1.335	7.276	636	250	58	67	.	16	91	19
apr.	16.706	3.942	3.417	.	1.373	7.326	648	459	135	69	.	54	180	20
maj	16.875	3.944	3.413	.	1.406	7.449	663	341	58	50	.	50	164	19
jun.	17.096	3.967	3.445	.	1.435	7.575	675	414	96	86	.	38	176	19

Vir: ECB.

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Nefinančne družbe			
		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			
Stanje													
2017	16.593,1	4.079,8	3.214,5	.	1.293,2	7.304,7	700,9	7.963,3	612,5	1.258,3	6.092,6		
2018	16.962,1	4.192,8	3.331,2	.	1.318,8	7.445,8	673,5	7.033,1	465,0	1.108,9	5.459,2		
2019	17.595,1	4.368,1	3.578,0	.	1.405,3	7.557,2	686,5	8.595,6	546,0	1.410,7	6.638,8		
2020 jan.	17.768,8	4.452,4	3.585,3	.	1.424,0	7.609,8	697,4	8.478,3	525,3	1.391,5	6.561,6		
feb.	17.857,9	4.466,9	3.586,4	.	1.441,8	7.659,1	703,7	7.754,9	488,4	1.238,7	6.027,8		
mar.	17.881,8	4.391,5	3.603,8	.	1.438,7	7.725,9	721,9	6.448,6	333,9	975,0	5.139,7		
apr.	18.182,4	4.469,0	3.601,2	.	1.489,9	7.863,6	758,7	6.971,3	343,3	1.081,6	5.546,4		
maj	18.468,8	4.465,1	3.595,3	.	1.534,9	8.066,2	807,3	7.278,3	362,9	1.115,6	5.799,7		
jun.	18.763,5	4.501,3	3.632,2	.	1.553,5	8.248,1	828,4	7.515,4	392,0	1.170,8	5.952,6		
Stopnja rasti													
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,0	2,2	0,4	1,0	6,1	2,8	0,2		
2018	1,9	1,7	3,0	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	0,3	2,4	0,4		
2019	3,1	3,8	5,0	.	5,6	1,5	1,8	0,0	0,5	0,0	0,0		
2020 jan.	3,1	4,1	4,7	.	5,7	1,4	2,0	0,0	0,5	0,0	0,0		
feb.	3,0	3,6	4,6	.	6,0	1,5	2,4	0,0	0,5	-0,1	0,0		
mar.	2,7	1,7	4,2	.	4,2	2,1	3,6	0,0	0,1	0,0	0,0		
apr.	4,4	3,4	4,5	.	6,9	4,2	7,7	0,0	0,1	0,0	0,0		
maj	5,8	3,1	4,0	.	10,2	6,5	16,3	0,0	0,0	0,1	0,0		
jun.	7,2	4,3	4,3	.	11,8	8,3	20,1	0,1	-0,2	0,1	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	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2017	97,5	93,5	92,4	89,0	80,3	94,2	112,4	91,9
2018	100,0	95,7	93,9	90,4	80,6	95,5	117,3	95,1
2019	98,2	93,3	92,2	88,6	78,8	92,9	115,5	92,4
2019 III	98,5	93,5	92,3	88,8	79,1	93,2	115,6	92,5
IV	97,7	92,4	91,8	88,2	78,0	92,0	114,9	91,4
2020 I	97,5	91,8	91,6	88,0	77,9	92,9	115,2	91,2
II	98,8	93,2	92,7	-	-	-	118,1	93,4
2020 mar.	99,0	93,1	92,8	-	-	-	117,8	93,1
apr.	98,2	92,7	92,4	-	-	-	117,5	93,1
maj	98,4	92,8	92,1	-	-	-	117,6	93,0
jun.	99,8	94,0	93,6	-	-	-	119,1	94,1
jul.	100,5	94,6	94,1	-	-	-	120,3	94,9
avg.	101,6	95,0	95,0	-	-	-	122,4	96,0
% sprememba glede na predhodni mesec								
2020 avg.	1,1	0,5	1,0	-	-	-	1,7	1,1
% sprememba glede na predhodno leto								
2020 avg.	2,7	1,2	2,6	-	-	-	5,3	3,2

Vir: ECB.

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvaška kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2019	7,735	7,418	25,670	7,466	325,297	122,006	4,298	0,878	4,7453	10,589	1,112	1,119
2019 III	7,800	7,394	25,734	7,463	328,099	119,323	4,318	0,902	4,7314	10,662	1,096	1,112
IV	7,801	7,439	25,577	7,471	331,933	120,323	4,287	0,861	4,7666	10,652	1,096	1,107
2020 I	7,696	7,490	25,631	7,472	339,137	120,097	4,324	0,862	4,7973	10,669	1,067	1,103
II	7,808	7,578	27,058	7,458	351,582	118,410	4,503	0,887	4,8378	10,651	1,061	1,101
2020 mar.	7,768	7,571	26,575	7,470	345,682	118,897	4,441	0,895	4,8282	10,875	1,059	1,106
apr.	7,686	7,593	27,262	7,462	356,688	116,970	4,544	0,875	4,8371	10,884	1,054	1,086
maj	7,748	7,575	27,269	7,458	350,762	116,867	4,525	0,887	4,8371	10,597	1,057	1,090
jun.	7,973	7,568	26,681	7,455	347,686	121,120	4,445	0,899	4,8392	10,487	1,071	1,125
jul.	8,035	7,530	26,514	7,447	351,163	122,380	4,449	0,905	4,8383	10,354	1,071	1,146
avg.	8,195	7,508	26,167	7,446	348,928	125,404	4,400	0,901	4,8376	10,309	1,077	1,183
% sprememba glede na predhodni mesec												
2020 avg.	2,0	-0,3	-1,3	0,0	-0,6	2,5	-1,1	-0,4	0,0	-0,4	0,5	3,2
% sprememba glede na predhodno leto												
2020 avg.	4,3	1,6	1,4	-0,2	6,7	6,1	1,2	-1,6	2,3	-4,0	-1,1	6,3

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			
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Saldo (stanje mednarodnih naložb)													
2019	II	26.677,5	27.027,6	-350,1	10.948,6	9.055,7	9.193,8	11.378,6	-75,5	5.839,8	6.593,3	770,8	14.786,3
	III	27.833,8	27.966,7	-132,9	11.345,4	9.372,2	9.646,7	11.849,4	-91,0	6.105,8	6.745,1	827,0	15.131,5
	IV	27.565,7	27.645,3	-79,5	11.214,8	9.334,5	9.908,2	11.943,4	-48,4	5.677,6	6.367,4	813,6	14.541,2
2020	I	27.220,8	27.363,4	-142,6	11.065,8	9.307,4	8.900,1	11.058,9	-71,2	6.459,7	6.997,0	866,3	15.316,9
Saldo kot odstotek BDP													
2020 I		228,7	229,9	-1,2	93,0	78,2	74,8	92,9	-0,6	54,3	58,8	7,3	128,7
Transakcije													
2019	III	492,1	382,6	109,5	180,8	150,9	149,2	191,5	4,2	157,8	40,2	0,1	-
	IV	-295,7	-375,7	80,0	-82,4	-49,4	145,0	0,9	-5,5	-350,3	-327,2	-2,5	-
2020	I	587,7	563,6	24,1	-41,7	-62,3	-144,9	50,6	42,2	728,6	575,3	3,4	-
	II	199,3	149,5	49,8	115,5	158,5	364,6	195,9	28,9	-312,9	-204,9	3,3	-
2020	jan.	415,9	425,4	-9,6	7,2	-8,0	61,7	114,9	16,4	329,5	318,5	1,0	-
	feb.	188,4	162,3	26,2	15,2	-4,2	9,4	40,6	16,9	148,1	125,8	-1,1	-
	mar.	-16,5	-24,1	7,6	-64,1	-50,1	-216,0	-104,9	8,9	251,1	131,0	3,6	-
	apr.	111,8	118,3	-6,5	-6,1	6,6	161,4	10,2	4,0	-49,1	101,5	1,7	-
	maj	152,1	144,0	8,1	131,8	151,4	99,1	70,8	3,5	-83,9	-78,2	1,7	-
	jun.	-64,6	-112,8	48,2	-10,3	0,5	104,1	114,9	21,5	-179,9	-228,3	-0,1	-
Skupne 12-mesečne transakcije													
2020	jun.	983,5	720,0	263,4	172,2	197,8	513,9	438,8	69,8	223,2	83,4	4,3	-
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP													
2020	jun.	8,5	6,2	2,3	1,5	1,7	4,5	3,8	0,6	1,9	0,7	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⁾	Skupaj	Izvoz ¹⁾
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina	9	10
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2017	11.221,4	10.733,1	6.043,2	2.301,2	2.313,8	1.100,8	716,5	490,0	75,0	488,2	5.300,8
2018	11.583,7	11.110,1	6.221,8	2.368,4	2.430,7	1.176,4	748,9	498,7	89,2	473,6	5.569,2
2019	11.934,2	11.488,8	6.378,4	2.452,8	2.626,2	1.258,1	775,8	585,0	31,3	445,4	5.751,7
2019 III	2.994,8	2.861,2	1.600,6	616,5	641,1	316,5	194,8	128,0	3,1	133,6	1.446,9
IV	3.014,2	2.905,2	1.607,2	620,8	678,9	317,4	193,9	165,8	-1,7	109,0	1.449,6
2020 I	2.918,0	2.819,2	1.539,5	624,4	649,4	312,0	175,1	160,4	5,9	98,8	1.387,1
II	2.598,7	2.515,9	1.348,9	621,8	542,4	273,7	141,0	125,8	2,9	82,8	1.108,5
<i>Odstotek BDP</i>											
2019	100,0	96,3	53,4	20,6	22,0	10,5	6,5	4,9	0,3	3,7	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>											
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>											
2019 III	0,3	-1,0	0,4	0,6	-5,1	0,7	-0,6	-21,3	-	-	0,6
IV	0,1	1,1	0,1	0,3	5,7	-0,3	-0,5	29,6	-	-	0,0
2020 I	-3,7	-3,4	-4,5	-0,7	-5,2	-2,3	-10,0	-4,9	-	-	-3,9
II	-11,8	-11,2	-12,4	-2,6	-17,0	-12,5	-19,6	-23,1	-	-	-18,8
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>											
2017	2,6	2,3	1,8	1,1	3,8	3,4	5,2	2,6	-	-	5,5
2018	1,8	1,8	1,5	1,1	3,1	3,5	3,8	1,0	-	-	3,6
2019	1,3	1,9	1,3	1,8	5,7	3,4	2,2	16,3	-	-	2,5
2019 III	1,4	1,4	1,5	2,1	3,3	3,4	1,7	5,4	-	-	2,8
IV	1,0	1,4	1,2	1,9	5,0	2,0	0,6	17,1	-	-	1,8
2020 I	-3,2	-1,7	-3,8	0,6	1,2	-2,3	-10,4	27,7	-	-	-3,1
II	-14,7	-14,1	-15,9	-2,5	-21,1	-14,2	-28,5	-25,5	-	-	-21,5
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2019 III	0,3	-1,0	0,2	0,1	-1,1	0,1	0,0	-1,2	-0,2	1,3	-
IV	0,1	1,0	0,1	0,1	1,2	0,0	0,0	1,3	-0,3	-1,0	-
2020 I	-3,7	-3,3	-2,4	-0,1	-1,2	-0,2	-0,6	-0,3	0,5	-0,5	-
II	-11,8	-10,8	-6,6	-0,6	-3,8	-1,3	-1,2	-1,3	0,1	-0,9	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>											
2017	2,6	2,2	1,0	0,2	0,8	0,3	0,3	0,1	0,3	0,4	-
2018	1,8	1,7	0,8	0,2	0,6	0,3	0,2	0,0	0,0	0,2	-
2019	1,3	1,8	0,7	0,4	1,2	0,3	0,1	0,7	-0,5	-0,5	-
2019 III	1,4	1,3	0,8	0,4	0,7	0,3	0,1	0,2	-0,6	0,1	-
IV	1,0	1,4	0,7	0,4	1,1	0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,4	-
2020 I	-3,2	-1,6	-2,0	0,1	0,3	-0,2	-0,7	1,2	0,0	-1,6	-
II	-14,7	-13,7	-8,5	-0,5	-4,8	-1,5	-1,9	-1,4	0,1	-1,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2017	10.060,3	176,1	2.003,9	501,7	1.909,5	470,0	464,6	1.135,8	1.147,9	1.899,8	350,9	1.161,1
2018	10.380,0	175,2	2.050,4	532,0	1.967,9	498,1	471,5	1.170,1	1.201,5	1.957,4	355,8	1.203,7
2019	10.692,5	178,4	2.061,7	574,7	2.030,4	526,7	479,7	1.208,1	1.246,9	2.020,1	365,8	1.241,7
2019 III	2.683,1	44,7	516,1	144,9	509,6	132,7	120,5	302,7	313,1	506,8	91,9	311,7
IV	2.701,1	45,1	518,3	146,4	511,8	134,0	120,9	306,1	314,9	511,3	92,4	313,1
2020 I	2.624,9	45,0	497,7	143,1	480,2	132,1	121,4	304,3	304,0	510,6	86,5	293,1
II	2.343,2	44,7	429,0	126,5	382,0	126,5	117,3	299,6	256,5	493,3	67,6	255,5
Odstotek dodane vrednosti												
2019	100,0	1,7	19,3	5,4	19,0	4,9	4,5	11,3	11,7	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtekletne spremembe v odstotkih												
2019 III	0,3	0,2	0,1	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,2	0,2	0,5	0,7
IV	0,0	0,8	-0,7	0,0	0,0	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	-0,3	0,2
2020 I	-3,4	-1,4	-4,1	-3,1	-6,4	-1,3	-0,7	-0,8	-3,6	-2,1	-6,8	-6,4
II	-11,9	-2,4	-14,3	-12,8	-20,8	-4,4	-1,8	-2,2	-16,3	-7,2	-22,0	-11,0
Medletne spremembe v odstotkih												
2017	2,6	0,4	3,4	2,6	2,8	6,4	1,3	0,9	5,1	1,1	1,7	2,4
2018	1,9	-0,5	1,6	2,8	2,1	6,0	0,8	1,3	3,2	1,0	0,7	1,4
2019	1,2	0,2	-1,0	3,1	1,8	4,3	2,1	1,4	1,6	1,1	1,8	1,6
2019 III	1,3	0,6	-0,8	3,2	1,9	4,5	2,3	1,4	1,8	1,2	2,3	2,0
IV	0,9	0,5	-1,4	1,6	1,5	4,0	2,3	1,6	0,8	1,1	1,5	1,8
2020 I	-3,0	-0,8	-5,1	-2,8	-6,1	1,6	0,9	0,3	-3,0	-1,4	-6,2	-5,4
II	-14,6	-2,7	-18,3	-15,1	-25,6	-5,0	-1,8	-2,2	-19,1	-8,6	-27,1	-16,0
Prispevki k četrtekletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2019 III	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2020 I	-3,4	0,0	-0,8	-0,2	-1,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2	-
II	-11,9	0,0	-2,7	-0,7	-3,8	-0,2	-0,1	-0,3	-1,9	-1,4	-0,7	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2017	2,6	0,0	0,7	0,1	0,5	0,3	0,1	0,1	0,6	0,2	0,1	-
2018	1,9	0,0	0,3	0,1	0,4	0,3	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2019	1,2	0,0	-0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2019 III	1,3	0,0	-0,2	0,2	0,4	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
IV	0,9	0,0	-0,3	0,1	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-
2020 I	-3,0	0,0	-1,0	-0,2	-1,2	0,1	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,2	-
II	-14,6	0,0	-3,5	-0,8	-4,9	-0,2	-0,1	-0,2	-2,2	-1,6	-0,9	-

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>														
2017	100,0	85,6	14,4	3,2	14,6	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,3	6,9	
2018	100,0	85,8	14,2	3,1	14,6	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,2	6,8	
2019	100,0	86,0	14,0	3,0	14,6	6,1	24,9	2,9	2,4	1,0	14,0	24,3	6,8	
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2017	1,6	2,0	-0,6	-0,5	1,1	1,5	1,8	3,4	-1,5	1,8	3,7	1,1	1,1	
2018	1,5	1,8	-0,1	-0,4	1,5	2,4	1,4	3,6	-1,0	1,8	2,8	1,2	0,4	
2019	1,2	1,5	-0,1	-1,8	0,8	2,4	1,3	3,7	-0,4	1,1	1,4	1,5	0,7	
2019 III	1,2	1,4	-0,4	-1,9	0,7	2,1	1,1	3,5	-0,3	0,7	1,3	1,5	0,9	
IV	1,1	1,3	-0,6	-1,7	0,3	1,6	1,3	2,8	0,2	0,0	1,2	1,4	0,9	
2020 I	0,4	0,7	-1,3	-3,6	-0,3	1,5	0,3	2,4	0,0	-0,4	0,3	1,3	-0,2	
II	-2,9	-3,0	-2,3	-4,7	-2,2	-0,8	-5,9	-0,1	-1,8	-2,1	-4,0	0,3	-5,5	
<i>Opravljenih delovnih ure</i>														
<i>v odstotkih</i>														
2017	100,0	80,7	19,3	4,3	15,1	6,7	25,8	3,0	2,5	1,0	13,6	21,8	6,2	
2018	100,0	81,0	19,0	4,2	15,0	6,8	25,7	3,0	2,5	1,0	13,8	21,8	6,2	
2019	100,0	81,3	18,7	4,1	14,9	6,8	25,7	3,1	2,4	1,0	13,8	21,9	6,1	
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2017	1,1	1,6	-1,0	-1,0	0,7	1,3	1,2	3,2	-2,0	1,5	3,5	0,5	0,5	
2018	1,4	1,8	-0,2	0,4	1,2	2,8	1,1	3,3	-1,1	2,5	2,8	1,3	0,4	
2019	1,1	1,4	-0,4	-1,4	0,4	2,0	1,0	2,8	-0,1	1,0	1,3	1,8	0,7	
2019 III	1,0	1,4	-0,8	-1,8	0,4	1,5	0,8	2,7	0,2	1,2	1,1	2,0	0,8	
IV	0,8	1,2	-0,6	-0,9	-0,4	0,6	1,0	2,0	0,3	0,9	1,1	1,6	1,1	
2020 I	-3,7	-2,8	-7,5	-4,0	-4,2	-4,3	-5,8	0,5	-2,5	-5,1	-2,4	-0,9	-8,0	
II	-16,2	-15,1	-21,0	-7,3	-15,8	-17,7	-27,1	-5,2	-4,9	-11,1	-16,5	-5,4	-24,4	
<i>Opravljenih delovnih ure na zaposlenega</i>														
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2017	-0,5	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	-0,3	-0,2	-0,7	-0,6	
2018	-0,1	0,0	-0,1	0,8	-0,3	0,4	-0,3	-0,3	-0,2	0,7	0,0	0,0	0,0	
2019	-0,1	0,0	-0,2	0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	0,3	-0,2	-0,1	0,3	0,0	
2019 III	-0,1	0,0	-0,4	0,1	-0,3	-0,6	-0,3	-0,8	0,4	0,5	-0,2	0,4	0,0	
IV	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,7	-1,0	-0,3	-0,8	0,1	1,0	-0,1	0,2	0,2	
2020 I	-4,1	-3,5	-6,3	-0,4	-3,9	-5,7	-6,1	-1,9	-2,4	-4,7	-2,7	-2,1	-7,8	
II	-13,7	-12,5	-19,1	-2,7	-14,0	-17,0	-22,5	-5,1	-3,1	-9,2	-13,0	-5,7	-20,0	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih	Pod- zaposlenost v odstotkih	Brezposelnost ¹⁾												Stopnja prostih delovnih mest ³⁾	
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ²⁾	Po starosti				Po spolu				
		V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8				
2017	161,860	4,1	14,585	9,0	4,4	11,946	8,1	2,640	18,6	7,556	8,7	7,029	9,4	1,9	
2018	162,485	3,7	13,211	8,1	3,8	10,823	7,3	2,388	16,8	6,809	7,8	6,402	8,5	2,1	
2019	163,297	3,5	12,268	7,5	3,3	10,030	6,7	2,238	15,6	6,291	7,2	5,977	7,9	2,3	
2019 III	163,039	3,5	12,171	7,5	3,2	9,942	6,7	2,229	15,5	6,282	7,2	5,890	7,8	2,2	
IV	163,675	3,4	12,010	7,3	3,2	9,787	6,6	2,222	15,5	6,130	7,0	5,880	7,7	2,2	
2020 I	162,865	3,4	11,846	7,3	.	9,609	6,5	2,237	15,6	6,021	6,9	5,826	7,7	1,9	
II	.	.	12,167	7,5	.	9,902	6,7	2,265	16,8	6,327	7,3	5,840	7,8	.	
2020 feb.	-	-	11,955	7,3	-	9,753	6,5	2,202	15,3	6,059	6,9	5,896	7,7	-	
mar.	-	-	11,835	7,2	-	9,669	6,5	2,166	15,4	6,050	6,9	5,784	7,6	-	
apr.	-	-	11,942	7,4	-	9,693	6,5	2,249	16,4	6,230	7,2	5,712	7,6	-	
maj	-	-	12,110	7,5	-	9,874	6,7	2,236	16,7	6,286	7,3	5,824	7,8	-	
jun.	-	-	12,449	7,7	-	10,140	6,9	2,309	17,2	6,465	7,5	5,984	8,0	-	
jul.	-	-	12,793	7,9	-	10,455	7,1	2,338	17,3	6,601	7,6	6,192	8,3	-	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov					
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva						
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0					
Medletne spremembe v odstotkih																		
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,4	1,1	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	0,8	5,6					
2018	0,7	0,9	0,6	1,1	1,4	-1,5	1,7	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,9					
2019	-1,3	-1,3	-2,4	-1,8	1,5	-1,9	2,0	-4,3	2,3	0,9	3,6	0,8	1,8					
2019 III	-1,6	-1,5	-3,2	-1,1	0,4	-1,9	1,2	-4,7	2,7	0,9	4,2	1,3	0,6					
IV	-2,0	-2,1	-3,8	-2,8	2,0	-2,5	0,0	-5,8	2,0	0,6	3,5	-0,7	12,5					
2020 I	-6,1	-6,1	-5,4	-10,2	-0,7	-5,6	-3,6	-6,5	-1,3	4,8	-4,7	-10,1	-27,3					
II	-20,3	-21,5	-19,7	-28,2	-13,6	-10,5	-13,6	-26,6	-6,8	3,0	-11,3	-29,4	-50,8					
2020 feb.	-2,1	-1,9	-0,8	-4,3	1,0	-3,0	-0,1	-1,4	2,6	4,0	2,2	-2,0	-6,3					
mar.	-13,5	-14,3	-12,6	-22,6	-3,8	-6,3	-16,4	-16,6	-8,1	9,1	-18,7	-27,2	-60,3					
apr.	-28,6	-30,2	-26,7	-41,1	-18,6	-13,3	-31,0	-37,2	-19,3	2,1	-32,2	-47,8	-79,6					
maj	-20,4	-21,6	-19,6	-28,0	-14,7	-10,3	-10,5	-28,4	-2,6	5,9	-5,9	-27,0	-48,6					
jun.	-12,3	-12,9	-13,1	-15,9	-7,7	-7,6	-5,9	-13,9	1,3	1,1	3,7	-14,2	-27,9					
jul.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,4	1,5	0,5	-10,8	.					
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																		
2020 feb.	-0,1	0,0	0,8	-2,2	0,4	0,2	-0,8	-1,3	0,7	2,5	-0,3	-1,4	1,3					
mar.	-11,8	-12,8	-11,7	-18,0	-5,7	-3,3	-15,0	-14,7	-10,4	5,3	-20,0	-26,3	-57,4					
apr.	-18,0	-19,5	-16,8	-26,3	-13,1	-5,9	-18,2	-24,2	-12,0	-5,8	-16,6	-28,6	-45,7					
maj	12,3	13,4	9,7	26,0	6,1	3,0	29,4	11,9	20,6	2,8	38,6	38,2	139,9					
jun.	9,1	10,0	6,7	14,2	5,6	2,6	4,0	20,1	5,3	-3,2	11,8	19,3	41,0					
jul.	.	.	.	.	.	.	.	-1,3	0,0	-2,9	4,3	.						

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)							Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)				
	Kazalnik zaupanja v industriji	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	Poslovanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2015	98,7	-5,2	80,6	-11,7	-15,4	-8,6	7,3	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2017	110,4	5,7	83,1	-5,4	-3,0	2,3	14,7	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,5	6,7	83,7	-4,9	7,0	1,3	15,2	90,4	54,9	54,7	54,5	54,6
2019	103,1	-5,1	81,9	-7,1	6,4	-0,4	10,7	90,5	47,4	47,8	52,7	51,3
2019 III	102,0	-7,1	81,4	-6,8	5,1	0,0	9,7	90,4	46,4	47,0	52,8	51,2
IV	100,6	-9,2	80,9	-7,7	4,9	-0,1	9,8	90,2	46,4	46,7	52,3	50,7
2020 I	100,0	-8,1	74,6	-8,8	3,4	-3,0	6,6	88,0	47,2	45,1	43,9	44,2
II	69,4	-27,2	70,2	-18,5	-14,9	-26,4	-39,2	85,6	40,1	34,2	30,3	31,3
2020 mar.	94,1	-11,2	-	-11,6	-1,0	-8,6	-2,3	-	44,5	38,5	26,4	29,7
apr.	64,9	-32,5	68,3	-22,0	-16,1	-30,1	-38,6	85,7	33,4	18,1	12,0	13,6
maj	67,5	-27,5	-	-18,8	-17,5	-29,8	-43,6	-	39,4	35,6	30,5	31,9
jun.	75,8	-21,6	-	-14,7	-11,3	-19,4	-35,5	-	47,4	48,9	48,3	48,5
jul.	82,4	-16,2	72,1	-15,0	-11,4	-15,1	-26,2	85,6	51,8	55,3	54,7	54,9
avg.	87,7	-12,7	-	-14,7	-11,8	-10,5	-17,2	-	51,7	55,6	50,5	51,9

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

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

Stopnja varčevanja (bruto)	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka ¹⁾	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	
2017	12,1	93,9	1,5	2,3	5,1	4,7	4,7	34,1	7,3	77,5	4,6	8,7	3,1
2018	12,5	93,5	1,8	2,0	6,8	2,5	4,5	34,3	6,0	77,5	2,2	6,9	1,5
2019	13,2	93,8	1,9	2,6	4,8	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	4,0	1,7
2019 II	13,1	93,3	2,4	2,4	4,7	4,0	3,9	33,9	6,1	78,2	1,5	18,6	1,2
III	13,3	93,4	2,4	2,5	4,1	4,5	3,6	33,7	6,2	79,0	1,7	-0,8	1,3
IV	13,2	93,8	0,8	2,6	3,1	5,4	3,6	33,6	6,3	77,5	2,2	-6,9	1,7
2020 I	14,1	93,6	0,6	2,7	-1,7	2,8	4,0	32,6	5,2	79,0	2,1	1,7	1,8

Viri: ECB in Eurostat.

1) Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrletij (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 poslovnem računovodstvu.

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

3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2019 III	1.089,0	996,1	92,9	604,3	519,6	251,2	222,3	205,2	184,8	28,3	69,4	9,8	7,8
IV	1.089,2	1.010,5	78,7	609,2	519,7	252,9	247,8	198,0	180,1	29,2	62,9	16,5	18,7
2020 I	1.050,0	1.000,7	49,3	585,8	498,2	241,8	257,8	193,2	180,8	29,3	63,8	10,8	10,8
II	860,7	814,9	45,9	473,3	414,0	194,0	181,4	166,2	151,9	27,3	67,6	10,7	8,7
2020 jan.	364,0	350,5	13,4	201,6	174,4	84,9	88,9	67,3	61,3	10,2	25,9	2,9	3,3
feb.	362,6	339,9	22,7	200,8	171,2	84,2	90,0	67,5	60,2	10,1	18,5	3,8	3,3
mar.	323,5	310,3	13,2	183,4	152,6	72,7	78,9	58,5	59,3	8,9	19,5	4,1	4,3
apr.	275,8	261,8	13,9	144,9	131,4	63,1	58,9	58,2	50,3	9,5	21,3	4,0	3,6
maj	283,8	272,5	11,3	157,0	136,4	64,6	60,5	53,8	49,0	8,4	26,6	3,4	2,3
jun.	301,2	280,5	20,7	171,4	146,2	66,3	62,0	54,1	52,6	9,4	19,7	3,3	2,8
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2020 jun.	4 089,0	3 822,2	266,8	2 272,5	1 951,5	939,8	909,2	762,5	697,7	114,1	263,7	47,7	46,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2020 jun.	35,5	33,2	2,3	19,7	16,9	8,2	7,9	6,6	6,1	1,0	2,3	0,4	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	Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)	
2019 III	3,3	0,5	586,5	279,3	117,9	177,9	489,1	531,7	298,3	88,0	137,3	388,2	60,2		
IV	2,2	-2,1	591,9	276,5	125,1	179,0	496,6	525,7	291,3	86,4	138,5	385,2	60,7		
2020 I	-1,7	-4,2	577,3	275,1	115,3	175,5	480,4	506,8	283,4	82,3	133,5	369,7	56,7		
II	-23,5	-21,7	447,9				369,4	421,3				317,8			
2020 jan.	0,2	-0,6	196,8	93,5	39,0	60,1	164,7	177,7	100,1	28,7	46,1	129,0	22,3		
feb.	1,2	-1,7	198,2	93,1	41,0	61,0	166,3	172,8	97,1	27,0	46,1	126,8	20,0		
mar.	-6,0	-10,2	182,3	88,5	35,3	54,4	149,4	156,3	86,3	26,5	41,3	113,9	14,4		
apr.	-30,0	-25,4	136,1	69,4	26,3	37,4	109,6	135,1	72,1	24,6	36,0	99,5	7,8		
maj	-29,9	-26,8	147,7	71,7	28,6	44,3	123,3	139,1	71,6	25,2	39,7	106,8	7,8		
jun.	-10,0	-12,3	164,2				136,5	147,0				111,5			
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2019 III	1,0	1,5	106,9	109,4	103,4	106,3	106,2	109,9	108,5	111,4	113,2	112,0	96,7		
IV	0,0	-1,8	107,2	108,4	108,3	105,8	107,1	107,4	105,5	105,6	112,9	109,9	96,4		
2020 I	-4,1	-5,0	103,6	106,7	100,0	102,3	102,3	103,7	103,4	99,7	108,4	104,7	98,9		
II															
2019 dec.	2,1	-0,9	106,3	107,7	106,6	104,1	105,6	105,7	104,2	101,1	111,2	107,7	99,2		
2020 jan.	-2,8	-3,6	105,5	107,7	101,3	105,2	105,0	107,1	106,2	105,4	111,4	109,3	102,0		
feb.	-1,3	-2,1	106,9	108,1	107,3	106,9	106,6	106,8	106,3	100,2	113,4	109,2	101,1		
mar.	-7,8	-9,1	98,5	104,2	91,3	94,8	95,3	97,3	97,7	93,5	100,4	95,7	93,6		
apr.	-30,0	-20,3	74,5	82,4	67,6	67,0	70,4	88,2	88,4	87,9	88,4	84,6	82,9		
maj	-29,5	-21,3	81,1	85,4	75,5	78,9	79,4	91,6	88,7	92,5	97,2	91,6	79,6		

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

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjačo se sestavo euroobmočja.

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

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

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾										Gradbe- ništvo ²⁾	Cene stanovanj ³⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ³⁾			
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov													
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo				Ener- genti							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
% od skupaj v letu 2015	100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,4	4,7			
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,5	4,8	4,1			
2019	104,7	0,7	0,6	0,7	0,1	1,5	1,0	1,1	0,8	-0,1	1,9	4,2	4,6			
2019 II	104,2	-0,6	0,0	0,5	-0,4	1,5	1,0	1,2	0,8	-4,3	1,1	4,0	4,3			
IV	104,4	-1,2	0,0	0,4	-1,2	1,4	1,7	2,4	0,7	-5,9	1,7	4,3	4,3			
2020 I	103,8	-1,5	0,0	0,4	-1,4	1,2	2,3	3,4	0,6	-7,3	1,4	4,9	.			
II	100,2	-4,4	-3,0	-0,4	-2,6	1,0	1,1	1,5	0,6	-15,5	.	.	.			
2020 feb.	104,1	-1,3	0,3	0,5	-1,1	1,2	2,3	3,4	0,7	-6,6	-	-	-			
mar.	102,5	-2,8	-1,4	0,2	-1,9	1,1	2,3	3,5	0,6	-11,1	-	-	-			
apr.	100,4	-4,5	-3,1	-0,3	-2,6	1,1	1,7	2,5	0,6	-16,5	-	-	-			
maj	99,8	-5,0	-3,5	-0,6	-2,9	0,9	1,0	1,3	0,5	-17,2	-	-	-			
jun.	100,5	-3,7	-2,3	-0,5	-2,5	1,1	0,7	0,8	0,6	-12,8	-	-	-			
jul.	101,1	-3,3	-2,1	-0,4	-2,0	0,9	0,6	0,5	0,7	-11,6	-	-	-			

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

1) Na domaćem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)								
	Skupaj		Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	Tehtano z uvozom ²⁾		Tehtano s porabo ²⁾		Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
	1	2	3	4	5			9		10	11				13			
% od skupaj									100,0	45,4	54,6				100,0	50,4	49,6	
2017	102,0	1,1	1,5	1,3	1,6	1,7	1,9	2,8	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8			
2018	103,4	1,4	1,7	1,5	1,8	1,9	1,4	2,2	60,4	-0,7	-5,8	4,3	-0,1	-5,3	5,7			
2019	105,2	1,7	1,5	1,2	1,7	2,2	0,7	0,2	57,2	1,6	3,7	-0,1	2,6	7,5	-2,3			
2019 III	105,3	1,8	1,3	1,0	1,7	2,2	0,2	-1,0	55,7	1,8	3,7	0,2	1,7	6,5	-3,1			
IV	106,0	1,8	1,2	1,1	1,6	1,7	0,4	-0,8	56,5	3,7	8,6	-0,6	5,1	13,7	-3,6			
2020 I	106,6	1,9	1,4	1,2	2,6	2,1	0,0	-1,3	45,9	1,9	7,6	-3,1	1,4	7,5	-4,9			
II	107,6	2,4	1,4	0,7	4,5	1,7	-1,8	-4,4	28,5	-2,6	3,7	-8,1	-4,8	-0,9	-9,2			
2020 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-3,2	3,9	-9,4	-4,3	1,4	-10,4			
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	21,5	-4,5	4,2	-12,1	-7,3	-2,0	-13,0			
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	28,4	-1,4	5,5	-7,5	-3,5	1,3	-8,7			
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,5	-1,8	1,3	-4,6	-3,7	-2,0	-5,7			
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,3	-2,3	-1,4	-3,2	-5,0	-5,7	-4,2			
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	37,4									

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,3	-	-	-4,5	32,3	56,7	56,3	-	49,7	
2017	9,3	5,2	7,1	2,8	12,9	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,6	7,5	9,5	12,5	20,6	65,4	57,9	56,1	52,7	
2019	4,3	7,2	9,0	7,4	18,3	48,8	57,1	50,4	52,4	
2019 III	1,9	6,6	8,4	4,9	17,9	46,4	56,5	48,9	52,0	
IV	1,4	6,9	7,9	5,9	14,7	44,2	56,9	48,6	52,0	
2020 I	2,0	6,6	7,4	3,9	13,3	45,6	54,7	48,0	49,7	
II	-6,8	-3,7	-7,5	-11,7	11,0	44,2	48,1	46,1	43,3	
2020 mar.	-0,3	3,9	2,8	-1,1	10,6	44,2	49,7	47,2	45,3	
apr.	-7,5	-8,0	-9,9	-12,9	5,9	44,6	44,5	45,8	40,2	
maj	-8,6	-3,1	-8,8	-11,3	12,6	43,0	47,7	45,8	43,3	
jun.	-4,4	0,1	-3,9	-10,8	14,5	45,1	52,2	46,6	46,3	
jul.	-1,1	-0,6	-0,1	-9,9	12,7	47,5	52,5	49,0	47,8	
avg.	-2,1	0,7	-1,2	-7,7	13,9	50,1	53,4	49,4	48,2	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

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

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 stavkami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2017	106,3	0,7	0,1	-0,7	0,6	0,6	-0,9	-1,7	4,2	1,3	1,9	1,1
2018	108,3	1,9	1,5	1,8	1,5	1,4	0,3	0,4	4,7	2,4	2,3	2,6
2019	110,3	1,9	-0,8	3,4	1,0	1,6	1,1	-0,5	2,5	1,1	2,5	1,7
2019 III	110,6	1,7	-1,8	3,6	0,7	1,5	0,9	-0,9	2,3	0,9	2,4	0,9
IV	110,9	1,6	-0,2	2,5	1,3	1,4	0,2	-0,6	-0,2	1,5	2,7	1,9
2020 I	114,1	4,4	-2,1	4,5	2,5	5,7	2,7	-1,3	1,9	4,7	5,2	6,9
II	119,6	8,6	-0,6	10,2	7,0	13,3	2,8	-1,0	-3,9	11,2	10,8	21,0
Sredstva za zaposlene												
2017	111,4	1,7	1,1	1,6	1,6	1,5	2,0	1,1	3,3	2,6	1,9	1,7
2018	113,8	2,2	1,4	1,9	1,8	2,1	2,6	2,2	4,2	2,8	2,0	3,0
2019	116,0	1,9	1,3	1,5	1,8	2,1	1,7	2,0	2,8	1,3	2,2	2,7
2019 III	116,6	2,0	0,7	2,0	1,7	2,3	1,8	1,7	3,0	1,3	2,1	2,3
IV	116,7	1,6	2,0	0,8	1,2	1,6	1,3	1,5	1,4	1,1	2,3	2,5
2020 I	115,9	0,6	0,8	-0,5	-1,9	-1,0	1,9	-0,4	2,5	1,2	2,4	0,4
II	110,4	-4,6	1,5	-8,0	-8,4	-10,4	-2,2	-0,9	-4,0	-6,3	1,0	-6,7
Produktivnost dela na zaposlenega												
2017	104,8	1,0	0,9	2,3	1,0	0,9	2,9	2,8	-0,9	1,4	0,0	0,6
2018	105,1	0,3	-0,1	0,1	0,3	0,7	2,4	1,8	-0,5	0,4	-0,2	0,3
2019	105,1	0,0	2,0	-1,8	0,7	0,5	0,6	2,4	0,3	0,2	-0,4	1,1
2019 III	105,4	0,3	2,6	-1,5	1,0	0,8	0,9	2,6	0,7	0,5	-0,3	1,4
IV	105,2	-0,1	2,2	-1,7	-0,1	0,2	1,1	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,6
2020 I	101,6	-3,6	2,9	-4,8	-4,2	-6,3	-0,8	1,0	0,7	-3,3	-2,6	-6,1
II	92,3	-12,2	2,1	-16,5	-14,4	-20,9	-4,9	0,1	-0,1	-15,7	-8,9	-22,9
Sredstva za delovno uro												
2017	113,4	2,1	1,3	1,9	1,7	1,9	2,1	1,8	3,3	2,6	2,5	2,3
2018	115,9	2,2	0,9	2,0	1,2	2,2	2,8	2,4	3,4	2,8	2,0	2,7
2019	118,1	1,9	0,8	2,0	2,2	2,2	2,5	1,5	2,8	1,3	1,7	2,8
2019 III	118,2	2,0	0,9	2,4	2,3	2,3	2,5	0,9	2,4	1,3	1,5	2,4
IV	118,6	1,8	1,3	1,6	2,3	1,8	2,4	1,2	0,7	1,1	2,1	2,5
2020 I	121,7	4,2	3,0	3,2	2,9	4,3	3,7	1,8	5,7	3,4	4,5	8,1
II	128,1	9,0	5,4	6,2	7,4	12,7	4,5	4,4	6,3	6,1	6,5	15,0
Produktivnost dela na uro												
2017	107,2	1,5	1,5	2,7	1,2	1,5	3,1	3,4	-0,6	1,6	0,6	1,2
2018	107,6	0,4	-0,9	0,3	0,0	1,0	2,7	2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,3
2019	107,7	0,2	1,6	-1,4	1,1	0,8	1,5	2,2	0,5	0,3	-0,7	1,0
2019 III	107,6	0,4	2,4	-1,2	1,6	1,1	1,8	2,1	0,2	0,7	-0,8	1,5
IV	107,6	0,2	1,4	-1,0	0,9	0,5	2,0	2,0	0,6	-0,3	-0,5	0,4
2020 I	108,0	0,5	3,3	-0,9	1,6	-0,3	1,1	3,5	5,6	-0,7	-0,5	1,9
II	109,3	1,7	5,0	-2,9	3,1	2,0	0,2	3,3	10,0	-3,1	-3,4	-3,6

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		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stanja											
2017	1.112,0	6.638,1	7.750,1	1.196,6	2.261,8	3.458,3	11.208,5	74,4	512,0	72,6	659,1	11.867,5
2018	1.163,3	7.114,7	8.278,1	1.124,9	2.299,0	3.423,9	11.702,0	74,3	524,0	71,5	669,8	12.371,8
2019	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6
2019 III	1.204,1	7.605,6	8.809,6	1.110,0	2.354,8	3.464,7	12.274,4	74,5	546,3	19,1	640,0	12.914,4
IV	1.220,0	7.724,2	8.944,2	1.069,5	2.363,8	3.433,4	12.377,5	78,5	531,6	7,9	618,0	12.995,6
2020 I	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0
II	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3
2020 feb.	1.236,2	7.826,7	9.062,8	1.065,0	2.359,7	3.424,8	12.487,6	84,9	551,3	26,0	662,2	13.149,8
mar.	1.261,8	8.075,3	9.337,1	1.077,5	2.361,4	3.439,0	12.776,1	109,9	533,5	56,5	700,0	13.476,0
apr.	1.276,8	8.229,6	9.506,5	1.071,0	2.376,7	3.447,7	12.954,2	94,9	546,6	37,7	679,3	13.633,4
maj	1.296,5	8.334,7	9.631,3	1.095,1	2.389,1	3.484,2	13.115,4	96,6	556,9	26,8	680,2	13.795,6
jun.	1.304,5	8.401,0	9.705,5	1.076,0	2.403,1	3.479,1	13.184,5	96,4	584,6	16,7	697,7	13.882,3
jul. (p)	1.311,1	8.473,0	9.784,1	1.082,7	2.409,4	3.492,0	13.276,1	109,5	607,5	10,3	727,3	14.003,4
	Transakcije											
2017	36,0	592,6	628,6	-109,5	34,5	-74,9	553,7	6,5	-10,8	-18,5	-22,7	530,9
2018	50,3	465,1	515,4	-74,0	45,2	-28,9	486,6	-0,9	12,3	-3,3	8,1	494,7
2019	56,7	603,1	659,8	-60,0	62,8	2,7	662,5	4,1	-1,8	-57,6	-55,3	607,2
2019 III	15,1	181,2	196,3	-4,6	14,8	10,2	206,5	-0,6	21,1	-18,1	2,5	209,0
IV	15,9	122,8	138,8	-38,0	8,1	-29,9	108,8	4,5	-16,0	-9,5	-21,1	87,8
2020 I	41,8	346,6	388,3	6,1	-2,5	3,7	392,0	31,1	2,0	46,7	79,8	471,7
II	42,7	322,7	365,4	0,4	42,1	42,5	407,8	-12,9	51,1	-40,7	-2,4	405,4
2020 feb.	7,9	81,9	89,8	1,2	-2,6	-1,4	88,4	9,0	3,0	1,3	13,3	101,7
mar.	25,6	249,3	274,9	12,8	1,7	14,5	289,5	25,0	-17,6	28,7	36,1	325,6
apr.	15,1	151,4	166,5	-7,8	15,2	7,4	173,9	-15,4	13,2	-18,5	-20,7	153,2
maj	19,7	103,3	123,0	26,7	12,8	39,5	162,5	2,4	10,3	-11,7	1,0	163,5
jun.	7,9	67,9	75,9	-18,5	14,0	-4,4	71,4	0,1	27,7	-10,4	17,4	88,8
jul. (p)	6,6	151,5	158,1	11,7	6,5	18,1	176,2	14,1	22,9	-4,3	32,8	209,0
	Stopnje rasti											
2017	3,3	9,8	8,8	-8,3	1,6	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,1	-3,3	4,7
2018	4,5	7,0	6,6	-6,2	2,0	-0,8	4,3	-1,3	2,4	-4,7	1,2	4,2
2019	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2019 III	4,7	8,5	7,9	-2,6	3,0	1,1	5,9	3,0	8,7	-65,4	1,1	5,7
IV	4,9	8,5	8,0	-5,3	2,7	0,1	5,7	5,4	-0,4	-86,7	-8,2	4,9
2020 I	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
II	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
2020 feb.	5,4	8,6	8,1	-5,6	2,0	-0,4	5,6	17,6	6,0	-47,4	2,5	5,5
mar.	7,0	10,9	10,4	-3,7	1,8	0,0	7,4	47,5	2,0	51,5	9,8	7,5
apr.	8,0	12,5	11,9	-5,2	2,1	-0,3	8,3	28,2	3,8	2,0	6,2	8,2
maj	9,3	13,0	12,5	-2,5	2,3	0,7	9,1	35,9	5,8	-34,2	6,3	9,0
jun.	9,7	13,1	12,6	-3,3	2,7	0,8	9,2	29,4	11,1	-54,1	9,2	9,2
jul. (p)	9,8	14,1	13,5	-1,5	2,7	1,4	10,1	46,2	13,4	-64,3	12,8	10,2

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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													
2017	2.240,3	1.797,4	285,0	149,1	8,8	6.317,6	3.702,8	562,1	2.051,9	0,8	991,1	206,6	415,3
2018	2.331,4	1.898,7	277,3	147,8	7,6	6.644,9	4.035,9	517,6	2.090,1	1,4	998,2	202,9	435,5
2019	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2019 III	2.450,9	2.031,3	262,2	151,4	5,9	6.964,9	4.318,1	504,5	2.141,3	1,0	1.042,3	221,3	465,5
IV	2.476,2	2.062,7	256,9	150,1	6,5	7.040,7	4.395,5	492,5	2.151,8	0,9	1.036,9	214,4	467,8
2020 I	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.151,7	226,4	475,3
II	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
2020 feb.	2.507,0	2.097,6	253,7	150,3	5,4	7.086,6	4.452,7	482,5	2.150,6	0,8	1.051,7	215,3	475,7
mar.	2.609,4	2.190,9	263,2	147,5	7,7	7.161,4	4.530,5	472,0	2.158,3	0,6	1.151,7	226,4	475,3
apr.	2.715,5	2.277,9	284,8	146,5	6,3	7.242,1	4.596,8	467,1	2.177,4	0,8	1.120,1	229,8	464,8
maj	2.824,5	2.355,8	316,8	147,2	4,7	7.299,7	4.642,9	464,8	2.191,1	1,0	1.100,8	231,1	459,4
jun.	2.867,6	2.392,7	320,1	148,6	6,2	7.349,8	4.681,9	462,7	2.204,3	0,9	1.067,8	225,3	466,0
jul. (p)	2.919,1	2.433,7	333,1	147,1	5,2	7.400,2	4.729,7	456,1	2.213,3	1,1	1.037,8	243,5	473,8
Transakcije													
2017	180,7	182,4	-1,9	-0,8	0,9	254,7	304,7	-82,1	33,6	-1,5	54,9	7,2	26,7
2018	93,1	105,3	-9,7	-1,1	-1,4	326,5	324,8	-45,0	46,1	0,5	0,5	-3,9	19,1
2019	146,1	163,7	-18,8	1,7	-0,5	394,5	358,4	-25,7	62,4	-0,5	29,1	10,2	30,1
2019 III	40,7	43,9	-2,9	1,0	-1,3	116,9	109,6	-6,0	13,9	-0,6	25,1	3,8	4,4
IV	28,8	34,6	-4,3	-2,2	0,7	76,8	76,9	-11,5	11,5	-0,2	-3,0	-6,9	1,8
2020 I	130,6	126,4	5,6	-2,5	1,2	119,5	134,2	-20,9	6,4	-0,3	112,1	11,7	7,4
II	260,4	203,1	57,7	1,1	-1,5	190,4	152,7	-9,0	46,5	0,3	-88,7	-0,6	-9,2
2020 feb.	31,3	33,6	-3,3	-0,2	1,3	25,2	30,9	-4,9	-0,8	0,0	27,0	-2,5	8,5
mar.	102,7	93,5	9,6	-2,7	2,3	74,9	77,8	-10,4	7,7	-0,2	100,6	11,1	-0,4
apr.	104,6	86,0	21,0	-1,0	-1,4	80,2	66,0	-5,1	19,1	0,2	-34,4	3,5	-10,5
maj	112,3	80,2	33,0	0,7	-1,5	59,1	46,7	-1,9	14,2	0,1	-22,4	1,6	-5,4
jun.	43,5	36,9	3,7	1,4	1,5	51,1	40,0	-2,0	13,2	-0,1	-32,0	-5,7	6,7
jul. (p)	59,2	46,3	15,2	-1,5	-0,8	53,1	49,6	-5,8	9,1	0,2	44,5	19,0	7,9
Stopnje rasti													
2017	8,6	11,2	-0,7	-0,5	11,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,1	5,8	3,6	6,9
2018	4,2	5,9	-3,5	-0,7	-16,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	67,7	0,0	-1,9	4,6
2019	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2019 III	6,4	8,0	-2,6	2,8	-11,8	6,3	9,3	-4,1	3,1	-10,1	3,6	4,3	6,6
IV	6,3	8,6	-6,8	1,2	-6,8	5,9	8,9	-5,0	3,0	-36,8	2,9	5,0	6,9
2020 I	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
II	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
2020 feb.	6,5	9,0	-7,6	1,1	-13,8	5,4	8,6	-6,8	2,3	-46,9	7,1	3,1	4,6
mar.	9,7	12,1	-2,2	-1,0	24,8	6,0	9,8	-8,4	2,3	-56,7	16,8	5,9	2,9
apr.	13,7	16,1	5,5	-2,2	-11,6	6,7	10,6	-9,1	2,9	-48,2	12,2	8,0	1,0
maj	17,7	19,2	18,3	-2,0	-31,8	7,0	10,9	-9,2	3,2	-37,5	9,6	7,1	-0,2
jun.	19,1	20,5	21,2	-1,7	-13,5	7,4	11,2	-9,3	3,7	-48,3	4,5	3,7	0,9
jul. (p)	20,4	21,4	27,2	-2,8	-15,8	7,4	11,3	-10,2	3,8	-40,1	9,2	10,4	3,2

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)		
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila				Dolžniški vrednostni papirji						
					Skupaj	Prilagojena posojila ²⁾	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2017	4.617,2	1.032,3	3.571,0	13.114,0	10.870,5	11.165,8	4.323,4	5.600,3	838,0	108,7	1.440,4	803,2			
2018	4.676,7	1.006,2	3.659,0	13.415,9	11.122,4	11.482,8	4.402,3	5.742,1	851,2	126,8	1.517,9	775,6			
2019	4.652,5	984,4	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9			
2019 III	4.696,5	999,8	3.685,1	13.776,5	11.394,4	11.764,2	4.488,5	5.876,3	883,5	146,2	1.570,6	811,5			
IV	4.652,5	984,4	3.656,3	13.865,6	11.452,2	11.838,5	4.472,5	5.930,9	896,1	152,6	1.560,5	852,9			
2020 I	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3			
II	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2			
2020 feb.	4.672,1	993,0	3.667,3	13.942,3	11.531,5	11.897,5	4.488,9	5.983,3	909,1	150,1	1.565,3	845,5			
mar.	4.775,0	1.006,9	3.756,3	14.046,9	11.688,3	12.063,7	4.601,8	5.966,5	958,5	161,5	1.558,2	800,3			
apr.	4.962,3	1.015,5	3.935,0	14.122,9	11.728,0	12.103,9	4.670,7	5.960,9	939,7	156,8	1.609,0	785,9			
maj	5.131,2	1.017,5	4.101,9	14.225,1	11.805,1	12.179,2	4.719,2	5.981,8	949,7	154,4	1.627,1	793,0			
jun.	5.300,8	1.005,8	4.283,3	14.245,5	11.783,1	12.165,5	4.717,7	5.993,9	917,8	153,7	1.644,2	818,2			
jul. (p)	5.589,1	1.003,6	4.573,7	14.126,8	11.813,4	12.183,2	4.729,6	6.015,7	914,0	154,1	1.496,8	816,6			
Transakcije															
2017	287,5	-43,7	330,6	363,2	274,2	316,4	84,9	173,2	19,7	-3,5	63,6	25,4			
2018	90,3	-28,4	118,7	374,8	307,3	382,1	123,6	166,3	-0,4	17,8	88,1	-20,6			
2019	-88,3	-23,5	-65,2	453,0	378,7	426,0	115,0	199,9	42,5	21,2	30,6	43,8			
2019 III	-2,6	-0,9	-1,7	129,7	102,3	104,5	27,2	52,0	9,2	13,9	20,7	6,6			
IV	-5,2	-15,6	10,2	90,2	78,5	104,6	2,8	60,2	9,1	6,5	-7,8	19,5			
2020 I	134,0	21,9	112,2	228,6	246,0	238,3	135,7	41,8	59,6	8,8	15,0	-32,3			
II	506,4	-1,7	508,0	194,8	102,5	110,3	123,1	33,0	-45,9	-7,7	80,8	11,5			
2020 feb.	6,7	-1,5	8,2	40,7	20,9	26,1	6,5	22,9	-5,0	-3,4	20,6	-0,9			
mar.	136,3	13,8	122,5	143,5	167,1	176,9	118,6	-11,6	48,7	11,4	8,9	-32,6			
apr.	194,0	8,3	185,6	68,4	38,2	38,0	71,6	-5,3	-23,5	-4,7	46,7	-16,4			
maj	159,0	1,6	157,5	103,8	79,1	76,9	51,4	22,1	7,9	-2,4	19,2	5,6			
jun.	153,4	-11,5	164,9	22,6	-14,8	-4,6	0,0	16,2	-30,4	-0,6	14,9	22,4			
jul. (p)	96,6	-2,1	98,7	75,0	47,7	37,7	21,6	24,4	1,1	0,6	26,7	0,7			
Stopnje rasti															
2017	6,6	-4,1	10,2	2,8	2,6	2,9	2,0	3,2	2,4	-3,2	4,6	3,2			
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,1	16,4	6,1	-2,6			
2019	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6			
2019 III	-1,1	-0,5	-1,3	3,2	3,2	3,6	2,9	3,2	3,5	14,4	3,3	2,6			
IV	-1,9	-2,3	-1,8	3,4	3,4	3,7	2,6	3,5	5,0	16,2	2,0	5,6			
2020 I	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6			
II	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7			
2020 feb.	-2,0	-1,0	-2,2	3,4	3,5	3,7	2,4	3,9	5,0	14,8	2,0	4,1			
mar.	1,6	0,4	1,9	4,2	4,8	5,0	4,9	3,3	11,4	20,7	3,0	-0,6			
apr.	6,2	1,5	7,5	4,4	4,7	4,9	6,0	3,0	7,7	21,2	6,3	-3,4			
maj	9,8	1,1	12,2	4,9	5,2	5,3	6,7	3,3	8,5	20,9	6,8	-2,4			
jun.	13,6	0,4	17,3	4,7	4,7	4,8	6,5	3,2	4,1	16,3	7,1	0,7			
jul. (p)	15,5	0,2	19,8	5,0	4,7	4,7	6,5	3,3	4,0	14,8	9,3	0,4			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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 bilanca stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.

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

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom 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	
	Prilagojena posojila ⁴⁾					Prilagojena posojila ⁴⁾				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stanja										
2017	4.323,4	4.358,7	986,2	821,2	2.516,1	5.600,3	5.867,4	654,8	4.216,4	729,0
2018	4.402,3	4.487,6	993,0	843,7	2.565,6	5.742,1	6.025,2	682,6	4.356,8	702,7
2019	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2019 III	4.488,5	4.581,9	982,0	873,5	2.633,0	5.876,3	6.165,7	711,2	4.473,5	691,6
IV	4.472,5	4.575,5	970,7	877,0	2.624,8	5.930,9	6.224,3	719,8	4.524,2	686,9
2020 I	4.601,8	4.703,7	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
II	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
2020 feb.	4.488,9	4.586,3	957,4	880,0	2.651,5	5.983,3	6.264,7	728,4	4.567,3	687,6
mar.	4.601,8	4.703,7	1.002,0	915,8	2.683,9	5.966,5	6.254,2	715,5	4.566,5	684,5
apr.	4.670,7	4.775,2	988,4	961,2	2.721,1	5.960,9	6.247,1	701,0	4.574,6	685,3
maj	4.719,2	4.822,8	958,1	997,9	2.763,2	5.981,8	6.265,1	698,6	4.593,9	689,3
jun.	4.717,7	4.827,0	957,9	991,5	2.768,3	5.993,9	6.277,6	700,6	4.602,9	690,3
jul. (p)	4.729,6	4.831,4	950,7	997,9	2.781,1	6.015,7	6.292,4	703,2	4.620,5	692,0
Transakcije										
2017	84,9	134,8	0,6	39,1	45,2	173,2	165,6	45,0	134,0	-5,9
2018	123,6	175,7	18,6	32,7	72,3	166,3	188,6	41,3	134,3	-9,3
2019	115,0	144,7	-11,7	43,1	83,6	199,9	217,2	40,7	168,7	-9,4
2019 III	27,2	34,0	3,6	6,3	17,3	52,0	54,9	8,4	46,5	-2,9
IV	2,8	21,7	-5,3	7,5	0,5	60,2	63,7	9,4	53,7	-2,9
2020 I	135,7	135,2	28,9	43,4	63,3	41,8	37,6	-2,9	45,9	-1,1
II	123,1	130,4	-38,0	80,8	80,3	33,0	30,0	-13,2	36,8	9,4
2020 feb.	6,5	7,5	-8,0	4,2	10,3	22,9	22,3	4,5	17,5	0,9
mar.	118,6	121,4	48,0	36,1	34,6	-11,6	-4,3	-11,9	3,5	-3,1
apr.	71,6	72,8	-13,4	47,0	38,0	-5,3	-6,1	-14,2	7,0	1,9
maj	51,4	50,5	-28,4	39,1	40,8	22,1	18,8	-2,1	19,7	4,6
jun.	0,0	7,2	3,9	-5,3	1,5	16,2	17,3	3,2	10,1	3,0
jul. (p)	21,6	15,9	-6,0	10,2	17,4	24,4	18,4	3,0	18,8	2,6
Stopnje rasti										
2017	2,0	3,2	0,1	5,0	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	1,9	4,0	2,9	3,0	3,2	6,4	3,2	-1,3
2019	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2019 III	2,9	3,6	-0,8	5,1	3,6	3,2	3,4	6,0	3,5	-1,6
IV	2,6	3,2	-1,2	5,1	3,3	3,5	3,6	6,0	3,9	-1,3
2020 I	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
II	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
2020 feb.	2,4	3,0	-2,1	5,0	3,2	3,9	3,7	6,2	4,3	-1,0
mar.	4,9	5,5	2,9	9,1	4,3	3,3	3,4	3,8	4,0	-1,2
apr.	6,0	6,6	1,1	13,7	5,3	3,0	3,0	1,3	3,9	-0,8
maj	6,7	7,3	-1,5	17,5	6,3	3,3	3,0	0,3	4,2	0,1
jun.	6,5	7,1	-1,1	16,1	6,2	3,2	3,0	0,2	4,1	0,4
jul. (p)	6,5	7,0	-2,2	16,5	6,4	3,3	3,0	0,2	4,2	0,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

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

5 Denarna statistika

5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)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 ravni države ²⁾	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj	Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2017	342,7	6.771,1	1.967,5	59,8	2.017,5	2.726,2	933,7	316,3	143,5	92,5
2018	379,3	6.818,7	1.940,7	56,1	2.099,1	2.722,8	1.033,7	443,4	187,0	194,9
2019	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2019 III	388,0	7.101,1	1.948,1	57,2	2.162,2	2.933,6	1.484,9	445,6	184,2	198,1
IV	350,3	7.062,0	1.946,5	50,1	2.156,1	2.909,3	1.459,9	429,9	178,9	187,2
2020 I	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
II	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
2020 feb.	417,1	7.130,4	1.942,5	48,2	2.162,2	2.977,4	1.613,8	469,2	177,9	191,2
mar.	413,2	7.036,8	1.935,5	47,2	2.121,7	2.932,4	1.573,5	530,7	183,7	196,5
apr.	521,0	7.059,6	1.930,3	46,1	2.125,7	2.957,4	1.568,2	560,6	187,6	203,3
maj	598,8	7.046,5	1.934,1	45,1	2.101,8	2.965,4	1.543,7	540,8	196,5	211,4
jun.	676,1	7.039,4	1.931,4	43,9	2.080,5	2.983,7	1.555,9	495,6	158,3	173,7
jul. (p)	756,4	7.041,6	1.931,5	43,7	2.046,7	3.019,8	1.529,3	556,1	159,8	172,6
Transakcije										
2017	39,0	-73,4	-83,5	-6,6	-71,1	87,8	-96,1	-58,2	-61,2	-28,5
2018	40,5	51,2	-37,8	-4,9	16,0	77,9	89,0	32,3	16,2	23,6
2019	-28,2	106,9	-5,3	-3,3	27,5	88,1	310,1	11,1	-2,7	-2,5
2019 III	14,6	12,7	-14,6	-1,0	4,8	23,6	93,5	15,8	6,9	7,4
IV	-37,5	4,3	-1,4	-3,7	-14,3	23,7	-1,0	-29,4	-5,3	-10,9
2020 I	63,2	-47,7	-8,9	-2,9	-45,2	9,3	74,3	50,2	4,7	9,3
II	263,0	-4,7	-2,3	-3,3	-16,0	16,9	-47,6	10,2	-25,4	-22,8
2020 feb.	45,0	0,5	-6,8	-0,6	-5,0	12,8	58,2	41,6	6,8	9,0
mar.	-3,9	-40,8	0,5	-1,0	-42,7	2,4	-27,2	28,2	5,8	5,3
apr.	107,9	-19,3	-6,0	-1,0	-1,1	-11,1	-62,5	41,9	4,0	6,8
maj	77,8	16,4	5,7	-1,0	-8,1	19,6	1,8	-7,0	8,9	8,1
jun.	77,4	-1,8	-2,0	-1,2	-6,8	8,3	13,2	-24,7	-38,2	-37,6
jul. (p)	17,3	-9,4	-2,1	-0,2	-9,0	1,9	-33,4	78,6	1,5	-1,1
Stopnje rasti										
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,6	-3,4	3,4	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,8	0,8	-1,9	-8,1	0,8	2,9	-	-	8,1	7,7
2019	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2019 III	-3,2	1,8	-0,3	-0,7	2,2	3,1	-	-	6,9	11,0
IV	-7,4	1,6	-0,3	-6,0	1,3	3,2	-	-	-1,5	-1,5
2020 I	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
II	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
2020 feb.	4,2	0,9	-0,3	-9,1	-0,7	3,0	-	-	-7,6	-6,9
mar.	11,9	0,2	-0,1	-11,1	-2,5	2,8	-	-	-0,3	0,6
apr.	42,3	0,0	-0,4	-13,4	-2,2	2,1	-	-	-6,6	-4,9
maj	63,1	0,1	0,0	-15,9	-2,6	2,5	-	-	-0,3	0,2
jun.	81,3	-0,5	-1,4	-19,6	-3,3	2,5	-	-	-10,9	-9,2
jul. (p)	85,6	-0,6	-0,1	-20,2	-4,1	2,2	-	-	-16,6	-16,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2016	-1,5	-1,7	0,0	0,2	0,1	0,7
2017	-1,0	-1,4	0,1	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,0	0,1	0,2	0,3	1,4
2019	-0,6	-1,0	0,1	0,0	0,2	1,0
2019 II	-0,7	.	.	.	.	1,1
III	-0,8	.	.	.	.	0,9
IV	-0,6	.	.	.	.	1,0
2020 I	-1,0	.	.	.	.	0,6

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	46,2	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,7	44,1	10,0	5,3	2,1	22,7	3,6	
2017	46,2	45,8	12,8	13,0	15,2	0,4	47,2	43,4	9,9	5,3	1,9	22,5	3,8	
2018	46,5	46,0	13,0	13,0	15,2	0,5	47,0	43,3	9,9	5,3	1,8	22,3	3,7	
2019	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7	
2019 II	46,4	46,0	12,9	13,1	15,1	0,5	47,1	43,4	9,9	5,3	1,8	22,4	3,7	
III	46,4	45,9	12,9	13,1	15,1	0,5	47,2	43,4	9,9	5,3	1,7	22,5	3,8	
IV	46,5	46,0	13,0	13,1	15,1	0,4	47,1	43,4	9,9	5,3	1,6	22,5	3,7	
2020 I	46,6	46,1	13,1	13,0	15,1	0,5	47,6	43,9	10,0	5,4	1,6	22,9	3,8	

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik		Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vioge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki DFI	Drugi upniki	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leto	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2016	90,0	3,3	15,7	71,0	47,5	30,9	42,5	9,4	80,7	17,9	29,8	42,3	87,9	2,1
2017	87,8	3,2	14,6	70,0	48,3	32,2	39,5	8,6	79,1	16,4	29,0	42,3	86,0	1,8
2018	85,8	3,1	13,8	68,9	48,1	32,5	37,8	8,0	77,8	16,0	28,4	41,3	84,4	1,5
2019	84,1	3,0	13,1	68,0	45,5	30,7	38,6	7,7	76,4	15,7	28,0	40,4	82,8	1,3
2019 II	86,2	3,1	13,4	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	85,9	3,2	13,3	69,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	84,1	3,0	13,1	68,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2020 I	86,3	3,1	13,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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		
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno					
					Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2016	-0,8	-0,7	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6			
2017	-2,3	-1,0	-0,1	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,2	0,9			
2018	-1,9	-1,4	0,4	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,9	0,8			
2019	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,8	0,9			
2019 II	-1,0	-1,1	0,8	0,7	0,7	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,8	1,4			
III	-1,2	-0,9	0,6	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,4			
IV	-1,7	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,2	0,1	-0,9	0,9			
2020 I	-0,1	-0,6	0,5	0,7	0,5	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,1	1,8			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni 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⁾						Izdaje	Odkupi		
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje	Transakcije								
		Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev			Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1			
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9			
2019	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1			
2019 II	12,5	11,0	3,6	1,4	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9			
III	12,7	11,3	3,8	1,4	0,4	7,4	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,3	1,0			
IV	12,2	10,8	3,6	1,4	0,3	7,5	2,1	1,3	-0,1	2,4	2,1	0,3	1,1			
2020 I	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0			
2020 feb.	12,0	10,7	4,1	1,3	0,3	7,6	2,1	1,2	-0,1	2,4	1,9	0,2	1,1			
mar.	12,3	11,0	4,1	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,4	1,9	0,1	1,0			
apr.	13,1	11,8	4,5	1,3	0,3	7,5	2,0	1,2	-0,2	2,3	2,1	0,1	1,1			
maj	14,1	12,7	4,2	1,4	0,4	7,4	2,0	1,2	-0,2	2,4	2,1	0,1	1,1			
jun.	14,7	13,3	4,7	1,4	0,4	7,5	2,0	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	0,9			
jul.	14,5	13,2	4,6	1,4	0,4	7,5	1,9	1,1	-0,2	2,3	2,0	0,1	1,0			

Viri: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija ¹⁾ 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2016	-2,4	1,2	-0,5	-0,7	0,5	-4,3	-3,6	-2,4	0,3	
2017	-0,7	1,2	-0,8	-0,3	0,7	-3,0	-2,9	-2,4	2,0	
2018	-0,8	1,9	-0,6	0,1	1,0	-2,5	-2,3	-2,2	-3,7	
2019	-1,9	1,4	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2019 II	-1,6	1,7	-0,9	0,4	0,6	-2,8	-2,9	-2,2	-4,9	
III	-1,8	1,4	-1,0	0,5	0,6	-2,7	-3,2	-2,0	2,2	
IV	-1,9	1,5	-0,3	0,4	1,5	-2,8	-3,0	-1,6	1,7	
2020 I	-2,7	1,3	-1,3	0,0	1,0	-3,3	-3,5	-2,4	2,2	
Javni dolg										
2016	104,9	69,2	10,2	73,8	178,5	99,2	98,0	134,8	103,4	
2017	101,7	65,3	9,3	67,7	176,2	98,6	98,3	134,1	93,9	
2018	99,8	61,9	8,4	63,5	181,2	97,6	98,1	134,8	100,6	
2019	98,6	59,8	8,4	58,8	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2019 II	102,4	61,1	9,1	63,0	179,5	98,6	99,2	137,7	107,0	
III	102,2	61,1	9,0	61,3	178,1	97,5	100,1	137,0	97,9	
IV	98,7	59,8	8,4	57,3	176,6	95,5	98,1	134,8	95,5	
2020 I	104,4	61,3	8,9	59,1	176,7	98,8	101,2	137,6	97,7	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19	
2016	0,2	0,2	1,8	1,0	0,0	-1,5	-1,9	-1,9	-2,5	-1,7
2017	-0,8	0,5	1,3	3,3	1,3	-0,8	-3,0	0,0	-1,0	-0,7
2018	-0,8	0,6	3,1	1,9	1,4	0,2	-0,4	0,7	-1,0	-0,9
2019	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,1
2019 II	-1,4	0,0	4,0	1,0	1,5	0,3	0,1	0,5	-1,0	-1,3
III	-1,1	-0,3	3,2	0,5	1,3	0,3	-0,1	0,6	-1,1	-1,9
IV	-0,2	0,3	2,2	0,5	1,7	0,7	0,2	0,5	-1,3	-1,0
2020 I	-0,6	-0,4	1,2	-1,7	1,5	0,4	-0,1	-0,8	-1,9	-1,1
Javni dolg										
2016	40,9	39,7	20,1	55,5	61,9	82,9	131,5	78,7	52,0	63,2
2017	39,3	39,1	22,3	50,3	56,9	78,3	126,1	74,1	51,3	61,3
2018	37,2	33,8	21,0	45,6	52,4	74,0	122,0	70,4	49,4	59,6
2019	36,9	36,3	22,1	43,1	48,6	70,4	117,7	66,1	48,0	59,4
2019 II	37,5	35,9	20,3	45,5	51,0	71,7	120,7	67,7	48,7	61,5
III	37,1	35,7	20,0	43,2	49,3	71,0	120,2	68,1	48,5	60,1
IV	36,9	36,2	22,1	42,9	48,7	70,3	117,7	66,1	48,0	59,2
2020 I	37,1	33,2	22,3	44,4	49,5	72,8	120,0	69,6	49,3	64,2

Vir: Eurostat.

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

© Evropska centralna banka, 2020

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

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

Za pripravo tega biltena je odgovoren Izvršilni odbor ECB. Prevode pripravlja in objavlja nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. september 2020.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-20-006-SL-N (pdf)