



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 6/2025



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	7
2 Gospodarska aktivnost	13
3 Cene in stroški	20
4 Gibanja na finančnih trgih	27
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	33
6 Javnofinančna gibanja	39
Okvirji	42
1 Kako ranljivo je euroobmočje na omejitve kitajskega izvoza redkih zemelj?	42
2 Pričakovanja in ukrepanje potrošnikov v času nedavnih trgovinskih napetosti	49
3 Predelovalne dejavnosti v primerjavi s storitvenimi dejavnostmi: kako sta pospešitev celotne gospodarske aktivnosti in negotovost vplivali na novejša gibanja	54
4 So delavci pripravljeni sprejeti znižanje plače v zameno za fleksibilnost dela na daljavo?	59
5 Koliko pozornosti je v novicah namenjene inflaciji	64
6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike od 23. aprila do 29. julija 2025	71
Članka	77
1 Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment	77
Box 1 Fiscal multipliers of defence spending: a short review of the empirical literature	93
2 Keep calm and carry cash: lessons on the unique role of physical currency across four crises	98
Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 11. septembra 2025 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Trenutno je inflacija na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja in ocena Sveta ECB glede inflacijskih obetov ostaja večinoma nespremenjena.

Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje kažejo podobno sliko inflacije kot junijske projekcije. Strokovnjaki napovedujejo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,1% v letu 2025, 1,7% v letu 2026 in 1,9% v letu 2027. Inflacija brez energentov in hrane bo po projekcijah v povprečju znašala 2,4% v letu 2025, 1,9% v letu 2026 in 1,8% v letu 2027. Po projekcijah bo gospodarska rast leta 2025 znašala 1,2%, kar je več, kot je bilo pričakovano junija (0,9%). Projekcija rasti za leto 2026 je sedaj rahlo nižja (1,0%), medtem ko ostaja projekcija za leto 2027 nespremenjena (1,3%).

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na 2-odstotni ciljni ravni. O ustrezni naravnosti denarne politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Gospodarska aktivnost

Gospodarska rast je v prvi polovici leta 2025 kumulativno znašala 0,7%, k čemur je prispevalo vztrajno domače povpraševanje. Kot kaže četrtletna dinamika, je bila rast v prvem četrtletju močnejša, v drugem pa šibkejša, kar je deloma posledica pospešitve mednarodne trgovinske menjave pred pričakovanim zvišanjem carin ter zasuka tega trenda zatem.

Anketni kazalniki kažejo, da so tako predelovalne kot tudi storitvene dejavnosti še naprej rasle, kar nakazuje določen pozitiven temeljni zagon v gospodarstvu. Čeprav se povpraševanje po delovni sili umirja, ostaja trg dela vir gospodarske moči, saj je stopnja brezposelnosti julija 2025 znašala 6,2%. Sčasoma naj bi to spodbudilo potrošnjo gospodinjestev, še posebno – kot predvidevajo septembrske projekcije – če bodo ljudje manj dohodka namenili varčevanju. K potrošnji gospodinjestev in naložbam naj bi spodbudno vplivali pretekli rezi ključnih obrestnih mer s strani Sveta ECB, ki se prenašajo v pogoje financiranja. Naložbe naj bi podprli tudi znatni javnofinančni izdatki za infrastrukturo in obrambo.

Carine in s tem povezana negotovost so prispevale k močnemu nihanju gospodarske aktivnosti v prvi polovici leta 2025, pri čemer se je aktivnost pospešila, še posebej na Irskem. Popuščanje teh dejavnikov v drugi polovici leta bo predvidoma povzročilo nadaljnjo volatilnost in zameglilo signale temeljnega zagona v gospodarstvu euroobmočja. Če odmislimo volatilnost, ki jo je povzročilo nihanje podatkov za Irsko, je bila gospodarska rast v preostalem euroobmočju stabilnejša in bo po pričakovanih takšna tudi v drugi polovici leta. Čeprav novi trgovinski sporazum med ZDA in EU pomeni višje carine na izvoz euroobmočja v ZDA, je prispeval k zmanjšanju negotovosti glede trgovinskih politik. Skupni vpliv sprememb v svetovnih ekonomskih politikah bo postal jasen šele sčasoma. Proti koncu obdobja projekcij se bo gospodarska rast v euroobmočju predvidoma okrepila, k čemur bo prispevalo več dejavnikov. Zviševanje realnih plač in zaposlenosti naj bi skupaj z novo državno potrošnjo za infrastrukturo in obrambo – predvsem v Nemčiji – spodbujalo domače povpraševanje v euroobmočju. Poleg tega naj bi gospodarske obete podpirali tudi manj strogi pogoji financiranja – predvsem zaradi nedavnih sklepov o denarni politiki – in odboj zunanega povpraševanja v letu 2027.

Povprečna letna realna rast BDP bo po projekcijah znašala 1,2% v letu 2025, 1,0% v letu 2026 in 1,3% v letu 2027. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami so bili obeti za rast BDP za leto 2025 popravljeni za 0,3 odstotne točke navzgor zaradi boljših od pričakovanih najnovejših podatkov in učinka prenosa, ki izhaja iz popravkov preteklih podatkov. Ker vsi presenetljivo pozitivni podatki niso povezani z močnejšo pospešitvijo aktivnosti, kot je bilo sprva predvideno, naj bi se ti v drugi polovici leta le deloma poslabšali. Zaradi apreciacije eura in šibkejšega zunanjega povpraševanja (kar je deloma povezano z nekoliko višjimi carinami, kot je bilo predpostavljeno v junijskih projekcijah) so bili obeti za rast BDP za leto 2026 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzdol. Projekcija za leto 2027 ostaja nespremenjena.

Svet ECB meni, da je treba v sedanjem geopolitičnem okolju nujno okrepiti euroobmočje in njegovo gospodarstvo. Javnofinančne in strukturne politike bi morale prispevati k temu, da bo gospodarstvo bolj produktivno, konkurenčno in odporno. Eno leto po objavi poročila Maria Draghija o prihodnosti evropske konkurenčnosti je še naprej bistveno, da se z nadaljnjimi konkretnimi ukrepi uresničujejo njegova priporočila ter da se pospeši njihovo izvajanje v skladu z načrtom Evropske komisije. Vlade bi morale dajati prednost strukturnim reformam in strateškim naložbam, ki pospešujejo gospodarsko rast, hkrati pa zagotavljati vzdržnost javnih financ. Ključno je, da se po ambicioznem časovnem načrtu dokončata unija prihrankov in naložb ter bančna unija in da se hitro vzpostavi zakonodajni okvir za morebitno uvedbo digitalnega eura.

Inflacija

Medletna inflacija ostaja blizu ciljne ravni Sveta ECB in se je avgusta 2025 povzpela na 2,1%, potem ko je julija znašala 2,0%. Inflacija v skupini energentov je znašala –1,9%, v primerjavi z –2,4% julija, medtem ko se je inflacija v skupini hrane znižala s 3,3% na 3,2%. Inflacija brez energentov in hrane je ostala nespremenjena na 2,3-

odstotni ravni. Inflacija v skupini storitev se je rahlo znižala s 3,2% v juliju na 3,1% v avgustu, medtem ko je blagovna inflacija ostala nespremenjena na 0,8-odstotni ravni.

Kazalniki osnovne inflacije ostajajo skladni z 2-odstotnim srednjeročnim inflacijskim ciljem Sveta ECB. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v drugem četrtletju znašala 3,9%, kar je manj kot v prvem četrtletju (4,0%) in manj kot v drugem četrtletju 2024 (4,8%). Kazalniki prihodnjih gibanj, vključno s plačnim kazalnikom ECB in anketami o plačnih pričakovanjih, nakazujejo, da se bo rast plač še nadalje umirjala. Skupaj z rastjo produktivnosti bo to zaviralo domače cenovne pritiske, tudi če dobički okrevajo z nizkih ravni.

Nove projekcije strokovnjakov ECB kažejo podobno sliko inflacije kot junijske projekcije. Skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), bo po projekcijah v preostanku leta 2025 ostala nespremenjena na ravni okrog 2%, nato bo leta 2026 upadla na povprečno 1,7% in leta 2027 okrevala na 1,9%. Upad v letu 2026 odraža nadaljnje postopno umirjanje drugih komponent inflacije razen energentov, medtem ko bo inflacija v skupini energentov po pričakovanjih ostala volatilna, a se bo v obdobju projekcij zviševala, deloma zaradi uvedbe 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami v letu 2027. Inflacija v skupini hrane bo predvidoma sprva ostala povišana zaradi prelivanja zapoznelih učinkov preteklega zvišanja cen mednarodnih prehrabnih surovin, vendar se bo v letih 2026 in 2027 umirila na ravni, nekoliko višje od 2%.

Inflacija brez energentov in hrane se bo po pričakovanjih znižala z 2,4% v letu 2025 na 1,9% v letu 2026 in na 1,8% v letu 2027, ko bodo popustili plačni pritiski in se bo umirila inflacija v skupini storitev, medtem ko se bo apreciacija eura prelila vzdolž cenovne verige in omejila blagovno inflacijo. Nižja rast plač, ki je posledica tega, da se je preteklo zmanjšanje realnih plač že nadoknadilo, bo skupaj z okrevanjem rasti produktivnosti predvidoma privedla do precej počasnejše rasti stroškov dela na enoto proizvoda.

V primerjavi z junijskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leti 2025 in 2026 popravljeni navzgor za 0,1 odstotne točke. To je posledica višjih dejanskih in predpostavljenih cen energetskih primarnih surovin ter zapoznelih učinkov višjih mednarodnih cen prehrabnih surovin, ki več kot odtehtajo učinke apreciacije eura. Za leto 2027 naj bi prevladovali zapozneli učinki apreciacije eura, zato so bili obeti popravljeni za 0,1 odstotne točke navzdol.

Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni Sveta ECB.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so postala bolj uravnotežena. Čeprav se je z nedavnimi trgovinskimi sporazumi negotovost zmanjšala, bi lahko ponovno poslabšanje trgovinskih odnosov dodatno zavrlo izvoz ter zmanjšalo naložbe in potrošnjo. Ob poslabšanju razpoloženja na finančnih trgih bi se lahko pogoji

financiranja zaostri, odpor do tveganja povečal in rast oslabela. Pomemben vir negotovosti ostajajo geopolitične napetosti, kot sta ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu. Nasprotno bi k rasti prispevalo večje povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo od pričakovanega ter reforme, ki zvišujejo produktivnost. Izboljšanje zaupanja podjetij bi lahko spodbudilo zasebne naložbe. Gospodarska klima bi se lahko popravila in aktivnost pospešila, če bi se geopolitične napetosti zmanjšale ali če bi se preostali trgovinski spori razrešili hitreje, kot se pričakuje.

Inflacijski obeti ostajajo bolj negotovi kot običajno, kar je rezultat še vedno volatilnih svetovnih trgovinskih razmer. Močnejši euro bi inflacijo lahko znižal bolj, kot je pričakovano. Inflacija bi bila lahko nižja od pričakovane tudi v primeru, če bi se zaradi višjih carin zmanjšalo povpraševanje po izvozu euroobmočja in če bi države s presežnimi zmogljivostmi nadalje povečale svoj izvoz v euroobmočje. Trgovinske napetosti bi lahko povzročile večjo volatiliteto in odpor do tveganja na finančnih trgih, kar bi zavrlo domače povpraševanje in s tem znižalo tudi inflacijo. Nasprotno bi bila inflacija lahko višja od pričakovane, če bi se zaradi fragmentacije svetovnih dobavnih verig zvišale uvozne cene in zaostri omejitve zmogljivosti v domačem gospodarstvu. K zvišanju inflacije bi na srednji rok lahko prispevalo tudi povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov ter splošnejšega napredovanja podnebne krize bi se lahko cene hrane zvišale bolj, kot se pričakuje.

Finančne in denarne razmere

Od letošnje julijske seje Sveta ECB o denarni politiki so se kratkoročne tržne obrestne mere zvišale, dolgoročne obrestne mere pa so ostale večinoma nespremenjene. Vseeno so se zaradi preteklih rezov ključnih obrestnih mer s strani Sveta ECB stroški zadolževanja za podjetja julija še naprej zniževali. Povprečna obrestna mera za nova posojila podjetjem se je premaknila navzdol s 3,6% v juniju na 3,5% v juliju. Stroški izdajanja tržnih dolžniških instrumentov so ostali nespremenjeni na ravni 3,5%. Obseg posojil podjetjem se je povečal za 2,8%, kar je rahlo več kot junija, medtem ko se je rast izdajanja podjetniških obveznic okrepila s 3,4% na 4,1%. Povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila je julija ostala nespremenjena na ravni 3,3%, rast hipotekarnih posojil pa se je povečala z 2,2% na 2,4%.

Sklepi o denarni politiki

Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so ostale nespremenjene na ravni 2,00%, 2,15% oziroma 2,40%.

Portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se zmanjšujeta postopno in predvidljivo,

saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Zaključek

Svet ECB je na seji 11. septembra 2025 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na 2-odstotni ciljni ravni. O ustrezni naravnosti denarne politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Svet ECB bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

V vsakem primeru je Svet ECB v okviru svojega mandata pripravljen prilagoditi vse instrumente, da bi zagotovil vzdržno stabilizacijo inflacije na ciljni ravni v srednjeročnem obdobju ter ohranil nemoteno delovanje transmisije denarne politike.

1 Zunanje okolje

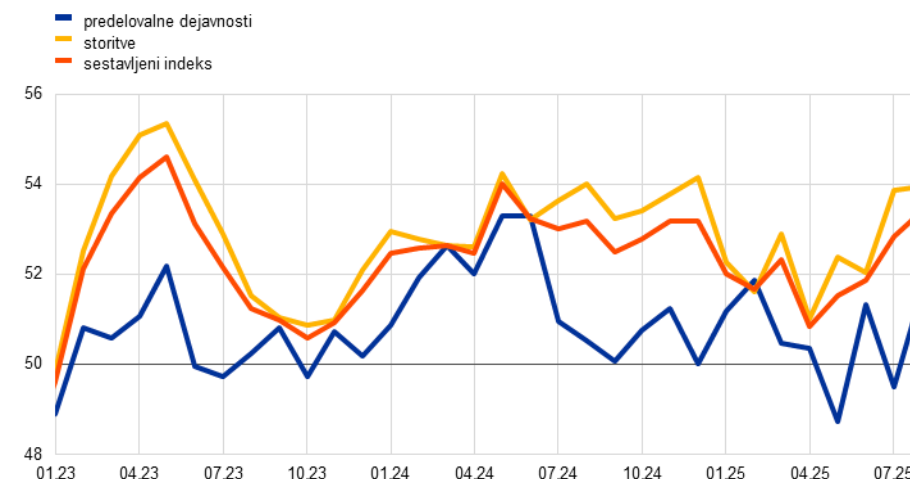
Po nepričakovano višji rasti v prvi polovici leta 2025, ki pa se verjetno ne bo nadaljevala, naj bi bila globalna gospodarska aktivnost v bližnji prihodnosti še vedno stabilna, vendar umirjena. Svetovna rast uvoza bo predvidoma upadla, saj naj bi začetni skokovit porast, povezan s hitenjem z uvozom v pričakovanju višjih carin, postopoma izzvenel. Višje ameriške carine in še vedno velika negotovost preoblikujejo svetovne trgovinske tokove in predstavljajo tveganje za logistiko, čeprav se zdi, da se pritiski v svetovnih dobavnih verigah za zdaj obvladujejo. Dezinflacija v nekaterih razvitih gospodarstvih se je, kot kaže, začasno ustavila, osnovna blagovna inflacija pa se ponovno krepi, zlasti v ZDA. Skladno s tem so strokovnjaki ECB v septembrskih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje napovedali slabše obete glede svetovne gospodarske rasti. Kljub temu naj bi se svetovna aktivnost upočasnjevala manj izrazito, kot je bilo predvideno v junjskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema, kar odraža presenetljivo pozitivne podatke, medtem ko naj bi fiskalna ekspanzija v ZDA, zmanjševanje negotovosti glede trgovinskih politik in blažji globalni finančni pogoji absorbirali vpliv novo napovedanih carin. Pričakuje se, da se bo skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), na svetovni ravni v obdobju projekcij umirila kljub pričakovanemu ponovnemu porastu skupne inflacije v ZDA leta 2026 kot posledice carin, fiskalne ekspanzije in deprecije ameriškega dolarja.

Svetovna rast (brez euroobmočja) bo v bližnji prihodnosti predvidoma ostala umirjena, vendar stabilna. Svetovni BDP se je v drugem četrtletju v primerjavi s prvim četrtletjem povečal za 0,9%, potem ko je v prvem četrtletju rast znašala 0,7%. Čeprav je gospodarska aktivnost v večjih gospodarstvih, kot so ZDA in Kitajska, pozitivno presenetila, je bilo to posledica velikih nihanj v neto izvozu in zalogah, ne pa temeljne stabilnosti svetovnega gospodarstva. Izkrivljajoči učinki, povezani s hitenjem z uvozom in polnjenjem zalog – zaradi previdnostnega ravnanja podjetij in potrošnikov pred uvedbo carin – naj bi postopoma izzveneli, kar pomeni, da se njihov začasni spodbujevalni učinek verjetno ne bo ohranil do druge polovice leta. Takšno oceno podpirajo nedavni podatki, saj model strokovnjakov ECB za kratkoročno napovedovanje kaže, da bo realna rast BDP v tretjem četrtletju šibkejša. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost se je avgusta izboljšal, k čemur je prispevala rast v predelovalnih dejavnostih, ki se je po krčenju povzpela na 51,6, medtem ko so storitve ostale razmeroma stabilne pri 54,0 (graf 1).

Graf 1

Svetovni indeks vodij nabave (PMI) (brez euroobmočja)

(difuzijski indeksi)



Viri: S&P Global Market Intelligence in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025.

Obeti glede svetovne rasti se bodo predvidoma poslabšali, čeprav manj izrazito, kot je bilo predvideno v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema.

Svetovna rast naj bi se v obdobju projekcij upočasnila in padla pod povprečno raven pred pandemijo (3,6%), saj carine in negotovost glede ekonomskih politik zavirajo potrošnjo in slabšajo naložbene obete. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se svetovna realna rast BDP v letu 2025 znižala na 3,3% (v primerjavi s 3,6% v letu 2024), nato se bo leta 2026 še dodatno znižala na 3,1%, leta 2027 pa se zmeroma okrepi na 3,3%.¹ Realna rast BDP se je v drugem četrtletju 2025 v večjih gospodarstvih (npr. v ZDA, na Kitajskem in v Združenem kraljestvu) presenetljivo zvišala, vendar najnovejši ekonomski podatki kažejo na upočasnitev aktivnosti v drugi polovici leta, zlasti ob vse šibkejšem povpraševanju po delovni sili v ZDA ter ob umirjanju prodaje v trgovini na drobno in naložb na Kitajskem. Tveganja, povezana s svetovnimi obeti, so še naprej na strani počasnejše rasti, saj bi ponovna zaostroitev trgovinske vojne lahko dodatno zavrla gospodarsko aktivnost. Poleg tega bi lahko zaskrbljenost glede fiskalne vzdržnosti v velikih razvitih gospodarstvih sprožila prekomerno volatilnost na finančnih trgih in prelivanje negativnih posledic po svetu. Pozitivno pa je, da bi uspešna trgovinska pogajanja – zlasti med ZDA in Kitajsko – lahko preprečila veliko stopnjevanje carin in prispevala k zmanjšanju svetovne negotovosti glede ekonomskih politik.

Dinamika svetovne trgovinske menjave naj bi ob višjih carinah in vztrajni negotovosti glede trgovinskih politik upadla, kljub navidezni vztrajnosti v prvi polovici leta 2025.

Svetovna trgovinska menjava se je v drugem četrtletju upočasnila in se bo predvidoma še bolj skrčila, kar bo izničilo skokovit porast, zabeležen v prvem četrtletju. Sledilnik ECB o trgovinski menjavi, ki temelji na najnovejših visokofrekvenčnih kazalnikih, kaže na umirjeno dinamiko trgovinske menjave v tretjem četrtletju, pri čemer je bil zagon julija in avgusta še vedno

¹ Za več podrobnosti glej »[Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, september 2025](#)«, objavljene 11. septembra 2025 na spletnem mestu ECB.

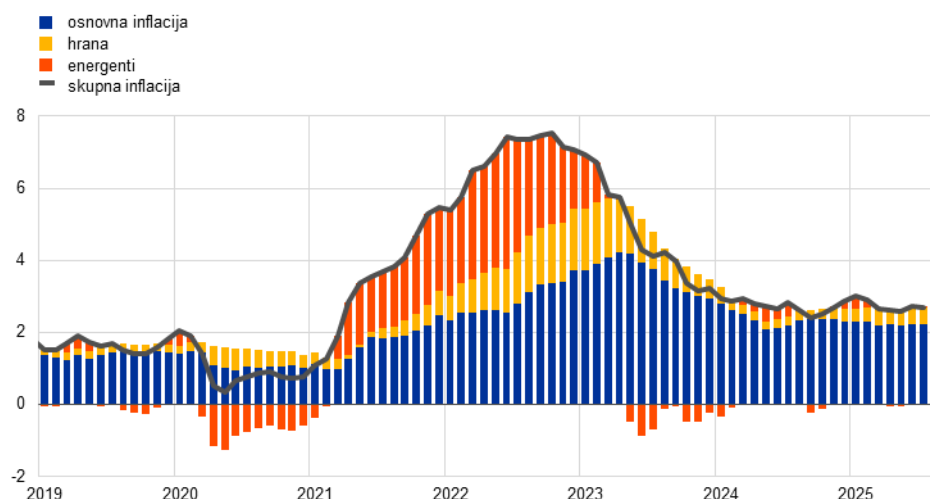
negativen. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo svetovna rast uvoza močno zmanjšala s 4,2% v letu 2024 na 2,8% v letu 2025 in 1,5% v letu 2026, nato pa naj bi se leta 2027 ponovno okrepila na 3,1%. Izrazito upočasnjevanje odraža iztekanje predhodnega hitenja z uvozom, vpliv carin in večjo negotovost glede trgovinskih politik, kar zavira naložbe in vodi v manj trgovinsko intenzivno sestavo svetovnega povpraševanja. Ker naj bi se ameriški uvoz po krčenju v letu 2026 ponovno okrepil, se pričakuje, da bo svetovna trgovinska menjava leta 2027 delno okrevala, čeprav počasneje kot realna rast svetovnega BDP. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila svetovna rast uvoza popravljena navzdol, večinoma zaradi novo uvedenih carin in znižanja predvidenih obetov glede uvozne intenzivnosti rasti na Kitajskem. Čeprav so lahko carine izziv za logistiko, se splošni pritiski v svetovnih dobavnih verigah trenutno obvladujejo. Nekateri znaki obremenitve so vidni v sektorjih, kot so aluminij, jeklo in tekstil, vendar so ti precej šibkejši kot motnje, zabeležene v obdobju po pandemiji.

Skupna inflacija v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) je ostala višja od 2%, medtem ko se je osnovna inflacija julija rahlo povečala. Če izvzamemo Turčijo, je medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD julija ostala stabilna na ravni 2,7% (graf 2). Medtem ko se je rast cen energentov in hrane julija znižala (cene energentov za 0,6 odstotne točke v primerjavi z junijem na 0,2%, cene hrane pa za 0,1 odstotne točke na 3,4%), se je osnovna inflacija rahlo povečala s 3,0% v maju na 3,1% v juniju. PMI o lastnih in prodajnih cenah za prihodnje obdobje nakazujejo rahel kratkoročni porast v razvitih gospodarstvih, predvsem zaradi dogajanj v ZDA.

Graf 2

Inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Agregat OECD izključuje Turčijo in je izračunan z uporabo letnih uteži indeksa CPI za države OECD. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

Skupna medletna inflacija (CPI) se bo v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v obdobju projekcij kljub inflacijskim pritiskom v ZDA

predvidoma še dodatno znižala. V primerjavi z junjskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila inflacija za leto 2025 v večjih gospodarstvih, kot so ZDA, Kitajska in Indija, rahlo popravljena navzdol, kar je posledica tega, da so bili podatki v drugem četrtletju slabši od pričakovanih. Nasprotno so bile projekcije glede inflacije za leto 2026 v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev popravljene navzgor, saj naj bi višje carine in fiskalna ekspanzija okrepile inflacijske pritiske v ZDA. To deloma odraža tudi zapoznel prenos učinkov carin, saj so dajatve sprva vplivale predvsem na blago višje v dobavnih verigah, medtem ko je hitenje z uvozom in polnjenjem zalog podjetjem omogočilo, da so si oblikovala zaloge blaga, za katero je zdaj treba plačati carino. Na svetovni ravni je bila navzgor popravljena projekcija skupne inflacije (CPI) v ZDA za leto 2026 delno izravnana s popravki navzdol za nastajajoča tržna gospodarstva, zlasti zaradi šibkejšega zagona inflacije na Kitajskem in v Indiji od pričakovanega. Glede na septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB naj bi se svetovna sestavljena stopnja inflacije (CPI) v razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih znižala s 4,0% v letu 2024 na 3,2% v letu 2025 ter dodatno na 2,9% v letu 2026 in 2,5% v letu 2027.²

Cene nafte so se zaradi geopolitičnih napetosti na Bližnjem vzhodu zvišale, medtem ko so se cene plina po mirovnih pogajanjih med Rusijo in Ukrajino znižale. Cene nafte so se v obravnavanem obdobju (od 5. junija do 10. septembra) zvišale za 1,4% kot posledica močnega porasta po izraelskih in ameriških vojaških napadih na Iran sredi junija. Začetno zvišanje pa se je deloma izničilo, ko se je tveganje nadaljnje eskalacije ublažilo. K zmanjšanju sta prispevali dve zaporedni odločitvi skupine OPEC+ o povečanju proizvodnje, s katerima se je odpravilo zmanjšanje proizvodnje za 2,2 milijona sodčkov na dan, ki ga je kartel uvedel novembra 2023, in to s hitrostjo, ki je presenetila trge. Evropske cene plina so bile sprva pod pritiskom zaradi obsežne ponudbe utekočinjenega zemeljskega plina in umirjenega domačega povpraševanja, kar je omogočilo, da so bile zaloge plina na ustrezni ravni pred prihodnjo zimo. Po nadaljevanju mirovnih pogajanj med Rusijo in Ukrajino so cene še padle, dosegle najnižjo raven v več kot letu dni in se v obravnavanem obdobju znižale za 14,6%. Cene kovin so se povišale za 1%, predvsem zaradi bakra, saj so trgi pričakovali uvedbo ameriških carin na to surovino. Toda začetni dobički so se pozneje deloma izničili, ko so ZDA rafiniran baker nepričakovano izvzele iz ukrepov in omejile carine na polizdelke. Cene hrane so se znižale za 7,7%, predvsem zaradi padca cen kakava, ki so v tem obdobju močno nihale zaradi vremenskih dejavnikov.

V ZDA se je rast ključnih komponent BDP (zasebne potrošnje in naložb) v prvi polovici leta 2025 upočasnila, medtem ko se je inflacija zvišala, deloma zaradi carin. Medčetrtletna realna rast BDP se je v drugem četrtletju ponovno okrepila na 0,7% (po 0,1-odstotnem padcu v prejšnjem četrtletju), k čemur sta močno prispevala neto trgovinska menjava in zmanjševanje zalog, ki so večinoma izravnale predhodne učinke carin na dinamiko trgovinske menjave. Nasprotno se je realna končna prodaja zasebnim domačim kupcem (brez javnofinančnih izdatkov, neto trgovinske

² Makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB glede skupne inflacije (CPI) vključujejo širši sklop držav, zlasti velika nastajajoča tržna gospodarstva (npr. Kitajsko, Indijo, Brazilijo in Rusijo), ki niso upoštevane v inflaciji OECD.

menjave in zalog) v drugem četrtletju še naprej upočasnjevala. Pričakuje se, da se bo gospodarska aktivnost v drugi polovici leta umirila, saj carine, šibko zaupanje in počasnejša realna rast razpoložljivega dohodka zavirajo potrošnjo in naložbe. To je skladno z znaki upada povpraševanja po delovni sili, saj se je julija in avgusta rast zaposlenosti v nekmetskem sektorju presenetljivo zmanjšala, hkrati pa je bila precej popravljena navzdol tudi za prejšnje mesece. Na nominalni strani je julija skupna inflacija, merjena z indeksom zasebne potrošnje (PCE), ostala nespremenjena (2,6%), medtem ko se je osnovna inflacija (PCE) zvišala na 2,8% (0,1 odstotne točke več kot mesec prej) ob znakih, da posledice carin postajajo opazne v cenah osnovnih dobrin, zlasti v kategorijah, tesno povezanih z uvoženimi proizvodi, ki se carinijo (npr. gospodinjstva oprema, izdelki za šport in zabavo). Čeprav ameriški proizvajalci in trgovci na drobno trenutno še prevzemajo večino dodatnih stroškov povečanja carin – pri čemer visoki dobički podjetij in vnaprejšnje povečevanje zalog delujejo kot začasna rezerva – se pričakuje, da se bo povečanje carin sčasoma večinoma preneslo v maloprodajne cene. V teh okoliščinah in ob inflacijskih pritiskih, ki jih sprožata fiskalna ekspanzija ZDA in deprecijacija ameriškega dolarja, strokovnjaki ECB v septembrskih makroekonomskih projekcijah predvidevajo, da se bo skupna inflacija (CPI) do leta 2026 zvišala na 3,3%, kar je občutno več od 2,8% v letu 2025. Guverner ameriške centralne banke Jerome Powell je v svojem govoru v dolini Jackson Hole 22. avgusta priznal, da »se tveganja za upad zaposlenosti povečujejo«, in poudaril, da bi bila zaradi ravnovesja tveganj lahko potrebna prilagoditev denarne politike.

Na Kitajskem rast izvoza še vedno vztraja, medtem ko se je domače povpraševanje dodatno zmanjšalo.

V prvi polovici leta 2025 je bilo gospodarstvo še vedno razmeroma odporno zaradi močne rasti izvoza, vendar se je zagon v tretjem četrtletju upočasnil, saj so bili julijski podatki o prodaji v trgovini na drobno, industrijski proizvodnji in naložbah v osnovna sredstva nepričakovano slabši. Domače povpraševanje ostaja šibko zunaj sektorjev, ki jih podpira politika, kar je posledica vztrajno neodpornega stanovanjskega trga in umirjene zasebne potrošnje z izjemo subvencioniranega blaga. Kljub temu je izvoz julija še naprej dosegal dobre rezultate in naj bi kratkoročno ostal odporen, k čemur bo prispevalo podaljšanje premora v carinskem sporu med ZDA in Kitajsko do novembra. Inflacijski pritiski so bili julija še vedno šibki, cene življenjskih potrebščin so medletno ostale nespremenjene pri 0,0% (0,1 odstotne točke manj kot prejšnji mesec), cene proizvodov pri proizvajalcih pa globoko v negativnem območju pri -3,6% na medletni ravni (brez sprememb glede na prejšnji mesec). Oblasti so se na to odzvale tako, da so sredi leta 2025 okrepile kampanjo proti involuciji, saj so uvedle strožje ukrepe, da zavrejo plenilsko cenovno tekmo in omejijo presežne zmogljivosti, zlasti v zelenih sektorjih, kot so sončna energija, baterije in električna vozila. Vendar ostaja nejasno, ali bodo ti ukrepi zadostovali za občutno ublažitev deflacijskih pritiskov v prihodnje.

V Združenem kraljestvu se je realna rast BDP v drugem četrtletju umirila, medtem ko se je inflacija še naprej povečevala.

Medletna rast gospodarske aktivnosti je v drugem četrtletju znašala 0,3%, kar je nad pričakovanji, toda predstavlja upočasnitev glede na prvo četrtletje, ko je rast močno podpiralo vnaprejšnje povečanje povpraševanja pred uvedbo carin in davčnih ukrepov. Zaradi globalnih zaviralnih dejavnikov in negotovosti glede jesenskega proračuna naj bi

gospodarska aktivnost v prihodnjem obdobju ostala zmerna, pri čemer bo pričakovano zvišanje davkov verjetno negativno vplivalo na zaupanje. Letna skupna inflacija se je julija dodatno povišala na 3,8% (0,2 odstotne točke več kot mesec prej), predvsem zaradi vztrajne inflacije v skupini storitev, zlasti v prometu – največji prispevek so imele volatilne cene letalskih vozovnic. Inflacija bo predvidoma dosegla vrh v tretjem četrtletju zaradi sprememb reguliranih cen energije, nato pa se bo postopno zniževala v smeri ciljne ravni. V teh razmerah je britanska centralna banka avgusta znižala obrestno mero za 25 bazičnih točk na 4%.

2 Gospodarska aktivnost

Carine in s tem povezana negotovost so prispevale k močnemu nihanju gospodarske aktivnosti v prvi polovici leta 2025, pri čemer se je aktivnost pospešila, zlasti na Irskem. Realna rast BDP se je po dobrih rezultatih v prvem četrtnetju, ko je znašala 0,6%, v drugem četrtnetju upočasnila, pri čemer se je medčetrtnetno povečala za 0,1%. Zaposlenost se je v drugem četrtnetju povečala za 0,1%, za kolikor se je povečal tudi BDP. Z vidika posameznih sektorjev so k rasti v drugem četrtnetju največ prispevale storitvene dejavnosti, ki so rasle s podobno dinamiko kot v prvem četrtnetju. Medtem se je ob popuščanju učinkov pospešitve celotne gospodarske aktivnosti, ob zvišanju carin ter še vedno veliki negotovosti glede geopolitičnih dogajanj in trgovinskih politik rast v industriji glede na prvo četrtnetje upočasnila. Anketni podatki dajejo nekoliko mešane signale, vendar na splošno nakazujejo nadaljnjo skromno rast aktivnosti v tretjem četrtnetju 2025. Čeprav se je negotovost po sklenitvi trgovinskega sporazuma med ZDA in EU zmanjšala, je glede na pretekla merila še vedno velika, kar skupaj z višjimi carinami, apreciacijo eura in večjo svetovno konkurenco negativno vpliva na kratkoročne obete, zlasti v predelovalnih dejavnostih. Hkrati naj bi rast v storitvenih dejavnostih po pričakovanjih ostala glavno gonilo rasti, saj naj bi se glede na poročanje potrošnikov zasebna potrošnja storitev nadaljevala. Čeprav so se razmere na trgu dela v zadnjih mesecih poslabšale, je trg dela še vedno vir moči. Glede gibanj v prihodnosti naj bi večja zasebna potrošnja, zlasti če bodo ljudje manj svojega dohodka namenili varčevanju, skupaj s potrošnjo države za infrastrukturo in obrambo, podpirala domače povpraševanje v euroobmočju. Poleg tega naj bi postopno okrevanje podpirali tudi manj strogi pogoji financiranja, ki so predvsem odraz najnovejših sklepov o denarni politiki.

Take obete kažejo osnovne [septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#), po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2025 znašala 1,2%, v letu 2026 1,0% in v letu 2027 1,3%. V primerjavi z letošnjimi junjskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP za leto 2025 popravljeni navzgor za 0,3 odstotne točke zaradi boljših najnovejših podatkov od pričakovanih in učinka prenosa, ki izhaja iz popravkov preteklih podatkov. Poleg tega je bila zaradi apreciacije eura in šibkejšega zunanjskega povpraševanja rast BDP za leto 2026 popravljen nekoliko navzdol, in sicer za 0,1 odstotne točke, medtem ko so obeti za leto 2027 ostali nespremenjeni.

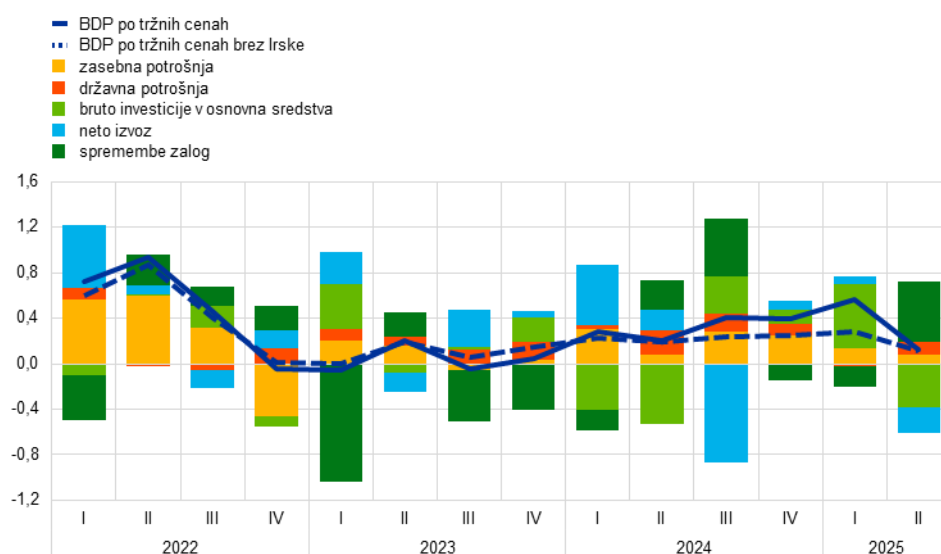
Realna rast BDP se je v drugem četrtnetju 2025 ob vztrajni negotovosti glede geopolitičnih dogajanj in trgovinskih politik upočasnila (graf 3). Po dobrih rezultatih v prvem četrtnetju, h katerim je deloma prispevalo to, da so podjetja hitela z izvozom pred pričakovanim zvišanjem carin, se je zaradi popuščanja učinkov omenjenega hitenja z izvozom rast BDP v drugem četrtnetju upočasnila, pri čemer se je medčetrtnetno povečala za 0,1% (glej okvir 3 o tem, kako sta pospešitev celotne gospodarske aktivnosti in negotovost vplivali na novejša gibanja). Kljub večji volatilnosti v preteklih dveh četrtnetjih (ki je bila večinoma povezana z vplivom irskih podatkov) najnovejši rezultati pomenijo, da je rast v euroobmočju že sedmo četrtnetje zapored pozitivna. Zmerno rast realnega BDP v euroobmočju v drugem četrtnetju so podpirale zasebna in javna potrošnja ter spremembe zalog. Hkrati so se izvoz in naložbe zmanjšali, pri čemer slednje zaradi razmeroma velikega upada negradbenih

naložb, h kateremu so prispevala gibanja proizvodov intelektualne lastnine na Irskem. Ob ničelni rasti uvoza je neto trgovinska menjava k rasti v drugem četrtnetju prispevala negativno. Z vidika posameznih sektorjev so k rasti največ prispevale storitvene dejavnosti, ki so rasle s podobno dinamiko kot v prvem četrtnetju. Medtem se je zaradi popuščanja učinkov pospešitve celotne gospodarske aktivnosti in zvišanja carin rast v industriji glede na prvo četrtnetje upočasnila. Poleg tega se je dodana vrednost v gradbeništvu zmanjšala, s čimer je v precejšnji meri izravnala močno povečanje v prvem četrtnetju.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtnetne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

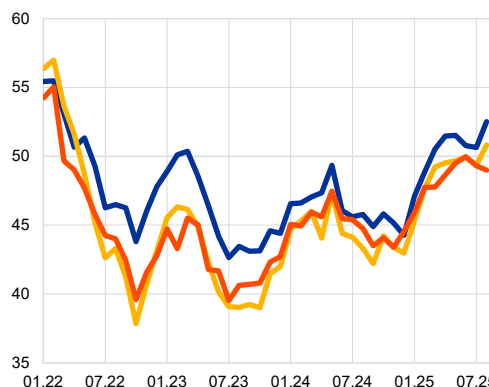
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtnetje 2025.

Anketni podatki dajejo nekoliko mešane signale, vendar na splošno nakazujejo nadaljnjo skromno rast aktivnosti v tretjem četrtnetju 2025. Še vedno velika negotovost, višje carine in apreciacija eura negativno vplivajo na kratkoročne obete. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je julija in avgusta v povprečju zvišal na 51,0 (s 50,4 v drugem četrtnetju), kar pomeni, da je rast počasna, pri čemer je stopnja približno enaka kot v drugem četrtnetju. Čeprav naj bi se rast v storitvenih dejavnostih po ocenah upočasnila, naj bi bila še vedno glavno gonilo rasti, in sicer predvsem zaradi večjega obsega v primerjavi z rastjo v industriji. Po drugi strani naj bi bila aktivnost v predelovalnih dejavnostih, ki je bila na začetku leta zaradi hitenja z izvozom pred uvedbo višjih carin bolj dinamična, v bližnji prihodnosti bolj umirjena, čeprav je iz zadnjih podatkov razvidno določeno izboljšanje (graf 4). Indeks PMI o novih naročilih kaže podobno sliko, pri čemer je bila dinamika na splošno počasna. Vendar pa ta kazalnik, ki je po naravi bolj usmerjen v prihodnost, kaže, da bo izboljševanje ob vstopu v zadnje četrtnetje tega leta nekoliko bolj umirjeno.

Graf 4**Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva****a) Predelovalne dejavnosti**

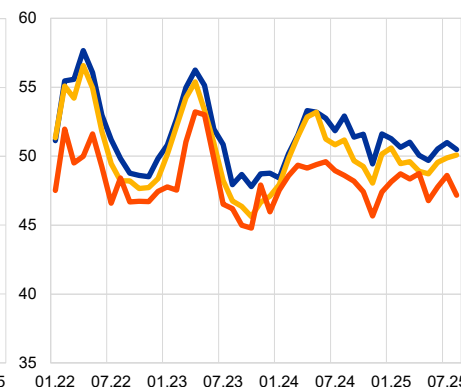
(difuzijski indeksi)

— proizvodnja
— nova naročila
— nova izvozna naročila

**b) Storitvene dejavnosti**

(difuzijski indeksi)

— poslovna aktivnost
— novi posli
— nova izvozna naročila



Vir: S&P Global Market Intelligence.

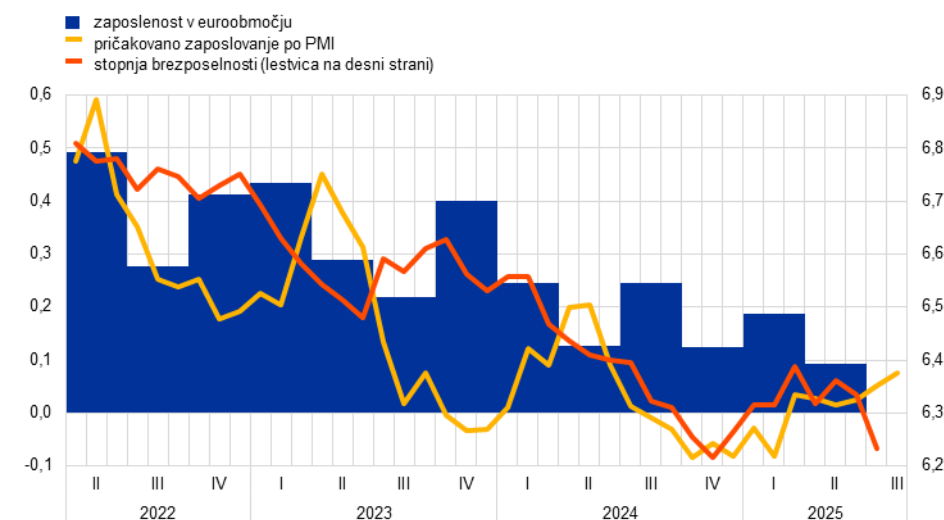
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025.

Zaposlenost se je v drugem četrtletju 2025 povečala za 0,1%. Po povečanju za 0,2% v prvem četrtletju 2025 se je rast zaposlenosti v drugem četrtletju tega leta upočasnila in je znašala 0,1% (graf 5). To prikriva različna gibanja v euroobmočju. Med največjimi gospodarstvi v euroobmočju je k rasti zaposlenosti prispevala predvsem Španija, medtem ko je bila rast v Nemčiji, Franciji in Italiji večinoma nespremenjena ali rahlo negativna. Hkrati se je stopnja brezposelnosti v euroobmočju julija znižala na 6,2%, pri čemer približno stabilna na tej ravni ostaja od sredine leta 2024. Povpraševanje po delavcih se je dodatno zmanjšalo, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v drugem četrtletju znižala na 2,3%, kar je enako kot v zadnjem četrtletju 2019.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

(lestvica na levi strani: medčetrtnne spremembe v odstotkih, difuzijski indeks; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Viri: Eurostat, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črti označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtnne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrtnna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtnje 2025 pri zaposlenosti, na avgust 2025 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na julij 2025 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je rast zaposlenosti v tretjem četrtnju skromna. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je zvišal s 50,5 v juliju na 50,8 v avgustu, kar pomeni, da je rast zaposlenosti v tretjem četrtnju skromna. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se je zvišal s 50,9 v juliju na 51,2 v avgustu, medtem ko se je kazalnik PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih znižal z 49,5 na 49,4.

Rast zasebne potrošnje se je v drugem četrtnju 2025 umirila, pri čemer je na podlagi anketnih podatkov mogoče sklepati, da se je dinamika trošenja v tretjem četrtnju nekoliko izboljšala. Zasebna potrošnja se je v drugem četrtnju 2025 medčetrtnno povečala za 0,1% (graf 6, slika a), potem ko se je v prvem četrtnju leta povečala za 0,3%. Potrošnja gospodinjstev v kategoriji storitev se je še naprej povečevala, vendar je potrošnja blaga stagnirala, saj se je potrošnja netrajnega blaga zmanjšala. Iz najnovejših podatkov je razvidno, da se bo dinamika rasti potrošnje gospodinjstev v kratkoročnem obdobju izboljševala, pri čemer bodo med sektorji še vedno razlike. Čeprav kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov po avgustovskem znižanju ostaja na nizki ravni, je povprečna vrednost za julij in avgust višja kot v drugem četrtnju. Trgovina na drobno se je julija zmanjšala. Vendar pa so se kazalniki Evropske komisije o pričakovanjih glede povpraševanja v trgovini na drobno in storitvenih dejavnostih, tehtanih s potrošnjo, od drugega četrtnja izrazito izboljšali (graf 6, slika a), saj je aktivnost v potrošniških storitvenih dejavnostih okrevala (glej okvir 3). Skladno z dejstvom, da so se v juliju in avgustu izboljšala pričakovanja potrošnikov glede večjih nakupov v naslednjih 12 mesecih, je tudi iz najnovejše ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev razvidno, da so pričakovanja glede nakupov, povezanih s počitnicami, še vedno visoka. Kar zadeva gibanja v prihodnosti, naj bi na rast potrošnje še naprej ugodno

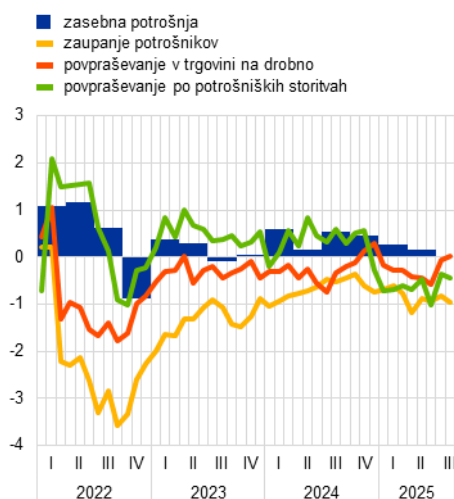
vplivalo preteklo povečanje kupne moči ob ugodnejših pogojih financiranja in izrazitem zmanjšanju negotovosti gospodinjstev glede njihovega finančnega položaja po najvišji ravni, doseženi ob koncu leta 2022 (graf 6, slika b). Vseeno bo kljub izboljšanju v avgustu še vedno velika splošnejša negotovost glede ekonomskih politik, povezana s svetovnimi gibanji, zlasti najnovejšimi trgovinskimi napetostmi, verjetno še naprej zaviralno vplivala na rast potrošnje, saj gospodinjstva svoje potrošniške navade prilagajajo tako, da zmanjšujejo skupno potrošnjo ali se preusmerjajo od ameriških izdelkov (glej okvir 2).

Graf 6

Potrošnja in zaupanje gospodinjstev, poslovna pričakovanja; razpoložljivi dohodek in negotovost

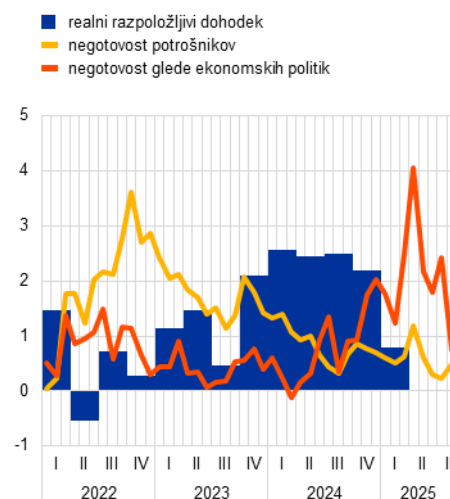
a) Potrošnja in zaupanje gospodinjstev, poslovna pričakovanja

(medčetrtnete spremembe v odstotkih; standardizirana ravnotežja v odstotkih)



b) Razpoložljivi dohodek in negotovost

(medletne spremembe v odstotkih; standardizirana ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

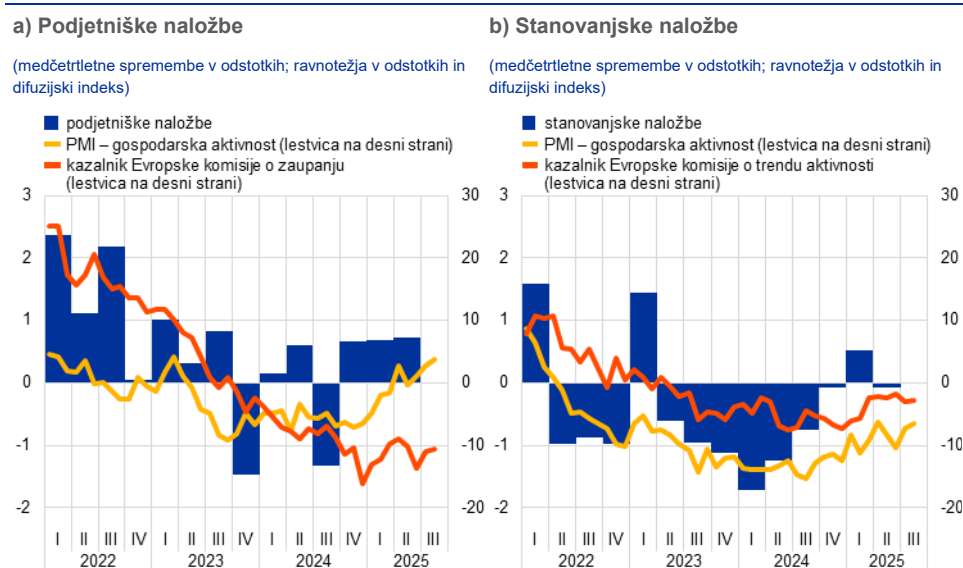
Opombe: Poslovna pričakovanja glede povpraševanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil) in povpraševanja v storitvenih dejavnostih, tehtanih s potrošnjo, se nanašajo na naslednje tri mesece. »Povpraševanje po potrošniških storitvah« temelji na kazalnikih pričakovanega sektorskega povpraševanja iz ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah v zvezi s storitvenimi dejavnostmi, tehtanih glede na deleže posameznih sektorjev v domači zasebni potrošnji iz tabel FIGARO za leto 2022. Časovna vrsta za povpraševanje po potrošniških storitvah je standardizirana za obdobje od leta 2005 do leta 2019, časovni vrsti za negotovost potrošnikov in negotovost glede ekonomskih politik sta zaradi razpoložljivosti podatkov standardizirani za obdobje od aprila 2019 do avgusta 2025 glede na njuni povprečji za leto 2019, medtem ko so vse druge časovne vrste standardizirane za obdobje od leta 1999 do leta 2019. Kazalnik negotovosti glede ekonomskih politik je povprečje standardiziranih časovnih vrst za Nemčijo, Francijo, Italijo in Španijo, tehtano z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2025 pri zasebni potrošnji, na prvo četrtletje 2025 pri realnem razpoložljivem dohodku in na avgust 2025 pri vseh drugih postavkah.

Podjetniške naložbe so v drugem četrtletju 2025 močno rasle, vendar naj bi se v drugi polovici leta njihova rast upočasnila. Po 0,7-odstotni medčetrtneti rasti v prvem in drugem četrtletju 2025 naj bi bile negradbene naložbe v euroobmočju (brez upoštevanja neopredmetenih naložb na Irskem) v prihodnjih mesecih po pričakovanjih skromne. Rezultati anket o aktivnosti v sektorju proizvodov za investicije, razpoložljivi do avgusta, so nekoliko mešani, pri čemer se je kazalnik PMI o gospodarski aktivnosti pomaknil še bolj nad vrednost 50, vendar pa indeks Evropske komisije o gospodarski klimi nakazuje šibko aktivnost. Medtem ko domače povpraševanje podpira naložbe, drugi dejavniki naložb potrjujejo njihovo kratkoročno šibko dinamiko. Negotovost je denimo ostala velika, čeprav se je po sklenitvi trgovinskega sporazuma med ZDA in EU ob koncu julija nekoliko zmanjšala, bruto

poslovni presežek nefinančnih družb pa se je v prvem četrtletju skromno povečal, potem ko je bila lani stopnja rasti negativna. Poleg višjih carin je na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov razvidno, da bi lahko apreciacija eura do določene mere negativno vplivala na dobiček podjetij. Ti dejavniki bi lahko zavirali naložbe, kar je odvisno od tega, kako se bodo podjetja zavarovala pred valutnim tveganjem, diverzificirala svojo dejavnost in prilagodila svoje marže. V zvezi s tem se je število stečajev v euroobmočju v drugem četrtletju 2025 dodatno povečalo in je za okrog 25% višje kot leta 2019. To je posledica potrebnega prilagajanja trga v obdobju strukturnih sprememb, ko se je število registracij podjetij prav tako povečalo na raven, ki je precej višja kot pred pandemijo, in šibkejših gospodarskih razmer. Gledano dolgoročneje naj bi večje povpraševanje in prenos negativnih učinkov vse višjih izdatkov za obrambo predvidoma spodbudila naložbe.

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



Viri: Eurostat, Evropska komisija, S&P Global Market Intelligence in izračuni ECB.

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a) so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki se nanašajo na sektor proizvodov za investicije. Na sliki b) se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2025 pri naložbah in na avgust 2025 pri vseh drugih postavkah.

Stanovanjske naložbe so se v drugem četrtletju 2025 rahlo zmanjšale.

Stanovanjske naložbe so se v drugem četrtletju 2025 medčetrletno zmanjšale za 0,1%, potem ko so se v prvem četrtletju povečale za 0,5%. Medtem se je obseg opravljenih del v gradnji stavb in specializiranih gradbenih del v povprečju povečal za 1,3%, potem ko je bilo povečanje v prvem četrtletju 0,6-odstotno. Glede gibanj v prihodnosti dajejo anketni kazalniki gospodarske aktivnosti mešane signale v zvezi s kratkoročnimi obeti za stanovanjske naložbe. Kazalnik Evropske komisije o trendu glede obsega gradbenih del in specializiranih gradbenih del se je julija in avgusta v povprečju rahlo znižal, medtem ko se je kazalnik PMI, ki meri obseg stanovanjskih gradbenih del, izrazito zvišal (graf 7, slika b). Čeprav sta oba kazalnika ostala v območju negativne rasti, naj bi stanovanjske naložbe v bližnji prihodnosti po pričakovanjih zmerno okrevale. Take obete podpira nadaljnje povečevanje števila

gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe, ki se je po povečanju v prejšnjih dveh četrtnetjih aprila in maja v povprečju povečalo za 1,1% v primerjavi s povprečjem v prvem četrtnetju. Čeprav je število gradbenih dovoljenj še vedno relativno nizko, vztrajni trend naraščanja kaže, da se povpraševanje po novih stanovanjskih stavbah krepi, kar naj bi po pričakovanjih spodbudno vplivalo na prihodnjo dinamiko stanovanjskih naložb.

Skokovito povečanje izvoza euroobmočja, ki je bilo posledica pospešitve celotne gospodarske aktivnosti, se je v drugem četrtnetju 2025 delno izničilo, izvoz pa je bil v poletnih mesecih verjetno umirjen. Izvoz blaga in storitev je v drugem četrtnetju 2025 upadel za 0,5%. Podobno kot pri povečanju v prvem četrtnetju je bila približno polovica upada blagovnega izvoza povezana s farmacevtskimi izdelki, predvsem iz Irske. Iz anketnih kazalnikov je razvidno, da je bil izvoz v poletnih mesecih umirjen. Čeprav se je zaradi sporazuma med ZDA in EU, s katerim je bila za večino blagovnega izvoza EU najvišja stopnja ameriških uvoznih carin določena na ravni 15%, negotovost glede trgovinskih politik nekoliko zmanjšala, bo dolgoročneje na izvoz negativno vplivala apreciacija eura. Na strani uvoza so bile v drugem četrtnetju 2025 količine uvoženega blaga in storitev še vedno na splošno skromne (+0,0%), pri čemer je vse večji uvoz iz ZDA in Kitajske odtehtal šibkejšega iz preostalega sveta.

V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za rast BDP za leto 2025 popravljeni navzgor. To je deloma posledica boljših najnovjših podatkov od pričakovanih. Hkrati so bili zaradi zmanjšanja konkurenčnosti, ki izhaja iz apreciacije eura in šibkejšega zunanjega povpraševanja, obeti za rast za leto 2026 popravljeni rahlo navzdol. Povprečna letna realna rast BDP naj bi tako po novih projekcijah v letu 2025 znašala 1,2%, v letu 2026 1,0% in v letu 2027 1,3%. Carine in s tem povezana negotovost so prispevale k nihanjem gospodarske aktivnosti v prvi polovici leta in naj bi po pričakovanjih omejevale rast v kratkoročnem obdobju. Vendar pa bo ob prilagoditvi izvoznikov novemu trgovinskemu sporazumu med ZDA in EU ter zmanjšanju negotovosti glede trgovinskih politik rast verjetno okrevala. V prihodnjih obdobjih naj bi na domače povpraševanje v euroobmočju spodbudno vplivala povečevanje realnih plač in zaposlenosti ter nova potrošnja države za infrastrukturo in obrambo. Gospodarsko aktivnost naj bi podpirali tudi manj strogi pogoji financiranja, ki so predvsem odraz novejših sklepov o denarni politiki, in pričakovana okrepitev zunanjega povpraševanja pozneje v obdobju projekcij.

3 Cene in stroški

Skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je še naprej na ravni blizu 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Po Eurostatovi prvi oceni se je rahlo zvišala z 2,0% v juliju 2025 na 2,1% v avgustu.³ K zvišanju je prispeval predvsem porast inflacije v skupini energentov, ki je več kot odtehtal znižanje inflacije v skupini hrane. Inflacija brez energentov in hrane je ostala nespremenjena, kar odraža znižanje inflacije v skupini storitev in stabilno inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Merila osnovne inflacije ostajajo skladna z 2-odstotnim srednjeročnim inflacijskim ciljem ECB. Rast plač se še naprej umirja, pri čemer se je medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega znižala s 5,7% v drugem četrtletju 2023 in 4,8% v drugem četrtletju 2024 na 4,0% v prvem četrtletju 2025 in 3,9% v drugem četrtletju. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni ECB.

Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje kažejo podobno sliko inflacije kot letošnje junijske projekcije, pri čemer bo skupna inflacija po projekcijah v povprečju znašala 2,1% v letu 2025, 1,7% v letu 2026 in 1,9% v letu 2027.⁴

Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija v euroobmočju zvišala z 2,0% v juliju 2025 na 2,1% v avgustu (graf 8).⁵ Zvišanje je bilo posledica porasta medletne stopnje rasti cen energentov, in sicer z -2,4% v juliju na -1,9% v avgustu, k čemur so prispevali predvsem navzgor delujoči bazni učinki. To pomeni, da se je medletna inflacija v skupini energentov zvišala, medtem ko so se cene energentov medmesečno znižale. Čeprav podrobna razčlenitev podatkov za avgust še ni na voljo, podatki za julij kažejo na zvišanje medletne stopnje rasti cen električne energije in goriv za prevoz, čeprav so slednje ostale v negativnem območju, medtem ko so se cene plina znižale. Inflacija v skupini hrane je rahlo upadla s 3,3% v juliju na 3,2% v avgustu, k čemur je prispevalo znižanje medletne stopnje rasti cen predelane hrane z 2,7% na 2,6%, ki ga ni v celoti odtehtalo zvišanje rasti cen nepredelane hrane s 5,4% na 5,5%. Inflacija brez energentov in hrane je avgusta že četrti mesec zapored ostala nespremenjena na ravni 2,3%, in sicer zaradi nespremenjene stopnje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov (0,8%), čeprav je storitvena inflacija rahlo upadla s 3,2% na 3,1%. Inflacija v skupini storitev se je v zadnjih mesecih zniževala. V skladu z julijsko razčlenitvijo je k znižanju storitvene inflacije prispeval zlasti upad rasti cen rekreacijskih storitev, predvsem cen nastanitev, počitnic v paketu in gostinskih storitev.

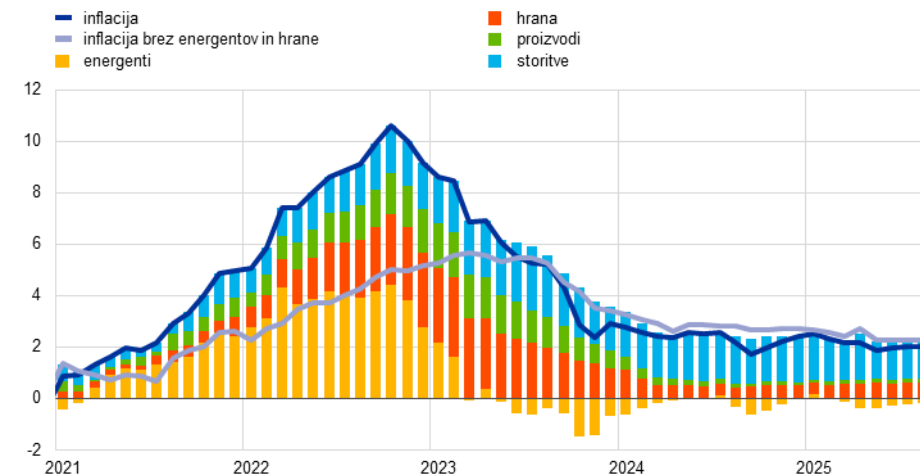
³ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 10. september 2025. Eurostat je 17. septembra 2025 potrdil, da je medletna stopnja inflacije za avgust znašala 2,0%, in svojo prvo oceno (2,1%) popravil za 0,1 odstotne točke navzdol.

⁴ Glej »[Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene 11. septembra 2025 na spletnem mestu ECB.

⁵ V opombi 1 je več informacij o popravku stopnje inflacije za avgust, potem ko so bili 17. septembra 2025 objavljeni vsi podatki o indeksu HICP.

Graf 8**Skupna inflacija in glavne komponente**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »proizvodi« se nanaša na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025 (Eurostatova prva ocena).

Večina kazalnikov osnovne inflacije je bila julija in avgusta 2025 približno

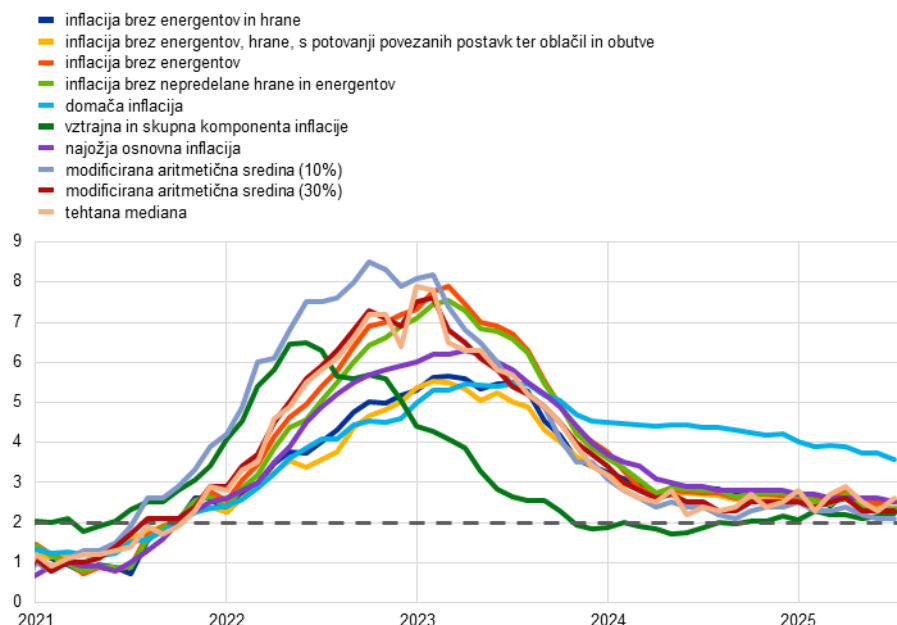
nespremenjena. Julija je razpon meril osnovne inflacije ostal razmeroma stabilen med 2,1% in 2,6%.⁶ Skoraj vsa merila z izključitvijo, vključno z inflacijo brez energentov, hrane, s potovanji povezanih storitvenih postavk ter oblačil in obutve ter 10-odstotno in 30-odstotno modificirano aritmetično sredino, so julija ostala nespremenjena na ravni 2,5%, 2,1% oziroma 2,3%. Izjemi sta bila kazalnik tehtane mediane, ki se je zvišal z 2,3% v juniju na 2,6% v juliju, in domača inflacija, ki se je v istem obdobju rahlo znižala s 3,7% na 3,6%, kar je v skladu z nedavnim umirjanjem storitvene inflacije. Kar zadeva modelska merila, je vztrajna in skupna komponenta inflacije rahlo porasla z 2,1% v juniju na 2,2% v juliju, kazalnik najožje osnovne inflacije (ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel) pa se je julija rahlo znižal na 2,5%, potem ko je štiri mesece zapored ostal na 2,6-odstotni ravni. Večina meril z izključitvijo, ki so na voljo za avgust, je ostala približno nespremenjena.

⁶ Julij 2025 je zadnji mesec, za katerega so na voljo vsi kazalniki. Razpon ne vključuje domače inflacije.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

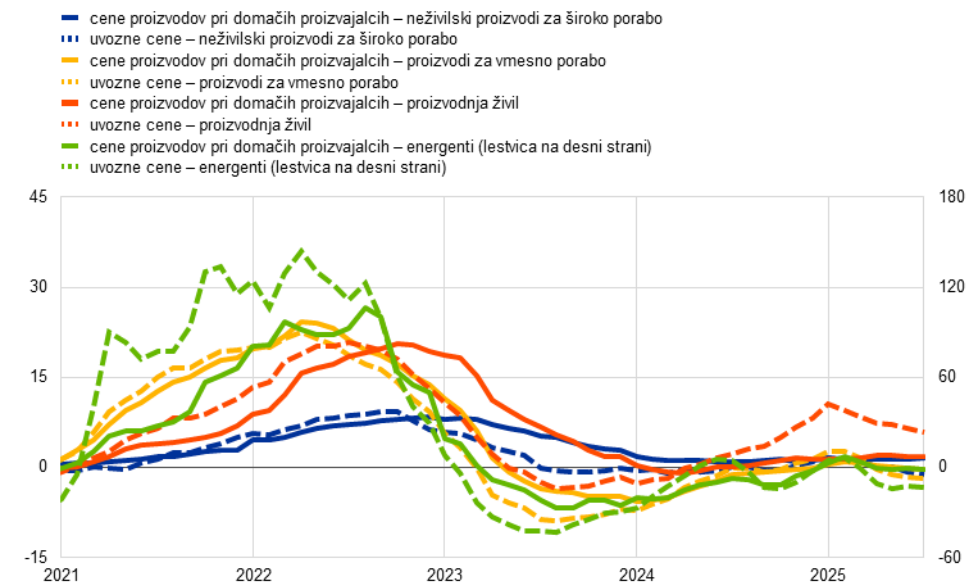
Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025 (Eurostatova prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov in inflaciji brez nepredelane hrane in energentov, ter na julij 2025 pri vseh drugih kazalnikih.

Večina meril pritiskov iz proizvodne verige nakazuje, da se postopno popuščanje pritiskov v začetnih fazah cenovne verige nadaljuje, medtem ko razmere v poznejših fazah ostajajo večinoma nespremenjene (graf 10). V

zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov znižala z 0,0% v juniju na -1,2% v juliju, kar je precej nižje od najvišje vrednosti (7,8%), dosežene februarja. Medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji se je od februarja še naprej zniževala in rahlo upadla z -0,1% v juniju na -0,3% v juliju. V poznejših fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo rahlo zvišala z 1,5% v juniju na 1,6% v juliju, medtem ko je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil julija ostala nespremenjena (1,9%). Tudi rast uvoznih cen v skupini proizvodnje živil se je še naprej zniževala z najvišje vrednosti v januarju (10,6%) in je upadla s 6,6% v juniju na 5,9% v juliju. Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo je ostala v negativnem območju in se je znižala z -1,5% v juniju na -1,8% v juliju. Podobno se je medletna stopnja rasti uvoznih cen energentov v istem obdobju znižala z -12,7% na -13,1%. Gledano v celoti je rast uvoznih cen upadla precej pod najvišje vrednosti iz začetka letošnjega leta, kar kaže na zmanjšanje inflacijskih pritiskov, ki izhaja iz popuščanja pritiskov iz tujih dobavnih verig, in odraža tudi apreciacijo eura.

Graf 10**Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

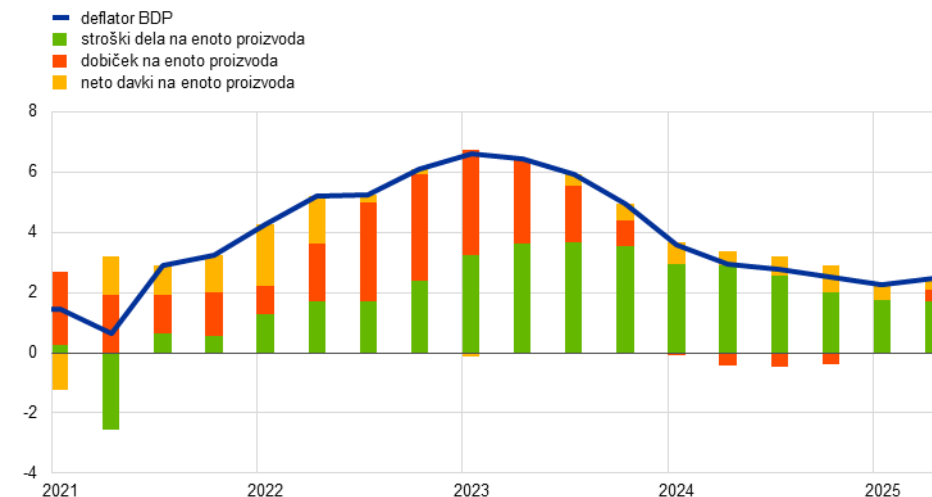
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so porasli z 2,3% v prvem četrtnetju 2025 na 2,5% v drugem četrtnetju (graf 11). Zvišanje medletne stopnje rasti deflatorja BDP odraža višji prispevek dobička na enoto proizvoda, ki je odtehtal manjši prispevek stroškov dela na enoto proizvoda in neto davkov na enoto proizvoda. Rahlo umirjanje stroškov dela na enoto proizvoda odraža znižanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega, pri čemer se je medletna stopnja rasti znižala s 4,0% v prvem četrtnetju 2025 na 3,9% v drugem četrtnetju. Obenem to znižanje nakazuje upad medletne stopnje rasti dodatkov na osnovno plačo (z 1,2% v prvem četrtnetju 2025 na -0,3% v drugem četrtnetju), ki ga je deloma izravnavalo zvišanje stopnje rasti dogovorjenih plač (z 2,5% na 4,0% v istem obdobju). To zvišanje odraža nizko stopnjo rasti dogovorjenih plač v prvem četrtnetju 2025, h kateri so deloma prispevali negativni bazni učinki, ki so izhajali iz velikih enkratnih plačil v prvem četrtnetju 2024, ki leta 2025 niso bili več pomemben dejavnik. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni kazalnik ECB, ki vključuje podatke o plačnih dogovorih do konca avgusta 2025, nakazuje, da bodo pritiski, ki izhajajo iz rasti plač, v drugi polovici leta 2025 popustili in se v prvi polovici leta 2026 stabilizirali.⁷ To nadaljnje umirjanje bo po pričakovanjih odražalo normalizacijo pogajanj o plačah po obdobju visokih plačnih zahtev, s katerimi se je kupna moč delavcev uspešno (a le postopno) obnovila glede na zadnje četrtnetje 2021. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo rast sredstev za zaposlene na zaposlenega v letu 2025 v povprečju znašala 3,4%, v letu 2026 pa se bo še naprej umirjala na 2,7%.

⁷ Več podrobnosti je v sporočilu za javnost z naslovom »[New data release: Early signals from ECB wage tracker suggest lower and more stable wage pressures in first half of 2026](#)«, ki je bilo 17. septembra 2025 objavljeno na spletnem mestu ECB.

Graf 11**Razčlenitev deflatorja BDP**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

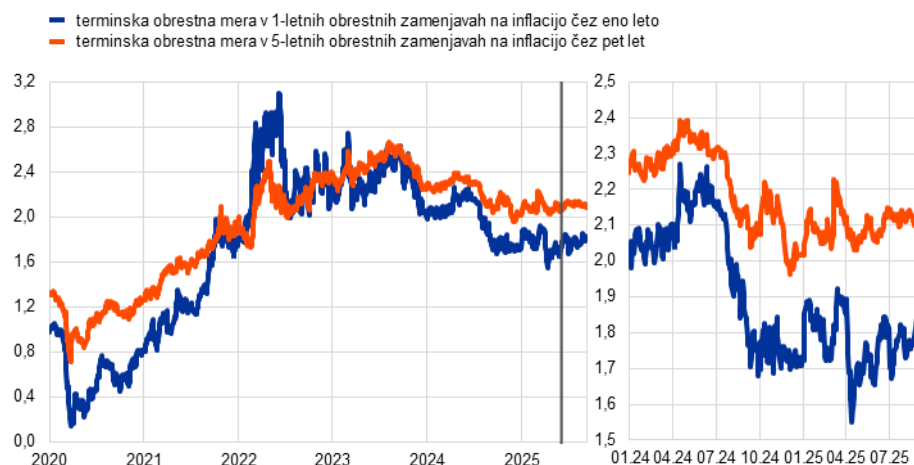
Opombe: Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda. Produktivnost dela pa prispeva negativno. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2025.

V obdobju od julijske seje Sveta ECB so se tržni in anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj le malo spremenili. Tržna merila kratkoročnega nadomestila za inflacijo so ostala večinoma nespremenjena na ravni pod 2% (graf 12). Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2025 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za september 2025 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%. Kratkoročnejša anketna pričakovanja za leto 2025 so prav tako znašala okrog 2%, pri čemer so majhne spremembe odražale najnovejše podatke in gibanja cen energetskih surovin. Terminalska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto, ki je tržno merilo kratkoročnega nadomestila za inflacijo, je ostala večinoma nespremenjena na ravni okrog 1,8% in se je od junijske seje Sveta ECB zvišala za 7 bazičnih točk, ker so se zaradi nekoliko višjih cen nafte zvišala kratkoročna inflacijska pričakovanja, kar je izravnalo vpliv apreciacije eura na znižanje inflacije. Kar zadeva srednje in dolge ročnosti, rahlo zvišanje nadomestila za inflacijo odraža predvsem porast premij za inflacijsko tveganje. Zaradi tega je terminalska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let, prilagojena za premije za inflacijsko tveganje, znašala blizu 2%.

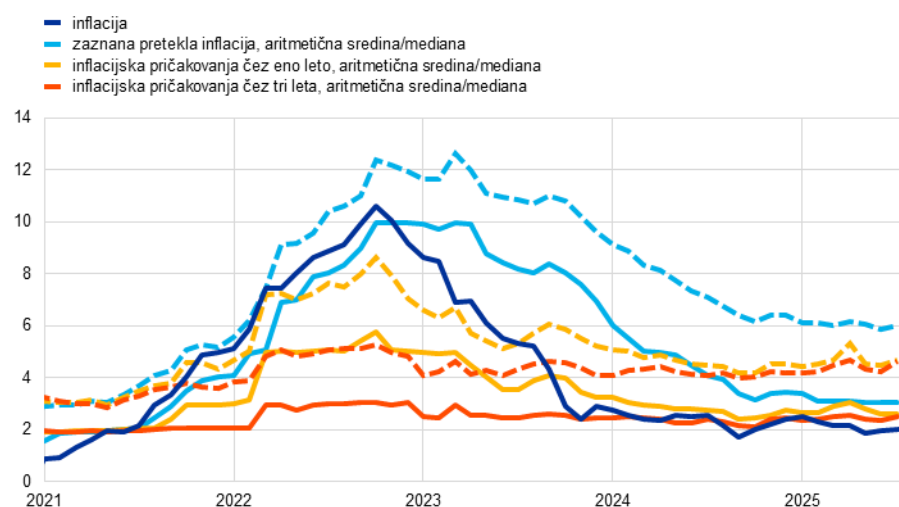
Dojemanje pretekle inflacije med potrošniki in njihova kratkoročna inflacijska pričakovanja so julija 2025 ostala nespremenjena, srednjeročna pričakovanja pa so se rahlo zvišala (graf 12). Po anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov za julij 2025 je tudi mediana stopnje zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih ostala nespremenjena na ravni 3,1% že šesti mesec zapored. Mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednjih 12 mesecev je bila prav tako nespremenjena na 2,6-odstotni ravni, kar je izrazito znižanje s 3,1-odstotne ravni, zabeležene aprila 2025. Vseeno pa se je mediana pričakovanj čez tri leta rahlo zvišala z 2,4% v juniju na 2,5% v juliju.

Graf 12**Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov****a) Tržna merila nadomestila za inflacijo**

(medletne spremembe v odstotkih)

**b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanih potrošnikov**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: LSEG, Eurostat, anketa ECB o pričakovanih potrošnikov in izračuni ECB.

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (5. junij 2025). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 10. september 2025 pri sliki a ter na avgust 2025 pri inflaciji (Eurostatova prva ocena) in na julij 2025 pri ostalih merilih na sliki b.

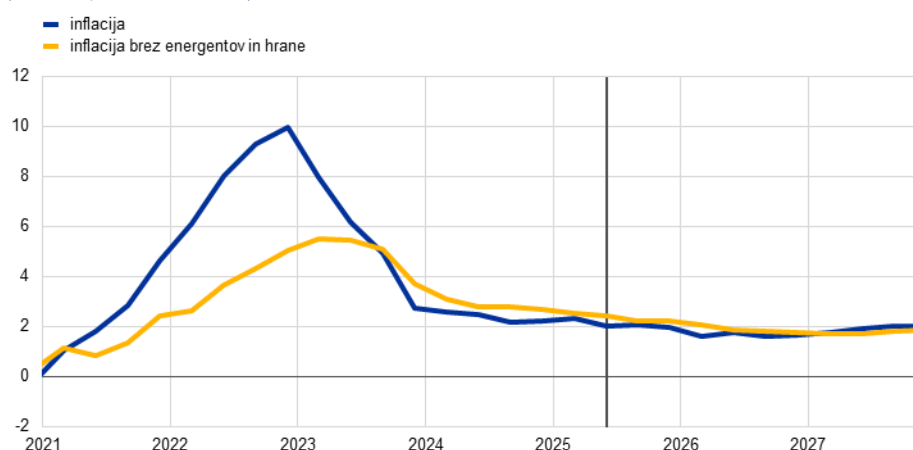
Po septembrskih projekcijah bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,1% v letu 2025 in 1,7% v letu 2026, nato pa se bo v letu 2027 rahlo zvišala na 1,9% (graf 13). Skupna inflacija bo v drugi polovici leta 2025 predvidoma ostala blizu 2%, zatem pa naj bi upadla pod 2% v celotnem letu 2026. Nižja stopnja skupne inflacije v letu 2026 odraža upad inflacije v skupini storitev in v skupini hrane ter rahlo negativno stopnjo inflacije v skupini energentov. Skupna inflacija bo nato v letu 2027 po pričakovanih porasla predvsem zaradi navzgor delujočega vpliva inflacije v skupini energentov, povezanega z uvedbo nove, 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami. V primerjavi z junijskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije za leti 2025 in 2026 popravljeni za 0,1 odstotne točke navzgor, za leto 2027

pa za 0,1 odstotne točke navzdol. Popravek navzgor odraža višjo inflacijo v skupini energentov in v skupini hrane – zaradi višjih cen energetskih surovin od pričakovanih – ter zapoznele učinke preteklega zvišanja mednarodnih cen prehrabnih surovin, kar je odtehtalo vpliv apreciacije eura. Za leto 2027 bodo predvidoma pomembni zapozneli učinki apreciacije eura, kar naj bi privedlo do popravka navzdol. Inflacija brez energentov in hrane se bo po pričakovanjih znižala z 2,4% v letu 2025 na 1,9% v letu 2026 in 1,8% v letu 2027, ko se bodo zmanjšali plačni pritiski in se bo umirila inflacija v skupini storitev ter se bo apreciacija eura postopoma prelivala vzdolž cenovne verige in tako omejila blagovno inflacijo. V primerjavi z junjskimi projekcijami je inflacija brez energentov in hrane za leti 2025 in 2026 večinoma nespremenjena, za leto 2027 pa je bila popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in [Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2025 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2027 (projekcije). Septembrske projekcije so bile dokončane 28. avgusta 2025, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 15. avgust 2025. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

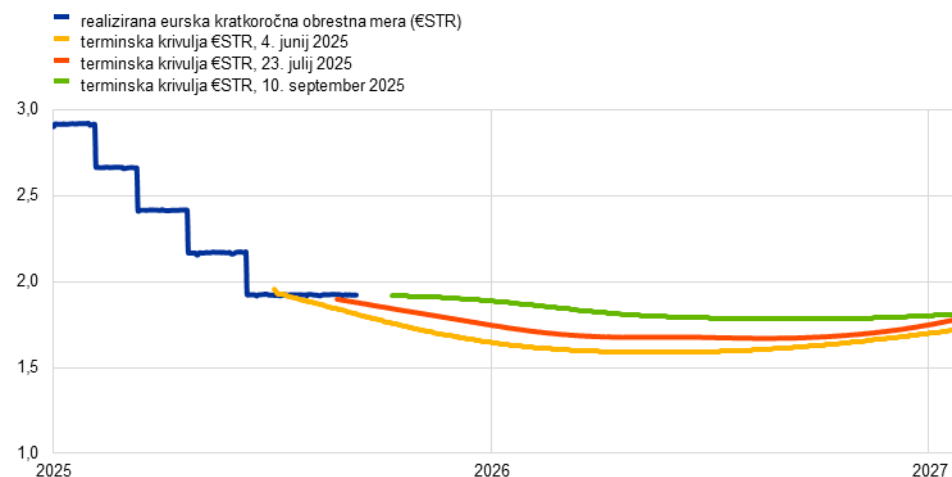
4 Gibanja na finančnih trgih

V obravnavanem obdobju od 5. junija do 10. septembra 2025 so se kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju zvišale, medtem ko so dolgoročne netvegane obrestne mere ostale večinoma nespremenjene. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic je bila konec obravnavanega obdobja višja kot na začetku, razmiki glede na netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč pa so se nekoliko povečali, vendar ne v vseh državah povsem enako. Trgovanje na delniških trgih v euroobmočju je v glavnem potekalo znotraj manjšega razpona, ti trgi pa so še naprej zaostajali za ameriškimi, saj so pričakovanja glede manjših dobičkov nefinančnih družb – zlasti izvoznih, za katere veljajo ameriške carine – večinoma izravnali solidni rezultati finančnega sektorja. Razmiki na trgu podjetniških obveznic so se še dodatno zmanjšali in tako v celoti izničili povečanje zaradi carin, zabeleženo v prejšnjem delu leta. Na deviznem trgu se je vrednost eura povečala tako v primerjavi z ameriškim dolarjem (za 2,8%) kot tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (za 2,1%). To je bil odraz nižjih pričakovanih dvigov obrestnih mer v ZDA ter močnejšega zaupanja v euro, ki ga podpirajo razmeroma trdni gospodarski temelji euroobmočja ob zaskrbljenosti glede ameriške carinske politike in fiskalne vzdržnosti.

Kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišale, medtem ko so dolgoročne netvegane obrestne mere ostale večinoma nespremenjene (graf 14). Referenčna obrestna mera €STR je ob koncu obravnavanega obdobja znašala 1,92%, saj se je Svet ECB na seji junija 2025 odločil za znižanje vseh treh ključnih obrestnih mer za 25 bazičnih točk, medtem ko na julijskem zasedanju do sprememb ni prišlo. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 57 milijard EUR na 2.651 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica nadaljnega krčenja portfeljev vrednostnih papirjev, ki jih ima ECB v imetju za namene denarne politike, ki se je deloma izravnalo z zmanjšanjem obveznosti v eurih, kot so vloge države. Zelo kratkoročne terminske obrestne mere so se po junijski in julijski seji Sveta ECB občutno zvišale. Po julijski seji so se kratkoročna pričakovanja glede ključnih obrestnih mer postopoma povečala, odziv trgov na novice o ameriških carinah – kot je bila napoved trgovinskega sporazuma med EU in ZDA 27. julija – in na geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu pa je bil omejen. Ob koncu obravnavanega obdobja je terminska krivulja obrestnih mer vračunala skupno znižanje obrestnih mer za 8 bazičnih točk do konca leta 2025, kar je manj od 25 bazičnih točk, pričakovanih na začetku obravnavanega obdobja. V prihodnje naj bi terminska krivulja €STR po letu 2027 ostala bolj ali manj enaka.

Graf 14**Terminske obrestne mere €STR**

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg Finance L.P. in izračuni ECB.

Opomba: Terminalska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

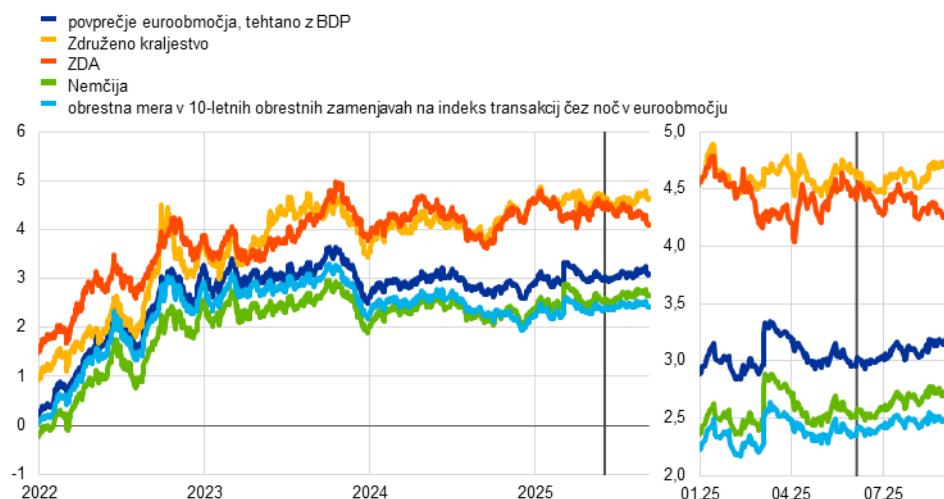
Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je ob koncu obravnavanega obdobja zvišala, razmiki v donosnosti pa so se nekoliko povečali (grafa 15 in 16).

Kljub določenemu nihanju je nominalna obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena na ravni 2,4%. Podobno so dolgoročne realne obrestne mere večinoma ostale stabilne, saj so udeleženci na trgu v obravnavanem obdobju zavzeli na splošno nevtralno stališče do makroekonomskih in geopolitičnih novic. Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, se je zvišala za 6 bazičnih točk in ob koncu obdobja znašala približno 3,1%. Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na netvegane obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se ob koncu obravnavanega obdobja povečali, pri čemer so skupni razmiki porasli za 6 bazičnih točk, kar je posledica globalnega prevrednotenja, ki ga je delno povzročila zaskrbljenost glede fiskalne vzdržnosti v razvitih gospodarstvih. Zaradi tega so bili udeleženci na trgu bolj pozorni na fiskalne razmere, zlasti v Franciji, kjer je napoved glasovanja o zaupnici v začetku septembra sprožila zaskrbljenost, da bo prišlo do zamud pri javnofinančni konsolidaciji. Donosnost francoskih državnih obveznic se je ob koncu obravnavanega obdobja povečala za 20 bazičnih točk na približno 3,5%. Nasprotno se je donosnost italijanskih državnih obveznic znižala za 6 bazičnih točk, kar je okrepilo dalj časa trajajoče približevanje razmikov v donosnosti francoskih in italijanskih državnih obveznic. V nasprotju z globalnim gibanjem navzgor je donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic v obravnavanem obdobju padla za približno 35 bazičnih točk na 4,1%. K padcu je prispevala predvsem objava podatkov o zaposlenosti konec julija in avgusta, ki so bili slabši od pričakovanih, kar je povzročilo občutno zmanjšanje kratkoročnih pričakovanj glede obrestnih mer v ZDA. Posledično se je dolgoročna razlika med obrestno mero euroobmočja in ZDA zmanjšala za približno 35 bazičnih točk.

Graf 15

Donosnost 10-letnih državnih obveznic in obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč na podlagi €STR

(v odstotkih na leto)



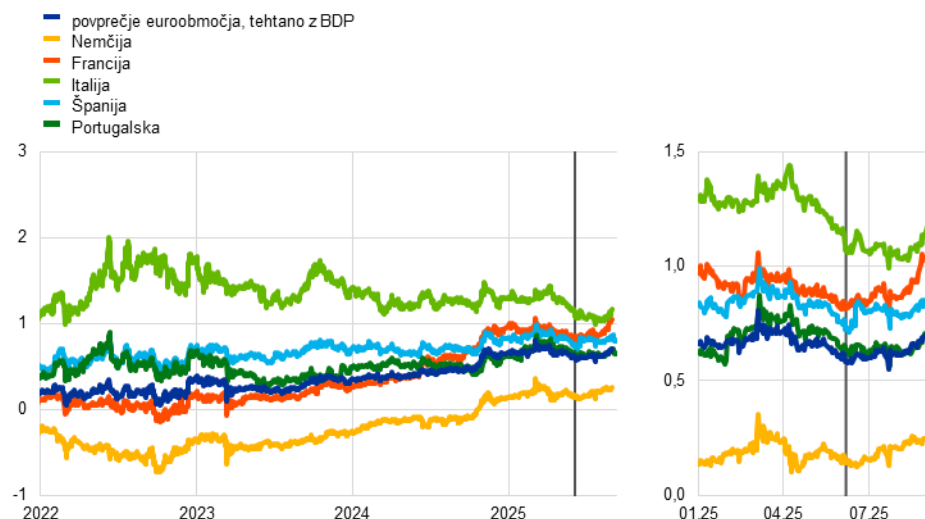
Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, tj. 5. junij 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 10. september 2025.

Graf 16

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, tj. 5. junij 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 10. september 2025.

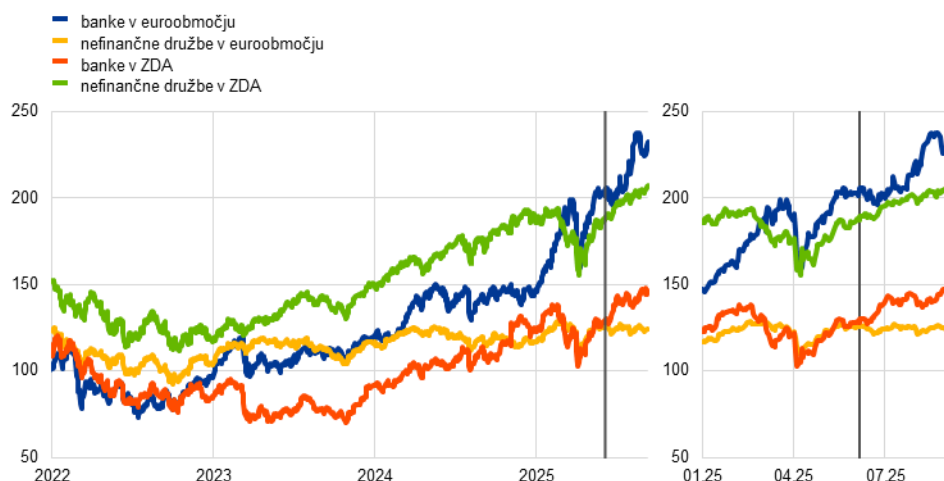
V obravnavanem obdobju je bilo trgovanje na delniških trgih v euroobmočju večinoma znotraj manjšega razpona in je precej zaostajalo za ameriškimi (graf 17). Delniški indeksi v euroobmočju so v obravnavanem obdobju v celoti ostali nespremenjeni, medtem ko se je podindeks nefinančnega sektorja znižal za 1,5%,

tečaji delnic bank pa so se povečali za 13,6%. Indeksi širšega euroobmočja so se povišali predvsem zaradi močnega prevrednotenja finančnih družb, na kar so pozitivno vplivali bolj strma krivulja donosnosti in višji dobički pri trgovanju, kar je na splošno izravnalo slabe rezultate nefinančnega sektorja. Nasprotno so se ameriški delniški indeksi okrepili za približno 10%, pri čemer so tečaji delnic bank pridobili 14,6%, tečaji delnic nefinančnih družb pa 10,6%. Razhajanje med delniškimi indeksi euroobmočja in ameriškimi delniškimi indeksi je bilo deloma posledica obnovljenega zanimanja za ameriške tehnološke delnice zaradi obdobja izredno visokih dobičkov. Podjetja iz euroobmočja, katerih prihodki so bolj odvisni od ZDA, so bistveno zaostajala za drugimi podjetji, kar je posledica pričakovanj, da bodo carine negativno vplivale na prihodnje dobičke. Dne 27. julija napovedani trgovinski sporazum med EU in ZDA, s katerim se uvajajo 15-odstotne carine na izvoz iz EU v ZDA, ni imel večjega neposrednega vpliva, kar kaže, da so trgi učinek na dobičke podjetij večinoma že predvidevali.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeksi: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, tj. 5. junij 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 10. september 2025.

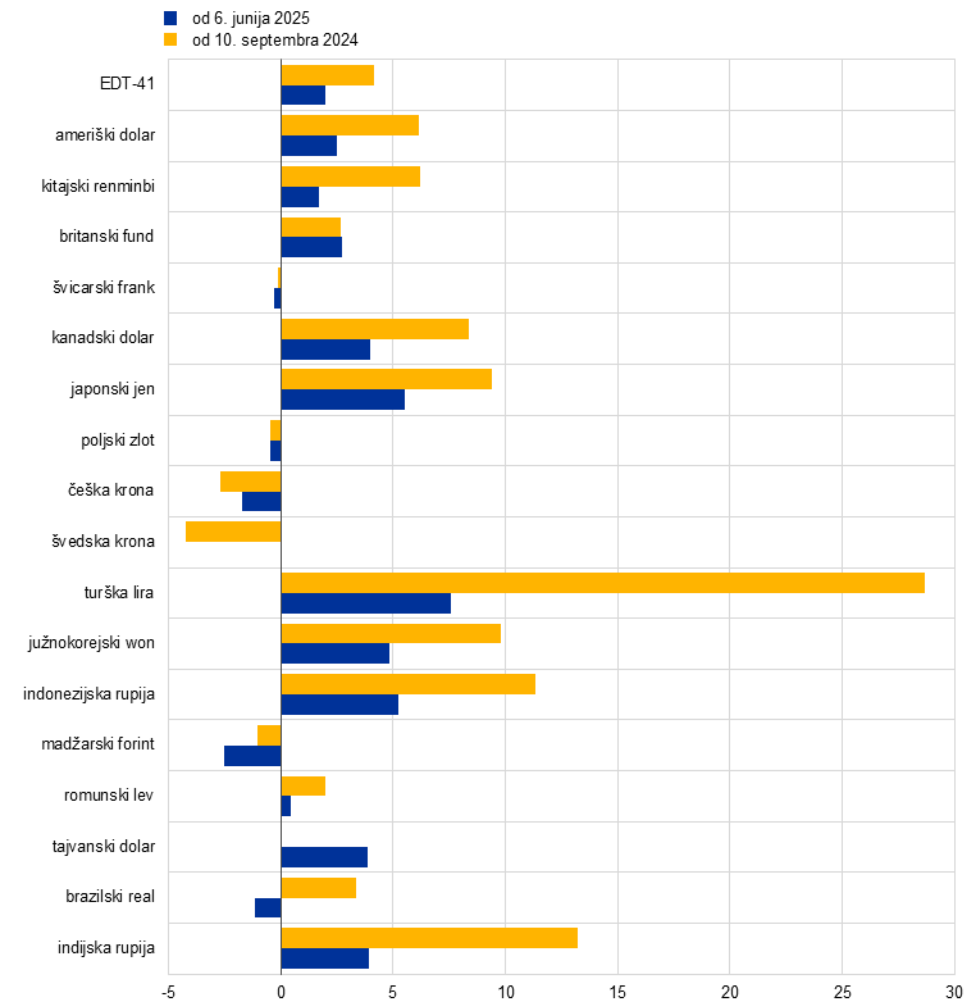
Na trgih podjetniških obveznic so se razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih obveznic še dodatno zmanjšali ter so tako v celoti odtehtali skok zaradi carin v prejšnjem delu leta. Kljub povečani trgovinski negotovosti se je v obravnavanem obdobju dojemanje tveganj na trgu podjetniških obveznic izboljšalo, pri čemer so se razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda in visoko donosnih obveznic zmanjšali za približno 11 oziroma 17 bazičnih točk. V segmentu visoko donosnih obveznic so se razmiki v obveznicah nefinančnih družb zmanjšali za 24 bazičnih točk, razmiki pri obveznicah, ki so jih izdale finančne družbe, pa so se povečali za približno 41 bazičnih točk.

Na deviznih trgih se je euro okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 18). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju zvišal za 2,1%. Apreciacija eura je bila splošna, saj

se je okrepil v primerjavi z valutami večine glavnih trgov in nastajajočih tržnih gospodarstev. Vrednost eura se je v primerjavi z japonskim jenom znatno povečala za 5,2%, kar je bilo deloma posledica negotovosti v zvezi z obeti glede denarne in drugih politik Japonske. Nasprotno pa je euro v primerjavi s švicarskim frankom rahlo oslabil, tj. za 0,3%, saj frank še naprej velja za varno naložbo v obdobjih povečane negotovosti. V primerjavi z ameriškim dolarjem je euro pridobil na vrednosti (2,8%) zaradi prilagoditve pričakovanj glede obrestnih mer v ZDA in močnejšega zaupanja v euro, ki ga podpirajo razmeroma trdni gospodarski temelji euroobmočja ob zaskrbljenosti glede ameriških carinskih politik in fiskalne vzdržnosti. Trgovinska negotovost se je po sklenitvi trgovinskega sporazuma med EU in ZDA konec julija nekoliko ublažila, kar je prispevalo k začasni izraziti depreciaciji eura in obnovljenemu povpraševanju po ameriškem dolarju. Euro je ostal občutljiv tudi na spremembe v tržnih pričakovanjih glede ameriške denarne politike, pri čemer so neugodni podatki o ameriškem trgu delovne sile v začetku avgusta podprli euro, saj so trgi prilagodili pričakovanja glede ameriških obrestnih mer.

Graf 18**Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut**

(spremembe v odstotkih)



Viri: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 10. septembra 2025.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

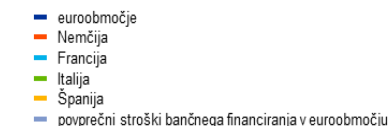
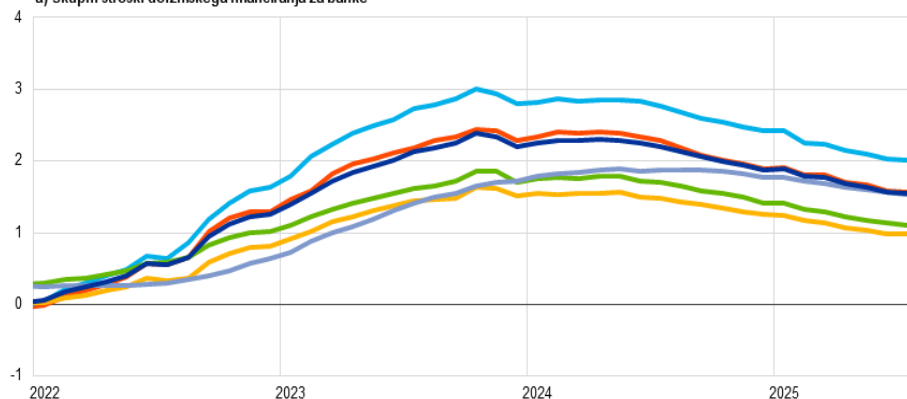
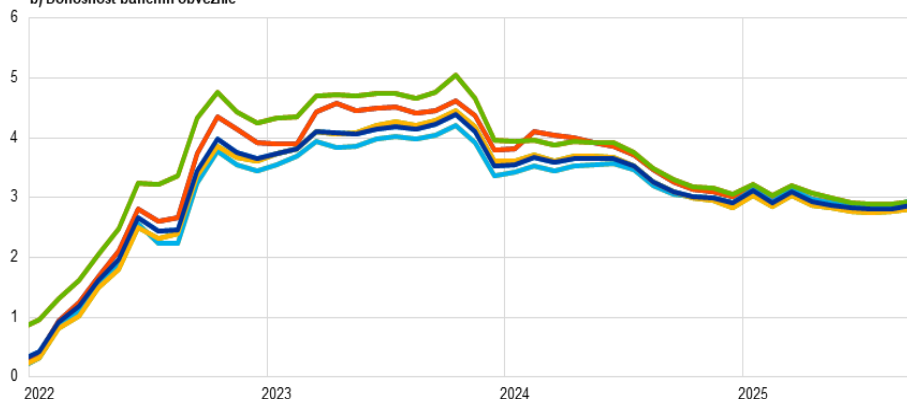
Pretekli rezi ključnih obrestnih mer so se do julija še naprej prenašali v nižje stroške bančnega financiranja in zadolževanja podjetij. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem so se znižale na 3,5%, medtem ko so povprečne obrestne mere za nova hipotekarna posojila gospodinjstvom (3,3%) ostale bolj ali manj nespremenjene od začetka leta. Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je postopno krepila, toda ni dosegla dolgoročnega povprečja, kar je bilo deloma posledica povečane negotovosti. Izdajanje podjetniških obveznic se je v tem času okrepilo. V obravnavanem obdobju od 5. junija do 10. septembra 2025 so se za podjetja znižali stroški tržnega dolžniškega financiranja, še bolj pa stroški lastniškega financiranja podjetij, in sicer zaradi zmanjševanja razmikov pri podjetniških obveznicah oziroma nižje premije za tveganje lastniškega kapitala. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je julija zmanjšala na 3,4%, predvsem zaradi odlivov iz nebančnega finančnega sektorja.

Stroški financiranja bank so do julija 2025 še naprej počasi padali, kar odraža pretekle reze ključnih obrestnih mer. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju – tj. indeks, ki meri mejne stroške bančnega financiranja – so se julija nekoliko znižali (graf 19, slika a), kar je posledica nadaljnjega prenosa preteklih rezov ključnih obrestnih mer ECB na obrestne mere za vloge in medbančne obrestne mere. Donosnost bančnih obveznic se je od začetka leta gibala okoli 3,0%, ob tem pa je bila volatilnost na finančnih trgih začasno višja, predvsem zaradi negotovosti glede ameriških carin, ki je bila v zadnjem času delno odpravljena (graf 19, slika b). Sestavljena obrestna mera za vloge se je julija dodatno znižala (na 0,9%), potem ko je maja 2024 dosegla najvišjo vrednost (1,4%). K znižanju so prispevale predvsem nižje obrestne mere za vezane vloge podjetij in gospodinjstev ter v manjši meri obrestne mere za vloge čez noč. Razlika v obrestovanju med vezanimi vlogami podjetij in gospodinjstev ter njihovimi vlogami čez noč je še vedno občutna, vendar se od oktobra 2023, ko je dosegla vrh, postopno zmanjšuje.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

(v odstotkih na leto)

**a) Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke****b) Donosnost bančnih obveznic**

Viri: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC oziroma povezane družbe in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so povprečje stroškov novih vlog čez noč, vlog na odpoklic z odpovednim rokom, vezanih vlog, obveznic in medbančnih posojil, tehtano s stanjem. Povprečni stroški bančnega financiranja uporabljajo enake uteži, vendar temeljijo na obrestnih merah za obstoječe vloge in medbančno financiranje ter na donosnosti do zapadlosti ob izdaji obveznic. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) in na 3. september 2025 pri donosnosti bančnih obveznic (slika b).

Obrestne mere bank za posojila podjetjem so se še naprej zniževale, vendar počasneje, medtem ko so obrestne mere za hipotekarna posojila gospodinjstvom ostale večinoma stabilne, kar je posledica različnih obdobj fiksiranja obrestne mere. Stroški bančnih posojil nefinančnim družbam so se julija zmanjšali na 3,5%, kar je približno 1,8 odstotne točke manj kot oktobra 2023, ko so bili najvišji (graf 20, slika a). Znižanje ni bilo enako v vseh državah euroobmočja in je bilo neenakomerno med ročnostmi. Najizrazitejše je bilo pri srednjeročnih posojilih z zapadlostjo med enim in petimi leti, predvsem zaradi številnih velikih posojil podjetjem. Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem se je julija zmanjšal. Stroški najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva so julija na splošno ostali stabilni (3,3%), kar je približno 80 bazičnih točk manj kot najvišja vrednost novembra 2023, z manjšimi razlikami med državami (graf 20, slika b).

Razlika med obrestnimi merami za posojila gospodinjstvom in obrestnimi merami za posojila podjetjem je predvsem posledica različnih obdobja fiksiranja obrestne mere. Obdobja fiksiranja obrestne mere so za posojila gospodinjstvom običajno daljša, zato so manj občutljiva na nihanja kratkoročnih tržnih obrestnih mer. V skladu z vse bolj strmo krivuljo donosnosti se je razlika med obrestnimi merami za podjetniška in hipotekarna posojila še naprej zmanjševala in je bila julija 116 bazičnih točk nižja od rekordne vrednosti, dosežene marca 2024.

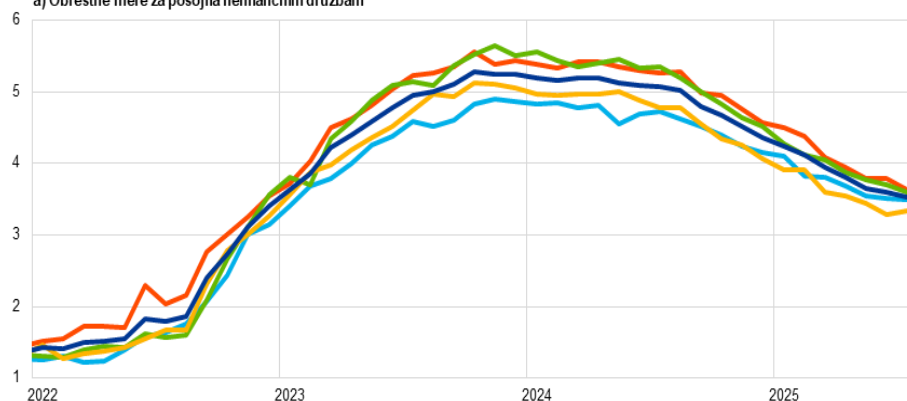
Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

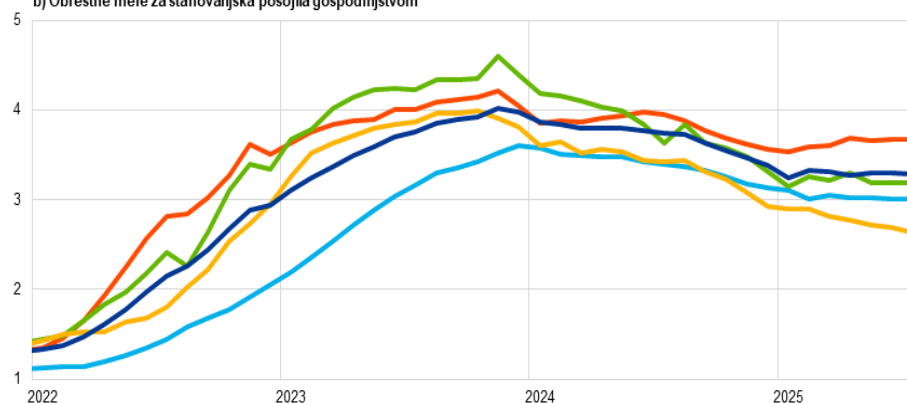
(v odstotkih na leto)



a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih postov. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

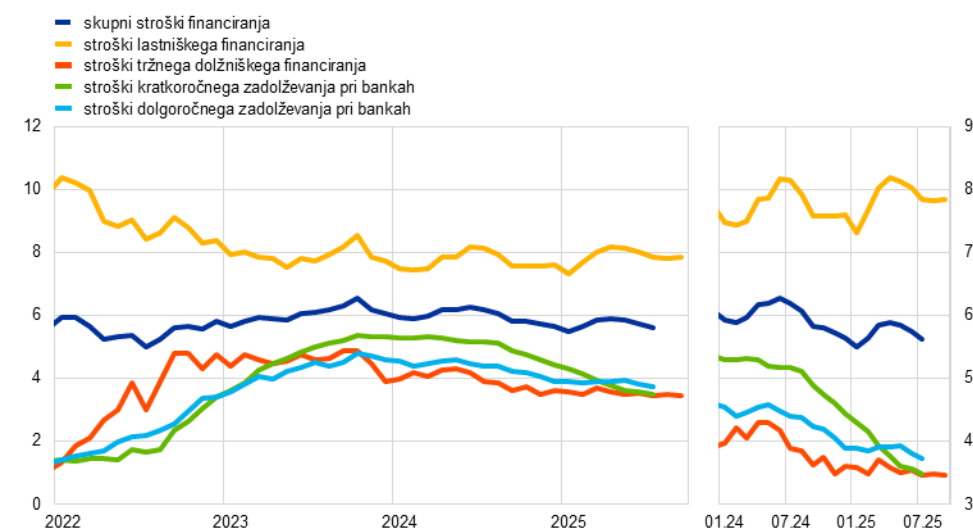
V obravnavanem obdobju od 5. junija do 10. septembra 2025 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in stroški lastniškega financiranja za podjetja znižali. Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega

financiranja, so julija znašali 5,6%, kar je manj kot mesec prej (graf 21).⁸ Znatno znižanje stroškov lastniškega financiranja je bilo glavni dejavnik padca skupnih stroškov financiranja. Vse druge stroškovne komponente so se prav tako zmanjšale, vendar v manjši meri. Dnevni podatki za obravnavano obdobje od 5. junija do 10. septembra 2025 kažejo, da so se stroški tržnega dolžniškega financiranja in še bolj stroški lastniškega financiranja še dodatno znižali. Znižanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja je bilo rezultat zmanjšanja razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v segmentu naložbenega razreda in najizraziteje v segmentu visoko donosnih obveznic. Zmanjšanje stroškov lastniškega financiranja v istem obdobju je odražalo zmanjšanje premije za tveganje lastniškega kapitala, medtem ko je dolgoročna netvegana obrestna mera – katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč – ostala stabilna.

Graf 21

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, Finance L.P., LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 10. september 2025 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na julij 2025 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je do julija postopoma krepila, vendar kaže znake umirjanja in ostaja pod zgodovinskim povprečjem.

Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem se je julija 2025 povzpela na 2,8%, medtem ko je maja in junija znašala 2,5% oziroma 2,7%. Vendar še vedno zaostaja za zgodovinskim povprečjem (4,3%) (graf 22, slika a). Postopno povečanje medletne rasti odraža konvergenco v smeri stabilnejše kratkoročne dinamike. Ob tem se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev podjetij povečalo s 3,4% v juniju na 4,1% v juliju. Neto izdajanje je bilo v juliju skladno s povprečjem, zabeleženim od začetka leta, kar kaže, da se je gibanje tega vira financiranja stabiliziralo. Nedavno

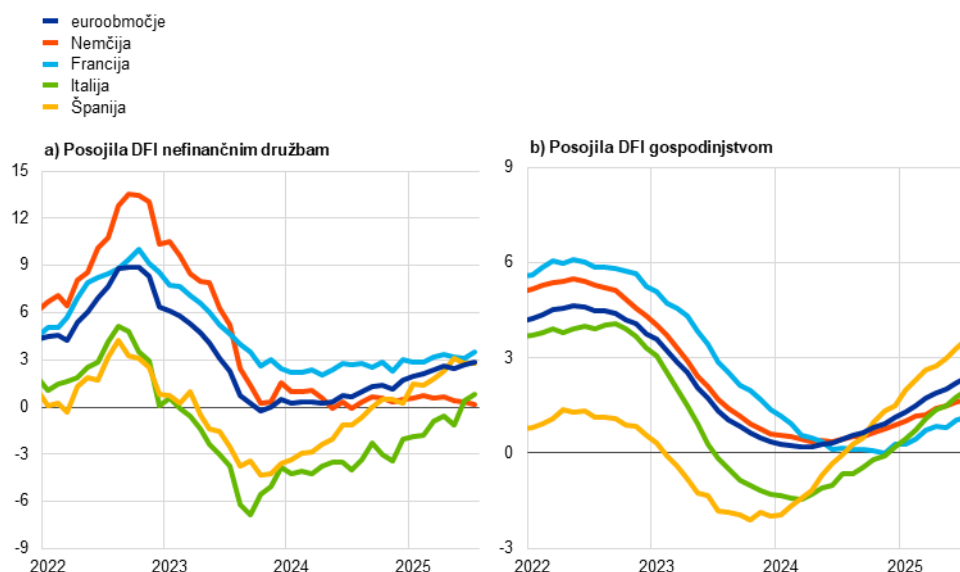
⁸ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do julija 2025.

kratkoročno gibanje posojil gospodinjstvom prav tako ostaja večinoma stabilno. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je julija postopoma zvišala na 2,4%, medtem ko je junija znašala 2,2%, vendar še vedno precej zaostaja za zgodovinskim povprečjem, ki znaša 4,1% (graf 22, slika b). Stanovanjska posojila gospodinjstvom so ostala glavna gonilna sila trenda naraščanja, medtem ko je rast potrošniških posojil julija ostala stabilna na ravni 4,6%. Kljub temu se zdi, da je okrevanje posojil gospodinjstvom izgubilo zagon, kar kažejo šibkejši mesečni tokovi, ki so posledica hipotekarnih posojil, čeprav se je glede na anketne podatke povpraševanje po stanovanjih ohranilo. Druge oblike kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, so ostale šibke. Razpoloženje gospodinjstev glede dostopa do posojil je ostalo večinoma stabilno. Glede na [anketo ECB o pričakovanih potrošnikov](#) je bilo mnenje o dostopu do posojil junija in julija na splošno nespremenjeno, vendar so gospodinjstva navedla vse večje težave pri odplačevanju hipotekarnih posojil. Kar zadeva prihodnje obdobje, gospodinjstva pričakujejo, da bo dostop do posojil v naslednjih 12 mesecih ostal enak.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

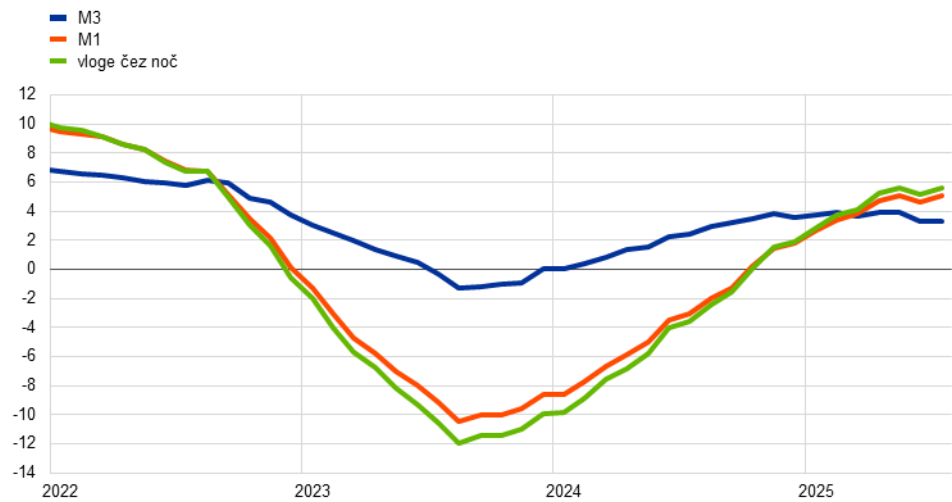
Rast širokega denarja (M3) se je od maja upočasnila (graf 23). Medletna rast M3 je julija znašala 3,4%, kar je pod povprečjem prvih petih mesecev leta 2025 (3,9%). Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, je bila julija 5,0% in se od aprila giblje okrog te ravni. Kaže, da so pri nedavni dinamiki agregata M3 pomembno vlogo odigrale nekatere neosrednje in volatilne postavke. Kar zadeva posamezne komponente, so julijski podatki predvsem posledica odliva vlog nebančnih finančnih institucij, kar je deloma odraz povečane volatilnosti. To je v nasprotju s prispevkom gospodinjstev in podjetij, ki je ostal na splošno stabilen. V negotovem okolju se je v obeh sektorjih okrepilo povpraševanje po likvidnosti, temu ustrezno pa so se povečala imetja vlog čez noč. Poleg tega so

gospodinjstva in podjetja prekinila neto dvige vezanih vlog, kar je skladno z morebitno stabilizacijo obrestovanja teh vlog. Z vidika protipostavk julijski podatki kažejo, da se volatilnost bančnih posojil podjetjem, neto odlivov tujega kapitala in drugih volatilnih nestrukturnih komponent nadaljuje.

Graf 23

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

(medletne spremembe v odstotkih, desezonirane in prilagojene za število delovnih dni)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

6 Javnofinančna gibanja

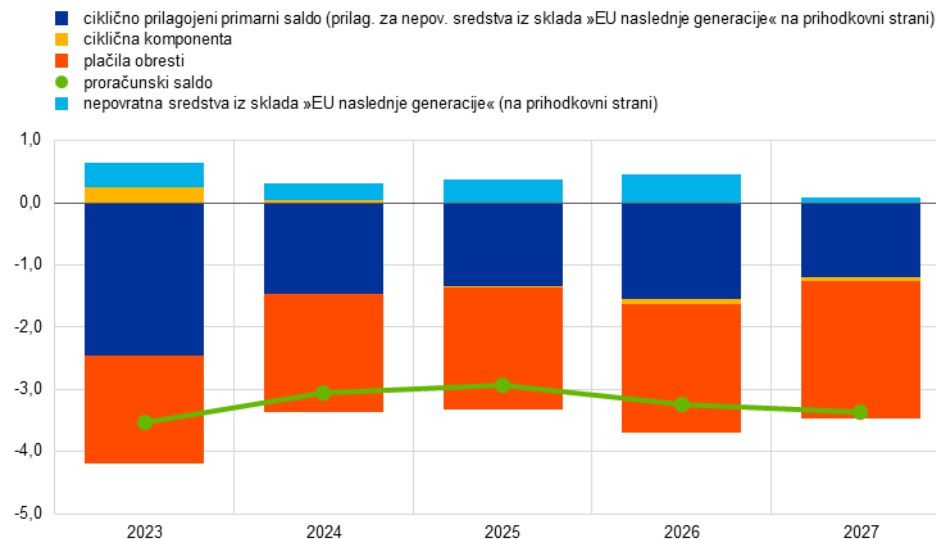
Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju, ki je leta 2024 znašal 3,1% BDP, v letu 2025 zmanjšal na 2,9% BDP in se nato v letu 2027 precej povečal na 3,4% BDP. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2025 le rahlo zaostрила, v letu 2026 naj bi popustila in se nato v letu 2027 znova zaostрила, tokrat nekoliko močnejše. Predvideno popuščanje v letu 2026 je predvsem posledica večjih javnih naložb. Zaostritev javnofinančne politike v letu 2027 je predvsem posledica manjše predvidene državne potrošnje, povezane z iztekom nepovratnih sredstev v okviru programa »EU naslednje generacije«. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se povečuje in naj bi po napovedih do leta 2027 dosegel slabih 90%, saj vztrajni primarni primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom več kot odtehtata ugodno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Strokovnjaki ECB v septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij zmanjšal (graf 24).⁹ Proračunski primanjkljaj v euroobmočju se je zmanjšal s 3,5% BDP v letu 2023 na 3,1% BDP v letu 2024. Zmanjšanje je bilo posledica odprave večine preostalih ukrepov javnofinančne podpore, povezanih z energijo in inflacijo. Kar zadeva prihodnja obdobja, naj bi se proračunski primanjkljaj v letu 2025 zmanjšal na 2,9% BDP, nato pa naj bi se povečal na 3,2% BDP v letu 2026 in še na 3,4% BDP v letu 2027. Povečanje je predvsem posledica višjih plačil obresti ob zapadlosti dolga z dolgoročnojšo zapadlostjo, ki se refinancira po višjih obrestnih merah, pa tudi rahlega poslabšanja ciklično prilagojenega primarnega salda in ciklične komponente.

⁹ Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 11. septembra 2025 na spletnem mestu ECB.

Graf 24**Proračunski saldo in komponente**

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

V primerjavi z junijskimi projekcijami je bil proračunski saldo v celotnem obdobju projekcij – čeprav večinoma od leta 2026 – popravljen navzgor. K

izboljšanju prispevajo pričakovanja, da se bodo diskrecijske fiskalne politike v letu 2026 okrepile, nato pa bodo v letu 2027 delno odpravljene. Proračunsko zaostrovanje je predvsem posledica popravkov neto posrednih davkov v Nemčiji navzgor v okviru razprave o proračunu za leto 2026. Popravki so povezani z manj obsežnim znižanjem davka na električno energijo, kot je bilo predhodno odobreno, in manj obsežnim zvišanjem subvencij (v zvezi z omrežnino). Med drugimi viri popravkov so nižja pričakovana rast državne potrošnje (glede na nominalni potencialni BDP), zlasti v Franciji, pa tudi v Španiji, ter višji neposredni davki za gospodinjstva v Franciji. V letu 2027 je malenkostno manj zaostrena naravnost javnofinančne politike, kot je predvidena v juniju, predvsem odraz popravkov državne potrošnje in fiskalnih transferjev navzgor v več državah, zlasti v Italiji in na Nizozemskem. Zato je bil proračunski primanjkljaj v euroobmočju kot odstotek BDP za leto 2026 popravljen navzdol za 0,2 odstotne točke, za leti 2025 in 2027 pa za 0,1 odstotne točke.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2025 le rahlo zaostрила, v letu 2026 naj bi popustila in se v letu 2027 znova zaostрила, tokrat nekoliko močneje.¹⁰ Po precejšnji zaostritvi v letu 2024 zaradi nediskrecijskih dejavnikov in ukrepov javnofinančne politike naj bi se naravnost javnofinančne

¹⁰ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

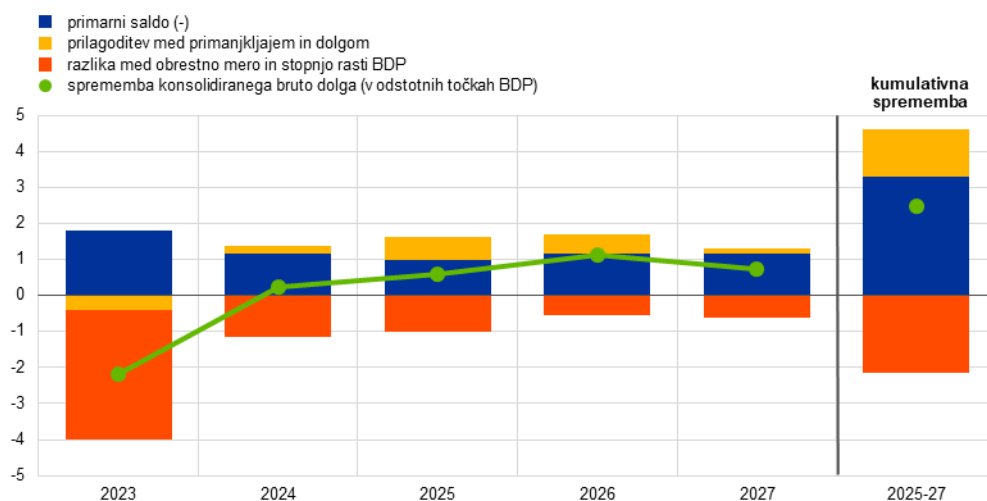
politike v letu 2025 le rahlo zaostrila, in sicer predvsem zaradi diskrecijskih ukrepov na strani prihodkov. Ti vključujejo zvišanje prispevkov za socialno varnost ter v manjši meri posrednih in neposrednih davkov. Zvišanje davkov delno izravna nadaljnja rast javne porabe. V letu 2026 naj bi predvsem zaradi večjih javnih naložb naravnost javnofinančne politike predvidoma popustila. To je posledica večjih izdatkov za obrambo in infrastrukturo, ki so že vključeni v osnovne junijske projekcije, k čemur prispeva zlasti Nemčija (2026–2027), ter višje rasti naložb, financiranih iz sklada »EU naslednje generacije«, v Italiji, Španiji in nekaterih drugih državah. V letu 2027 je zaostritev naravnosti javnofinančne politike, prilagojene za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije«, predvsem posledica manjše predvidene državne potrošnje ob izteku financiranja z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo po napovedih počasi povečeval s 87,4% v letu 2024 na slabih 90% v letu 2027 (graf 25). Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se po ocenah povečeval, saj vztrajni primarni primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom več kot odtehtata ugodno, čeprav vse večjo razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila stopnja javnega dolga predvsem zaradi manjšega kumulativnega primarnega primanjkljaja popravljena navzdol.

Graf 25

Gonila sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Osnutki proračunskih načrtov za leto 2026, ki bi jih morale vlade držav članic EU predložiti do 15. oktobra 2025, bi morali podpreti srednjeročne javnofinančne načrte. Vlade bi morale zagotoviti vzdržne javne finance v skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU, hkrati pa dati prednost strukturnim reformam in strateškim naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast. Na ravni euroobmočja bo v prihodnjih letih potrebna konsolidacija javnih financ, zasnovana tako, da spodbuja gospodarsko rast.

Okvirji

1 Kako ranljivo je euroobmočje na omejitve kitajskega izvoza redkih zemelj?

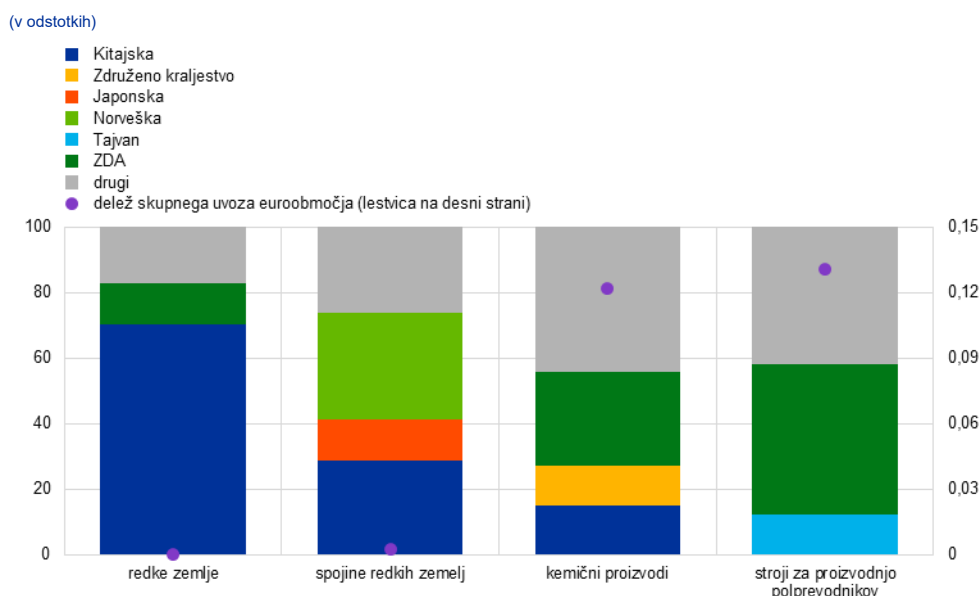
Pripravili Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella in Laura Lebastard

Kitajska je 4. aprila 2025 uvedla izvozne omejitve za elemente redkih zemelj, kar je nekaterim podjetjem povzročilo težave pri proizvodnji. Ti ukrepi so bili uvedeni kot povračilo za zvišanje ameriških carin na kitajsko blago ob zaostrovanju trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko. Ukrepi omejujejo kitajski izvoz elementov redkih zemelj, spojin in povezanih proizvodov, kot so trajni magneti, ki se uporabljajo v obrambni industriji, industriji električnih vozil, energetiki in elektronski industriji. Odločitev je povzročila ponudbeni šok: maja so kitajske pošiljke magnetov iz redkih zemelj upadle za približno 75% glede na leto prej, zaradi česar so bili nekateri proizvajalci avtomobilov prisiljeni ustaviti proizvodnjo.

Euroobmočje je izpostavljeno tveganjem v dobavnih verigah, ki so povezana s kitajskim izvozom elementov redkih zemelj, saj je odvisno od neposrednega uvoza iz Kitajske in od posredne dobave prek tretjih držav. Kitajska prevladuje na svetovnem trgu redkih zemelj, saj proizvede 95% svetovnih redkih zemelj. Ima tudi osrednji položaj na področju rafiniranja drugih kritičnih surovin, kot sta litij in kobalt (Mednarodna agencija za energijo, 2024). To izpostavlja ključno vlogo Kitajske v svetovnih dobavnih verigah in opozarja na ranljivost euroobmočja na geopolitične motnje (Delovna skupina Odbora za mednarodne odnose o odprti strateški avtonomiji, 2023; Attinasi et al., 2025). Kitajska dobavi 70% redkih zemelj, ki se uvozijo v euroobmočje (graf A, prvi stolpec). Tudi pri dobavi sekundarnih proizvodov, ki vsebujejo elemente redkih zemelj, v euroobmočje iz drugih držav razen Kitajske (graf A, drugi, tretji in četrti stolpec) so dobavitelji pri nepredelanih elementih redkih zemelj zelo odvisni od Kitajske. ZDA na primer iz Kitajske uvozijo 80% elementov redkih zemelj, tako da je euroobmočje pri uvozu ameriških proizvodov, za katere se uporabljajo redke zemlje, še vedno posredno izpostavljeno kitajskim dobavnim verigam.

Graf A

Uvoženi proizvodi, na katere vplivajo kitajske izvozne omejitve



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Redke zemlje imajo oznako HS (šestmestna šifra po klasifikaciji harmoniziranega sistema Svetovne carinske organizacije) 280530, spojine redkih zemelj imajo oznako HS 284690, kemični proizvodi HS 382499, stroji za proizvodnjo polprevodnikov pa HS 848690. Podatki so za leto 2024.

Pomanjkanje v ponudbi elementov redkih zemelj bi vplivalo na precejšen del predelovalne industrije in povzročilo vsesplošen prenos negativnih učinkov.

Elementi redkih zemelj imajo ključno vlogo pri proizvodnji specifičnih proizvodov, vključno z avtomobili, računalniki in telefoni, v sektorjih, ki so osrednjega pomena za proizvodno verigo v euroobmočju. Iz mrežne analize, ki temelji na Bloombergovi podatkovni zbirki o razmerjih med dobavitelji in strankami v podjetjih, je razvidno, da so med več kot 80% velikih evropskih podjetij in kitajskim proizvajalcem redkih zemelj največ trije posredniki (graf B).^{11,12} Po teh podatkih redke zemlje neposredno pri kitajskih dobaviteljih nabavlja le nekaj podjetij v euroobmočju, na primer Airbus in BASF. Okrog četrtnina vseh podjetij, vključno s Volkswagnom, Renaultom in Telefónica, se zanaša na le enega posrednika. Ti posredniki so pogosto ameriška tehnološka podjetja, ki proizvajajo proizvode z redkimi zemljami, ki jih dobavljajo kitajska podjetja. Zaradi take odvisnosti od posrednih dobavnih verig so podjetja v euroobmočju še bolj izpostavljena potencialnim motnjam, saj se lahko celo manjše motnje v kitajskem izvozu prenesejo navzdol na posrednike in vplivajo na različne panoge.

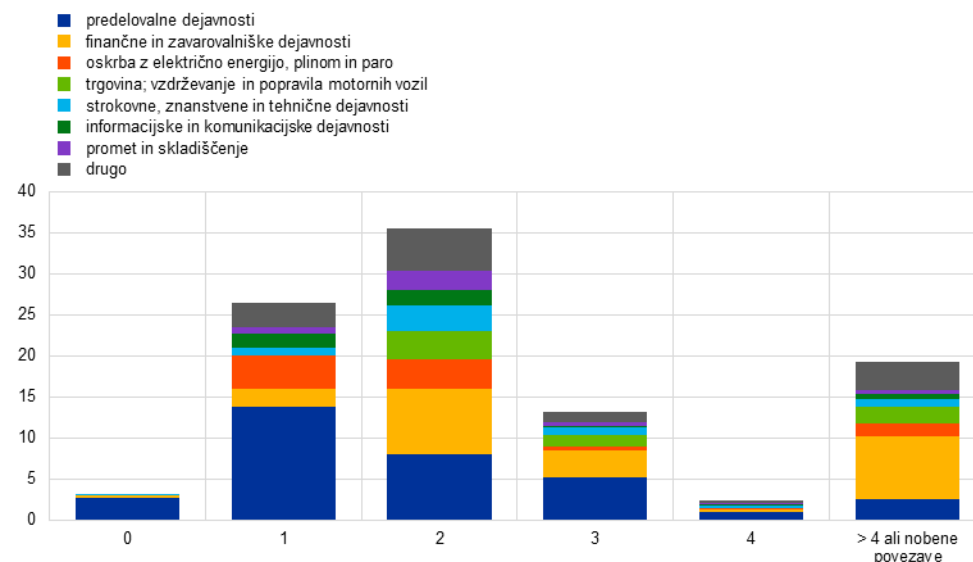
¹¹ Podatkovna zbirka vsebuje približno 12.300 podjetij v euroobmočju. Podjetja v euroobmočju niso v celoti reprezentativna, saj gre za zelo velike multinacionalke z velikim številom dobaviteljev. Vendar pa, kjer so na voljo informacije o prihodkih, predstavljajo 30% prihodkov euroobmočja (oziroma 40%, če se osredotočimo le na predelovalne dejavnosti) in imajo zato verjetno pomembno vlogo v agregatni gospodarski aktivnosti. Vsaka motnja v njihovi proizvodnji bi vplivala tudi na ekosistem manjših podjetij, ki so v dobavni verigi odvisna od njih.

¹² Za primerjavo: povprečno število posrednikov med podjetji v euroobmočju in proizvajalcem nafte je ravno tako okrog tri.

Graf B

Število posrednikov med podjetji v euroobmočju in kitajskimi dobavitelji redkih zemelj

(v odstotkih podjetij v euroobmočju, tehtano s prihodki)



Viri: Bloomberg Finance L.P. in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podjetja so razvrščena glede na sektorje NACE (statistične klasifikacije gospodarskih dejavnosti v Evropski skupnosti). Graf prikazuje povezave v dobavnih verigah med podjetji v euroobmočju in kitajskimi proizvajalci redkih zemelj v obdobju 2020–2024. Povezave so opredeljene kot razmerja med dvema podjetjema v vlogi dobavitelja oziroma stranke. Vrednost 0 pomeni, da podjetja v euroobmočju redke zemlje nabavljajo neposredno pri kitajskih proizvajalcih brez posrednikov. Povezave med kitajskim dobaviteljem redkih zemelj in kitajskim podjetjem, ki proizvaja proizvode, za katere ne veljajo izvozne omejitve, niso vključene.

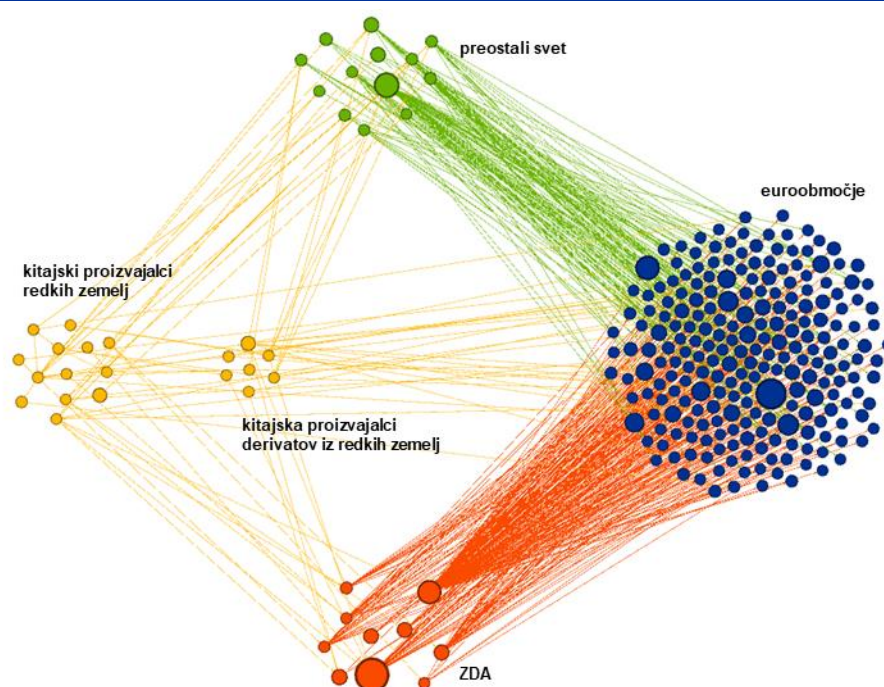
Narava odvisnosti od redkih zemelj se med sektorji razlikuje. Še posebno so izpostavljene predelovalne dejavnosti, saj se zaradi pomanjkanja materialov iz redkih zemelj lahko proizvodnja ustavi. Avtomobilska industrija je denimo zelo odvisna od trajnih magnetov, izdelanih iz elementov redkih zemelj. Podobno je energetski sektor zelo odvisen od redkih zemelj za neodimove magnete, ki se uporabljajo v vetrnih turbinah. Nasprotno so storitvene dejavnosti manj ranljive, saj se redke zemlje običajno uporabljajo kot enkratni vmesni vhodni material.

Iz mreže kitajskih dobaviteljev redkih zemelj je razviden gost splet svetovnih industrijskih povezav. V središču mreže trgovanja z redkimi zemljami, ki vključuje podjetja iz vse Azije (zunaj Kitajske predvsem Japonsko), Evropske unije in Severne Amerike, so neposredni odnosi s strankami. Številna od teh podjetij poslujejo v tehnološkem sektorju, energetskem sektorju in naprednih predelovalnih dejavnostih. Slika A ponazarja mrežo kitajskih proizvajalcev redkih zemelj in derivatov iz redkih zemelj, pri čemer so prikazane neposredne povezave med podjetji v euroobmočju in proizvajalci redkih zemelj ter povezave, pri katerih je vmes en sam posrednik (kar ustreza prvima dvema stolpcema v grafu B). Od 1.767 podjetij iz euroobmočja v vzorcu je 11 neposrednih povezav od podjetij, ki se ukvarjajo z redkimi zemljami, do podjetij v euroobmočju ter 16 povezav do podjetij, ki proizvajajo derivate iz redkih zemelj, 223 podjetij pa je povezanih prek zgolj enega posrednika (okrog 13%).¹³

¹³ Če upoštevamo tudi podjetja, za katera niso na voljo informacije o prihodkih (12.300 podjetij), je takih, ki so povezana neposredno in posredno prek enega posrednika, okrog 550.

Slika A

Povezave med kitajskimi proizvajalci redkih zemelj in podjetji v euroobmočju



Viri: Bloomberg Finance L.P. in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Kitajska vozlišča so proizvajalci redkih zemelj in derivatov iz redkih zemelj. Graf prikazuje neposredne in posredne povezave (prek prvega posrednika) kitajskih podjetij za redke zemlje s podjetji v euroobmočju. Velikost vozlišč odraža prihodek. V mreži so upoštevana samo podjetja, za katera so na voljo informacije o prihodkih.

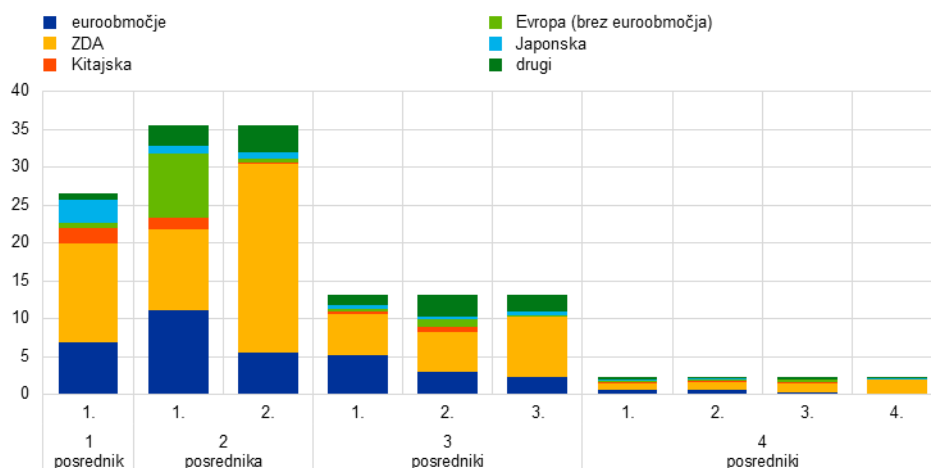
Nenadna ustaveitev dobave elementov redkih zemelj iz Kitajske v ZDA bi imela zaradi osrednjega položaja ameriških podjetij v svetovni dobavni mreži precejšnje posledice za podjetja v euroobmočju.

Ameriška podjetja opravljajo vlogo največjega ključnega posrednika, pri čemer podjetja v euroobmočju oskrbujejo s predelanimi proizvodi, ki izhajajo iz elementov redkih zemelj (graf C). Ameriška podjetja, vključno s pomembnimi tehnološkimi podjetji, kot so Microsoft, Apple in Intel, poslujejo v strateških panogah, kot so izdelava polprevodnikov, proizvodnja preciznih magnetov in kemična predelava, ter so odvisna od pridobivanja surovin iz Kitajske. To kaže, da je euroobmočje posredno izpostavljeno kitajskim dobaviteljem redkih zemelj. Vlogo neposrednih posrednikov med podjetji v euroobmočju in kitajskimi izvozniki redkih zemelj opravlja le 157 ameriških podjetij. Vendar pa ta podjetja dobavljajo proizvode številnim podjetjem v euroobmočju, tako da bi lahko motnje v virih oskrbe z elementi redkih zemelj povzročile kaskadne učinke vzdolž dobavnih verig.

Graf C

Državljanstvo posrednikov med podjetji v euroobmočju in kitajskimi podjetji, ki se ukvarjajo z redkimi zemljami

(v odstotkih podjetij v euroobmočju, tehtano s prihodki)



Viri: Bloomberg Finance L.P. in izračuni strokovnjakov ECB.

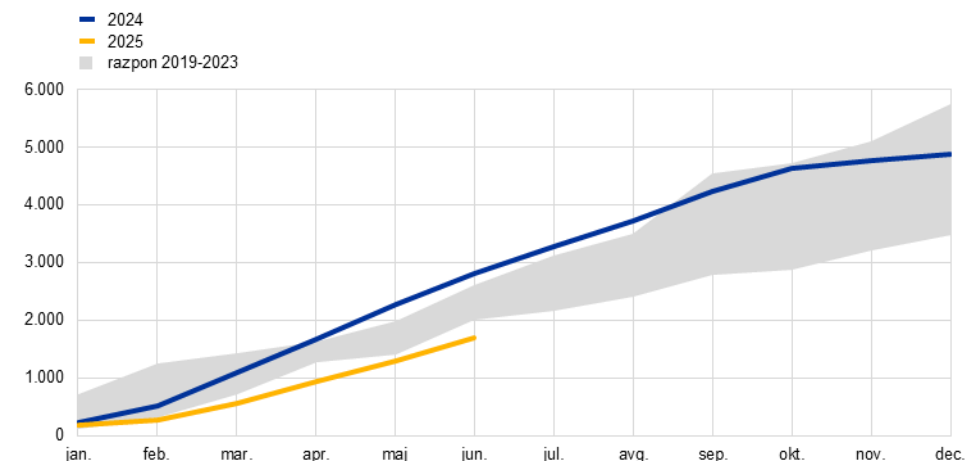
Opombe: Prvi posrednik je najbližja povezava do podjetij v euroobmočju, medtem ko je posrednik z najvišjo zaporedno številko najbližja povezava do kitajskih podjetij, ki proizvajajo redke zemlje.

Omejitve kitajskega izvoza redkih zemelj so že povzročile motnje v svetovni vrednostni verigi in prizadele nekatera evropska podjetja.

Pred začetkom veljavnosti omenjenih omejitev euroobmočje na splošno ni kopičilo zalog elementov redkih zemelj – do junija je bil skupni izvoz iz Kitajske manjši od običajne ravni (graf D). V navedenem mesecu je evropska avtomobilska industrija sprožila preplah, saj naj bi po njenih navedbah v celotni Evropi zaradi izredno majhnih zalog ustavili več proizvodnih linij in obratov (Evropsko združenje dobaviteljev avtomobilskih komponent, 2025). Te motnje so bile delno posledica zamud Kitajske pri obdelavi vlog za izdajo izvoznega dovoljenja. Vendar pa so evropski organi od takrat izpogajali, da se za nekatera evropska podjetja pospeši izdajanje teh dovoljenj.

Graf D**Uvoz redkih zemelj iz Kitajske v euroobmočje**

(v tonah, kumulativno od januarja)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prikazana je kombinacija prvih dveh stolpcov v grafu A (oznaka HS 280530 in oznaka HS 284690). Zadnji podatki se nanašajo na junij 2025.

Kitajska svoj kvazi monopol na področju elementov redkih zemelj izkorišča v mednarodnih trgovinskih sporih.

Kitajska je z omejitvijo izvoza redkih zemelj kot odgovor na ameriške carine pokazala, da je pripravljena te elemente uporabiti kot sredstvo pritiska na trgovinske partnerice. Podobno bi lahko redke zemlje uporabila za izvajanje pritiska v tekočih trgovinskih pogajanjih z EU. Evropski parlament je pozval Komisijo, naj te ranljivosti odpravi s hitrim začetkom izvajanja akta o kritičnih surovinah. Namen tega akta je med drugim izboljšati položaj Evrope z diverzifikacijo uvoza kritičnih surovin in okrepitvijo prizadevanj na področju recikliranja (Evropski parlament, 2025).

Euroobmočje zaradi odvisnosti od Kitajske, ki dobavlja elemente redkih zemelj ključnim sektorjem, ostaja izpostavljeno inflacijskim tveganjem in ekonomskim tveganjem.

Motnje v dobavnih verigah, ki izvirajo iz kitajskih izvoznih omejitev, bi lahko privedle do višjih vhodnih stroškov za proizvajalce, zlasti v avtomobilskem sektorju, elektronskem sektorju in sektorju obnovljive energije. Poleg tega bi lahko povečanje stroškov povzročilo višje cene življenjskih potrebščin in prispevalo k inflacijskim pritiskom. Zaradi pomanjkanja materialov bi se lahko tudi ustavila proizvodnja, kar bi negativno vplivalo na industrijsko proizvodnjo in zaviralo splošno gospodarsko aktivnost. Pandemija je opozorila, kako krhke so svetovne dobavne verige, in pokazala, kako se lahko nenadne motnje prenesejo na druge panoge in sektorje. Ocene na podlagi modela kažejo, da bi lahko motnje v dobavi kritičnih surovin, kot so elementi redkih zemelj, nesorazmerno prizadele sektorje nižje v verigi (Attinasi et al., 2025). Iz trenutnih kazalnikov ni razvidno, da bo do pritiskov v dobavni verigi in zvišanja cen prišlo že zelo kmalu. Vseeno je zaradi možnosti hitrih sprememb v dinamiki svetovne ponudbe ključno ostati previden in pozorno spremljati gibanja. Mrežna analiza, kot je predstavljena v tej študiji, bi se lahko uporabljala kot orodje za spremljanje, s katerim bi se ugotovljale potencialne ranljivosti v dobavnih verigah.

Viri

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovics, R., in Meunier, B. (2025), »[Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Evropsko združenje dobaviteljev avtomobilskih komponent (2025), »[Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#)«, *sporočilo za javnost*, 4. junij.

Evropska komisija (2020), »[Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#)«, Urad za publikacije Evropske unije.

Evropska komisija (2025), »[Critical Raw Materials Act](#)«.

Evropski parlament (2025), »[Commission must tackle China's export restrictions on rare earth elements](#)«, *sporočilo za javnost*, 10. julij.

Mednarodna agencija za energijo (2024), »[Global Critical Minerals Outlook 2024](#)«, IEA Publications.

Delovna skupina Odbora za mednarodne odnose o odprti strateški avtonomiji (2023), »[The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 311, ECB.

2 Pričakovanja in ukrepanje potrošnikov v času nedavnih trgovinskih napetosti

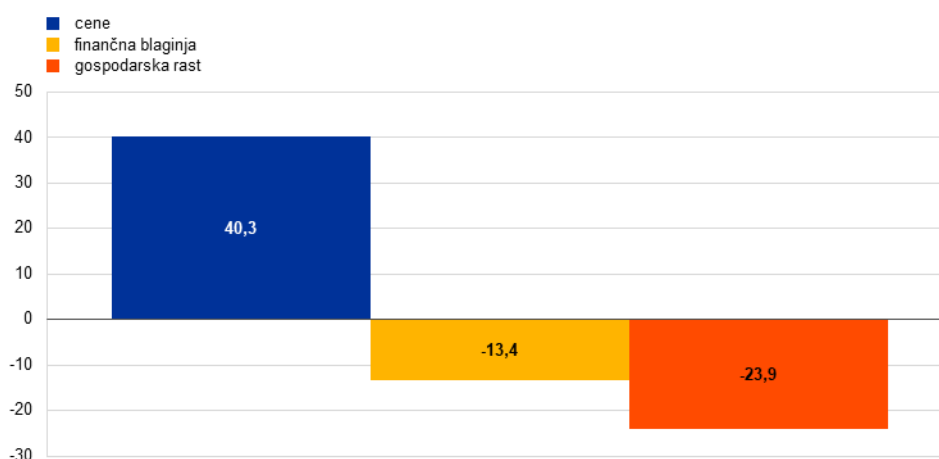
Pripravili Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov in Omiros Kouvavas

Nedavne trgovinske napetosti in napovedi o uvedbi carin močno vplivajo na vedenje in pričakovanja evropskih potrošnikov. Anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov iz junija 2025 kaže, da evropski potrošniki pričakujejo, da bodo carine negativno vplivale na inflacijo, finance gospodinjstev in gospodarsko rast.¹⁴ 40% anketirancev meni, da bodo carine prispevale k inflaciji, 13%, da bodo imele negativen vpliv na njihove finance, 24% anketirancev pa, da bodo zavrle gospodarsko rast (graf A).

Graf A

Pričakovanja gospodinjstev glede vpliva višjih carin

(v tehtanih neto odstotkih)



Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov, junij 2025).

Opombe: Podatki so tehtani glede na populacijo. Besedilo vprašanja: »Odkar je ameriški predsednik januarja nastopil mandat, je napovedal možnost uvedbe carin, na kar so mnoge države (vključno z Evropsko unijo) odgovorile z napovedjo povračilnih ukrepov. Če predpostavimo, da se takšne carine uvedejo, kako bodo po vašem mnenju v naslednjih 12 mesecih vplivale na vsako od naslednjih področij (če sploh)?« Povprečni tehtani neto odstotki so izračunani s tehtanjem odgovorov na naslednji način: »Močno se bo povečalo« (+1), »Malo se bo povečalo« (+0,5), »Malo se bo zmanjšalo« (-0,5), »Močno se bo zmanjšalo« (-1).

Potrošniki, ki menijo, da bodo carine negativno vplivale na inflacijo, so svoja inflacijska pričakovanja popravili navzgor. Podatki kažejo, da so se v skupini, ki je v anketi junija 2025 izrazila mnenje, da bodo carine negativno vplivale na inflacijo, v primerjavi z januarjem 2025 povečala tudi inflacijska pričakovanja – za približno 0,2 odstotne točke za eno leto vnaprej, za 0,13 odstotne točke za tri leta vnaprej in za 0,06 odstotne točke za pet let vnaprej (graf B, slika a). Majhno povečanje dolgoročnih inflacijskih pričakovanj med anketiranci, ki menijo, da bodo carine prispevale k inflaciji, kaže, da zaznan vpliv carin na inflacijo morda ni povsem prehodan.

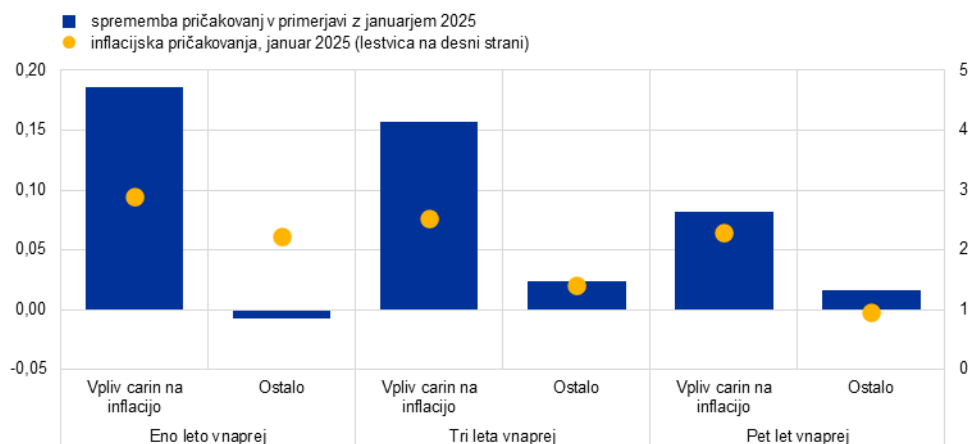
¹⁴ Za podrobno analizo nedavnega gibanja zaupanja potrošnikov in s tem povezane oslABLJENE rasti potrošnje glej Baumann et al. (2025a).

Graf B

Spremembe pričakovanj zaradi carin

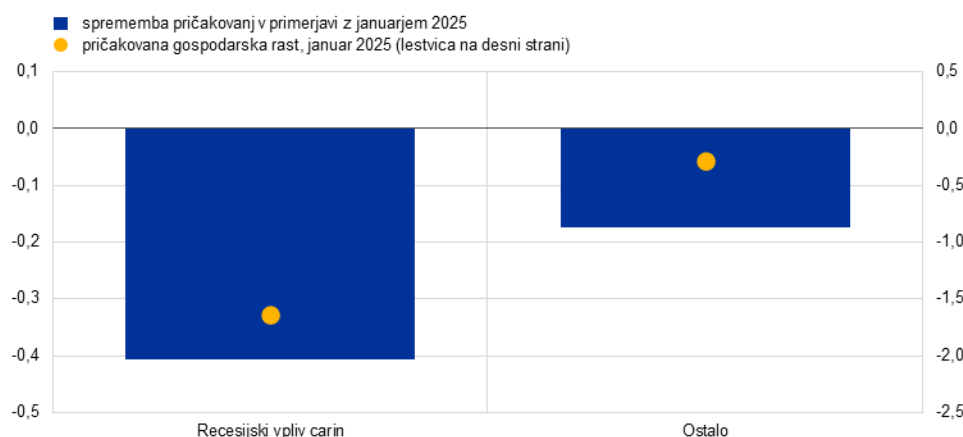
a) Inflacijska pričakovanja

(lestvica na levi strani: v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: v odstotkih)



b) Pričakovanja glede gospodarske rasti

(lestvica na levi strani: v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: v odstotkih)



Vir: ECB (anketa o pričakovanjih potrošnikov, junij 2025).

Opombe: Podatki so tehtani glede na populacijo. Slika a prikazuje razliko med inflacijskimi pričakovanji januarja 2025 in povprečjem inflacijskih pričakovanj v aprilu, maju in juniju 2025 za anketirance, ki menijo, da bodo carine povzročile povečanje inflacije, in za anketirance, ki se s tem ne strinjajo, za tri časovna obdobja: eno leto vnaprej, tri leta vnaprej in pet let vnaprej. Slika b prikazuje razliko med pričakovano gospodarsko rastjo januarja 2025 in povprečno pričakovano gospodarsko rastjo v aprilu, maju in juniju 2025 za anketirance, ki menijo, da bodo carine zavrle gospodarsko rast, in za tiste, ki ne menijo tako.

Podobno se je povečala tudi zaskrbljenost glede gospodarske rasti pri tistih, ki menijo, da carine prispevajo k recesiji. Pričakovana gospodarska rast v naslednjih 12 mesecih se je pri potrošnikih, ki menijo, da carine prispevajo k recesiji, od januarja 2025 zmanjšala za 0,4 odstotne točke, pri drugih anketirancih pa le za 0,2 odstotne točke (graf B, slika b). Te ugotovitve potrjujejo sporočilo grafa A, da so gospodinjstva zaradi trgovinskih napetosti bolj pesimistična glede gospodarskih obetov.

Potrošniki so se na zaskrbljenost, povezano s carinami, odzvali tako, da so opazno spremenili svoje potrošniške navade. Približno 26% anketirancev je navedlo, da so se od ameriških izdelkov preusmerili k drugim, medtem ko jih je

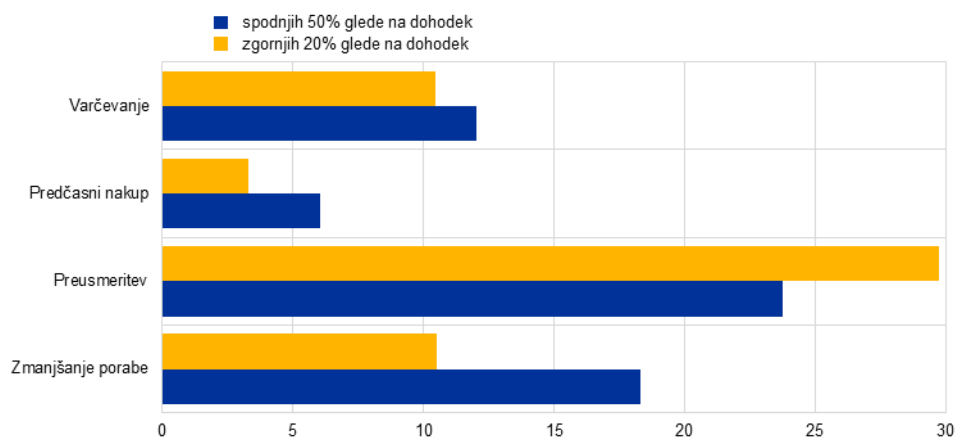
približno 16% odgovorilo, da so zmanjšali svojo skupno porabo (graf C, slika a).¹⁵ Ti vedenjski premiki se med dohodkovnimi skupinami razlikujejo: gospodinjstva z višjimi dohodki bodo bolj verjetno prenehala kupovati ameriške proizvode, medtem ko so gospodinjstva z nižjimi dohodki bolj nagnjena k zmanjšanju skupne porabe.

Graf C

Ukrepi, ki so jih anketiranci sprejeli po objavi uvedbe carin

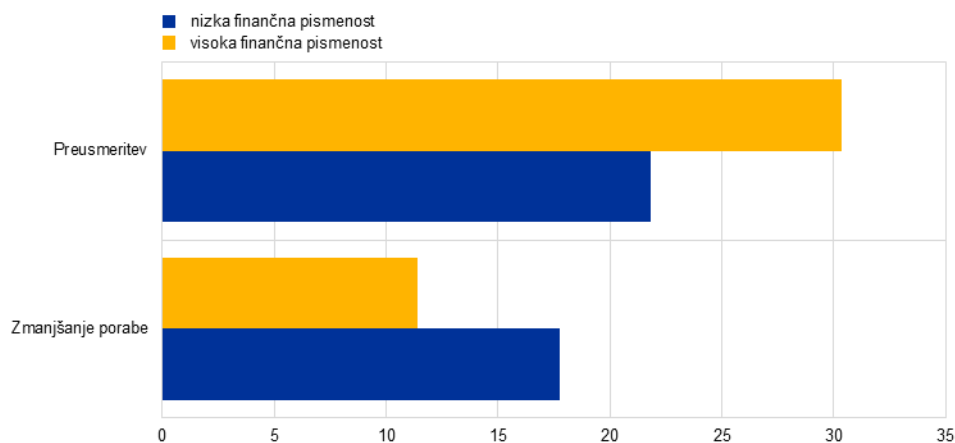
a) Sprejeti ukrepi glede na raven dohodka

(v odstotkih anketirancev)



a) Sprejeti ukrepi glede na raven finančne pismenosti

(v odstotkih anketirancev)



Vir: ECB (anketa o pričakovanih potrošnikov, junij 2025).

Opombe: Podatki so tehtani glede na populacijo. Odstotek anketirancev, ki so po objavi morebitne uvedbe carin sprejeli določen ukrep. Na sliki a so dohodkovni kvantili izračunani na podlagi navedenega dohodka gospodinjstev po valovih in državah. Na sliki b je finančna pismenost določena glede na rezultate, dosežene v finančnem »kvizu« ankete o pričakovanih potrošnikov na lestvici od 0 do 4, pri čemer 4 pomeni visoko, manj kot 3 pa nizko finančno pismenost.

Na ukrepanje potrošnikov očitno vplivata finančna pismenost in želja po preusmeritvi od ameriških k drugim izdelkom. Kot poudarjajo Baumann et al. (2025b), je bilo veliko potrošnikov pripravljenih, da se preusmerijo od ameriških k drugim izdelkom, še preden je ameriška administracija aprila 2025 napovedala

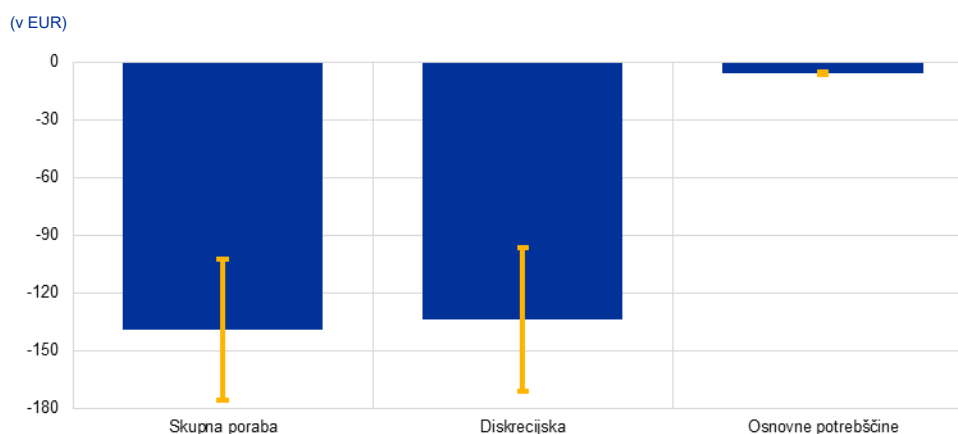
¹⁵ Do navedene preusmeritve od ameriških k drugim izdelkom je prišlo kljub znatni deprecijaciji ameriškega dolarja.

uvvedbo carin.¹⁶ V anketi iz junija 2025 so finančno bolj pismeni potrošniki pogosteje navedli, da so se preusmerili od ameriških k drugim izdelkom, medtem ko so finančno manj pismeni potrošniki pogosteje navedli, da so zmanjšali skupno porabo (graf C, slika b).

K zmanjšanju porabe prispeva zmanjšanje diskrecijskih odhodkov. Potrošniki, ki so po objavi uvedbe carin navedli, da bodo prilagodili svojo porabo, so zmanjšali skupne nominalne odhodke bolj kot primerjalna skupina, kar je razvidno iz ocene razlike med obema skupinama ter njuno porabo januarja in aprila 2025. Kot je bilo pričakovati, je bilo zmanjšanje v celoti posledica diskrecijske porabe, medtem ko je poraba za osnovne življenjske potrebščine večinoma ostala nespremenjena (graf D).

Graf D

Ocene zmanjšanja potrošnje kot odziv na trgovinske napetosti po metodi razlike-v-razlikah



Vir: ECB (anketa o pričakovanih potrošnikov, junij 2025).

Opombe: Podatki so tehtani glede na populacijo. Razlika v spremembi stopnje potrošnje med januarjem 2025 in aprilom 2025 pri anketiranih, ki so navedli, da so po objavi uvedbe carin zmanjšali porabo, in tistih, ki tega niso storili. Med osnovne življenjske potrebščine spadajo hrana, pijača, stanovanjski stroški in stroški komunalnih storitev, medtem ko je vsa druga poraba diskrecijska. Rumene črte predstavljajo 90-odstotni interval zaupanja.

Te ugotovitve kažejo oprijemljiv vpliv trgovinskih napetosti na vedenje in gospodarska pričakovanja evropskih potrošnikov. Carine s tem, ko povzročajo spremembe inflacijskih in gospodarskih pričakovanj ter potrošniškega vedenja, prispevajo k negotovosti, ki vpliva na odločitve posameznih gospodinjstev in morda tudi na širši gospodarski razvoj.

Viri

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. in Kouvavas, O. (2025a), »Consumer confidence and household consumption decisions«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

¹⁶ Odgovori anketirancev v anketi iz junija 2025 kažejo, da je približno 40% anketirancev, ki so marca 2025 kot glavni razlog za morebitno preusmeritev od ameriških izdelkov k drugim navedli preference, to napoved tudi uresničilo.

Baumann, A., Caprari, L., Dossche, M., Kocharkov, G. in Kouvavas, O. (2025b), »[How European consumers respond to US tariffs](#)«, *VoxEU Column*, Center za raziskovanje ekonomske politike, 16. julij.

3 Predelovalne dejavnosti v primerjavi s storitvenimi dejavnostmi: kako sta pospešitev celotne gospodarske aktivnosti in negotovost vplivali na novejša gibanja

Pripravila Niccolò Battistini in Johannes Gareis

Gospodarska aktivnost v predelovalnih dejavnostih je na začetku leta 2025 zopet začela rasti, medtem ko se je aktivnost v storitvenih dejavnostih upočasnila, kar je pomenilo preobrat dotedanjih trendov v teh dveh sektorjih.

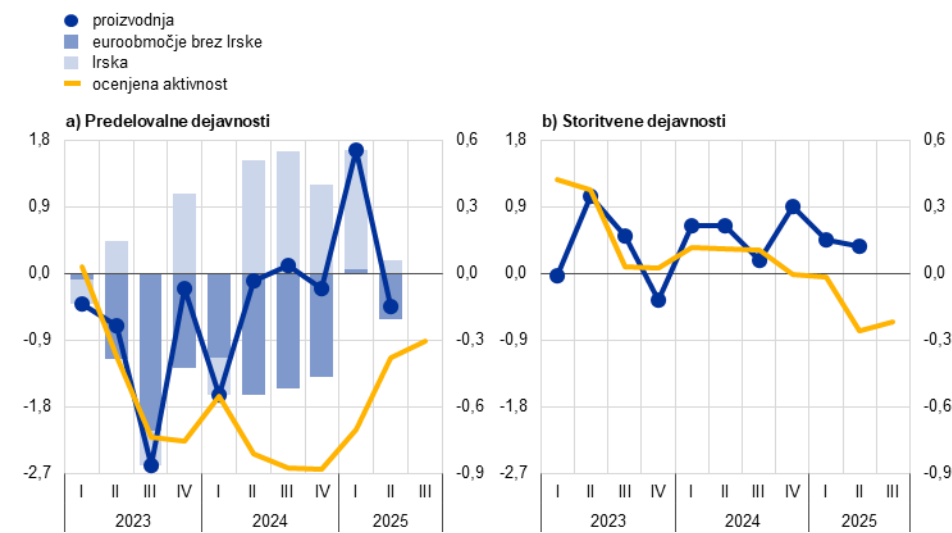
Iz kvantitativnih podatkov je razvidno, da je aktivnost v predelovalnih dejavnostih v letih 2023 in 2024 precej upadla. V prvem četrtletju 2025 pa se je ponovno okrepila, ko se je krčenje v euroobmočju brez Irske nenadoma ustavilo, rast na Irskem pa se je pospešila (graf A). Nasprotno je aktivnost v storitvenih dejavnostih, ki je v prejšnjih dveh letih še naprej rasla, izgubila zagon. Takšen preobrat potrjujejo anketni podatki Evropske komisije o pričakovanih podjetjih. Podjetja v predelovalnih dejavnostih so poročala o izrazitem povečanju aktivnosti, ki pa je bila še vedno manjša od dolgoročnega povprečja. Nasprotno so podjetja v storitvenih dejavnostih poročala, da se je ocenjena aktivnost zmanjšala pod običajno raven iz preteklih obdobj. Prejšnje razlike med predelovalnimi in storitvenimi dejavnostmi so bile posledica skokovitega porasta inflacije zaradi zvišanja cen energentov in posledične zaostritve denarne politike, kar je negativno vplivalo zlasti na predelovalne dejavnosti, medtem ko je na storitvene dejavnosti spodbudno vplivala normalizacija vzorcev potrošnje po pandemiji.¹ Medtem ko so se nekateri od teh dejavnikov iztekli, so se pojavili novi. Začasna pospešitev celotne gospodarske aktivnosti pred uvedbo višjih ameriških carin je verjetno podpirala ponovno okrepitev aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, medtem ko se zdi, da je vse večja negotovost glede trgovinskih politik (in splošneje glede ekonomskih politik) zavirala celotno gospodarsko aktivnost. V tem okvirju preučujemo pospešitev celotne gospodarske aktivnosti in negotovost glede trgovinskih politik z vidika podrobnih sektorskih podatkov ter obravnavamo kratkoročne obete za aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih.

¹ Za oceno vpliva preteklega zaostrovanja denarne politike na aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih glej Battistini in Gareis (2023).

Graf A

Proizvodnja in ocenjena aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih

(leštica na levi strani: medčetrletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; leštica na desni strani: standardizirana ravnotežja v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Proizvodnja v storitvenih dejavnostih se nanaša na menjalno gospodarstvo brez finančnih in javnih storitev. Ocenjena aktivnost se nanaša na ocene podjetij glede sprememb v proizvodnji v preteklih treh mesecih pri predelovalnih dejavnostih oziroma glede povpraševanja v preteklih treh mesecih pri storitvenih dejavnostih. Anketni kazalniki so standardizirani za obdobje od januarja 1999 do datuma pridobitve zadnjih podatkov. Četrletna povprečja za najnovejše podatke so izračunana iz razpoložljivih mesečnih podatkov. Zadnji mesečni podatki se nanašajo na junij 2025 pri proizvodnji v predelovalnih dejavnostih, na maj 2025 pri proizvodnji v storitvenih dejavnostih in na julij 2025 pri anketah.

Pospešitev celotne gospodarske aktivnosti pred uvedbo višjih ameriških carin je verjetno prispevala k začasni okrepitvi aktivnosti v predelovalnih dejavnostih v prvem četrletju 2025.

Iz anket med podjetji je razvidno, da je bila pospešitev celotne gospodarske aktivnosti posledica začasnega porasta ameriškega povpraševanja po proizvodih iz euroobmočja v pričakovanju zvišanja carin, ki je bilo načrtovano aprila (Melemenidis et al., 2025). To je skladno s časovnim okvirom in velikostjo nihanj gospodarske aktivnosti v predelovalnih dejavnostih. Aktivnost v predelovalnih dejavnostih se je v prvem četrletju po dveh letih zmanjševanja izrazito povečala, k čemur je večinoma prispevalo močno povečanje v marcu, ko je dosegla najvišjo raven, nato pa se je med aprilom in junijem zmanjšala. Učinki začasne pospešitve celotne gospodarske aktivnosti so vidni, tudi kadar izpostavljenost različnih sektorjev izvozu v ZDA primerjamo z dinamiko proizvodnje v teh sektorjih (graf B). Proizvodnja v sektorjih, ki so bolj izpostavljeni izvozu v ZDA, se je marca močneje povečala (graf B, slika a) ter med aprilom in junijem izraziteje zmanjšala (graf B, slika b). To dinamiko najbolj jasno ponazarja farmacevtska panoga, saj je močno izpostavljena izvozu v ZDA. Proizvodnja v tem sektorju se je marca glede na februar povečala za skoraj 9%, nato pa se je v drugem četrletju v povprečju v podobnem obsegu zmanjšala. Kar zadeva posamezne države, so bila ta gibanja

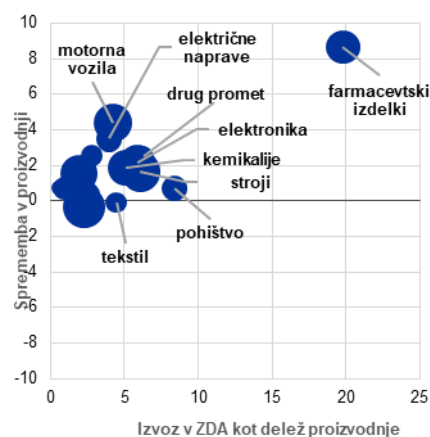
večinoma odraz velike volatilnosti proizvodnje farmacevtskega sektorja v Nemčiji, na Nizozemskem in najverjetneje na Irskem.²

Graf B

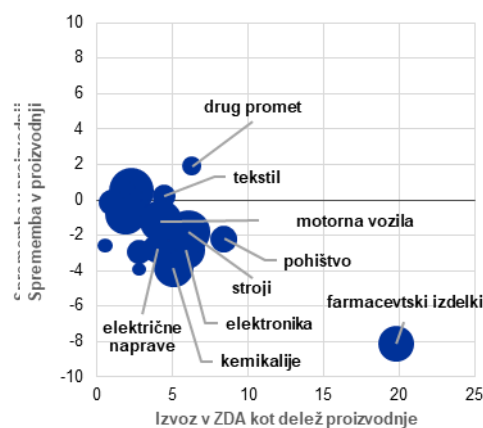
Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih in izpostavljenost izvozu v ZDA

(spremembe v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem)

a) Marec glede na februar



b) Povprečje april–junij glede na marec



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Velikost pik kaže delež sektorja v skupni bruto dodani vrednosti. Z imenom so označeni sektorji, pri katerih izvoz v ZDA presega 3% njihove proizvodnje. Sektorski input-output podatki temeljijo na tabelah FIGARO za leto 2022. Zadnji podatki se nanašajo na junij 2025.

Medtem ko je na aktivnost v predelovalnih dejavnostih začasno spodbudno vplivala pospešitev celotne gospodarske aktivnosti, je vse večja negotovost glede trgovinskih politik verjetno prispevala k izgubi zagona v storitvenih dejavnostih v zadnjem času. Potem ko je vlada ZDA 2. aprila napovedala carine, se je negotovost glede trgovinskih politik povzpela na rekordno visoko raven, ki je bila precej višja kot v prejšnjih epizodah trgovinskih napetosti, kot so bili spori med ZDA in Kitajsko med prvim mandatom predsednika Trumpa (graf C).³ Empirični podatki kažejo, da negotovost glede trgovinskih politik nesorazmerno vpliva na podjetniške naložbe (Caldara et al., 2020; Andersson et al., 2024) in na sektorsko aktivnost (De Santis and Zimic, 2019). To ugotovitev podpirajo podrobni in zgodnji anketni podatki po posameznih sektorjih. Med prvo Trumpovo vlado se je ocenjena aktivnost podjetij v predelovalnih dejavnostih in podjetij v sektorju poslovnih storitev (podjetja v obeh sektorjih so tesno povezana s podjetniškimi naložbami) zmanjšala,

² Proizvodnja farmacevtskega sektorja v Nemčiji in na Nizozemskem se je med februarjem in marcem povečala za okrog 19% oziroma 17%, v drugem četrtletju pa se je glede na marec v povprečju zmanjšala za okrog 15% oziroma 26%. Čeprav za irsko farmacevtsko panogo ni na voljo uradnih podatkov o proizvodnji, sta se irska proizvodnja v »modernem sektorju« (ki vključuje farmacevtske izdelke) in izvoz farmacevtskih izdelkov v ZDA marca izrazito povečala in se nato v drugem četrtletju zmanjšala, kar bi lahko pomenilo, da je profil gibanja proizvodnje podoben kot v Nemčiji in na Nizozemskem.

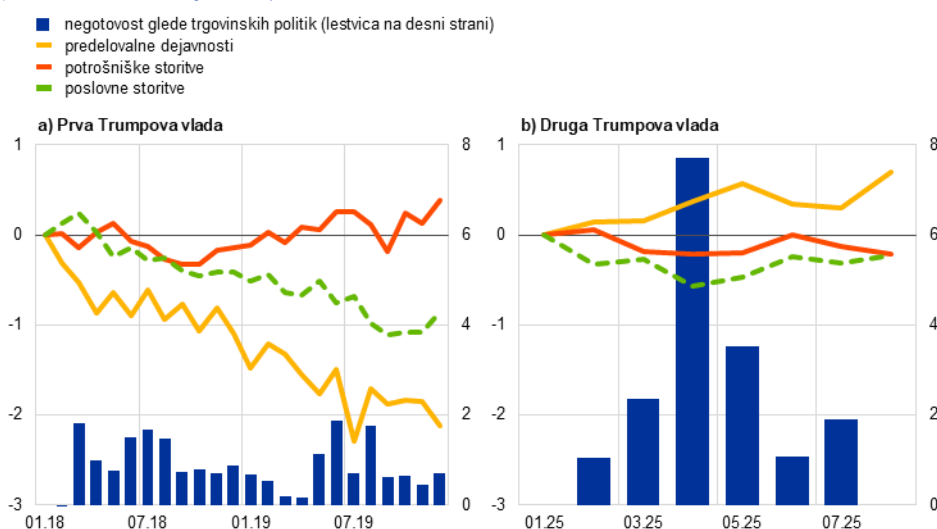
³ V tem okvirju se negotovost glede trgovinskih politik nanaša na indeks, ki so ga izdelali Caldara et al. (2020) in se izračuna s štetjem, kako pogosto se v glavnih ameriških časopisih skupaj pojavita izraza »trgovinska politika« in »negotovost«. Prva ocena pomena negotovosti glede trgovinskih politik v primerjavi z drugimi merili negotovosti v času prve Trumpove vlade je predstavljena v Azqueta-Gavaldón et al. (2019).

pri podjetjih v sektorju potrošniških storitev pa je ostala vztrajna (graf C, slika a).⁴ Podobno je v sedanjih razmerah povečana negotovost glede trgovinskih politik verjetno bolj zaviralno vplivala na predelovalne dejavnosti in poslovne storitvene dejavnosti kot na potrošniške storitve. Vendar pa so v primeru predelovalnih dejavnosti negativni vpliv do zdaj v precejšnji meri izravnavali pozitivni učinki pospešitve celotne gospodarske aktivnosti, ki so začasno okrepili gospodarsko rast (graf C, slika b).

Graf C

Negotovost glede trgovinskih politik ter ocenjena aktivnost v predelovalnih in storitvenih dejavnostih

(lestvica na levi strani: kumulativne spremembe standardiziranih ravnotežij v odstotkih; lestvica na desni strani: kumulativne spremembe standardiziranega indeksa)



Viri: Eurostat, Evropska komisija, Caldara et al. (2020) in izračuni ECB.
Opombe: Ocenjena aktivnost se nanaša na ocene podjetij glede sprememb v proizvodnji v preteklih treh mesecih pri predelovalnih dejavnostih oziroma glede povpraševanja v preteklih treh mesecih pri storitvenih dejavnostih. Potrošniške storitve vključujejo gostinske dejavnosti, dejavnosti potovalnih agencij, radijske in televizijske dejavnosti ter poštne dejavnosti; poslovne storitve vključujejo preostale strokovne dejavnosti, skladiščenje, založništvo (predvsem računalniške programske opreme) in popravilo računalnikov. Za merilo negotovosti glede trgovinskih politik glej Caldara et al. (2020). Kumulativne spremembe so izračunane od januarja 2018 na sliki a in od januarja 2025 na sliki b. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2025.

Na obete v predelovalnih in storitvenih dejavnostih vpliva več dejavnikov, pri čemer še ni jasno, kateri bo prevladal. Iz anketnih podatkov Evropske komisije je razvidno, da se je v tretjem četrtletju do danes ob zmanjšanju negotovosti glede trgovinskih politik aktivnost v potrošniških storitvenih dejavnostih nekoliko zmanjšala, medtem ko se je v poslovnih storitvenih dejavnostih rahlo povečala. Poleg tega se je aktivnost v predelovalnih dejavnostih povečala še bolj nad raven z začetka leta. Kar zadeva tveganja zaradi negotovosti, bi lahko zaviralni učinki negotovosti glede trgovinskih politik – če bi ta glede na pretekla gibanja ostala velika – še naprej zaviralno vplivali na storitvene dejavnosti in ob iztekanju pospešitve celotne gospodarske aktivnosti postali vidni tudi v predelovalnih dejavnostih. Vendar pa bi se lahko zaradi trgovinskega sporazuma med EU in ZDA negotovost hitro zmanjšala,

⁴ Vse večja negotovost glede trgovinskih politik med prvim mandatom predsednika Trumpa naj bi bila le en dejavnik zmanjšanja ocenjene aktivnosti v predelovalnih dejavnostih in poslovnih storitvenih dejavnostih. Na to so verjetno vplivali tudi drugi dejavniki, med katerimi so težave v avtomobilski industriji zaradi uvedbe novih emisijskih standardov, finančni pretresi v nastajajočih tržnih gospodarstvih in brexit (Gunnella in Quaglietti, 2019).

nekateri negativni učinki pa bi se ublažili. Poleg tveganj, povezanih z negotovostjo, na obete verjetno vplivajo tudi drugi dejavniki. Zaviralni dejavniki izvirajo iz apreciacije eura in vpliva višjih carin, medtem ko so zapoznili učinki rahljanja denarne politike ter morebitna podpora s strani večjih izdatkov za obrambo in infrastrukturo spodbujevalni dejavniki, ki bodo izravnali prve.

Viri

Andersson, M., Bobasu, A., in De Santis, R. A. (2024), »[Ekonomski signali na podlagi meril negotovosti](#)«, Ekonomski bilten, številka 8, ECB.

Azqueta-Gavaldón, A., Hirschbühl, D., Onorante, L., in Saiz, L. (2019), »[Sources of economic policy uncertainty in the euro area: a machine learning approach](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Battistini, N., in Gareis, J. (2023), »[Denarna politika in nedavna upočasnitev gospodarske aktivnosti v predelovalnih in storitvenih dejavnostih](#)«, Ekonomski bilten, številka 8, ECB.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A., in Raffo, A. (2020), »The economic effects of trade policy uncertainty«, *Journal of Monetary Economics*, 109, januar, str. 38–59.

De Santis, R. A., in Zimic, S. (2019), »[Domači in tuji dejavniki upada industrijske proizvodnje v euroobmočju](#)«, Ekonomski bilten, številka 6, ECB.

Gunnella, V., in Quaglietti, L. (2019), »[The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB.

Melemenidis, A., Morris, R., in Roma, M. (2025), »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

So delavci pripravljeni sprejeti znižanje plače v zameno za fleksibilnost dela na daljavo?

Pripravila António Dias da Silva in Marco Weissler

Od pandemije je delo od doma v euroobmočju postalo pogostejše.¹ Po podatkih Eurostata se je delež zaposlenih v starosti 20–64 let, ki vsaj včasih delajo od doma, med letoma 2019 in 2024 podvojil z 11,7% na 22,4%.² V anketi ECB o pričakovanih potrošnikov je bilo pri anketirancih delo do doma celo še pogostejše, saj je maja 2024 33,6% zaposlenih navedlo, da vsaj dva dni na teden delajo od doma. To razhajanje bi bilo mogoče pripisati metodološkim razlikam in – ker se anketa o pričakovanih potrošnikov izvaja na spletu – morebitnim razlikam v vzorčenju. Anketa kaže tudi, da naj bi se ti vzorci dela na daljavo dobro uveljavili in se od leta 2024 do leta 2025 večinoma niso spremenili. Kot alternativo višjim plačam podjetja pogosto ponujajo neplačne ugodnosti – vključno z možnostjo dela na daljavo. V predhodnih mednarodnih raziskavah tega vprašanja je bilo pogosto ugotovljeno, da bi se bili zaposleni pripravljeni odpovedati delu svoje plače v zameno za to, da bi lahko delali od doma (Aksoy et al., 2022, Nagler et al., 2024 in Cullen et al., 2025). V tem okvirju analiziramo, koliko zaposleni v euroobmočju cenijo možnost dela od doma.

Kot je pokazala anketa o pričakovanih potrošnikov, hibridni vzorec dela ostaja najpogostejša in najljubša možnost med zaposlenimi, ki delajo na daljavo. Leta 2025 55,7% zaposlenih ni nikoli delalo od doma, 11,9% jih je delalo od doma približno en dan na teden, 21,9% jih je delalo od doma med dvema in štirimi dnevi na teden (»hibridno delo«) in 10,6% jih je delalo od doma pet ali več dni na teden (graf A).³ Primerjava dejanskih vzorcev dela na daljavo z želenimi vzorci dela na daljavo pokaže nekaj precejšnjih razlik. Največja vrzel je zabeležena pri zaposlenih, ki trenutno delajo od doma en dan na teden, sledijo jim zaposleni, ki nikoli ne delajo od doma, in nato zaposleni, ki vedno delajo na daljavo. Na splošno je videti, da je hibridni vzorec dela najljubša možnost dela na daljavo, saj je večina delavcev, ki delajo po hibridnem vzorcu (84%), zadovoljna s svojo trenutno ureditvijo. Zanimivo je, da bi 43% zaposlenih, ki vedno delajo na daljavo, raje manj dni delalo izven prostorov delodajalca. To nakazuje, da bi na delo na daljavo lahko bolj vplivala nuja ali zahteve delodajalca kot pa želje.⁴

¹ V tem okvirju se izraza »delo od doma« in »delo na daljavo« uporabljata kot sopomenki, ki se nanašata na delo, opravljeno izven prostorov delodajalca ali drugega tradicionalnega delovišča, bodisi na domu zaposlenega ali na drugi lokaciji po njegovi izbiri.

² Ta deleža se nanašata na delavce v starosti 20–64 let, ki niso samozaposleni. Medtem ko je sedanji delež zaposlenih, ki delajo od doma, višji kot leta 2019, pa je nižji kot leta 2021 in 2022, kar je v skladu s podatki za ZDA (Bick et al., 2025). Glej Dias Da Silva et al. (2023), kjer je predstavljena analiza gibanja dela na daljavo v euroobmočju med pandemijo.

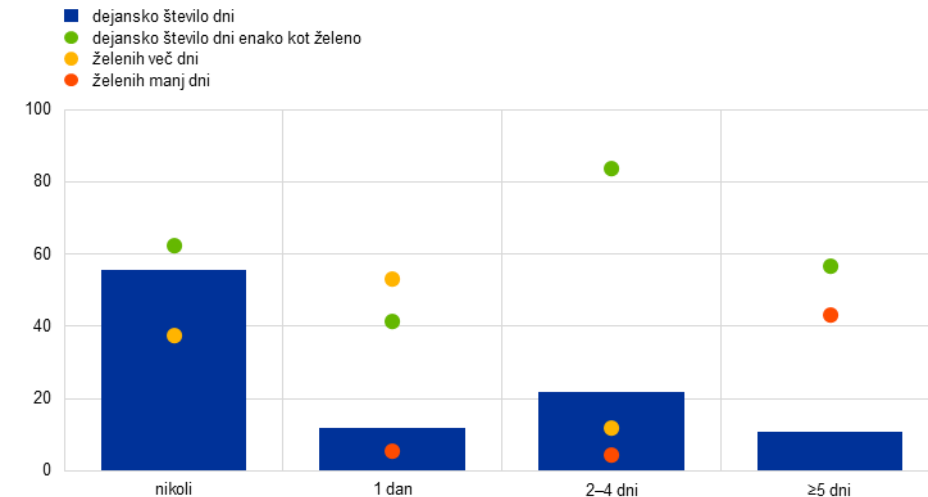
³ Agregirani podatki zakrivajo znatne razlike med poklici glede na izvedljivost dela na daljavo, kot je prikazano v Dias da Silva et al. (2023).

⁴ Samo polovica zaposlenih, ki so maja 2024 navedli, da vedno delajo na daljavo, je maja 2025 še vedno delala po tem vzorcu, v primerjavi s 74% pri tistih, ki so delali po hibridnem vzorcu, in 88% pri tistih, ki redno/nikoli ne delajo od doma. To nakazuje, da stalno delo na daljavo ni dolgotrajen vzorec dela.

Graf A

Dejanski delovni dnevi na daljavo na teden in želeni delovni dnevi na daljavo

(stolpci: odstotek zaposlenih; pike: odstotek zaposlenih v vsakem stolpcu)



Vir: anketa ECB o pričakovanih potrošnikov.

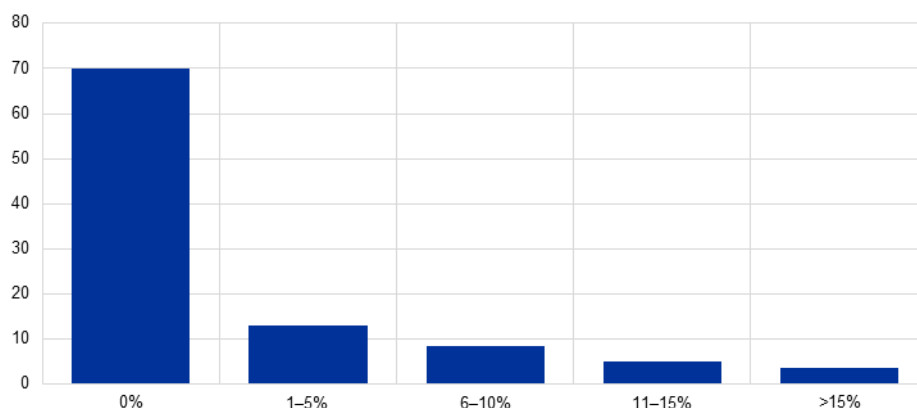
Opombe: Rezultati so iz vsakoletnega modula o trgih dela v okviru ankete o pričakovanih potrošnikov, dokončanem maja 2025, za zaposlene v starosti 20–64 let. Rezultati temeljijo na naslednjih vprašanjih: »Koliko dni v zadnjih treh mesecih ste navadno delali od doma v običajnem tednu?« in »Če pomislite eno leto v prihodnost, kako pogosto v običajnem tednu bi radi imeli plačane delovne dni na domu?«

Zaposleni se niso pripravljeni odreči velikemu deležu svoje plače za hibridni vzorec dela, čeprav so zelo zadovoljni s svojo trenutno ureditvijo dela od doma.

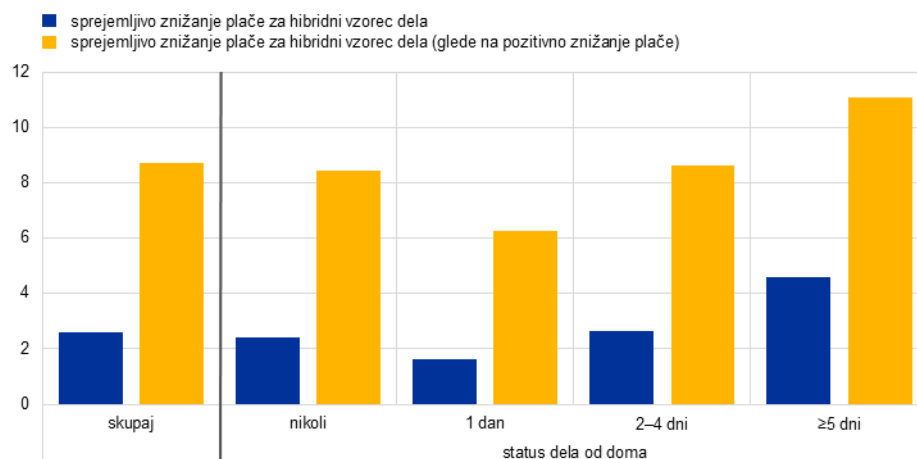
Maja 2025 so bili anketiranci v anketi o pričakovanih potrošnikov naprošeni, naj predpostavijo, da jim njihov delodajalec ne dovoli delati od doma, in naj navedejo, kolikšno raven znižanja plače bi bili pripravljeni sprejeti (kot odstotek njihove trenutno plače) v zameno za možnost, da dva ali tri dni na teden delajo od doma. Rezultati kažejo, da 70% zaposlenih ne bi bilo pripravljenih sprejeti znižanja plače, da bi lahko delali od doma. Vseeno pa bi 13% zaposlenih sprejelo znižanje plače v višini med 1% in 5%, medtem ko bi jih 8% sprejelo znižanje v višini med 6% in 10% (graf B, slika a).

graf B**Pripravljenost sprejeti znižanje plače v zameno za hibridni vzorec dela****a) Delež zaposlenih, ki so pripravljeni sprejeti znižanje plače**

(os x: odstotek trenutne plače, os y: odstotek zaposlenih)

**b) Povprečno sprejemljivo znižanje plače za hibridni vzorec dela**

(odstotek trenutne plače)



Vir: anketa ECB o pričakovanih potrošnikov.

Opombe: Rezultati so iz vsakoletnega modula o trgih dela v okviru ankete o pričakovanih potrošnikov, dokončanem maja 2025, za zaposlene v starosti 20–64 let. Rezultati na sliki b temeljijo na naslednjem vprašanju: »Predstavljajte si, da vaš delodajalec ne dovoli, da zaposleni delajo od doma. Kolikšno znižanje plače bi bili hipotetično pripravljeni sprejeti (kot odstotek vaše trenutne plače) za možnost, da dva ali tri dni na teden lahko delate od doma?« Rezultati ne vključujejo delavcev s službo, ki je ni mogoče opravljati na daljavo.

Povprečno znižanje plače, ki bi ga zaposleni sprejeli, da bi lahko dva ali tri dni na teden delali od doma, znaša 2,6%. To je precej nižje od drugih ocen v empirični literaturi. V Barrero et al. (2021) se ocenjuje, da bi ameriški delavci sprejeli znižanje plače v višini 7%, da bi lahko dva ali tri dni na teden delali od doma. V Nagler et al. (2024) se ocenjuje, da so se delavci v Nemčiji pripravljeni odreči 7,7% plače, da bi lahko vedno delali na daljavo, in 5,4% plače, da bi lahko na daljavo delali dva dni na teden. Ob osredotočanju na tehnološki sektor v ZDA se v Cullen et al. (2025) ocenjuje, da so se delavci pripravljeni odreči okrog 25% svoje celotne plače, da bi lahko delali na daljavo, namesto da bi morali vedno delati v prostorih delodajalca.

Ugotavljamo, da so med različnimi vzorci dela od doma velike razlike glede pripravljenosti sprejeti znižanje plače. Zaposleni, ki trenutno pogosteje delajo od

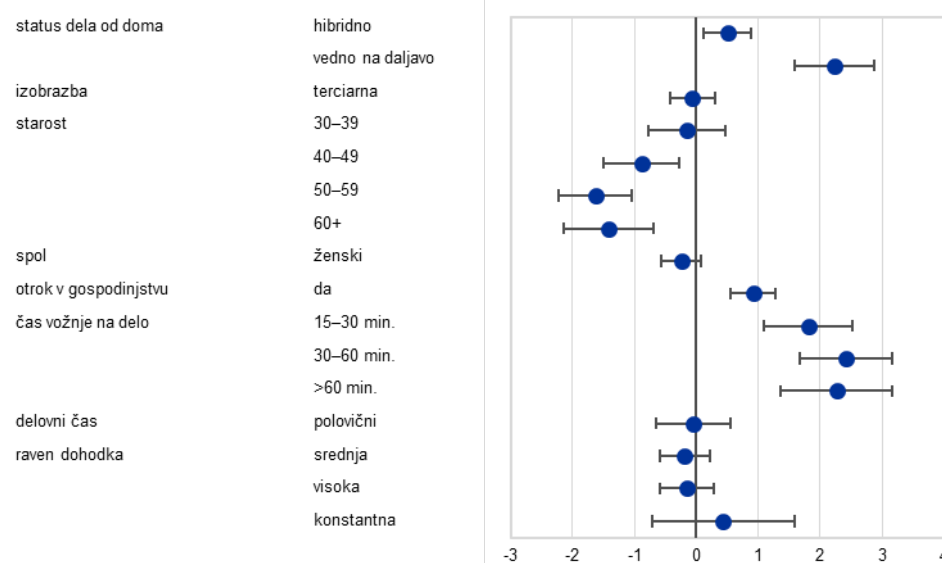
doma, so navadno pripravljeni sprejeti višje znižanje plače, da bi ohranili to ureditev dela (graf B, slika b). Zaposleni, ki vedno delajo od doma, so pripravljeni sprejeti znižanje plače v višini 4,6%. Nasprotno pa bi tisti, ki trenutno od doma delajo en dan na teden, sprejeli znižanje plače v višini zgolj 1,6%. Med tistimi, ki so pripravljeni sprejeti znižanje plače, je povprečno sprejemljivo znižanje plače veliko višje (8,7%). To nakazuje, da se večina zaposlenih sicer ni posebno pripravljena odreči plači, da bi lahko delala od doma, vendar je za nekatere delo od doma dragocena neplačna ugodnost.

Osebnostne lastnosti in značilnosti službe vplivajo na to, koliko zaposleni cenijo možnost dela od doma (graf C). Mladi delavci delo na daljavo navadno cenijo bolj kot starejši delavci. Zaposleni z otroki v svojem gospodinjstvu navadno zelo cenijo delo na daljavo (glej na primer Aksoy et al., 2025), prav tako pa tudi tisti, ki se dlje vozijo na delo. Nasprotno pa se zdi, da dohodek, stopnja izobrazbe in spol le malo vplivajo na to, koliko zaposleni cenijo delo na daljavo.

Graf C

Pripravljenost sprejeti znižanje plače: rezultati regresije za osebnostne lastnosti in značilnosti službe

(odstotek trenutne plače)



Viri: anketa ECB o pričakovanih potrošnikov izračuni ECB.

Opombe: Rezultati so iz vsakoletnega modula o trgih dela v okviru ankete o pričakovanih potrošnikov, dokončanem maja 2025, za zaposlene v starosti 20–64 let. Koefficienti in 95-odstotni razpon zaupanja iz linearne regresije s standardnimi napakami, ki so odporne na heterogenost. Izpuščene referenčne vrednosti so »nikoli« in »1 dan na teden« (za status dela od doma), »20–29« (za starost), »0–15 min« (za čas vožnje na delo) in »nizka« (za raven dohodka). Dohodkovne skupine so opredeljene kot terciari modificiranih urnih postavk v aprilu 2025. Rezultati ne vključujejo delavcev s službo, ki je ni mogoče opravljati na daljavo. Primer za ponazoritev: delavci s hibridnim vzorcem dela (2–4 dni dela od doma na teden) so v povprečju pripravljeni sprejeti znižanje plače, ki je po ocenah 0,5 odstotne točke višje od znižanje plače pri delavcih, ki redko ali nikoli ne delajo od doma. Obstaja 95% verjetnost, da dejanska vrednost te ocene znaša med 0,1 in 0,9 odstotne točke, torej je najverjetnejše višja od nič.

Na te rezultate lahko vpliva več drugih dejavnikov. Delo na daljavo ima svoje izzive, kot so družbena osamitev, manj možnosti za druženje s kolegi in zaskrbljenost glede prepoznavnosti v službi. S tem bi bilo mogoče pojasniti, zakaj številni zaposleni niso pripravljeni sprejeti znižanja plače v zameno za možnost hibridnega dela. Vseeno pa nekateri zaposleni – predvsem tisti z otroki ali dolgo vožnjo na delo – zelo cenijo delo od doma, ker jim pomaga uravnotežiti poklicno in

zasebno življenje. Poleg tega omogoča delavcem, ki se soočajo s posebnimi zunanjimi okoliščinami, da so aktivni na trgu dela ali sprejmejo službo, ki je sicer ne bi mogli, na primer ker imajo nižje stroške prevoza na delo ali lažje opravljajo nego. Zato fleksibilnost dela na daljavo lahko igra vlogo pri privabljanju in ohranjanju delavcev, še posebej ob presežnem povpraševanju po delovni sili, ko primanjkuje usposobljenih delavcev.

Viri

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J., Dolls, M. in Zarate, P. (2022), »Working from Home Around the World«, *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, str. 281–330.

Aksoy, C. G., Barrero, J. M., Bloom, N., Davis, S. J. Dolls, M. in Zarate, P. (2025), »Working from Home in 2025: Five Key Facts«, Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, 14. april.

Barrero, J. M., Bloom, N. in Davis, S. J. (2021), »Why Working from Home Will Stick«, *NBER Working Paper*, št. 28731, april.

Bick, A., Blandin, A., Caplan, A. in Caplan, T. (2025), »The work from home divide: Insights from six US surveys«, *kolumna na portalu VoxEU*, 4. marec.

Cullen, Z., Pakzad-Hurson, B. in Perez-Truglia, R. (2025), »Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?« *AEA Papers and Proceedings*, št. 115, str. 276–281, maj.

Dias da Silva, A., Georgarakos, D. in Weissler, M. (2023), »[How people want to work – preferences for remote work after the pandemic](#)«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB.

Nagler, M., Rincke, J. in Winkler, E. (2024), »Working from home, commuting, and gender«, *Journal of Population Economics*, letnik 37, članek št. 58, 8. junij, str. 1–23.

5 Koliko pozornosti je v novicah namenjene inflaciji

Pripravili Ilias Aarab, Marta Bañbura, Elena Bobeica in Emma Leguay

Koliko so ljudje pozorni na inflacijo, lahko vpliva na inflacijska pričakovanja, prenos šokov na inflacijo in transmisijo denarne politike. Raven pozornosti namreč vpliva na način, kako se oblikujejo inflacijska pričakovanja, kar ima osrednjo vlogo pri dinamiki cen in plač. Pozornost, namenjena inflaciji, se s časom spreminja.²⁵ Ko je inflacija visoka, so pričakovanja bolj občutljiva na gibanja, kar lahko povzroči močnejši in hitrejši prenos na dejanske cene in plače. Raziskave tudi kažejo, da se lahko odzivnost na denarno politiko razlikuje med tistimi, ki so pozorni na inflacijo, in tistimi, ki niso. Zato lahko stopnja pozornosti vpliva na učinkovitost transmisije denarne politike (Pfäuti, 2024; Song in Stern, 2024).

Kot približek pozornosti, namenjene inflaciji, merimo, kako pomembno je ta tema prisotna v novicah. Ankete lahko ponudijo neposredno merilo pozornosti s pomočjo prilagojenih vprašanj, poročanje v novicah pa daje posredno alternativo, saj odraža informacije, ki so na voljo gospodarskim subjektom.²⁶ Ugotovljeno je bilo, da poročanje v novicah vpliva na dojemanje in pričakovanja potrošnikov, saj se gospodinjstva z mediji informirajo o cenovnih gibanjih.²⁷ Poleg tega so novičarski podatki na voljo z visoko pogostostjo in pravočasno.

V tem okvirju je predstavljeno slovarsko merilo pozornosti, namenjene inflaciji, ki temelji na velikem korpusu člankov v splošnih časopisih iz štirih največjih držav v euroobmočju. Za merjenje pozornosti, namenjene inflaciji v euroobmočju, uporabljamo metodologijo, ki so jo predlagali Baker et al. (2016) za izračun indeksa negotovosti glede ekonomskih politik. Izračunamo delež časopisnih člankov, ki vsebujejo eno ali več ključnih besed, povezanih z inflacijo.²⁸ Uporabljamo članke, objavljene v izvirnem jeziku v časopisih iz Francije, Nemčije, Italije in Španije.²⁹ Ti članki so pridobljeni iz novičarske baze podatkov Factiva, ki jo vzdržuje Dow Jones. Po več korakih predhodne obdelave in »čiščenja« pridobljeni podatkovni niz vsebuje več kot tri milijone člankov, pri čemer je vsak mesec objavljenih povprečno 10.000

²⁵ Posamezniki pri sprejemanju odločitev običajno ne zberejo ali obdelajo vseh razpoložljivih informacij, bodisi zaradi kognitivnih omejitev bodisi zaradi stroškov takega početja. V slednjem primeru ponavadi dajo prednost signalom, ki so najbolj relevantni (Handel in Schwartzstein, 2018; Coibion et al., 2018). Ta mehanizem, ki se imenuje »racionalna nepozornost« (predstavljen v Maćkowiak et al., 2023), lahko vpliva na pričakovanja in ima zato pomembne posledice za gospodarsko dinamiko.

²⁶ Druge študije so se ukvarjale z drugimi viri podatkov, kot so platforma X (nekdanji Twitter), Google Trends ali televizijsko poročanje, tako za ZDA kot tudi za evropske države, in so prišle do podobnih rezultatov kot ta okvir (glej npr. Buelens, 2023; Korenok et al., 2022).

²⁷ Glej na primer Larsen et al. (2021); Nimark in Pitschner (2019) in Arndt (2024).

²⁸ Poleg same »inflacije« uporabljamo tudi več sorodnih terminov in izrazov, vključno s sinonimi za zvišanje cen, cenovno dinamiko, cenovne pritiske, gibanje kupne moči in vrednost valute, skupaj z njihovimi slovničnimi oblikami v vsakem jeziku.

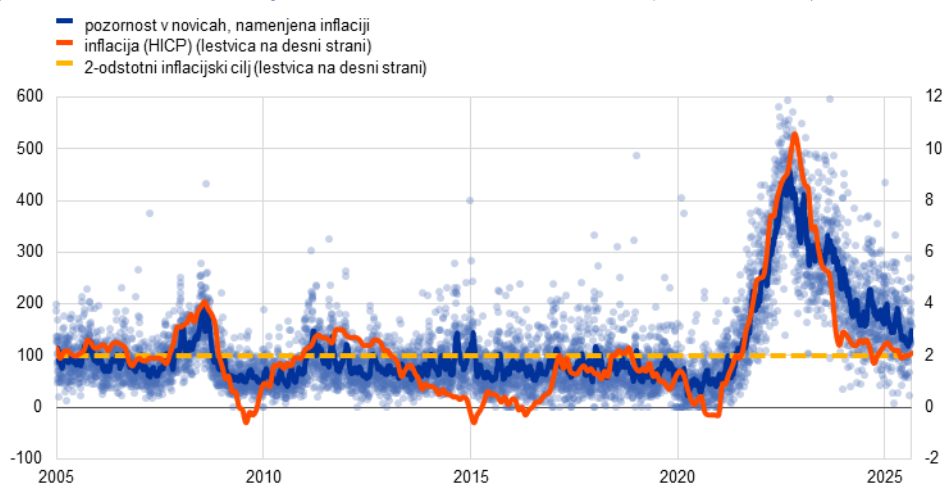
²⁹ Francija: *Le Monde*, *Les Echos*, *Le Figaro*; Nemčija: *Der Tagesspiegel*, *Die Welt*, *Die Süddeutsche Zeitung*; Italija: *Il Corriere della Sera*, *Il Sole 24 Ore*, *La Repubblica*, *La Stampa*; Španija: *El Mundo*, *El País*, *Expansión*, *La Vanguardia*.

člankov.³⁰ Za vsak jezik pripravimo niz ključnih besed v zvezi z inflacijo (»slovar«) in izračunamo dnevni delež člankov v vsakem časopisnem korpusu, ki vsebuje vsaj eno od teh ključnih besed. Dnevna časovna vrsta za vsak časopis je standardizirana tako, da ima standardni odklon 1 v obdobju 1997–2011. Nato izračunamo povprečje standardiziranih deležev v različnih časopisih, da dobimo konsolidirano dnevno časovno vrsto. Nazadnje se ta časovna vrsta normalizira tako, da ima srednjo vrednost 100 v istem obdobju 1997–2011.³¹ Vrednost indeksa pozornosti, namenjene inflaciji, v višini 500 tako pomeni, da je pozornost inflaciji petkrat večja od povprečne pozornosti inflaciji med letoma 1997 in 2011. Naš indeks pozornosti, namenjene inflaciji, kaže močno korelacijo (0,85) z inflacijo v celotnem razpoložljivem vzorčnem obdobju.

Graf A

Pozornost v novicah, namenjena inflaciji, in inflacija (HICP)

(leštvica na levi strani: indeks relativnega števila člankov; leštvica na desni strani: medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Dow Jones Factiva, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Pozornost v novicah, namenjena inflaciji, je izračunana s pomočjo 28-dnevnega drsečega povprečja dnevnega indeksa. Dnevni indeks je predstavljen kot modre osenčene pike. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025.

Medtem ko se je pozornost v novicah, namenjena inflaciji, zmanjšala od najvišje vrednosti v letu 2022, je še vedno večja kot pred skokovitim porastom inflacije (graf A). Ko se je stopnja inflacije v euroobmočju in drugod strmo zvišala in so višje cene spodkopale kupno moč, so se članki v novicah vse bolj osredotočali na gibanje inflacije. Povečana pozornost inflaciji med skokovitim porastom inflacije izpostavlja vpliv širšega gospodarskega okolja na vzorce pozornosti, kot je

³⁰ Ta metodologija predpostavlja visoko kakovost besedilnih podatkov. Da bi to dosegli, uporabimo več korakov predhodne obdelave, katerih cilj je izključiti dokumente, ki verjetno niso relevantni, in očisti druge podatkovne elemente, ki bi lahko zabrisali signal. Med primeri dokumentov, ki verjetno niso relevantni, so izjemno kratki ali izjemno dolgi dokumenti, dokumenti, ki izrecno vsebujejo ponovno objavljeno vsebino, in dokumenti, katerih vsebinska koda ne sodi na seznam kategorij v zvezi z ekonomijo.

³¹ Naša metodologija se razlikuje od metodologije v Baker et al. (2016) na dva načina. Prvič, indeks izračunavamo z dnevno pogostostjo, medtem ko omenjeni avtorji uporabljajo mesečno pogostost. Ta pristop je bil izbran zato, ker je na voljo dovolj podatkov in ker želimo zajeti pogosto objavljene novice, ki dajejo dragocene informacije pred mesečno objavo harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin (HICP). Drugič, pri korakih standardizacije in normalizacije uporabimo obdobje 1997–2011, medtem ko omenjeni avtorji uporabijo obdobje 1985–2009. Ta prilagoditev zajame državno dolžniško krizo, ki je še posebno pomembna za evropske države.

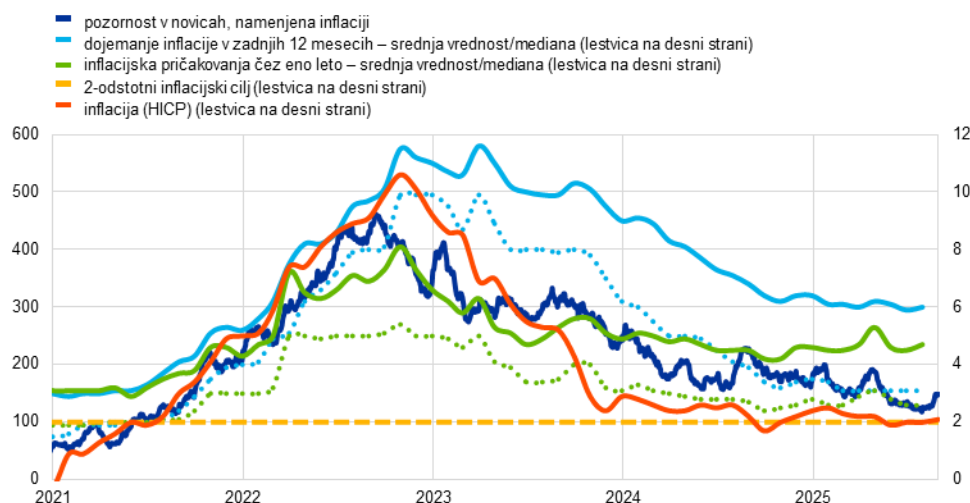
dokumentirano v več študijah.³² Čeprav je inflacija sedaj že nekaj časa blizu 2-odstotnega srednjeročnega cilja ECB, je medijsko poročanje o inflaciji še vedno razmeroma veliko.³³ Takšna vztrajnost je lahko posledica dolgotrajnejših posledic najpomembnejše inflacijske epizode v euroobmočju v novejši zgodovini. Spomin na visoko inflacijo je med ljudmi še vedno svež, ravni cen so povišane v primerjavi z ravnmi pred skokovitim porastom, kupna moč pa le postopoma okreva (Bates et al., 2025).

Vztrajna pozornost v novicah, namenjena inflaciji, sovпада z dojemanjem ljudi, da se je inflacija zniževala počasneje, kot se dejansko je. Po anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov se je dojemanje inflacije med potrošniki strmo povečalo kot odziv na zviševanje inflacije, vendar se je potem, ko se je dejanska inflacija začela umirjati, zmanjševalo bolj postopno (graf B). Počasnejša prilagoditev je verjetno prispevala k vztrajnosti povišanih inflacijskih pričakovanj, zlasti čez eno leto, saj sta spremenljivki tesno povezani. Raven poročanja o inflaciji v novicah tesno korelira z dojemanjem pretekle inflacije med potrošniki in z njihovimi kratkoročnimi pričakovanji, tako med porastom inflacije kot tudi med njenim poznejšim zniževanjem. Podobno kot pozornost v novicah, namenjena inflaciji, so tudi dojemanja in pričakovanja ostala nekoliko povišana v primerjavi z ravnmi pred skokovitim porastom, tudi ko se je dejanska inflacija hitreje znižala.

Graf B

Pozornost, dojemanje in pričakovanja v zvezi z inflacijo v nedavnem obdobju visoke inflacije

(lestvica na levi strani: indeks relativnega števila člankov; lestvica na desni strani: medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Dow Jones Factiva, anketa o pričakovanjih potrošnikov, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Pozornost v novicah, namenjena inflaciji, je izračunana s pomočjo 28-dnevnega drsečega povprečja dnevnega indeksa. Dojemanje inflacije in inflacijska pričakovanja kažejo srednjo vrednost inflacijske stopnje iz odgovorov v anketi in so prikazana z neprekinjeno črto, mediana inflacijske stopnje pa je prikazana s črtkano črto. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025 pri pozornosti v novicah, namenjeni inflaciji, in inflaciji (HICP), ter na julij 2025 pri dojemanju inflacije v zadnjih 12 mesecih in inflacijskih pričakovanjih čez eno leto.

³² Bracha in Tang (2025); Coibion in Gorodnichenko (2025); Weber et al. (2025).

³³ Podoben vzorec je mogoče opaziti v ZDA, vendar ob drugačnem merilu pozornosti inflaciji (Pfäuti, 2025).

Pozornost, namenjena inflaciji, se je letos na splošno nekoliko umirila, vendar ostaja povišana v skupini hrane, medtem ko se je v podskupini energentov normalizirala. Do konca avgusta je bila pozornost, namenjena inflaciji, manjša kot na začetku leta. Začasno strmo povečanje poročanja o inflaciji v novicah se je pojavilo v začetku aprila in je sovpadlo z napovedjo ameriških carin 2. aprila, vendar se je z umiritvijo carinskih napetosti zmanjšalo. Natančnejši pogled na energente in hrano – dve podskupini, ki sta bili v središču začetnega skokovitega porasta inflacije z velikim vplivom na pričakovanja – razkriva nekaj podobnosti in nekaj kontrastnih trendov. Med skokovitim porastom inflacije sta bili obe podskupini inflacije deležni precej večje pozornosti v novicah kot inflacija na splošno. Tako se je poročanje o inflaciji v skupini energentov povečalo do sedemkrat v primerjavi z zgodovinskim povprečjem, poročanje o inflaciji v skupini hrane pa je doseglo raven, ki je do enajstkrat večja od zgodovinskega povprečja. Za primerjavo, število novic o skupni inflaciji se je povečalo približno petkrat. Pozornost, namenjena inflaciji v skupini energentov, se je večinoma vrnila na raven pred skokovitim porastom, medtem ko je bilo medijsko poročanje o inflaciji v skupini hrane še naprej precejšnje.³⁴ Takšen vzorec je skladen s še vedno povišano inflacijo v skupini hrane, ki je avgusta 2025 medletno znašala 3,2%, ter s cenami hrane, ki na splošno še vedno precej presegajo ravni izpred pandemije.

Na splošno se je pozornost, namenjena inflaciji, zmanjšala, kar kaže, kako pomembno širše gospodarsko okolje določa medijsko poročanje. Vseeno pa pozornost ostaja nad ravnmi, zabeleženimi pred skokovitim porastom inflacije. To bi bilo lahko posledica stopnje inflacije v nekaterih postavkah, kot je hrana, ki je še vedno višja kot pred pandemijo, in trajnejših posledic najodmevnejše inflacijske epizode v nedavni zgodovini euroobmočja v kolektivnem spominu Evropejcev. Takšna vztrajna pozornost bi lahko vplivala na to, kako se bodo prihodnji šoki širili skozi gospodarstvo (Salle et al., 2023; Pfäuti, 2025).

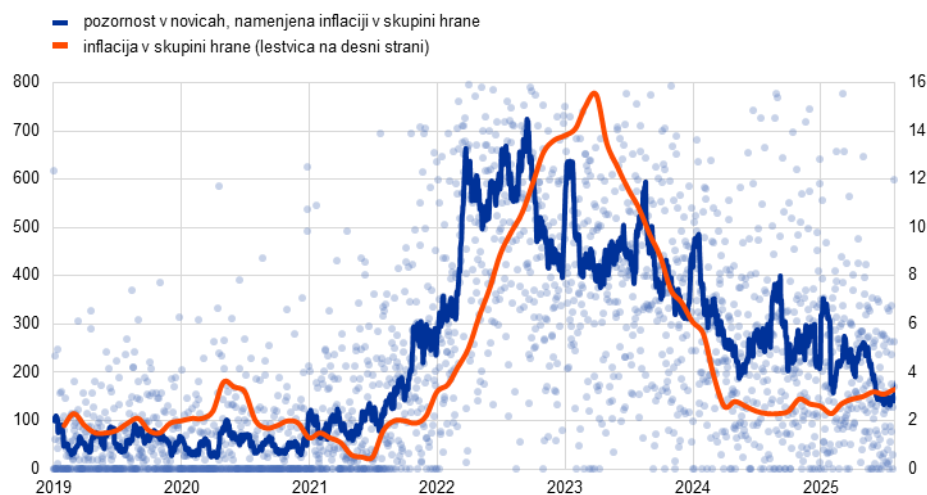
³⁴ Pri analizi podskupin inflacije gradimo na metodologiji Baker et al. (2016) tako, da sledimo pristopu s hierarhičnim označevanjem in dodamo plast v mehanizmu usklajevanja s ključnimi besedami. Tako smo v nizu člankov, povezanih z inflacijo, identificirali tiste, ki vsebujejo eno ali več ključnih besed, ki so širše povezane s podskupino. Nato izračunamo delež teh člankov glede na skupno število objavljenih člankov, namesto da bi izračun omejili samo na podsklop člankov, povezanih z inflacijo. Uporabljajo se enaki koraki standardizacije in normalizacije kot pri indeksu pozornosti skupni inflaciji. Če se osredotočimo na članke z inflacijsko oznako in uporabimo obsežne slovarje posebej za hrano in energente, maksimiramo priklic, ne da bi pri tem izgubili natančnost.

Graf C

Pozornost v novicah, namenjena podskupinam inflacije

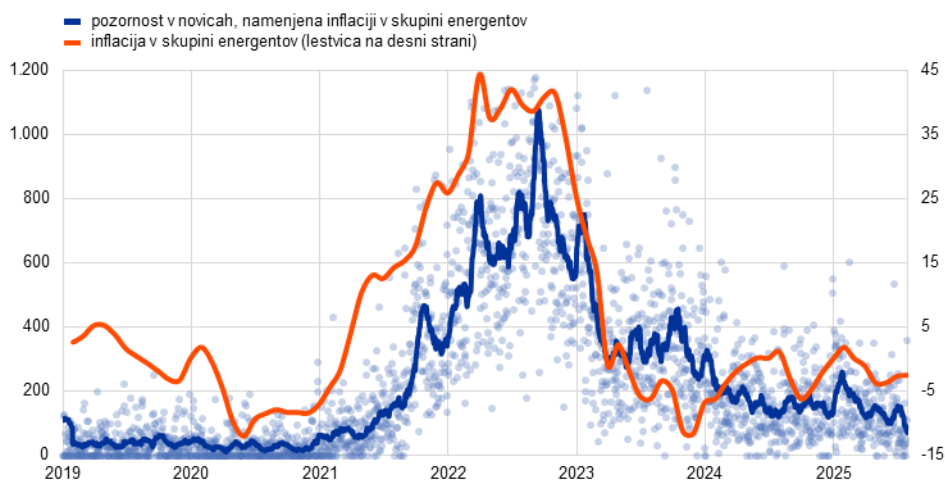
a) Pozornost inflaciji v skupini hrane

(lestvica na levi strani: indeks relativnega števila člankov; lestvica na desni strani: medletne spremembe v odstotkih)



b) Pozornost inflaciji v skupini energentov

(lestvica na levi strani: indeks relativnega števila člankov; lestvica na desni strani: medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Dow Jones Factiva, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Pozornost v novicah, namenjena inflaciji v skupini hrane in inflaciji v skupini energentov, je izračunana z 28-dnevno drsečo sredino dnevnih indeksov. Dnevni indeksi so predstavljeni kot modre osenčene pike. Dnevni indeksi so normalizirani tako, da imajo v obdobju 1997–2011 srednjo vrednost 100. Vrednost indeksa pozornosti, namenjene inflaciji v skupini hrane, v višini 700 pomeni, da je pozornost inflaciji v skupini hrane sedemkrat večja od povprečne pozornosti inflaciji v skupini hrane med letoma 1997 in 2011. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2025.

Viri

Arndt, S. (2024), »[Different Newspapers – Different Inflation Perceptions](#)«, *Working Paper*, univerza Heidelberg, junij.

Baker, S.R., Bloom, N. in Davis, S.J. (2016), »[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)«, *The Quarterly Journal of Economics*, zv. 131, št. 4, november, str. 1593–1636.

Bates, C., Bodnár, K., Botelho, V. in Rousseau, F. (2025), »[Real wage catch-up in the euro area](#)«, Economic Bulletin, ECB, številka 5.

Bracha, A. in Tang, J. (2025), »[Inflation Levels and \(In\)Attention](#)«, The Review of Economic Studies, zv. 92, št. 3, maj, str. 1564–1594.

Buelens, C. (2023), »[Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?](#)«, Discussion Papers, št. 183, Evropska komisija, marec.

Coibion, O. and Gorodnichenko, Y. (2025), »[Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#)«, *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, št. 17919, maj.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. in Kumar, S. (2018), »[How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#)«, American Economic Review, zv. 108, št. 9, september, str. 2671–2713.

Handel, B. in Schwartzstein, J. (2018), »[Frictions or Mental Gaps: What's Behind the Information We \(Don't\) Use and When Do We Care?](#)«, Journal of Economic Perspectives, zv. 32, št. 1, str. 155–178.

Korenok, O., Munro, D. in Chen, J. (2022), »[Inflation and attention thresholds](#)«, Discussion Paper, št. 1175, Global Labor Organization

Larsen, V.H., Thorsrud, L.A. in Zhulanova, J. (2021), »[News-driven inflation expectations and information rigidities](#)«, Journal of Monetary Economics, zv. 117, str. 507–520.

Maćkowiak, B., Matějka, F. in Wiederholt, M. (2023), »[Rational Inattention: A Review](#)«, Journal of Economic Literature, zv. 61, št. 1, marec, str. 226–273.

Nimark, K.P. in Pitschner, S. (2019), »[News media and delegated information choice](#)«, Journal of Economic Theory, zv. 181, maj, str. 160–196.

Pfäuti, O. (2025), »[The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#)«, Papers 2308.09480, arXiv.org, revidirano leta 2025.

Pfäuti, O. (2024), »[Inflation – Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#)«, Journal of Money, Credit and Banking, zv. 57, št. 5.

Salle, I., Gorodnichenko, Y. in Coibion, O. (2023), »[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)«, NBER *Working Paper*, št. 31996, december.

Song, W. in Stern, S. (2024), »[Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#)«, The Review of Economic Studies, zv. 92, št. 5, oktober, str. 3438–3469.

Weber, M., Candia, B., Afrouzi, H., Ropele, T., Lluberas, R., Frache, S., Meyer, B., Kumar, S., Gorodnichenko, Y., Georgarakos, D., Coibion, O., Kenny, G. in Ponce, J.

(2025), »[Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings](#)«, *Econometrica*, zv. 93, št. 1, januar, str. 229–264.

6 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike od 23. aprila do 29. julija 2025

Pripravila Samuel Bieber in Vladimir Tsonchev

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 23. aprila do 29. julija 2025 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je še naprej zmanjševala. Zaradi manjših Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji po prenehanju ponovnega investiranja v okviru prvega programa v začetku julija 2023 in v okviru slednjega programa ob koncu decembra 2024 se je zagotavljanje likvidnosti zmanjšalo. Zmanjšanje je bilo deloma odtehtano z nadaljnjim zmanjševanjem umikanja likvidnosti z neto avtonomnimi dejavniki.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 36 milijard EUR na 1.318 milijard EUR. To je bilo posledica dejstva, da so se avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti povečali manj kot avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti (tabela A). Obvezne rezerve so ostale na ravni 167 milijard EUR in niso vplivale na agregatne likvidnostne potrebe.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 60 milijard EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov. V povprečju so se drugi neto avtonomni dejavniki povečali za 52 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja za okrog 70 milijard EUR zaradi višje cene zlata (glej odstavek o avtonomnih dejavnikih povečevanja likvidnosti v nadaljevanju), kar je bilo delno odtehtano z zmanjšanjem kapitala in rezerv Eurosistema po izgubah v letu 2024. Vloge države so se rahlo zmanjšale, in sicer za 5 milijard EUR na 104 milijarde EUR. Skupno zmanjšanje te postavke od leta 2022 je posledica sprememb v obrestovanju vlog države pri Eurosistemu, s čimer je postalo finančno privlačnejše plasirati sredstva na trg, in normalizacije denarnih rezerv v državnih zakladnicah. Skladno z običajnim vzorcem za ta čas v letu se je v obravnavanem obdobju povprečna vrednost bankovcev v obtoku povečala, in sicer za 14 milijard EUR na 1.583 milijard EUR.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so porasli za 97 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 74 milijard EUR. Na povečanje neto tuje aktive je vplivala predvsem višja cena zlata. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 23 milijard EUR.

Tabela A**Likvidnostne razmere v Eurosistemu****Pasiva**

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. april–10. junij 2025		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. junij–29. julij 2025		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.861	(+60)	2.877	(+52)	2.845	(–33)	2.801	(+61)
Bankovci v obtoku	1.583	(+14)	1.579	(+7)	1.587	(+8)	1.569	(–0)
Vloge države	104	(–5)	104	(+4)	103	(–1)	109	(–2)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.174	(+52)	1.194	(+41)	1.154	(–40)	1.122	(+63)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	5	(–0)	6	(+0)	5	(–1)	5	(–0)
Obvezne rezerve²⁾	167	(+0)	167	(+1)	167	(–0)	167	(+3)
Odpri ponudba mejnega depozita	2.705	(–120)	2.740	(–67)	2.671	(–69)	2.825	(–92)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo 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) Pojasnjevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. april–10. junij 2025		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. junij–29. julij 2025		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.710	(+97)	1.722	(+65)	1.699	(–23)	1.613	(+133)
Neto tuja aktiva	1.330	(+74)	1.345	(+58)	1.315	(–29)	1.256	(+85)
Neto aktiva v eurih	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
Instrumenti denarne politike	4.029	(–156)	4.068	(–78)	3.989	(–80)	4.185	(–162)
Operacije odprtega trga	4.029	(–156)	4.068	(–78)	3.989	(–80)	4.185	(–162)
Kreditne operacije	23	(–2)	25	(+1)	21	(–4)	26	(–14)
- operacije glavnega refinanciranja	10	(+0)	11	(+1)	8	(–3)	9	(–1)
- trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	13	(–3)	14	(–1)	13	(–1)	16	(+2)
- tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–16)
Dokončni portfelji ¹⁾	4.005	(–154)	4.043	(–78)	3.968	(–76)	4.159	(–147)
Odprta ponudba mejnega posojila	0	(–0)	0	(+0)	0	(–0)	0	(+0)

Vir: ECB.

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

1) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. april–10. junij 2025		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. junij–29. julij 2025		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe¹⁾	1.318	(–36)	1.323	(–11)	1.313	(–10)	1.354	(–69)
Neto avtonomni dejavniki²⁾	1.151	(–37)	1.156	(–12)	1.146	(–9)	1.188	(–72)
Presežna likvidnost³⁾	2.711	(–120)	2.746	(–67)	2.676	(–70)	2.830	(–92)

Vir: ECB.

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

1) Izračunano kot seštevke 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 nepravilne postavke.

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

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 23. april–29. julij 2025				Prejšnje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025			
	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. april– 10. junij 2025		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. junij– 29. julij 2025		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. februar– 11. marec 2025		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. marec– 22. april 2025	
Operacije glavnega refinanciranja	2,40	(–0,25)	2,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)	2,65	(–0,25)
Odporna ponudba mejnega posojila	2,65	(–0,25)	2,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)
Odporna ponudba mejnega depozita	2,25	(–0,25)	2,00	(–0,25)	2,75	(–0,25)	2,50	(–0,25)
€STR	2,17	(–0,25)	1,92	(–0,25)	2,67	(–0,25)	2,42	(–0,25)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,25	(–0,24)	2,00	(–0,24)	2,73	(–0,23)	2,49	(–0,25)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg Finance L.P.

Opomba: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. €STR je eurska kratkoročna obrestna mera.

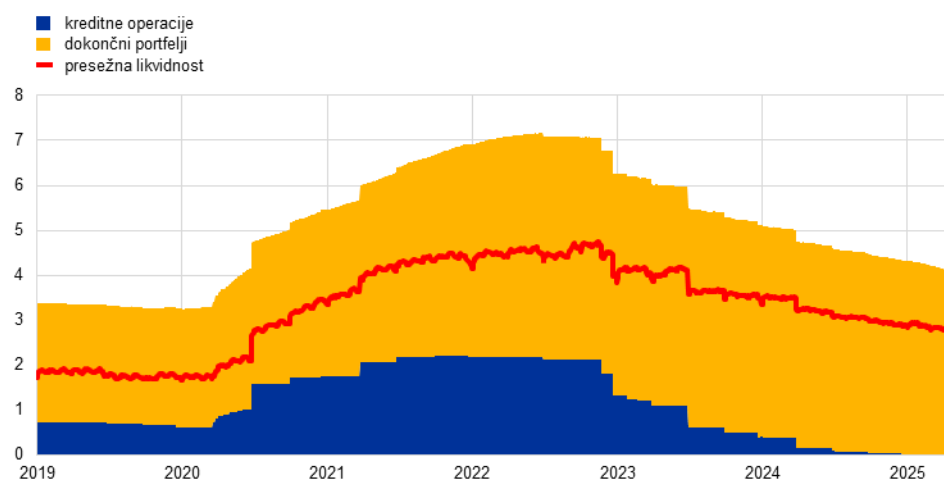
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 156 milijard EUR na 4.029 milijard EUR (graf A). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev in v manjši meri kreditnih operacij.

Graf A

Spremembe likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 29. julij 2025.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 154 milijard EUR na 4.005 milijard EUR.

Zmanjšanje je bilo posledica tega, da so ob prenehanju ponovnega investiranja imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej zapadala.¹

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 2 milijardi EUR na 23 milijard EUR.

Povprečno stanje operacij glavnega refinanciranja je bilo stabilno (na ravni 10 milijard EUR), povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja pa se je zmanjšalo za 3 milijarde EUR na 13 milijard EUR. Vse manjše sodelovanje bank v rednih operacijah kaže, da je skupno njihov likvidnostni položaj dober in da so na voljo alternativni viri financiranja po ugodnih tržnih obrestnih merah in ročnostih.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 120 milijard EUR na 2.711 milijard EUR (graf A). Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu z instrumenti denarne politike, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Presežna likvidnost se je – potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost, in sicer 4.748 milijard EUR – nato postopoma zmanjševala.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je na seji 5. junija 2025 vse tri ključne obrestne mere ECB znižal za 25 bazičnih točk – tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike. Tako se je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita znižala na 2%, za operacije glavnega refinanciranja na 2,15% in za odprto ponudbo mejnega posojila na 2,4%.

Gibanje povprečne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) v obravnavanem obdobju je bilo odraz znižanja obrestnih mer ECB, hkrati pa je ohranjala negativen razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 7,9 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, v primerjavi z 8,4 bazične točke v povprečju v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025. Prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu se je zgodil v celoti in takoj.

Tudi prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na repo obrestne mere je bil nemoten in takojšen. Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je ostala na ravni bližje obrestni meri za

¹ Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prilagojeni ob koncu vsakega četrtletja, kar malenkostno vpliva na spremembe teh portfeljev.

odprto ponudbo mejnega depozita kot obrestni meri €STR. Repo obrestna mera je bila v obravnavanem obdobju v povprečju enaka obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita, medtem ko je bila v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025 v povprečju nižja za 1,3 bazične točke. Nadaljnje postopno zmanjševanje razmika med repo obrestno mero in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita je odraz vse večje dostopnosti finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje, zaradi večjega neto izdajanja s strani držav in zmanjšanja Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji.

Članka

1 Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment

Prepared by Nikola Bokan, Pascal Jacquinot, Magdalena Lalik, Georg Müller, Romanos Priftis and Rodolfo Rigato

1 Introduction

This article uses a suite of models to analyse the macroeconomic impact of higher government defence spending. In June 2025 members of the North Atlantic Treaty Organization (NATO) committed to increase core defence and other related spending by a volume unprecedented in recent history. In light of this pledge, we revisit the size of fiscal multipliers and their determinants across a range of ECB macroeconomic models. This article complements previous ECB analyses by highlighting the role of model differences in the quantification of economic effects of public spending.¹

Simulations are conducted around an increase in government consumption from 2% of GDP in 2024 to 3% of GDP by 2028 that illustrates a stylised expansion of defence-related purchases (Chart 1).² The increase begins in 2025, reaches its peak by early 2028 and remains at this higher level for ten years, after which it gradually returns to its original level.

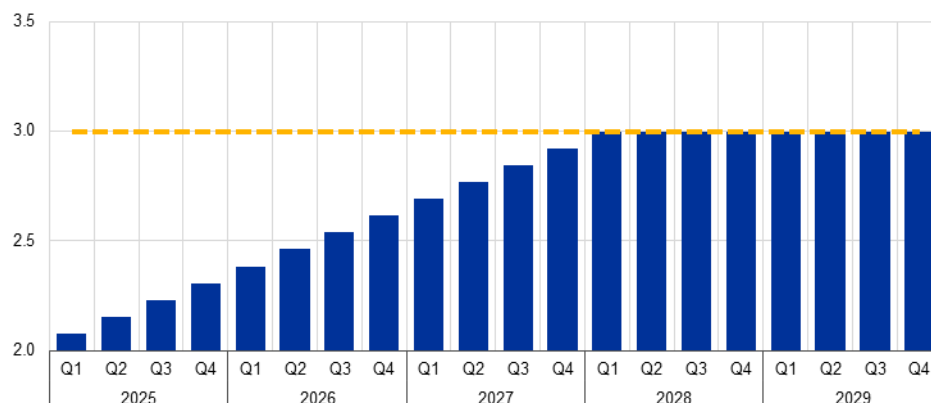
Using alternative model settings makes it possible to explore the determinants of fiscal multipliers and inflation estimates. This article looks at the effects of public spending increases on macroeconomic variables under a benchmark setting before studying the transmission under alternative specifications. It shows (i) the importance of private sector expectations about future financial market developments and deficit financing; (ii) the distributional aspects of increased government spending; and (iii) the extent of intra-euro area spillovers, which in turn vary depending on the instrument used or the origin of imports. The model-based assessment is complemented by Box 1, which puts the model-based results into perspective by providing an overview of fiscal multipliers in the relevant empirical literature on defence spending.

¹ For previous studies investigating the implications of euro area governments' defence spending plans for macroeconomic baseline projections and risk analysis, see Checherita-Westphal et al. (2025). That analysis focuses on new defence spending announced since February 2025, the associated risks, its country-specific compositional aspects and selected state dependencies. The simulations were conducted using the ECB's projection models and assumed no monetary policy reaction.

² Most results in this article hold for increases in government spending of different magnitudes, as long as the effect on macroeconomic variables is scaled accordingly. NATO allies' latest pledge is to increase core defence spending to 3.5% of GDP and to add further security-related spending of 1.5% of GDP such that total defence-related spending amounts to 5% of GDP. This annual spending is set to be achieved by 2035. The spending pattern in our analysis is therefore a stylised interpretation of the exact timing of the expenditure.

Chart 1**Counterfactual path of the increase in government defence spending**

(percentage of GDP)



Source: Authors' assumptions.

2 Benchmarking fiscal multipliers across models

To cover a wide range of transmission channels, the analysis uses both semi-structural and dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) models developed at the ECB. The semi-structural models employed include core

projection models, namely the ECB-MC model (Angelini et al., forthcoming) and its euro area counterpart, ECB-BASE (Angelini et al., 2019 and Bańkowski, 2023). We also use a version of the latter that incorporates forward-looking expectations: ECB-REBASE (Adjemian et al., 2024). In addition, we employ two DSGE models. The first is an extended version of the ECB's NAWM-E model (Coenen et al., 2024), which incorporates a global and regionally disaggregated structure.³ The second, which is a newly developed model with household heterogeneity – a so-called Heterogeneous-Agent New Keynesian model, or HANK model (see Kase and Rigato, 2025) – allows us to capture distributional effects more explicitly. We introduce the same government purchase shock into all models and harmonise the simulation modalities to the extent possible. Importantly, monetary policy is assumed to be active across all simulations.⁴

The average output multiplier of government spending across models is 0.93 over a two-year horizon, although there is substantial heterogeneity. Chart 2 shows the GDP multiplier and the impact on GDP growth and HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) inflation for each model. The multipliers shown here are within the range of those in the empirical literature (Box 1). Overall, semi-structural models display higher multipliers than DSGE models. This mostly owes to (i) the

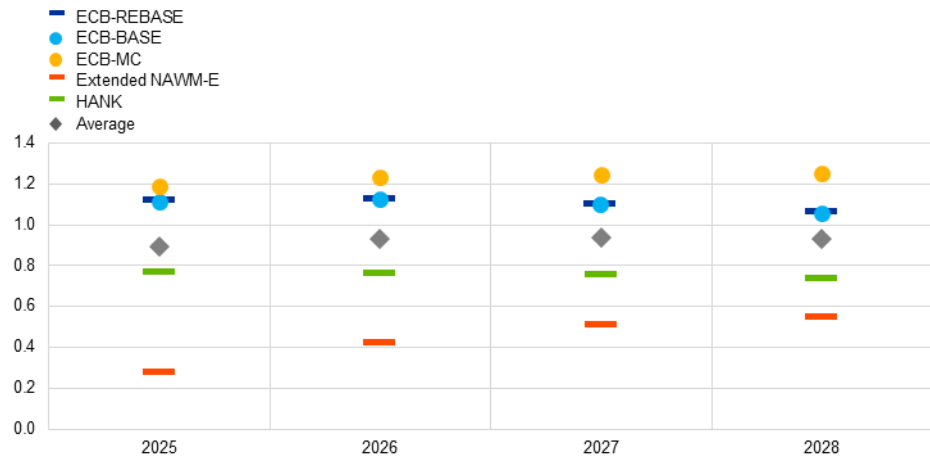
³ The extension uses a calibrated non-linear NAWM-E to study spillovers within the monetary union in the spirit of EAGLE (Gomes et al., 2012) by allowing a dual-region disaggregation of the euro area into one core country (either Germany, Spain, France, Italy or the Netherlands) and a rest of the euro area aggregate.

⁴ The rules according to which the central bank sets the interest rate in the models all follow the same principles of stabilising variations in inflation and output. The exact formulation and calibration of the rules are model-specific.

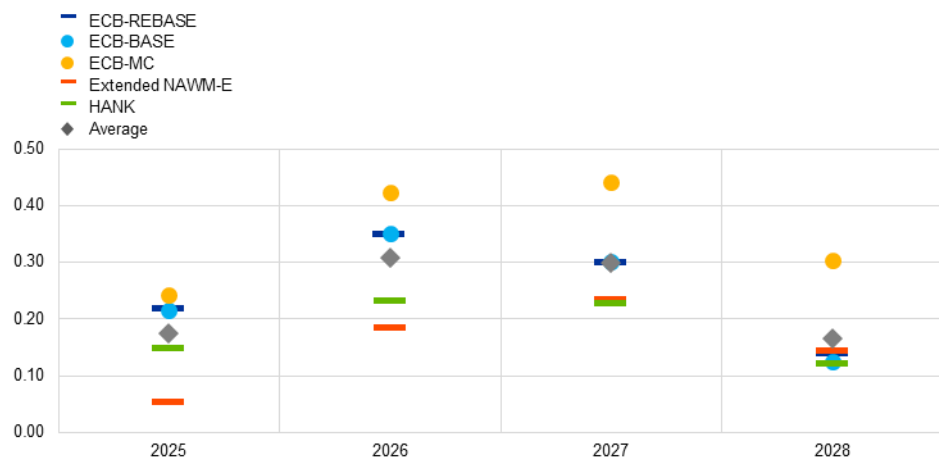
absence of expectation channels regarding the financing of the resulting deficit through taxation in the benchmark setting, and (ii) the smaller effects of interest rates on consumption decisions. By contrast, in DSGE models, the additional spending is necessarily financed with a mix of debt and taxes, which leads to stronger crowding-out owing to the effects of taxation on private sector expectations of future disposable income. Semi-structural models also tend to display a weaker role for monetary policy stabilisation. On the contrary, DSGE models feature strong inter-temporal reallocation via the real interest rate channel. The nominal-side transmission also differs depending on the properties of the model, with the HANK model displaying stronger effects on HICP inflation, mostly because inflation is more sensitive to economic cost pressures in the parameterisation used. The global and regional extension of NAWM-E shows weaker effects, and semi-structural forecast models fall somewhere in between. Given the numerous model-specific characteristics that affect the size of the fiscal multiplier, the following sections explore how the transmission mechanism of government spending can vary when relevant channels are altered.

Chart 2**Impact of an increase in government consumption across models****a) GDP multiplier**

(relative change in GDP per unit change in government spending)

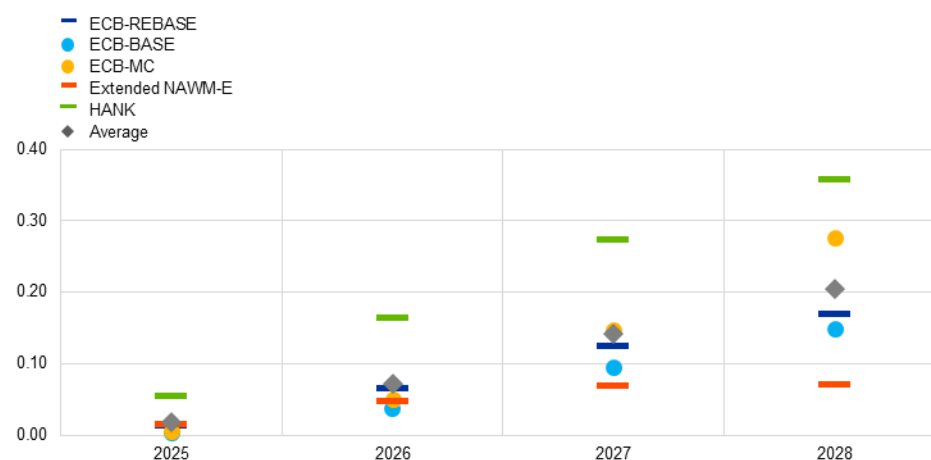
**b) GDP growth**

(percentage point deviation from baseline)



c) HICP inflation

(percentage point deviation from baseline)



Source: ECB staff calculations.

Notes: The government consumption shock is calibrated as a linear increase of 1% of GDP over three years; the level then remains constant over the medium term (Chart 1). The GDP multiplier at horizon k is defined as $\frac{\sum_{t=1}^k \beta^t (Y_t - Y)}{\sum_{t=1}^k \beta^t (G_t - G)}$ where Y_t and G_t refer to real GDP and government spending respectively, letters without subscripts refer to steady state or baseline values and β is a discount factor. The benchmark simulation modalities incorporate active monetary policy. All the models except for the extended NAWM-E operate without open-economy feedback and without exchange rate reactions. The semi-structural models assume full deficit financing of the fiscal spending, as their benchmark setting does not feature a tax rule ("fixed tax rate"). The additional expenditure is then financed with public debt issuance.

3 The role of expectations: anticipating financial market responses and future disposable income

Private sector expectations can greatly influence the macroeconomic effects of increased government spending. To understand this interaction, we compare the predictions of two models with different assumptions regarding the expectations formations mechanism. The first model (ECB-BASE) assumes backward-looking expectations. Generally speaking, this implies that economic agents form their expectations on the basis of historical regularities and past information only. By contrast, the second model (ECB-REBASE) assumes that agents are forward-looking and incorporate news about future shocks and economic developments into their current decisions. This expectation formation mechanism is called model-consistent expectations.

Stronger forward-looking behaviour leads to an earlier and faster increase in financing rates, with an adverse impact on investment, but may stimulate consumption via households' expectations of higher future income.⁵ Chart 3 compares the macroeconomic response with backward-looking (blue lines) and forward-looking (yellow lines) expectations with unchanged tax rates. Under backward-looking expectations, there is consumption and investment crowding-in as

⁵ It is assumed that there is no sovereign risk premium response to an increase in public debt. Therefore, the analysis in this article abstracts from the possible implications of a higher and increasing level of debt in individual countries. We also abstract from the banking sector transmitting the easing of balance sheet constraints to borrowing conditions and, more generally, set any financing spreads to the baseline level. Therefore, in these simulations, only expectations about future policy rates affect long-term interest rates (expectation hypothesis), which are then allowed to change external financing rates (via composite interest rates with constant spreads). The term premium is fixed to its baseline value throughout all simulations.

the economy gradually becomes aware of the demand and income impulse, with financial conditions tightening only gradually. Under the forward-looking setting, expectations of future policy rate hikes are reflected in long-term interest rates sooner, and the resulting worsening of borrowing conditions adversely affects investment dynamics over the shorter horizon. Generally, consumption decisions are also affected by tighter borrowing conditions, albeit to a much lesser extent than investment decisions. Instead, consumption increases on account of higher expected income.⁶ The prospects of higher income in the future are anticipated in the forward-looking model, which leads to stronger consumption dynamics. In both the BASE and the REBASE model specifications, private consumption and investment are estimated to be crowded out over the longer run as the effects of higher production and incomes start to fade and the financial market tightening causes the economy to contract. Anticipation of the spending pattern in the forward-looking model also leads to mild frontloading in price and wage setting dynamics and, in turn, to a somewhat faster increase in HICP inflation.

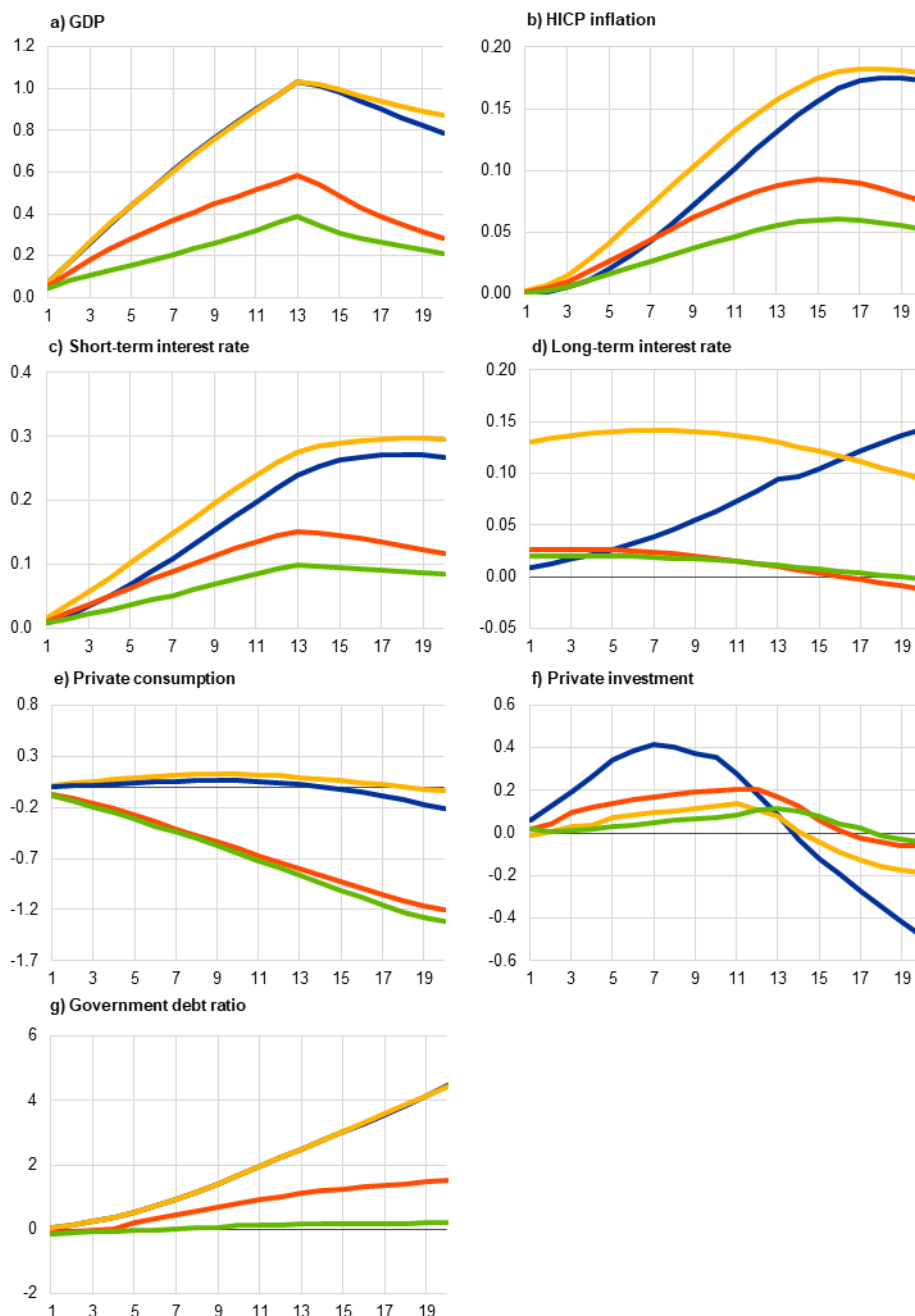
The output multiplier is considerably lower if the public deficit is expected to be financed through an increase in labour taxes. The red and green lines in Chart 3 show specifications where the budget deficit is financed via an increase in taxes on labour income, which introduces an anticipation of future tax hikes at the onset of the increase in military spending. Two financing assumptions for the deficit are shown: a partial tax-financing scheme that still leads to a mild increase in public debt and an illustrative extreme case of full financing via higher taxes. In the forward-looking model, households internalise the repercussions for their future disposable income streams and strongly curtail their current consumption. Despite lower price pressures being somewhat beneficial for investment owing to rather limited changes to financial indicators, the bulk of the output multiplier is determined by consumption dynamics. As a result, output multipliers are dampened considerably.

⁶ In addition to the anticipation of future labour income, another positive effect on consumption stems from the accrual of additional financial wealth at higher interest rates. However, this effect is less important.

Chart 3**The role of expectations through the lens of ECB-(RE)BASE**

(x-axis: quarters; y-axis: deviation from the balanced growth path/baseline)

- BASE (VAR expectations): fixed tax rate
- REBASE (full MCE): fixed tax rate
- REBASE (full MCE): partial tax financing
- REBASE (full MCE): full tax financing



Source: ECB staff calculations using the BASE and REBASE models.

Notes: The spending increase is interpreted as a government consumption (purchases) shock. The simulations are run with active monetary policy and an active tax rate response wherever indicated. The exchange rate, the term premium and financing spreads are not allowed to react to the shock. "VAR expectations" refers to expectations formed through a vector autoregression that is a simplified model of the full model economy that is based on historical regularities and fed by current and past information only. "Full MCE" refers to model-consistent expectations assumed across all sectors of the model economy. Year-on-year HICP inflation is expressed as percentage point deviations from its baseline growth rate. Interest rates are expressed as percentage point deviations of the annualised rate from its baseline rate. The annualised government debt ratio (relative to GDP) is expressed as percentage point deviations from its baseline ratio. All other variables are shown as percentage deviations from the baseline level.

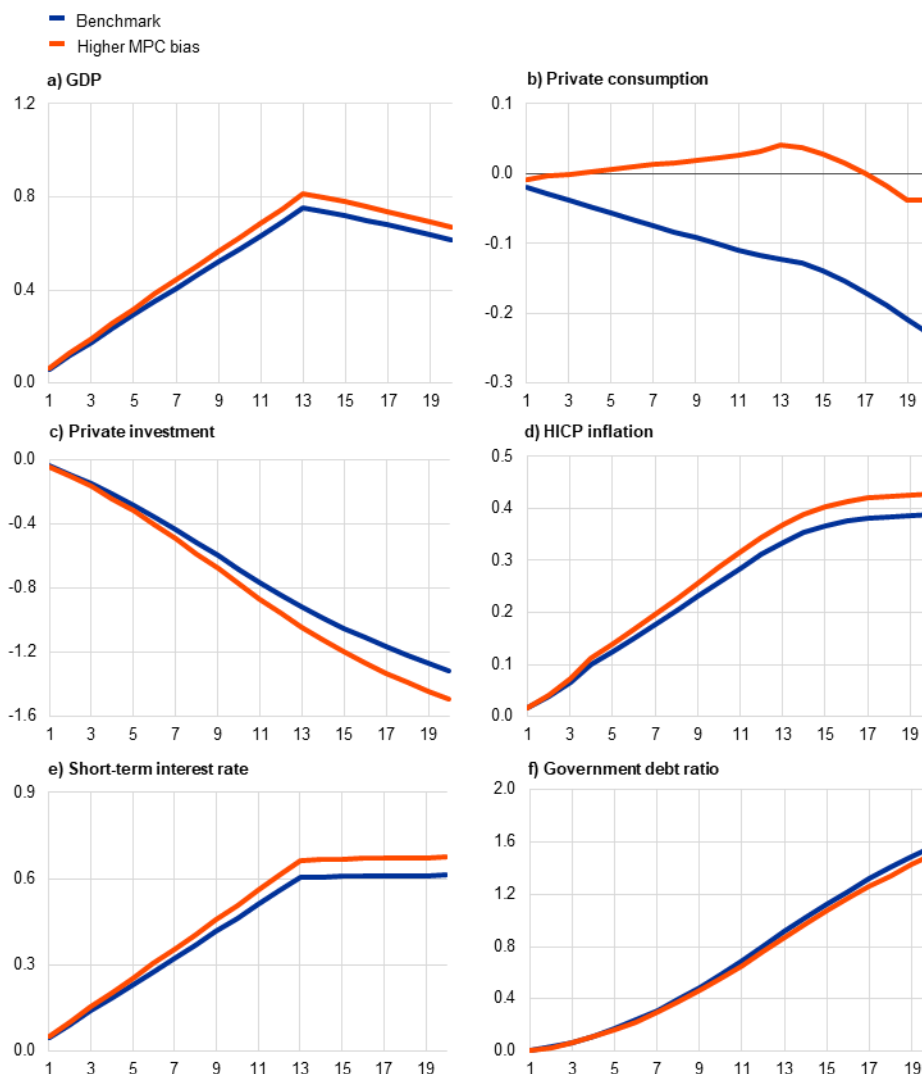
4 Distributional consequences and the role of marginal propensities to consume

This section explores the distributional aspects of the fiscal stimulus. It employs the HANK model, which features heterogeneous households with large and dispersed marginal propensities to consume (MPCs). As is typical in this class of model, and in line with empirical evidence, households at the bottom of the income distribution have higher MPCs than those at the top. Like in the other models, an increase in government spending is associated with an increase in real GDP, despite a crowding-out effect on private consumption. The blue lines on Chart 4 show the implications of the fiscal shock under a benchmark specification of the HANK model. Private consumption and investment are significantly crowded out owing to both higher interest rates and higher labour taxes.

The effects of fiscal policy are amplified when the additional government spending is targeted towards sectors that employ low-income households. The red lines on Chart 4 show the results under this alternative specification. Since MPCs are negatively correlated with income, in this case the additional spending generates an additional stimulus to private consumption. In contrast to the benchmark specification, there is initially a slight crowding-in effect on private consumption. Consequently, HICP inflation is higher than in the benchmark, as are short-term interest rates. This generates a larger crowding-out of private investment, but the fiscal multiplier remains higher than in the benchmark specification.

Chart 4**The role of non-Ricardian behaviour and MPC heterogeneity**

(x-axis: quarters; y-axis: deviations from steady state)



Source: ECB staff calculations using the HANK model.

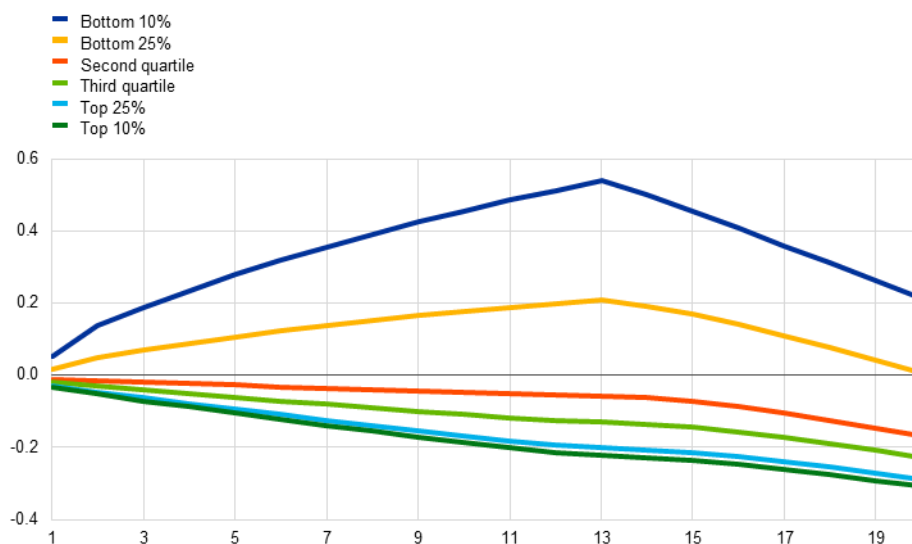
Notes: GDP, private consumption and private investment are shown as percentage deviations from the steady state. HICP inflation and the short-term interest rate are in percentage points, while government debt is expressed as a percentage of steady state output.

The effects of additional military spending on consumption are positive at the bottom of the wealth distribution and negative at the top. Chart 5 shows the distributional consequences of the increase in government spending under the benchmark specification of the HANK model. Each line corresponds to a different group of households in terms of wealth holdings. There is a clear pattern:

households at the bottom of the wealth distribution increase consumption, whereas consumption at the middle and top is crowded out. Since MPCs are larger at the bottom, the increase in labour demand and wages coming from the additional government spending tends to stimulate consumption for those households. At the middle and top of the wealth distribution, higher interest rates and expectations of higher future taxes play a larger role, leading to the observed crowding-out.

Chart 5**Effects of additional government spending across the wealth distribution**

(x-axis: quarters; y-axis: percentage deviation of consumption from steady state)



Source: ECB staff calculations using the HANK model.

Note: The lines show the average consumption of different household groups sorted by wealth and expressed as percentage deviations from steady state values.

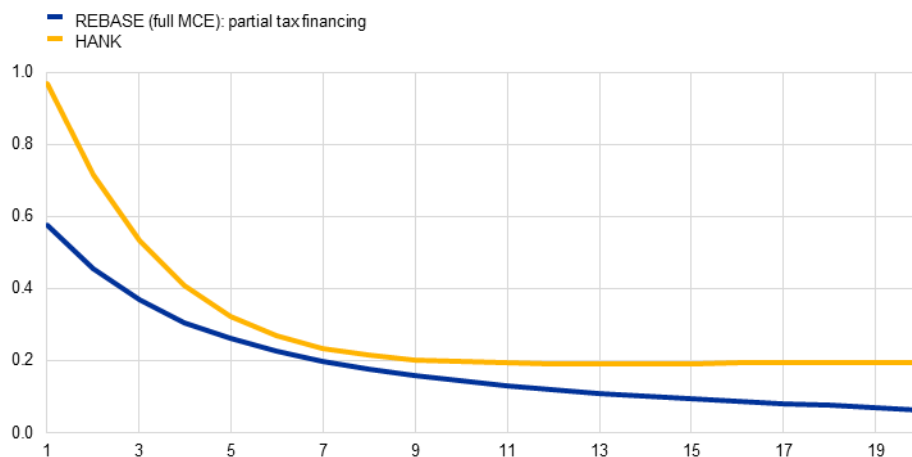
5 Backloaded versus frontloaded spending

This section explores how fiscal multipliers vary when additional government spending is announced in advance of its implementation. This is particularly relevant in the case of the current defence-related commitments, as these have been publicly announced and discussed well in advance of the actual spending, which materialises over a longer period. In contrast to social transfers that are related to automatic stabilisers, discretionary defence spending measures are backloaded and gradual.

Backloaded spending leads to substantially lower effects on real GDP. Chart 6 shows fiscal multipliers for pre-announced fiscal shocks in the REBASE and HANK models. Each point on the curve corresponds to the fiscal multiplier of a one-time increase in government consumption as a function of the number of quarters by which its announcement precedes its implementation. Notably, the spending increase is identical – only the implementation date changes. When agents are forward-looking, the fiscal multipliers decrease as the time between announcement and implementation increases. This is because the prospect of increases in taxes and interest rates owing to future increases in government expenditure leads to an immediate crowding-out of private spending.

Chart 6**Dynamic multipliers of pre-announced shocks**

(x-axis: number of quarters between spending announcement and implementation; y-axis: long-run present-value multiplier)



Source: ECB staff calculations using REBASE and HANK models.

Notes: Each point corresponds to the long-run present-value multiplier for a spending increase implemented at different points in time. The long-run present-value multiplier is the cumulative multiplier over the entire horizon. For REBASE, the specification with a tax rule is shown. "Full MCE" refers to model-consistent expectations assumed across all sectors of the model economy.

6 Cross-country spillovers

This section looks at the cross-country spillovers of government spending and how these can vary depending on key features of the spending. We first benchmark the effects through the lens of the ECB-MC model. Given the workhorse nature of this model, important parameters, such as the import content of government spending, are set to historical averages. We then consider alternative scenarios using the global and regional extension of NAWM-E to provide a more qualitative illustration from alternative sensitivity exercises.

Both government consumption and government investment generate positive domestic real effects, but the magnitude of spillovers across euro area countries varies depending on the import content of the instrument (Chart 7).

Government consumption is assumed to rely mostly on domestic production, with an import share of only around 10%. By contrast, government investment has a much higher import share of around 30%.⁷ As a result, in the short to medium run government consumption causes a stronger increase in domestic output than government investment, while spillover effects on other countries remain small – and even turn negative after three years – as the rise in policy rates outweighs the positive trade effects over the longer term. Conversely, government investment generates positive spillovers throughout the horizon, as it stimulates private investment and partially offsets the dampening effect of higher interest rates.

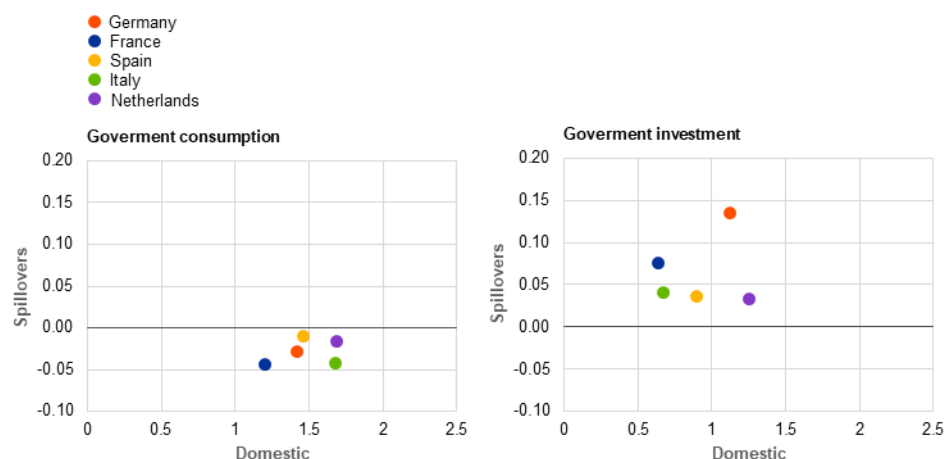
⁷ These import shares are based on historical averages from Eurostat and reflect the entire set of sectoral components (both private and public). Because of this, they may not accurately represent spending focused specifically on defence in each final or intermediate consumption or investment sector.

Chart 7

Domestic and spillover effects of government spending during the third year after the shock

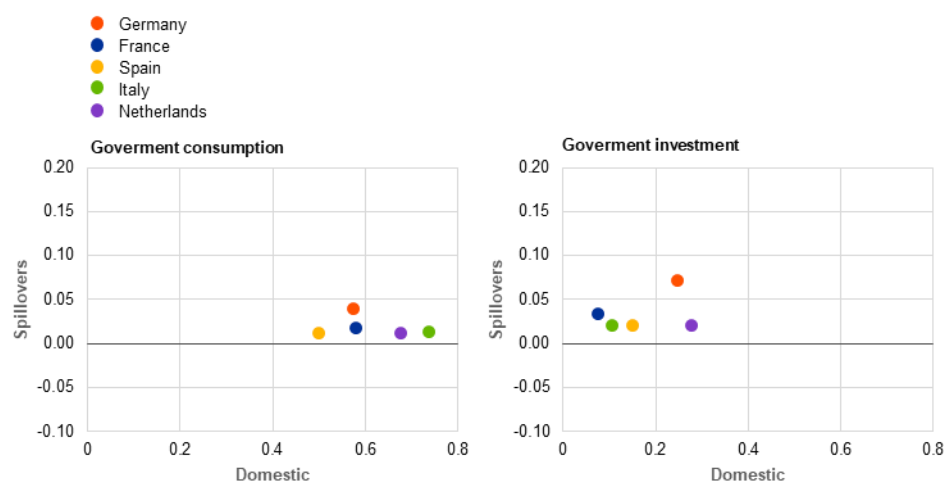
a) Real GDP

(percentage deviation from baseline levels)



b) HICP inflation

(percentage deviation from baseline levels)



Source: ECB-MC simulations.

Notes: The x-axis shows the impact on the country where the shock occurs and the y-axis shows the spillover on the remaining big five economies (Germany, Spain, France, Italy and the Netherlands). For example, for government consumption in panel a), the dark blue dot shows that an increase in government consumption in France increases French real GDP by 1.2% and leads to a negative spillover of -0.04% on the rest of the big five economies.

On the nominal side, government consumption and investment raise domestic inflation and generate inflationary spillovers across countries but do so in different ways. Government consumption is substantially more inflationary, as it directly increases demand without boosting productive capacity. By contrast, government investment raises inflation in the short term but, by strengthening trend productivity, also helps to ease price pressures over the medium term.

Spillovers operate mainly through the trade channel and less so through interest rates, with the net effect on the euro area appearing limited in magnitude. Chart 8 disentangles the transmission channels using the global

extension of the NAWM-E model and shows that higher German public spending raises domestic demand, which initially boosts output. However, under the benchmark calibration, higher government demand crowds out private demand over time.⁸ This is because stronger public demand puts upward pressure on prices and wages, raising the cost of borrowing and reducing households' and firms' real disposable income and profitability.⁹ At the same time, the increased demand for imports improves the trade balance of Germany's euro area partners, supporting their exports and output. However, as prices rise in Germany, the real exchange rate appreciates, which dampens German export competitiveness and increases imports further. This real appreciation partly offsets the boost to net exports for the rest of the euro area. For the euro area, the higher aggregate demand and price pressures push up inflation. In response, the central bank raises the policy rate negligibly, suggesting that the impact of this tightening on private consumption and investment – via the traditional interest rate channel – is likely to be limited.

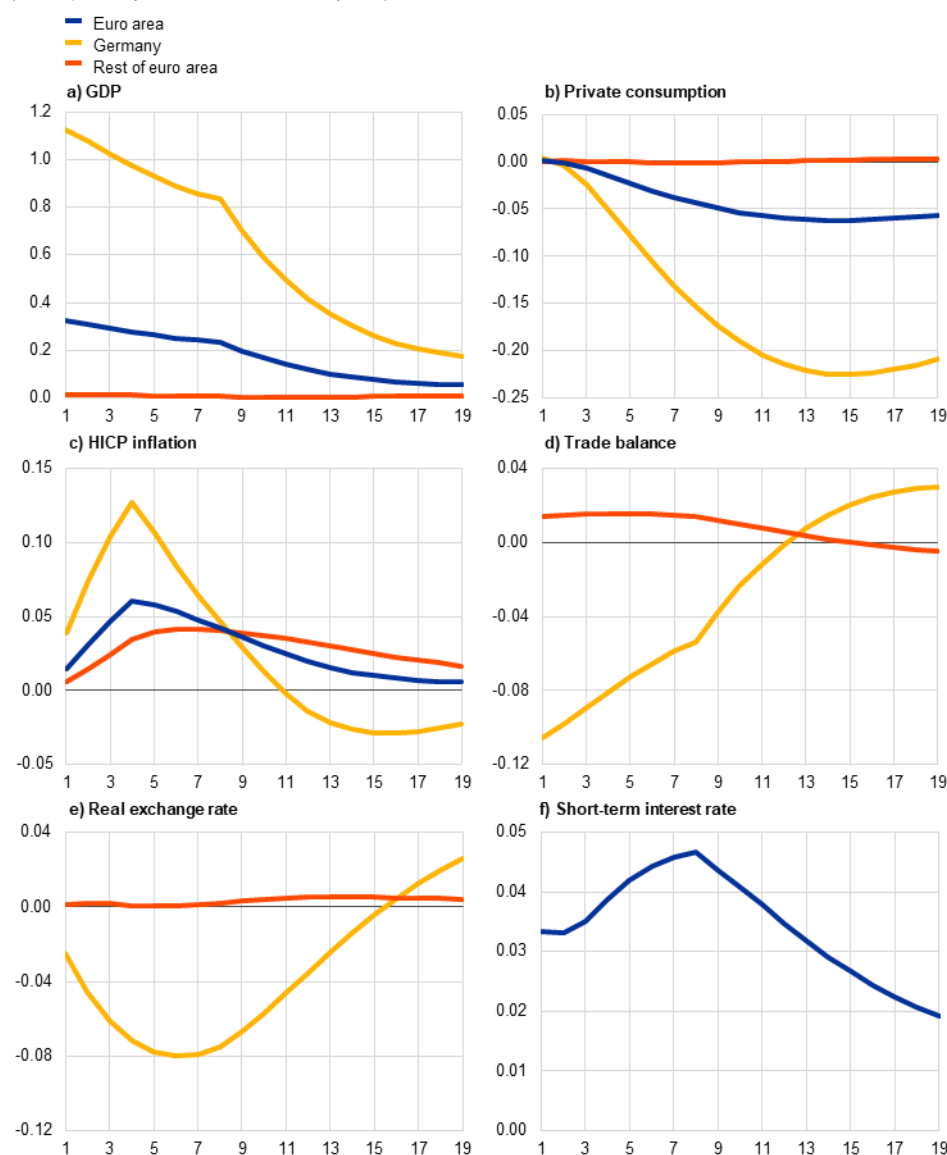
⁸ When public and private consumption are perceived as complements, higher public spending – such as defence expenditure that enhances security and stability – can crowd in private consumption, boosting the aggregate demand channel and reinforcing positive spillovers to the rest of the euro area.

⁹ Arguably, the German fiscal surprise can be interpreted as reflecting a reassessment of heightened European security risks, with additional fiscal spending aimed at avoiding future demand losses that would occur without it rather than delivering a pure net gain. In this context, additional fiscal spending serves to preserve current consumption levels.

Chart 8

Macroeconomic effects of increased defence expenditure in Germany according to the extended version of NAWM-E

(x-axis: quarters; y-axis: deviations from steady state)



Source: Simulations using the global and regional extension of the NAWM-E model.

Notes: The simulation assumes a temporary increase in German government consumption spending by 1% for two years starting from period 0. The additional spending is then reduced every quarter by a factor of 0.9. Responses are expressed as percentage deviations from the baseline, except for inflation, trade balance and the short-term interest rate, which are expressed as percentage point deviations.

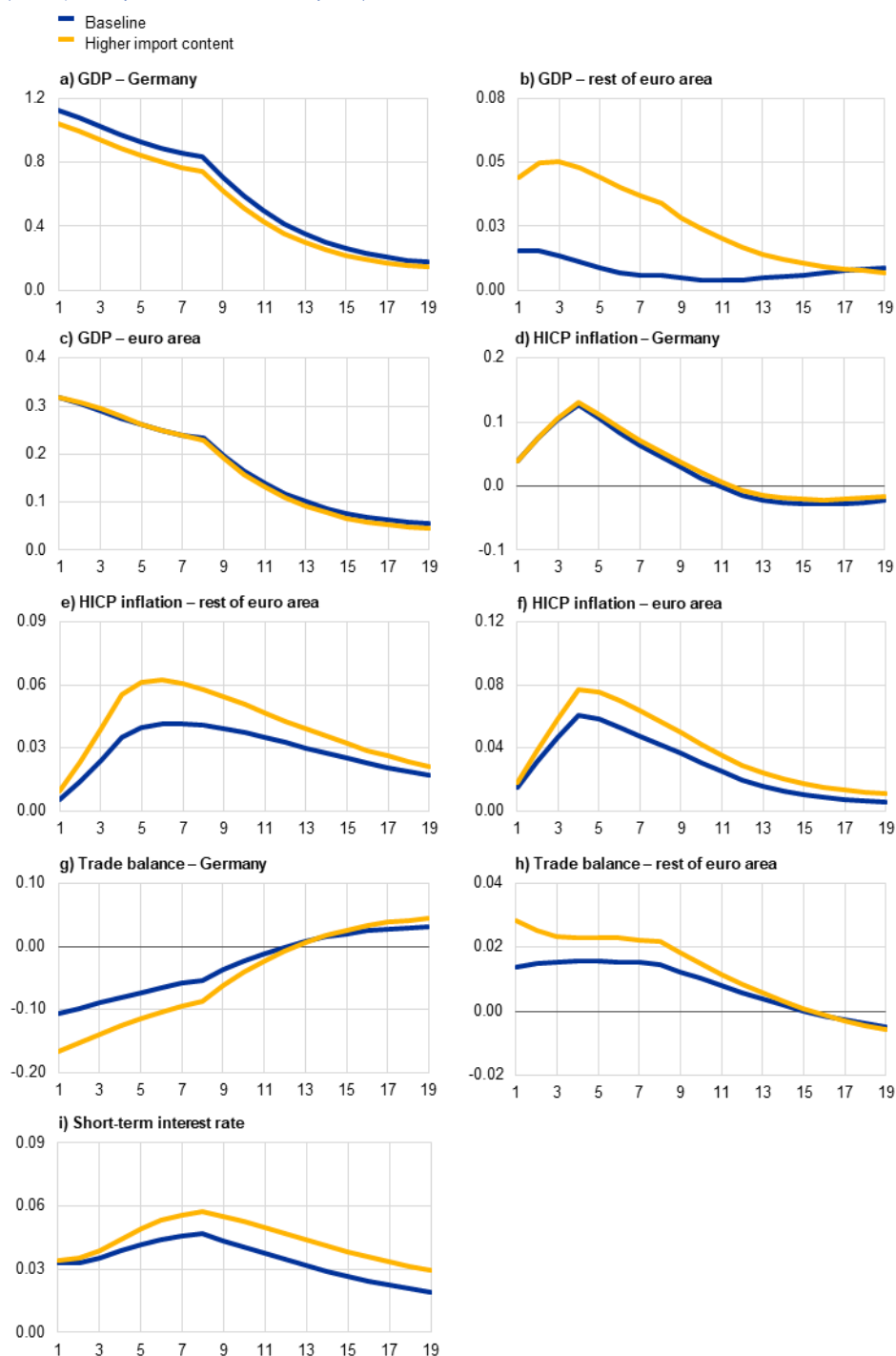
A higher share of imported goods and services leads to stronger spillovers to the rest of the euro area, but the overall effects on the euro area remain similar. For example, if Germany ramps up defence purchases involving foreign equipment or invests in infrastructure projects requiring imported machinery, a larger share of the increased demand leaks abroad, directly boosting exports and

production in Germany's trading partners (Chart 9, yellow lines).¹⁰ As a result, the trade channel becomes stronger, and spillovers to the rest of the euro area grow larger. However, the overall effects on euro area output are similar to the scenario with spending that is predominantly domestically sourced, as higher production in the rest of the euro area is offset by import leakage in Germany and a general appreciation of the euro area real exchange rate.

¹⁰ The simulations assume that German government consumption good is produced with a higher share of imports – both from the rest of the euro area and the rest of the world – in proportion to its bilateral trade matrix. In particular, the import content of government consumption is doubled from 2% to 4%. Altering the composition of imports for Germany (e.g. by importing relatively more from the rest of the euro area than from the rest of the world) produces a stronger spillover to the rest of the euro area as a result of a strengthened trade channel. However, given the overall small import content of public spending and the small size of the fiscal impulse, the net difference to the euro area aggregate is negligible.

Chart 9**The role of the import content of government consumption**

(x-axis: quarters; y-axis: deviations from steady state)



Source: Simulations using the global and regional extension of the NAWM-E model.

Notes: The simulation assumes a temporary increase in German government consumption spending by 1% for two years starting from period 0, after which there is a gradual unwinding. Responses are expressed as percentage deviations from the baseline, except for inflation, trade balance, and the short-term interest rate, which are expressed as percentage point deviations. Higher import content assumes that the import content of government consumption is doubled from 2% to 4%.

Box 1**Fiscal multipliers of defence spending: a short review of the empirical literature**

Prepared by Cristina Checherita-Westphal and Laust Ladegård Særkjær

Although the evidence is mixed across the empirical literature, it suggests that military spending can have positive short-term demand effects which then tend to decrease over time. This broadly confirms the model-based effects of the general government spending increase considered in this article, although results are more dispersed across samples and various state dependencies (Chart A). The size of the defence spending multiplier differs significantly across studies, with the shorter-run effects in most cases below or close to 1 – broadly in line with the suite of model results presented above – although values close to 1.5 are found in several studies. Very few studies directly analyse the impact of higher defence spending on private consumption.¹¹ Ilzetzi (2025), one of the most recent literature reviews, concludes that there is a consensus that GDP does increase following higher defence spending, but the degree of this expansion and the potential crowding-out of the private sector are debated. He also points out that two meta-analyses on the topic disagree on the conclusions. Alptekin and Levine (2012), a meta-study of 169 estimates of the military spending multiplier, suggests that military spending has positive, but small, growth effects. Conversely, the updated sample of F. Yesilyurt and M. E. Yesilyurt (2019) shows no relationship. Finally, in their meta-analysis of fiscal multipliers, Gechert and Rannenberg (2018) find that military spending tends to have lower average multipliers than general government spending,¹² a finding corroborated by a recent study analysing the output effects of defence spending in the central and eastern European members of NATO's eastern flank (Olejnik, 2023).

There is also considerable heterogeneity in the output effects of various components of military expenditure. The growth effects of military research and development (R&D) spending are found to be considerably higher than those of other components and to exceed unity, with evidence of crowding-in of private R&D.¹³ For the other spending categories, and particularly over the medium to long run, higher defence expenditure is usually found to crowd out resources available for productive purposes. Expenditure on wages or military personnel (not directly covered in the model simulation results above) is found to have lower or (in the longer run) even negative growth effects, as such spending may impede productivity in the remaining civilian sectors of the economy (see Chart A and additional findings in Becker and Dunne, 2023).

¹¹ Only three of the studies summarised in Chart A include estimates of the impact on private consumption. Ramey (2011) includes a specific discussion on the topic. By constructing a military spending news variable, she finds that both non-durable goods consumption and durable goods consumption decrease, while services consumption increases in response to military spending news. Ben Zeev and Pappa (2017) find a slight, but not statistically significant, decline in private consumption. Barro and Redlick (2011) find a negative impact only for durable goods consumption at the one-year horizon, which then fades.

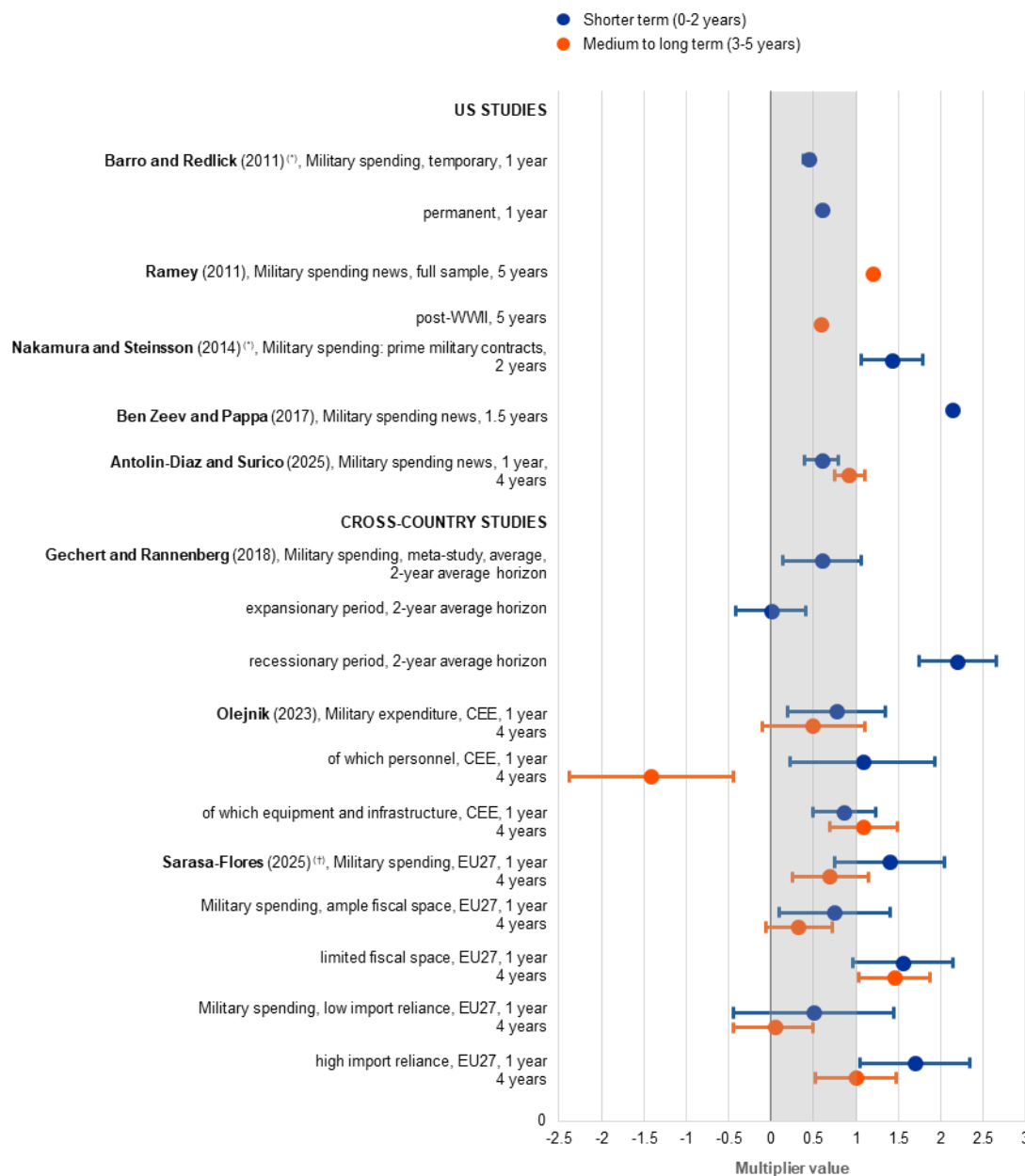
¹² This finding holds on average and for expansionary periods. Conversely, military spending multipliers are found to be larger than general spending multipliers during recessionary periods.

¹³ Using data for the United States over a period of 125 years (with a Bayesian Vector Autoregressive (BVAR) model with long lags), Antolin-Diaz and Surico (2025) find that military spending has large and persistent effects on output because it shifts the composition of public spending towards R&D. This boosts innovation and private investment in the medium term and increases productivity and GDP at longer horizons. By contrast, the paper also finds that public investment effects are shorter-lived and public consumption has a modest impact at most horizons.

Chart A

Fiscal multipliers of military spending in more recent studies

(increase in GDP from a one unit increase in defence spending, unless otherwise specified)



Sources: Publications indicated in the chart.

Notes: The dot represents the (main) estimate of the cumulative defence spending multiplier and the bands indicate one standard deviation when available or readily calculated. When multiple results were available, the selection was made based on the original author's preferred specification to ensure a relevant comparison to the other studies, and for a one and four-year horizon (centre of the shorter and medium to long-term horizons respectively).

In general, the multipliers measure an increase in GDP from a one unit (e.g. USD 1 or €1) increase in defence spending. For the studies marked with (*), the multiplier measures the percentage point increase in the GDP growth rate following a one percentage point increase in the defence-spending-to-lagged GDP ratio. For the studies marked with (†), the multiplier measures the percentage point increase in GDP relative to trend from a one per cent increase in defence spending relative to trend GDP.

Other studies have used military spending (news) as an instrument for more general government spending. For the United States, Ramey and Zubairy (2018) find the fiscal multiplier to be below one regardless of the slack in the economy. Using a large panel of countries, Sheremirov and Spirovska (2022) find that the average multiplier is below unity, with the largest impact at short horizons, but this is subject to heterogeneity along multiple dimensions. Ben Zeev and Pappa (2017) identify their military spending news shock in a SVAR model as the shock that has no contemporaneous impact on military spending while maximising the forecast error variance of military spending over a five-year horizon.

Defence fiscal multipliers are found to be state-dependent. The empirical literature usually finds evidence of fiscal multipliers being larger (i) in recessions (bad economic times), when the share of non-Ricardian consumers tends to increase and public spending can crowd in (rather than crowd out) private investment; (ii) when there is ample fiscal space or sound public finances (lower debt, deficit or lower interest rate-growth differential); (iii) for less open economies (less potential for spillovers outside the economy through imports); and (iv) for fixed-exchange rate systems (inactive monetary policy) (see Warmedinger et al. (2015) for a review). Similar results are found for defence spending multipliers in Sarasa-Flores (2025) (Chart A) and in Sheremirov and Spirovska (2022) (for fiscal multipliers of general government spending instrumented by military spending). The importance of state dependency (non-linearities) for good versus bad economic times is also emphasised in the meta-analysis of Gechert and Rannenberg (2018). Together with fiscal fundamentals, state dependency is an important aspect to be considered in the (linear) model-based simulations. This can be done by adequately varying the model parameters depending on the prevailing state.

Empirical studies of defence spending rarely investigate the effects on inflation directly. The few available studies for the United States tend to find a positive short-term effect. Ben Zeev and Pappa (2017) find military spending news to be inflationary, peaking after one year before returning to zero in year two. Looking at state-level effects on inflation of military spending, Nakamura and Steinsson (2014) find no cumulative effect after two years. More recently, Antonova et al. (2025) find that military spending news leads to higher manufacturing prices in the United States (while the impact on consumer price index inflation is not investigated). This effect was larger and more persistent in the post-Cold War period, when the US manufacturing sector shrank.

7 Conclusion

Against the backdrop of planned increases in defence spending in the euro area, a model-based assessment of government spending shocks suggests a positive effect on real GDP growth and a modest effect on HICP inflation, with significant uncertainty surrounding estimates. A persistent but gradual increase in military spending of 1% of GDP over three years is associated with a two-year GDP multiplier of 0.93 and a two-year impact on HICP inflation of 0.07 percentage points on average across different model types. There is substantial model heterogeneity, with output multipliers ranging from 0.42 to 1.13. Four years after the shock, the GDP multiplier remains at 0.93 on average, while HICP inflation increases by 0.2 percentage points on average across the models. Model-implied fiscal multipliers are generally aligned with the empirical evidence on the effects of military spending. We further identify key transmission channels that shape the economic effect of additional military spending: a higher share of investment produces larger spillovers, whereas the private sector anticipating higher taxes and interest rates plays a prominent role in reducing multipliers. Several aspects remain outside the scope of this analysis, in particular state dependency with respect to government indebtedness and bad versus good economic times, which is found to be relevant in the empirical literature. Finally, important aspects of military spending cannot be fully

captured in this analysis. Examples include the composition of spending by single countries or sectoral supply and industry-network effects.

References

- Adjemian, S., Bokan, N., Darracq Pariès, M., Müller, G. and Zimic, S. (2024), "[ECB-\(RE\)BASE: Heterogeneity in expectation formation and macroeconomic dynamics](#)", *Working Paper Series*, No 2965, ECB, Frankfurt am Main.
- Alptekin, A. and Levine, P. (2012), "Military expenditure and economic growth: A meta-analysis", *European Journal of Political Economy*, Vol. 28, No 4, pp. 636-650.
- Angelini, E., Bokan, N., Christoffel, K., Ciccarelli, M. and Zimic, S. (2019), "[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)", *Working Paper Series*, No 2315, ECB, Frankfurt am Main, September.
- Angelini, E., Bokan, N., Ciccarelli, M., Lalik, M. and Zimic, S. (forthcoming), "The ECB-Multi Country Model: A semi-structural model for forecasting and policy analysis for the largest euro area countries." *Working Paper Series*, ECB, Frankfurt am Main.
- Antolin-Diaz, J. and Surico, P. (2025), "The Long-Run Effects of Government Spending", *American Economic Review*, Vol. 115, No 7, pp. 2376-2413.
- Antonova, A., Luetticke, R. and Muller, G.J. (2025), "The Military Multiplier", *CESifo Working Paper*, No 11882, CESifo GmbH, Munich, May.
- Bańkowski, K. (2023), "[Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE](#)", *Working Paper Series*, No 2802, ECB, Frankfurt am Main, March.
- Barro, R.J. and Redlick, C.J. (2011), "Macroeconomic Effects From Government Purchases and Taxes", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No 1, pp. 51-102.
- Becker, J. and Dunne, J.P. (2023), "Military Spending Composition and Economic Growth", *Defence and Peace Economics*, Vol. 34, No 3, pp. 259-271.
- Ben Zeev, N. and Pappa, E. (2017), "Chronicle of a War Foretold: The Macroeconomic Effects of Anticipated Defence Spending Shocks", *The Economic Journal*, Vol. 127, No 603, pp. 1568-1597.
- Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodriguez-Vives, M. and Müller, G. (2025), "[Fiscal aspects of European defence spending: implications for euro area macroeconomic projections and associated risks](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.
- Coenen, G., Lozej, M. and Priftis, R. (2024), "Macroeconomic effects of carbon transition policies: An assessment based on the ECB's New Area-Wide Model with a disaggregated energy sector," *European Economic Review*, Elsevier, Vol. 167.

Gechert, S. and Rannenberg, A. (2018), "Which fiscal multipliers are regime-dependent? A meta-regression analysis", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 32, No 4, pp. 1160-1182.

Gomes, S., Jacquinot, P. and Pisani, M. (2012), "The EAGLE. A model for policy analysis of macroeconomic interdependence in the euro area", *Economic Modelling*, Vol. 29, No 5, pp. 1686-1714.

Ilzetzki, E. (2025), "Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups", *Kiel Report*, No 2, Kiel Institute for the World Economy, February.

Kase, H. and Rigato, R. (2025), "[Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#)", *Working Paper Series*, No 3086, ECB, Frankfurt am Main.

Nakamura, E. and Steinsson, J. (2014), "Fiscal stimulus in a monetary union: Evidence from US regions", *American Economic Review*, Vol. 104, No 3, pp. 753-792.

Olejník, L.W. (2023), "Economic growth and military expenditure in the countries on NATO's Eastern flank in 1999-2021", *Working Paper Series*, No 2023/2, Eesti Pank.

Ramey, V.A. (2011), "Identifying Government Spending Shocks: It's all in the Timing", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No 1, pp. 1-50.

Ramey, V.A. and Zubairy, S. (2018), "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126, No 2, pp. 850-901.

Sarasa-Flores, D. (2025), "Buy Guns or Buy Roses?: EU Defence Spending Fiscal Multipliers", *Working Paper*, No WP 25-06, BBVA Research, June.

Sheremirov, V. and Spirovska, S. (2022), "Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending", *Journal of Public Economics*, Vol. 208, 104631.

Warmendinger, T., Checherita-Westphal, C. and Hernández de Cos, P. (2015), "[Fiscal multipliers and beyond](#)", *Occasional Paper Series*, No 162, ECB, Frankfurt am Main, June.

Yesilyurt, F. and Yesilyurt, M.E. (2019), "Meta-analysis, military expenditures and growth", *Journal of Peace Research*, Vol. 56, No 3, pp. 352-363.

2 Keep calm and carry cash: lessons on the unique role of physical currency across four crises

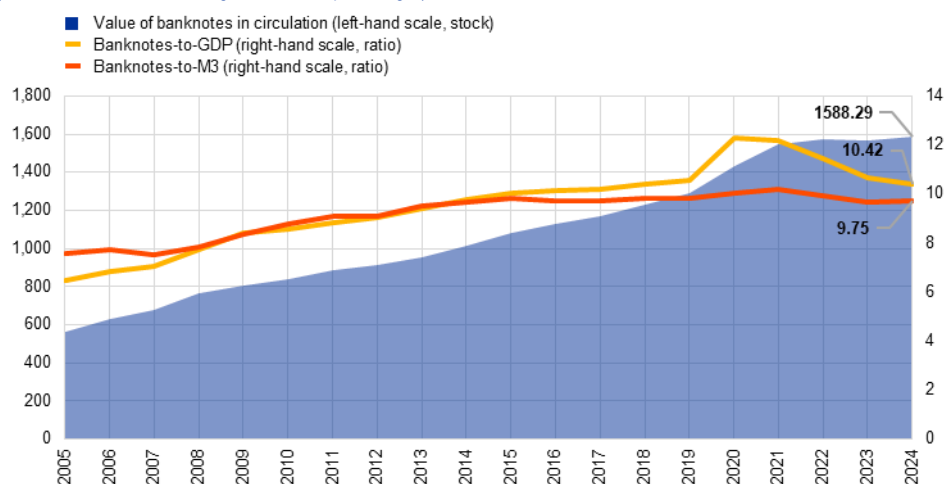
Prepared by Francesca Faella and Alejandro Zamora-Pérez

1 How crises strongly affect cash circulation

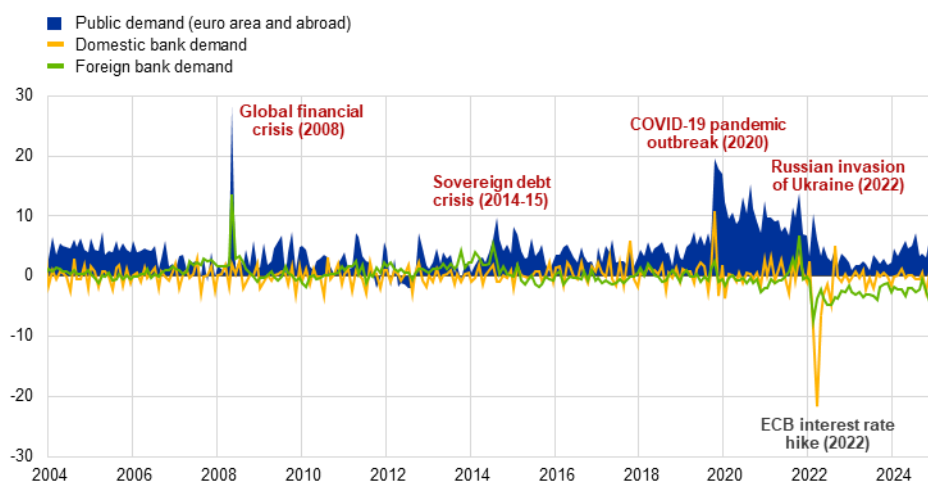
Demand for euro banknotes has exhibited robust growth despite ongoing payment digitisation. While the share of cash in daily transactions has declined in the euro area, the value of euro banknote circulation has significantly increased over the past two decades (Chart 1, panel a). This variable serves as a reliable indicator of overall demand – domestic and foreign – as the Eurosystem accommodates requests for banknotes. In fact, the value of outstanding banknotes has consistently maintained a share of over 10% of euro area GDP over the last ten years, with a temporary increase during the COVID-19 pandemic years and a moderation since the second half of 2022 due to higher interest rates. It also represents a consistent portion of around 10% of M3 (broad money) – a measure encompassing other liquid, euro-denominated assets. The sustained demand for cash, despite the proliferation of digital payment alternatives, suggests its distinct utility and imperfect substitutability. This stable overall demand contrasts with the diminishing share of cash in everyday payments, a phenomenon often termed “the paradox of banknotes” (Zamora-Pérez, 2021).

Chart 1**Euro banknotes in circulation****a) Value of euro banknotes in circulation**

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

**b) Monthly banknote net issuance from the public and banks**

(EUR billions)



Sources: ECB Statistical Data Warehouse (SDW) and ECB staff calculations.

Note: In panel a), to ensure consistent comparison across periods of euro area enlargement, the ratios to GDP and M3 are presented on a "changing composition" basis, incorporating new member countries from their respective dates of entry.

The sustained demand for banknotes has been amplified by sharp increases in public demand during major crises, which highlights the unique role and attributes of physical currency.¹ As illustrated in Chart 1, panel b, monthly net issuance data can be decomposed into public demand, domestic bank demand ("vault cash"), and foreign bank demand ("net shipments"). The public's additional demand for cash is usually moderately positive. However, the onset of sudden crises – such as the 2008 financial turmoil, the 2014-15 sovereign debt crisis in Greece, the outbreak of the COVID-19 pandemic or Russia's unjustified full-scale invasion of Ukraine in 2022 – triggered immediate and extreme surges in cash acquisition by the

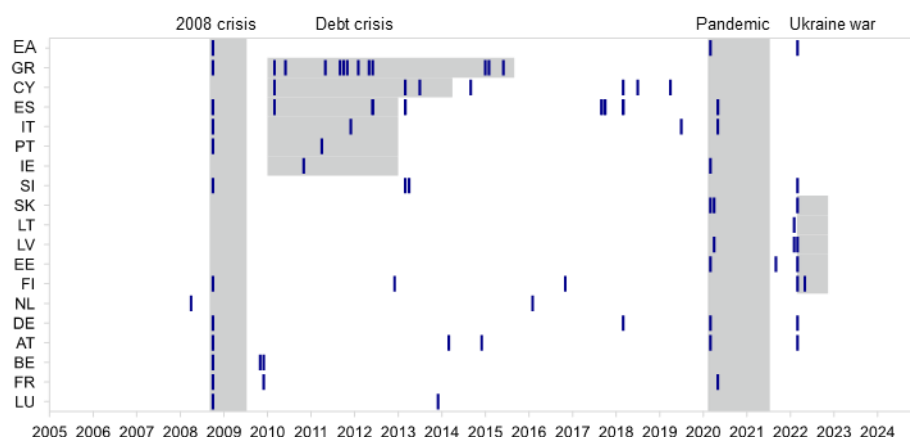
¹ Crises are defined as unstable and critical situations that pose a significant threat to individuals, organisations, or societies, often requiring immediate decision-making under conditions of uncertainty.

public. Foreign bank demand, reflecting net shipments from wholesaler banks to clients outside the euro area, also spiked during globally significant events like the 2008 crisis and showed a response to the war in Ukraine.² In contrast, domestic bank demand for “vault cash”, which represents a smaller component of total circulation (4%-6%), shows less sensitivity to crisis events, with the notable exception of a spike when the COVID-19 pandemic intensified in Europe in March 2020. Conversely, both domestic and foreign banks show strong responsiveness to monetary policy, as seen by the sharp negative net flows during and after July 2022 when an ECB interest rate hike significantly increased the opportunity cost of holding cash.³ While public demand also saw a temporary dip during this period, net flows were never negative and it has since resumed its trend, highlighting its less interest-rate-sensitive drivers. A disaggregated view, presented in Chart 2, further illustrates how the scope of these surges varies with the nature of the crisis. Some crises trigger widespread demand increases across most euro area countries, while others have a more concentrated impact that is primarily regional or national.

Chart 2

Statistical outliers in aggregate banknote circulation and national net issuance

(x-axis: year; y-axis: country, grouped by regional cluster)



Source: ECB staff calculations using the Currency Information System 2 database (2005-24).

Notes: Grey shaded areas denote periods of major crisis events in the affected countries. Outliers for the net issuance of banknotes are computed using the monthly data series of euro area national central banks. The chart displays only positive outliers (vertical blue lines), which correspond to increases in net issuance. For each series, an ARIMA model is first identified and estimated; regression dummies for additive outliers (AO), permanent level shifts (LS) and transitory changes (TC) were introduced and their t-statistics computed. Dummies exceeding a critical threshold (sample size-based) are selected using a stepwise forward selection/backward elimination routine (with LS as step functions, TC as exponentially decaying pulses with a preset decay rate and AO as isolated shocks). The model is re-estimated and the procedure repeats until no further significant outliers remain, optionally within a user-defined date range. The analysis excludes Croatia, as its accession to the euro area on 1 January 2023 means a sufficiently long and comparable historical data series was not available. Malta is also excluded because its net issuance data exhibit significant intermittency, which poses challenges for the reliable convergence and interpretation of the outlier detection algorithm.

² Net shipments represent only the formal wholesale channel and do not capture informal flows like tourism and remittances, which constitute a significant portion of foreign demand. Overall, foreign holdings of euro banknotes are estimated to account for up to half of the total value in circulation (Lalouette et al., 2022).

³ While not visible in this chart of monthly flows, the stock of vault cash held by banks had progressively increased from around 2016, when short-term interest rates were at their lowest, reducing the holding cost. The sharp reduction seen in July 2022 largely represented a return to previous average levels.

Building on the evidence above, this article examines the role of euro cash during major crises – highlighting the unique value of cash as a safe haven asset and essential contingency payment instrument for emergencies. The normal, day-to-day use of cash in transactions is only part of the story behind cash demand: crises, when they occur, are a major factor shaping cash issuance. The heightened demand for cash during stress periods has already been documented globally (e.g. Bartsch et al., 2024), however this study provides a focused analysis of selected episodes affecting the euro area. Daily data are examined to more precisely attribute demand surges to specific events. By quantifying these effects and exploring potential causal links, this study contributes to a deeper understanding of the enduring function of cash as a contingency tool. These insights contribute to the operational effectiveness of the Eurosystem, the accuracy of banknote forecasting, and crisis preparedness strategies. The results suggest that the unique attributes of cash – the fact that it is tangible, resilient, offline and widely accepted – become paramount during crises, and can also be leveraged for crisis preparedness. Accordingly, several European and national authorities have issued recommendations to the general public to keep some cash reserves in case of sudden and unexpected contingencies.⁴

2 The role of cash during crises

This section analyses cash demand over time across distinct classes of shocks (public health, military, financial and infrastructure) and varying geographical scope (euro area-wide, regional and national). It analyses four major crisis episodes: the COVID-19 pandemic, Russia's invasion of Ukraine, the April 2025 Iberian blackout and the sovereign debt crisis in Greece.⁵ This selection of diverse scenarios – with different triggers, geographical scope and developments over time – allows us to test the robustness of the role of cash as a critical contingency instrument, moving beyond observations tied to a single type of disruption. While not all types of crisis consistently elicit a strong cash demand response (evidence for major shifts due to trade tensions alone, for instance, is limited), the selected cases provide a stress test of the function of cash when the economy, critical infrastructure or public confidence are significantly challenged.

Our approach to analysing the impact of these crises combines descriptive insights with causal analysis. To describe the crises, we use monthly net banknote issuance data from central banks and credit institutions. These data provide broader trend analysis – which is contextualised using other indicators like uncertainty, sovereign stress indices or survey microdata (ECB, 2024) – to understand behavioural drivers. For causal attribution of the increases in cash demand to the events, we employ a causal inference methodology developed by

⁴ Examples, such as announcements by the European Commission and the Austrian, Finnish and Dutch national authorities, are discussed below.

⁵ The 2008 global financial crisis is excluded from our in-depth analysis. While it was the largest shock to euro banknote circulation, its effects are well documented, and its global nature complicates causal attribution. We therefore focus our analysis on the COVID-19 pandemic as a recent widespread shock, and the Greek debt crisis to specifically illustrate a context of national financial and political turmoil where causal inference is more robust.

Brodersen et al. (2015).⁶ By narrowing the “event windows” around the onset of crises we can more confidently attribute changes in cash demand to the specific shocks. For geographically localised crises, we typically use issuance in unaffected areas as “synthetic controls” to make counterfactual scenarios more robust. This capacity to infer causality from daily observations, distinguishing crisis effects from pre-existing trends or confounding factors, represents an advance compared with traditional analyses. These are often hampered by the use of lower frequency data, e.g. monthly or quarterly data, on banknote demand.⁷

2.1 The COVID-19 pandemic

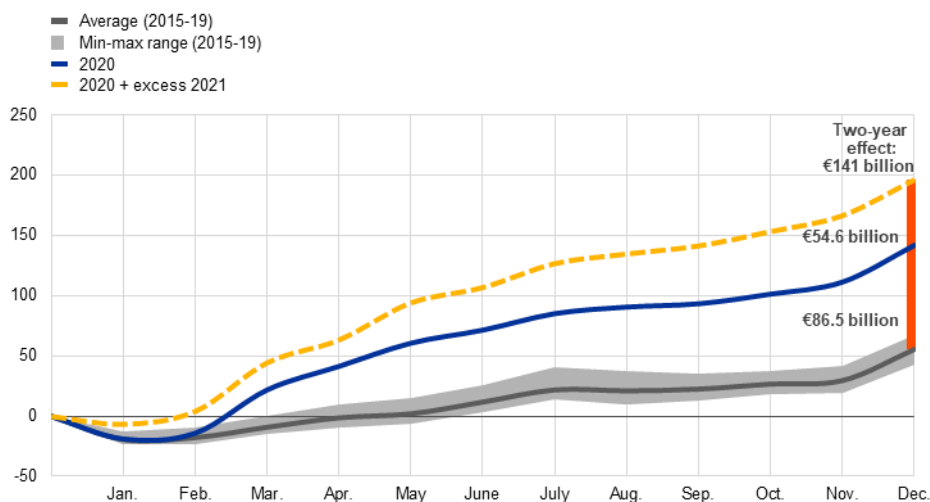
The onset of the pandemic in early 2020 triggered an extraordinary and sustained increase in the demand for euro banknotes, illustrating the critical role of cash during prolonged uncertainty. Chart 3, panel a, shows that, by the end of 2020, cumulative net banknote issuance in the euro area had surged by over €140 billion. This represented an increase of more than €85 billion (over 130%) compared with the average annual increase of approximately €55 billion seen in the pre-pandemic years (2015-19). Even in early 2021, the “excess” circulation (actual annual issuance minus the pre-pandemic average annual issuance) remained substantial, totalling around €55 billion by the end of the year. This prolonged increase in banknotes in circulation occurred despite a concurrent, well-documented decline in its use for everyday transactions – driven by health concerns, lockdowns and the accelerated shift to online and contactless payments (Tamele et al., 2021).

⁶ The causal impact analysis employs a Bayesian structural time-series model suggested by Brodersen et al. (2015) to estimate a counterfactual scenario – i.e. the level of central bank issuance or ATM withdrawals had the event not occurred, given pre-event trends and, where available, the behaviour of unaffected control regions.

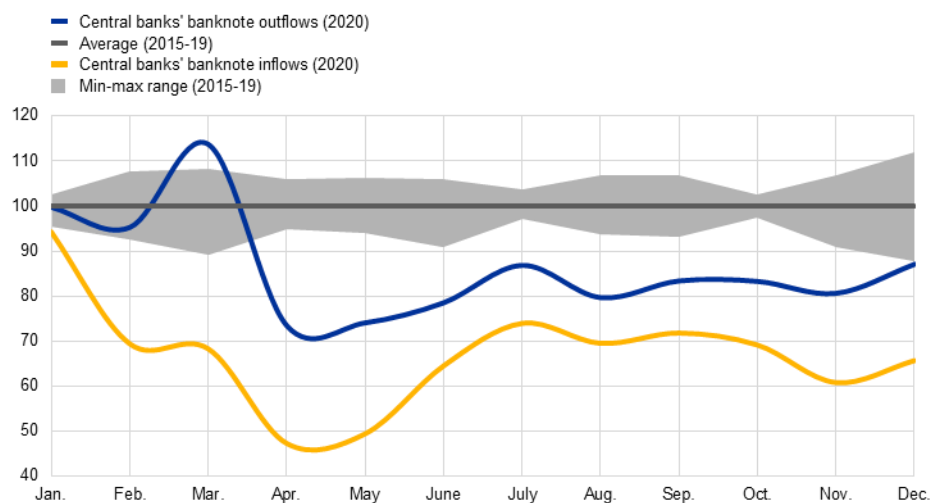
⁷ The previous literature has faced the challenge of isolating crisis-driven demand spikes from underlying seasonality in high-frequency cash data, as cash flows and ATM withdrawals exhibit complex patterns, including daily effects, monthly variations and distinct calendar effects around public holidays. To address this, we use infra-monthly seasonal adjustment techniques (Webel and Smyk, 2023).

Chart 3**Long-term effects of the pandemic on banknote circulation****a) Value of banknotes in circulation (stocks)**

(EUR billions)

**b) Central banks' outflows and inflows (flows)**

(percentages: 100 = average of banknote flows in previous years)



Source: ECB staff calculations using data from the Currency Information System 2 dataset.

In other words, the pandemic starkly accentuated the so-called paradox of banknotes, due to a sharp rise in cash holdings coupled with weakened banknote flows. Evidence from central bank flows (Chart 3, panel b) shows that banknote outflows from central banks (i.e. withdrawals by commercial banks) in 2020 were initially high in March, but then fluctuated below pre-pandemic averages for much of the year. However, banknote inflows to central banks (i.e. deposits by commercial banks) fell even more strongly. This significant reduction in the return flow of cash, reflecting reduced retail turnover and a public inclination to hold onto banknotes, was the primary driver of the net increase in circulation (Tamele et al., 2021).

Some pandemic-related factors had divergent effects on the different functions of cash, simultaneously decreasing its transactional use while increasing the likelihood of people holding cash reserves at home.

For instance, an econometric analysis of survey data shows that both reduced access to cash (e.g. due to temporary closures of bank branches or lockdowns) and fear of contagion were linked to lower transactional use, yet they also statistically increased the propensity to hold cash reserves.⁸ In contrast, other factors had *convergent effects*, influencing both functions in the same direction. A perceived increase in the convenience of cashless alternatives, for example, not only drove down transactional cash demand but was also associated with a lower likelihood of keeping cash holdings at home.

While the pandemic saw an estimated €140 billion increase in cash holdings over two years, reflecting a sustained shift towards its store-of-value function, the initial outbreak precipitated a distinct, acute surge in cash acquisition for immediate liquidity needs.

To isolate and quantify this immediate shock, we focus on the period following the first widespread euro area lockdowns. While the first major European lockdown was implemented around 9 March 2020, we take 24 January 2020 as the start of the intervention so as to capture potential anticipatory effects.⁹ Given the rapid spread of the pandemic throughout Europe after that date, the use of any clearly unaffected euro area countries as external controls is not possible. Therefore, to estimate what issuance would have been had the pandemic not occurred, we constructed a synthetic control for euro banknote issuance in 2019-20 by leveraging its historical stability.¹⁰ Chart 4 reveals a substantial and statistically significant increase: during the 90-day period following 24 January, average daily net issuance, for all Eurosystem central banks together, hit approximately €616 million. This is nearly double the counterfactual prediction of €320 million, implying a daily causal effect of around €260 million – a 94% relative increase. Cumulatively, this initial 90-day surge added a conservative estimate of approximately €19.5 billion to the counterfactual level of currency in circulation, €10 billion of which can be causally attributed to the month after the first lockdowns were declared on 9 March 2020. This points to people immediately turning to cash for liquidity during high uncertainty due to an unprecedented event – a response distinct

⁸ Where fear of the virus has opposite effects on the two functions of cash demand, this may be explained by the unobserved (confounding) factor of general risk profiles. Some individuals with higher health-risk aversion decreased their physical payments due to fear of contracting the virus and were simultaneously also more inclined to secure cash as a tangible store of value for emergencies, as individuals might proactively build up home cash reserves.

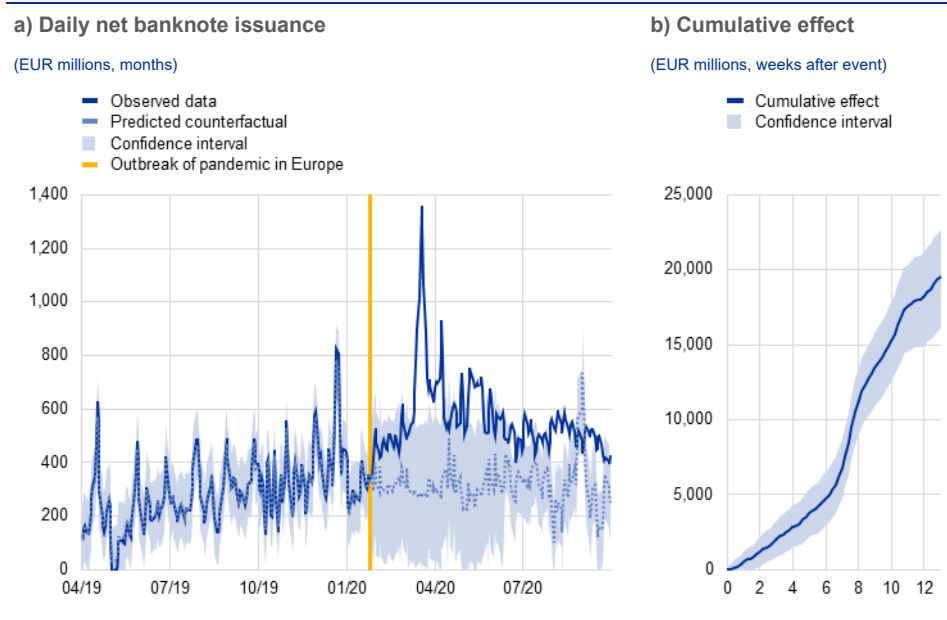
⁹ The earlier date of 24 January 2020 coincides with the first documented COVID-19 case in Europe (and outside Asia). This event was confirmed by national health authorities and received significant media coverage, likely amplifying public risk perception and precautionary behaviour prior to official government measures. However, given the visible, gradual anticipatory effects before the widespread lockdowns (as of 9 March 2020), selecting a date is to some extent arbitrary.

¹⁰ Our approach uses cash flow data from previous years (2015-16, 2016-17, 2017-18 and 2018-19) as explanatory variables. These historical periods were aligned with the period under review, 2019-20, on a matching-day basis, considering factors like the day of the week and its specific occurrence within the year. This method is appropriate because euro banknote issuance has historically been very stable, as evidenced by the relatively narrow maximum-minimum range from 2015 to 2019 (illustrated by the grey area in Chart 3, panel a). While these are not contemporaneous controls, this method improves our estimates in the absence of better alternatives, providing a conservative interpretation (i.e. with wide confidence intervals) of the observed impact.

from the subsequent longer-term precautionary hoarding driven by ongoing anxieties about contagion and income stability.

Chart 4

The short-term impact of the pandemic on the daily net cash issuance of euro area central banks



Source: ECB staff calculations using the Currency Information System 2 database.

Notes: Panel a) shows the observed daily net banknote issuance (solid blue line), aggregated for all euro area countries, which increases sharply several weeks after the intervention date (yellow vertical line, marking the start of the pandemic). This is a significant upward divergence from the model's counterfactual prediction (dotted blue line with shaded 95% confidence interval), which estimates the expected net issuance had the pandemic not occurred, based on pre-pandemic trends and daily or calendar seasonality. To capture anticipatory effects, the start of the treatment is taken as 24 January 2020, the date on which the first three confirmed COVID-19 cases in Europe were announced. Panel b) displays the cumulative effect over time since the intervention, illustrating a sharply growing total excess currency issuance attributable to the pandemic especially as of 9 March 2020 (after the sixth week), when the lockdowns started in Europe. It slows slightly after the eighth week and plateaus after three months. The model was trained on data from the one-year period before the intervention, using cash flow series from previous years as controls on a matching-day basis. The post-intervention period covers three months following the onset of the pandemic in Europe. The strong statistical significance of the causal effect (Bayesian one-sided tail-area probability $p = 0.001$) indicates a very high posterior probability that the observed increase was indeed greater than zero, and not due to random chance, given the model and the data.

2.2 Russia's invasion of Ukraine

Russia's unjustified full-scale invasion of Ukraine in February 2022 triggered a significant surge in cash demand, concentrated in several neighbouring countries. This is a common response to the pervasive uncertainty that armed conflicts and geopolitical tensions introduce regarding institutional stability, state capacity and the resilience of critical infrastructures.¹¹ Among the specific concerns fuelling this demand were fears of potential cyberattacks by Russia on critical digital infrastructure (Rösl and Seitz, 2023). The intensity of this uncertainty immediately following the Russian invasion was reflected in broader metrics like the Geopolitical Risk Index, which recorded its third-highest value of the 21st century in March 2022 (Caldara and Iacoviello, 2022), amplifying the perceived need for a tangible and reliable store of value like physical cash.

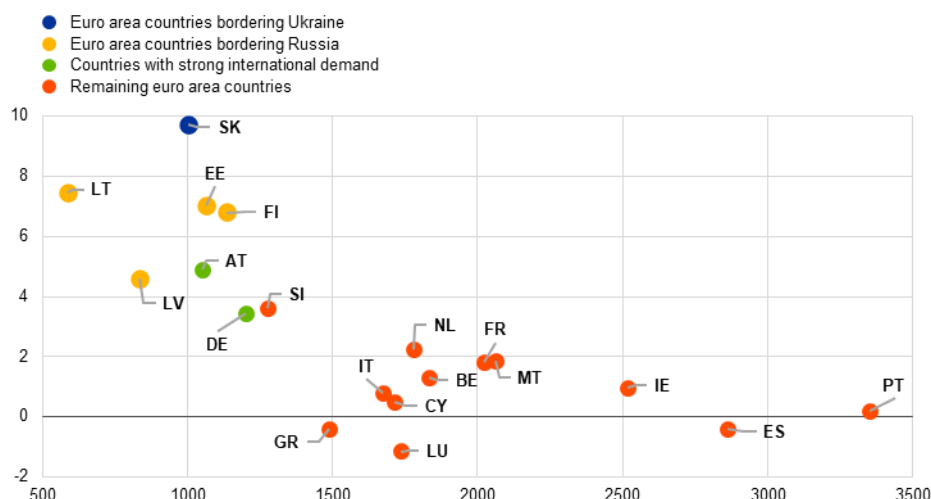
¹¹ Given the timing of the observed effects, this phenomenon was likely primarily driven by not only euro cash demand from refugees coming from Ukraine but also a precautionary motive.

Geographical proximity was the key determinant in boosting the demand for euro cash. Chart 5 illustrates this by plotting the monthly deviation of cash issuance from the historical average for each euro area country against its capital's distance from Kyiv. In the wake of the invasion, countries bordering either Ukraine or Russia (such as Estonia, Latvia, Lithuania, Slovakia and Finland) exhibited markedly higher demand, with issuance levels reaching six to ten standard deviations above their respective historical norms. A deviation of this magnitude is highly unusual. Even countries where credit institutions are significantly engaged in international currency trade, such as Germany and Austria (depicted in green in Chart 5), also experienced unusual excess demand. They recorded issuance up to five standard deviations above the typical patterns. Conversely, as geographical distance from the conflict increases, issuance levels are closer to their historical patterns. This clear spatial gradient strongly supports a precautionary motive, suggesting that people responded to heightened proximity to potential disruptions by accumulating portable liquidity (Beckmann and Zamora-Pérez, 2023).

Chart 5

Exceptionally high cash demand in proximate euro area countries in early 2022

(x-axis: distance in kilometres from the country's capital to Kyiv; y-axis: standard deviations from historical average issuance)



Source: ECB staff calculations.

Notes: On the y-axis, the time series data on banknote issuance are seasonally adjusted for each country and are standardised. On the x-axis, the physical distance in kilometres from each country's capital to Kyiv is measured using straight lines.

In the countries bordering the conflict, during its first month, the war led to an estimated 36% causal increase in average daily net banknote issuance.

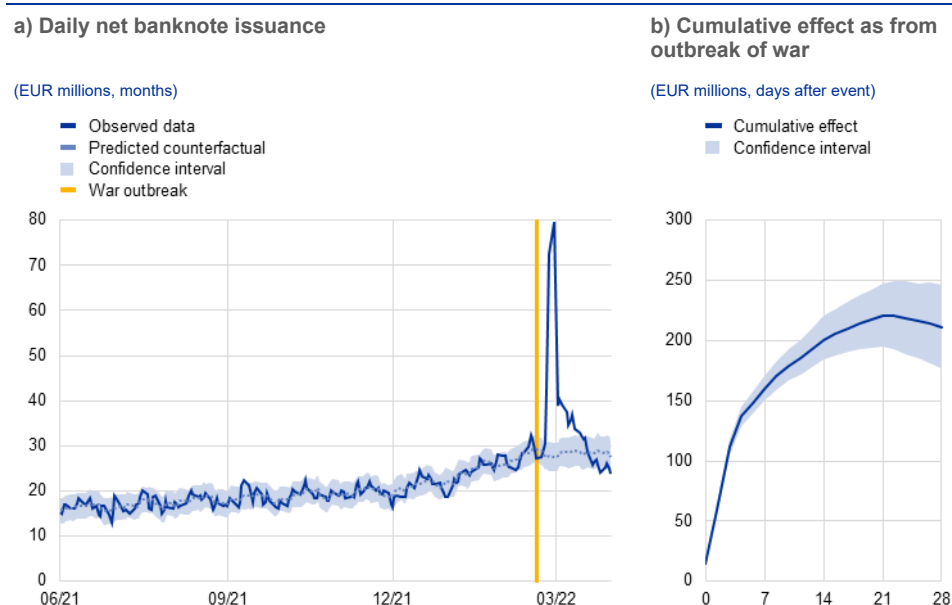
Immediately after the war began, daily net issuance in the affected countries significantly exceeded counterfactual predictions, reaching a peak of €80 million recorded in one day at the end of February 2022 (Chart 6, panel a).¹² In this period, average daily net issuance in the treatment group reached approximately €38 million, compared with a counterfactual estimate of €28 million in the absence of the

¹² The intervention date is 24 February 2022, when Russian military forces entered Ukraine from Belarus, Russia and Crimea. The analysis is based on aggregated daily net banknote issuance for Estonia, Latvia, Lithuania, Slovakia and Finland, which comprise the treatment group, while more distant countries – Spain, France, Italy and Portugal – serve as the control series. The post-intervention period is defined as the first month after the onset of the war.

war. The cumulative impact on net banknote issuance exceeded €211 million (Chart 6, panel b). Starting from zero at the onset of the invasion, cumulative cash demand rose sharply during the initial weeks. The pace of accumulation then slowed, with the cumulative curve flattening and plateauing around the third week. This sustained surge in demand for physical banknotes is particularly striking given that the Baltic States and northern European countries are typically highly digitalised and rely heavily on cashless payment systems.

Chart 6

The effect of Russia's war in Ukraine on daily net cash issuance in neighbouring euro area countries



Source: ECB staff calculations using the Currency Information System 2 database.

Notes: Panel a) shows the observed daily net banknote issuance (solid blue line), aggregated for Estonia, Latvia, Lithuania, Slovakia and Finland, which increases sharply immediately after the intervention (yellow vertical line, marking the start of the war). This is a significant upward divergence from the model's counterfactual prediction (dotted blue line with shaded 95% confidence interval), which represents the expected circulation had the war not occurred. Panel b) displays the cumulative effect over time since the intervention, illustrating a steadily growing total excess currency in circulation in the treatment countries, attributable to the war, which plateaus after the third week. The start of the treatment is marked as 24 February 2022, the date of Russia's full-scale invasion of Ukraine. The model was trained on data from the one-year period prior to the intervention and the post-intervention period covers one month following the onset of the war. The strong statistical significance of the causal effect (Bayesian one-sided tail-area probability $p = 0.001$) indicates a very high posterior probability that the observed increase was indeed greater than zero, and not due to random chance, given the model and the data.

2.3 The April 2025 Iberian blackout

The critical role of physical cash when digital infrastructures fail was demonstrated during the recent Iberian blackout on 28 April 2025.

Shortly after noon Central European Time, the Iberian power grid lost synchronism and separated from the main European network, causing a near-total blackout across the peninsula affecting over 50 million people (ENTSO-E, 2025). While power was restored to half the peninsula by late evening, some areas were only re-energised approximately 22 hours after the blackout started, with widespread consequences for transport and digital infrastructure.

With power and telecommunications down, digital payment systems across the peninsula failed.

Physical card spending in affected areas plummeted by an estimated 41-42% compared with unaffected regions or normal levels, while national e-commerce spending dropped by around 54%, contributing to an estimated 34% fall in overall Spanish consumption on that day (CaixaBank Research, 2025; BBVA Research, 2025)¹³. Many point-of-sale terminals, automated teller machines (ATMs) and mobile wallets – including card networks and person-to-person (P2P) services like Bizum – were widely inoperable for hours and only fully restored the following morning. Estimates of direct GDP losses range from €400 million to €1,600 million (CaixaBank Research, 2025; Reuters, 2025). This event transformed cash from one payment option among many into the only means of payment for many of those who held it or could access it, as existing banknotes remained perfectly functional even when digital systems and many ATMs were inoperable.

ATM withdrawals – even though locally affected by the blackout – serve as the best indicator of cash demand, while there were no significant spikes in wholesale (central bank) flows.

Examining daily ATM withdrawal patterns from a national sample of approximately 4,500 Spanish ATMs provided by BBVA Research, we observe a dramatic divergence in cash demand. Chart 7 shows an index where 100 represents normal daily demand, with the grey shaded area indicating the typical interquartile range. In the days preceding the blackout (D-7 to D-1) cash withdrawals in both the areas subsequently affected (in mainland Spain) and elsewhere (extra-peninsular areas) fluctuated normally. On the day of the blackout (Day D), ATM withdrawals in the affected zones (blue line) plummeted, reflecting constrained access as ATMs went offline. Conversely, in unaffected zones (yellow line), ATM withdrawals surged significantly above normal levels, indicating strong precautionary demand as citizens sought the security of physical cash during uncertainty.¹⁴ In the immediate aftermath (from D+1 onwards), once power and ATM services had been restored in the affected areas, there was a sharp increase in withdrawals, far exceeding typical levels.¹⁵

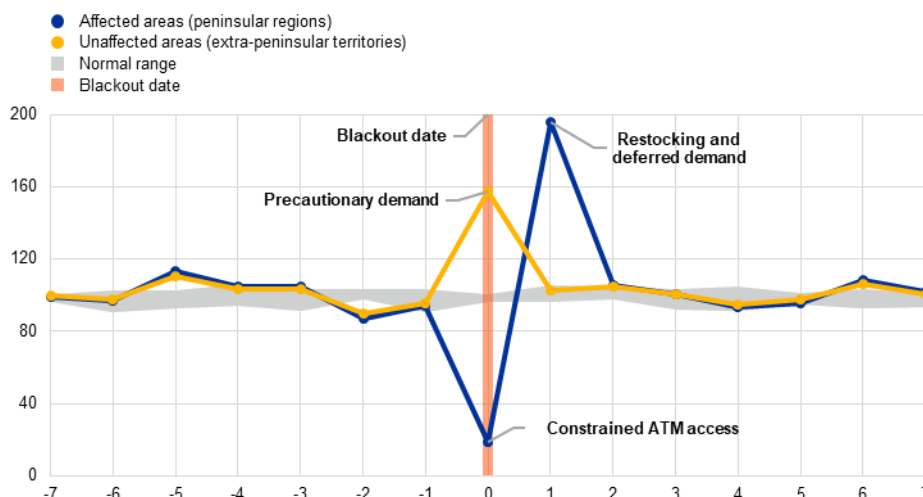
¹³ A more detailed analysis of the Spanish case is provided here, as the data allow for a comparison between affected and unaffected regions. This distinction is not possible with the Portuguese data.

¹⁴ While this surge is probably indicative of a widespread precautionary response to the crisis, it was likely amplified by individuals in these unaffected areas withdrawing cash in advance of planned travel to the blacked-out peninsula.

¹⁵ Complementary analysis from Banco de España and Banco de Portugal confirms a slight post-blackout increase in central bank outflows, driven mostly by ATM denominations (€20, €50) but also in some cases higher demand for large denominations (€100). National weekly ATM data for both countries also support demand in excess of simple restocking, pointing to additional precautionary holdings.

Chart 7**Daily cash withdrawals from ATMs during and after the blackout in Spain**

(y-axis: expected cash demand index; 100 = expected demand)



Sources: BBVA Research and ECB staff calculations.

Notes: The chart displays an index of daily ATM withdrawal values (100 = expected normal volume for that day of the week) from over 4,500 Spanish ATMs. The blue line represents areas affected by the blackout (mainland Iberia) and the yellow line unaffected areas (the Balearic and Canary Islands, Ceuta and Melilla). The grey area is the baseline interquartile range (IQR) of typical daily fluctuation. To isolate the impact of the blackout, the "normal" demand baseline is conservatively constructed: it includes comparable historical weekdays, incorporating typical pre-public holiday demand patterns such as those observed around 1 May 2024. This ensures that any surge in 2025 is benchmarked against historically high demand in the run-up to a public holiday, providing a conservative estimate of the distinct effect of the blackout.

This episode illustrates the dual function of cash – as a resilient, offline payment method and also a tangible store of value – during an acute infrastructural failure, as confirmed by causal analysis. ATM withdrawals

plummeted in the blackout areas in mainland Spain owing to operational constraints. However, people were likely relying on cash from their personal holdings. According to ECB survey data, 39% of Spaniards kept cash reserves at home as a precaution (ECB, 2024). The spike on the day after the blackout reflected a combination of a "restocking" effect, as individuals sought to replenish their cash holdings after using them, and a possible increase in precautionary reserves. This interpretation is supported by a causal impact analysis, which finds a statistically significant net positive effect on cumulated cash demand, even after accounting for the prior day's suppressed withdrawals.¹⁶ By contrast, the significant surge in ATM withdrawals in unaffected areas points to uncertainty in mainland Spain spurring precautionary cash withdrawals in extra-peninsular Spain. This happened despite digital systems in these areas remaining functional and card spending declining less than in affected areas (CaixaBank Research, 2025; BBVA Research, 2025).

¹⁶ Following Brodersen et al. (2015) and controlling for daily seasonality and calendar effects, we find a statistically significant net positive effect on cumulated cash demand in mainland Spain, even after accounting for the prior day's suppressed withdrawals. The observed ATM withdrawals in the days after the blackout (average index 379.16) far outstrip what would have been expected had behaviour simply returned to normal after the constraint. (The counterfactual average index was 268.57 and a strong statistical significance of the causal effect was found – a Bayesian one-sided tail-area probability $p = 0.009$ – indicating a very high posterior probability that the observed increase was indeed greater than zero, and not due to random chance.) Similar models applied to the extra-peninsular demand also confirm a causal increase attributable to the blackout, most likely due to fears the blackout would spread to Spain's islands as well as Ceuta and Melilla.

2.4 Greece in the sovereign debt crisis

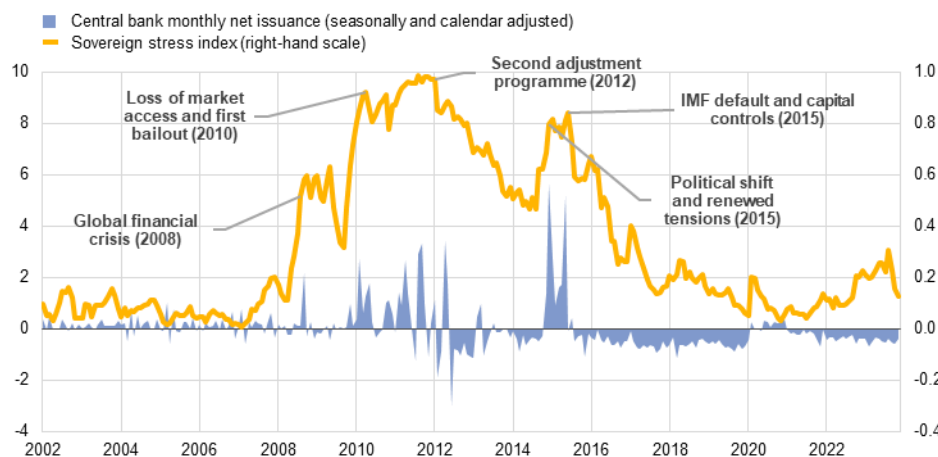
During the sovereign debt crisis, heightened market uncertainty driven by political developments and evolving prospects for the macroeconomic adjustment programme led to a sharp increase in banknote demand in Greece.

Chart 8 juxtaposes monthly net banknote issuance in Greece with the Composite Indicator of Systemic Sovereign Stress (SovCISS) for Greece. Reflecting the heightened uncertainty, monthly net issuance of banknotes by the Bank of Greece soared to a historic peak of nearly €5 billion in June 2015. Following several events at the end of June 2015, including the decision by the Greek authorities to hold a referendum and the non-prolongation of the macroeconomic adjustment programme, the Greek Government declared a bank holiday and introduced strict capital controls, including daily ATM withdrawal limits. The intensity of this period is mirrored in the SovCISS, which aggregates metrics such as yield spreads, volatility and bid-ask spreads (Garcia-de-Andoain and Kremer, 2018). By July 2015 this indicator had reached the exceptional level of 0.82 on a scale from 0 to 1, closely tracking the spikes in cash issuance in Chart 8. The strong co-movement between the SovCISS and net banknote issuance indicates that the public's heightened demand for physical currency was closely correlated with periods of elevated sovereign and financial market stress.

Chart 8

Central bank monthly net cash issuance and sovereign stress in Greece

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



Sources: ECB SDW and ECB staff calculations.

Notes: The blue area represents the monthly net banknote issuance in Greece, with reference values shown on the left-hand scale. The yellow line shows the monthly values of the SovCISS for Greece, with reference values shown on the right-hand scale.

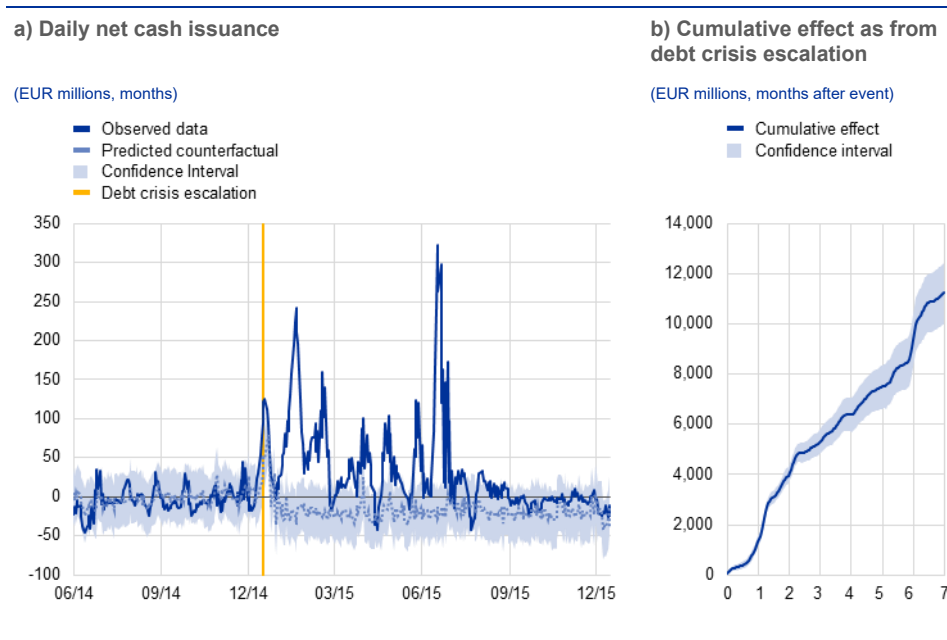
From late 2014 to mid-2015, daily net banknote issuance in Greece was well above the level expected in the absence of the crisis, reflecting elevated public perceptions of risk. Using a causal inference approach with synthetic controls (the Netherlands, Austria and Finland),¹⁷ our analysis shows that the escalation of the crisis had a pronounced and measurable effect on cash demand in Greece. Daily net

¹⁷ Germany, despite its distance from Greece and fiscal situation at the time, is not a suitable control country as the restrictions on withdrawals from ATMs in Greece impacted German-issued banknotes in circulation (Deutsche Bundesbank, 2022).

issuance repeatedly spiked well above the model's counterfactual estimates (Chart 9, panel a). A particularly sharp peak occurred on 18 June 2015, coinciding with a Eurogroup meeting that did not result in an agreement to release additional funds. On that day alone, net issuance exceeded €300 million. Analysis confirms that all individual spikes are causally attributable to the specific events labelled in Chart 8. For illustrative purposes, we show that over the entire post-intervention period of seven months the average daily net issuance in Greece was approximately €72 million above the expected level.¹⁸ The cumulative effect rose steadily from the moment the crisis started to escalate, reaching an estimated total of €11.2 billion six months later (Chart 9, panel b).

Chart 9

The effect of the sovereign debt crisis on daily net cash issuance in Greece



Source: ECB staff calculations using the Currency Information System 2 database.

Notes: Panel a) shows the observed daily net banknote issuance in Greece (solid blue line) experiencing several peaks after the intervention (yellow vertical line, marking the moment when the sovereign debt crisis started to escalate). This is a significant divergence from the model's counterfactual prediction (dotted blue line with shaded 95% interval), which represents the expected issuance had the crisis not escalated. Panel b) displays the cumulative effect over time since the intervention, showing a steadily growing total excess net currency issuance in Greece that is attributable to the crisis. The start of the treatment is marked as 17 December 2014, when the Athens Stock Exchange plunged by roughly 20% and ten-year Greek government bond yields spiked above 9% following an inconclusive first-round presidential vote in Greece. The model was trained on data from the one-year period prior to the intervention and the post-intervention period covers the seven months following the escalation of the crisis. The strong statistical significance of the causal effect (Bayesian one-sided tail-area probability $p = 0.001$) indicates a very high posterior probability that the observed increase was indeed greater than zero, and not due to random chance, given the model and the data.

3 Conclusion and implications for public policy

These diverse crisis episodes illustrate that the utility of cash intensifies markedly when stability is threatened – irrespective of the specific nature or geographical scope of the underlying shock, or the degree of digitalisation. Each case study, however, illuminates a distinct dimension of this

¹⁸ Daily net issuance stood at €57 million, in stark contrast to the -€15 million predicted by the model had the crisis not intensified. This negative predicted issuance is consistent with typical cash flow seasonality, where certain times of the year historically exhibit net inflows of banknotes back to the central bank. In Greece, this is further enhanced by tourism-driven banknote inflows.

resilience across different failure points. The pandemic revealed sustained precautionary cash hoarding driven by prolonged uncertainty during a public health emergency. Russia's unjustified full-scale invasion of Ukraine highlighted rapid, localised demand surges near conflict zones and irrespective of countries' degree of digitalisation. The Iberian blackout highlighted cash as an indispensable payment method when digital infrastructures fail and also as an important instrument for public reassurance, extending its influence even to areas not directly affected by the initial shock. Finally, Greece's sovereign debt crisis saw recurrent demand spikes during protracted financial turmoil and political tensions. These cases collectively reveal a consistent pattern: in moments of acute stress, the public often turns to physical currency as a reliable store of value and a resilient means of payment, underscoring the crucial role it plays above and beyond everyday transactional convenience.

This crisis-driven demand for cash stems from its fundamental attributes: it offers distinct psychological and practical utility, explaining its well-documented global staying power.

Safe asset theory partly explains flights to government-backed liabilities during uncertainty (Gorton and Ordoñez, 2022). However, the appeal of cash is amplified by its tactile nature, providing comfort and control, and its offline functionality becoming paramount during digital system failures (Bartzsch et al., 2024). Cash offers certainty concerning its nominal value, immediate access and privacy. Heightened loss aversion during crisis, coupled with varied individual perceptions of stability, make cash a tool for satisfying risk-averse individuals' demand for direct liquidity insurance (Muñoz and Soons, 2022).¹⁹ This crisis-specific utility contributes to the persistent demand for cash that cannot be fully explained by traditional economic factors like interest rates or income (Jobst and Stix, 2017; Goodhart and Ashworth, 2020).

Beyond these individual drivers, the resilience of cash suggests it has broader system-wide advantages that are difficult to quantify.

From a systems theory perspective, while digital payment rails are optimised for efficiency (maximising "mean time between failure"), cash provides essential redundancy – a "spare tire" – for the payment system.²⁰ This redundancy is vital for any system, as no system is infallible. Relatedly, widespread individual cash holdings generate a societal benefit or "positive externality": a distributed liquidity network for the euro area community when centralised systems fail – a feature digital-only regimes cannot replicate. This makes cash a kind of societal insurance, a low-cost safeguard against major systemic instability. Finally, cash can act as a crucial counterweight to concentrated power within payment systems, fostering market competition (Lagos and Zhang, 2022), and empowering users by providing the option to make unrecorded

¹⁹ Under conditions of stress and uncertainty, individuals often exhibit heightened loss aversion, meaning the psychological impact of a potential loss becomes disproportionately larger than that of an equivalent gain.

²⁰ The analogy draws on systems safety engineering, where critical systems incorporate simpler, often manual, backup mechanisms to ensure functionality if primary automated systems fail. A well-known example is the emergency staircase in a skyscraper; while elevators are more efficient for everyday use, the staircase provides an essential, redundant path for egress during a power failure. While the analogy is not perfect – as cash, unlike an emergency staircase, is widely used for daily transactions – the underlying principle holds.

transactions. This suggests that its latent social benefits may be larger than traditionally estimated (Rösl and Seitz, 2022 and 2024).

These findings and reflections support the growing recognition among authorities that cash is a critical component of national crisis preparedness.

Central banks, finance ministries and civil protection agencies in several countries now recommend that households maintain a multi-day cash float for essential purchases. For instance, authorities in the Netherlands, Austria and Finland suggest holding amounts ranging from approximately €70 to €100 per household member or enough to cover essential needs for about 72 hours.^{21,22} Some jurisdictions, like Finland, are even exploring “disruption-proof” ATMs to ensure access during digital failures.²³ This aligns with the understanding that physical currency not only serves to meet individual needs but also contributes to broader systemic resilience.²⁴

Ultimately, the evidence underscores the continued importance for central banks and the private sector to ensure an efficient and robust cash supply, encompassing adequate stocks and resilient business continuity plans.

Understanding the often heavy-tailed nature of cash demand spikes – where extreme, infrequent events drive disproportionate demand – has profound implications. It means that while day-to-day operational forecasting can rely on more normally distributed demand, the infrastructure and strategic reserves must be prepared for these less predictable, high-impact surges.²⁵ This ensures that cash, as the only central bank liability directly available to all, can fulfil its role – not just in daily transactions but as a fundamental pillar of economic stability and public confidence, particularly when it is needed most. These imperatives are recognised in the Eurosystem cash strategy, which aims to ensure continued availability, access to and acceptance of cash in the euro area.

²¹ See, for example, Ministry of Finance Finland (2022), Oesterreichische Nationalbank (2024) and De Nederlandsche Bank (2025).

²² Relatedly, the European Commission's 72-hour emergency preparedness guidance included cash alongside essentials like water and medicine (Reuters, 2025b). This announcement made by video on the European Commission's official YouTube Channel was widely covered in the media. However, there is no outline of population preparedness guidance as yet. This will be part of the “[EU Preparedness Union Strategy to prevent and react to emerging threats and crises](#)”.

²³ This is available at Suomen Pankki's website under “[‘Home emergency kit’ for payments](#)”.

²⁴ Yet, this enduring utility of cash, particularly its store-of-value function and crisis demand, often seems at odds with policies that, intentionally or not, increase friction in its use or aim to reduce its circulation. Measures such as stringent payment limits or the removal of large-denomination banknotes – as seen, for example, in the motivations behind India's demonetisation – may not adequately account for the positive externalities of a readily available cash stock or the public's legitimate need for convenient, high-value physical storage, particularly during periods of uncertainty. For this reason, [Regulation \(EU\) 2024/1624 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing](#) (the new Anti-Money Laundering Regulation) provides that in the event of contingencies where electronic payments are not available, cash payment limits can temporarily be suspended.

²⁵ This is analogous to the design of Dutch dykes, which are engineered not for average tides but for rare, catastrophic floods, using principles from extreme value theory to model such high-impact surges. A resilient cash supply must similarly be sized for its critical role during infrequent crises, not just for daily transactional flows.

References

- Armeliuss, H., Claussen, C.A. and Reslow, A. (2022), "Withering cash: Is Sweden ahead of the curve or just special?", *International Journal of Central Banking*, Vol. 18, No 5, pp. 199-238.
- Bartzsch, N., Rösl, G. and Seitz, F. (2024), "Cash demand in times of crises: A global perspective", *Bank i Kredyt*, Vol. 54, No 1, pp. 1-43.
- BBVA Research (2025), *The blackout in real time: collapse and resilience of consumption after 28A*, 9 May.
- Beckmann, E. and Zamora-Pérez, A. (2023), "The impact of war: Extreme demand for euro cash in the wake of Russia's invasion of Ukraine", *The international role of the euro*, ECB, pp. 37-40.
- Brodersen, K.H., Gallusser, F., Koehler, J., Remy, N. and Scott, S.L. (2015), "Inferring causal impact using Bayesian structural time-series models", *Annals of Applied Statistics*, Vol. 9, No 1, pp. 247-274.
- Bundesbank (2022), "[Demand for euro banknotes issued by the Bundesbank: current developments](#)", *Monthly Report*, April, pp. 67-83.
- CaixaBank Research (2025), "Valoración del impacto económico del apagón del día 28 de abril," *Nota breve*, 5 May.
- Caldara, D. and Iacoviello, M. (2022), "Measuring geopolitical risk", *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, pp. 1194-1225.
- Clipal, R. and Zamora-Pérez A. (2025), "Cash is alive... and somewhat young? Decoupling age, period and cohort from cash use", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, Frankfurt am Main.
- De Nederlandsche Bank (2025), *NFPS advice: Prepare for a three-day disruption of electronic payments*, 20 May.
- ECB (2024), *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE 2024)*, Frankfurt am Main.
- European Network of Transmission System Operators for Electricity (ENTSO-E) (2025), *Iberian Peninsula Blackout*, 28 April.
- Garcia-de-Andoain, C. and Kremer, M. (2018), "Beyond spreads: Measuring sovereign market stress in the euro area", *Working Paper Series*, No 2185, ECB, Frankfurt am Main, October.
- Lagos, R. and Zhang, S. (2022), "The limits of monetary economics: On money as a constraint on market power", *Econometrica*, Vol. 90, No 3, pp. 1177-1204.
- Lalouette, L., Zamora-Pérez, A., Rusu, C., Bartzsch, N., Politronacci, E., Delmas, M., Rua, A., Brandi, M. and Naski, M. (2021), "[Foreign demand for euro banknotes](#)", *Occasional Paper Series*, No 253, ECB, Frankfurt am Main, January.

Lerner, J.S., Li, Y., Valdesolo, P. and Kassam, K.S. (2015), "[Emotion and decision making](#)", *Annual Review of Psychology*, Vol. 66, pp. 799-823.

Ministry of Finance Finland (2022), [Securing daily payments](#).

Oesterreichische Nationalbank (2024), [Cash management](#).

Reuters (2025a), [EU tells the public to hold 72 hours of emergency supplies](#), 26 March.

Reuters. (2025b), [Power begins to return after huge outage hits Spain and Portugal](#), 29 April.

Reuters (2025c), [Post-blackout in Spain and Portugal, companies count the cost](#), 29 April.

Rösl, G. and Seitz, F. (2022), "Cash demand in times of crisis", *Journal of Payments Strategy & Systems*, Vol. 16, No 2), pp, 107-119.

Rösl, G. and Seitz, F. (2024), "Uncertainty, politics, and crises: The case for cash", *Latin American Journal of Central Banking*, Vol. 5, No 3, 100128.

Tamele, B., Zamora-Pérez, A., Litardi, C., Howes, J., Steinmann, E. and Todt, D. (2021), "[Catch me \(if you can\): assessing the risk of SARS-CoV-2 transmission via euro cash](#)", *Occasional Paper Series*, No 259, ECB, Frankfurt am Main, July.

Zamora-Pérez, A. (2021), "[The paradox of banknotes: Understanding the demand for cash beyond transactional use](#)", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB.

Statistics

Contents

1	External environment	S 2
2	Economic activity	S 3
3	Prices and costs	S 9
4	Financial market developments	S 13
5	Financing conditions and credit developments	S 18
6	Fiscal developments	S 23

Further information

Data published by the ECB can be accessed from the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/>

Detailed tables are available in the "Publications" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Methodological definitions, general notes and technical notes to statistical tables can be found in the "Methodology" section of the ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

Explanations of terms and abbreviations can be found in the ECB's statistics glossary:

<https://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3.5	2.5	4.8	1.0	3.1	3.6	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.5	2.9	0.4	1.2	5.4	0.4	4.1	7.4	3.3	0.2	5.4
2024	3.2	2.9	1.1	0.1	5.0	0.9	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2024 Q3	0.9	0.8	0.0	0.6	1.3	0.4	2.6	2.0	2.8	0.5	2.2
Q4	0.9	0.6	0.1	0.5	1.6	0.4	2.7	2.5	2.9	0.2	2.2
2025 Q1	0.8	-0.1	0.7	0.1	1.2	0.6	2.7	2.8	3.8	-0.1	2.3
Q2	.	0.8	0.3	0.5	1.1	0.1	2.4	3.5	3.5	0.0	2.0
2025 Mar.	-	-	-	-	-	-	2.4	2.6	3.6	-0.1	2.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	2.3	3.5	3.6	-0.1	2.2
May	-	-	-	-	-	-	2.4	3.4	3.5	-0.1	1.9
June	-	-	-	-	-	-	2.7	3.6	3.3	0.1	2.0
July	-	-	-	-	-	-	2.7	3.8	3.1	0.0	2.0
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	2.1

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

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

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ²⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.1	4.6	1.7
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	-3.7	4.5
2024	52.9	53.7	52.5	51.3	52.1	50.1	50.7	53.1	49.0	4.2	3.6	4.8
2024 Q3	52.9	54.3	53.1	52.5	50.9	50.3	49.8	53.4	48.4	1.3	1.6	1.1
Q4	53.0	54.8	50.9	50.1	51.8	49.3	49.9	53.3	48.4	0.9	1.1	0.8
2025 Q1	52.0	52.6	50.8	50.6	51.5	50.4	50.9	52.1	49.7	3.2	8.5	-1.6
Q2	51.4	52.2	50.3	51.0	50.6	50.4	50.3	51.6	48.2	-1.4	-5.6	2.8
2025 Mar.	52.3	53.5	51.5	48.9	51.8	50.9	50.4	52.6	50.1	3.2	8.5	-1.6
Apr.	50.9	50.6	48.5	51.2	51.1	50.4	50.5	50.9	47.3	2.2	4.2	0.3
May	51.5	53.0	50.3	50.2	49.6	50.2	49.0	52.1	48.0	1.3	0.5	2.0
June	51.9	52.9	52.0	51.5	51.3	50.6	51.3	51.8	49.2	-1.4	-5.6	2.8
July	53.0	55.1	51.5	51.6	50.8	50.9	49.7	53.5	48.2	.	.	.
Aug.	53.4	54.6	53.5	52.0	51.9	51.0	51.7	53.4	48.7	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

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

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding the euro area.

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	13,757.8	13,480.3	7,253.3	2,942.0	3,015.4	1,555.9	870.4	582.9	269.6	-277.5	7,430.4	7,152.9
2023	14,637.7	14,113.6	7,742.5	3,096.3	3,192.6	1,631.7	925.2	629.1	82.1	-524.1	7,386.9	6,862.8
2024	15,200.2	14,523.9	8,022.4	3,261.9	3,187.8	1,638.8	919.4	623.1	51.7	-676.3	7,488.7	6,812.4
2024 Q3	3,813.5	3,655.9	2,013.8	822.2	799.0	407.8	228.9	160.7	20.8	-157.6	1,869.7	1,712.1
Q4	3,859.0	3,695.5	2,030.1	831.7	810.1	414.0	231.5	163.0	23.6	-163.5	1,884.3	1,720.8
2025 Q1	3,896.5	3,735.6	2,053.4	836.4	831.5	419.3	231.0	179.4	14.3	-160.9	1,929.0	1,768.1
Q2	3,929.3	3,765.1	2,065.7	846.6	821.7	419.2	233.3	167.4	31.1	-164.2	1,911.6	1,747.4
as percentage of GDP												
2024	100.0	95.6	52.8	21.5	21.0	10.8	6.0	4.1	0.3	-4.4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q3	0.4	1.3	0.5	0.7	1.6	-0.5	-1.9	13.6	-	-	-1.4	0.3
Q4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6	0.8	0.7	-0.1	-	-	0.1	-0.1
2025 Q1	0.6	0.5	0.3	-0.1	2.7	0.5	0.2	11.8	-	-	2.2	2.2
Q2	0.1	0.4	0.1	0.5	-1.8	-0.2	0.8	-8.6	-	-	-0.5	0.0
annual percentage changes												
2022	3.6	3.9	5.3	1.3	1.9	-0.3	3.9	4.7	-	-	7.6	8.6
2023	0.4	0.0	0.4	1.5	1.7	0.2	2.1	5.2	-	-	-1.1	-1.9
2024	0.9	0.5	1.2	2.3	-2.0	-1.4	-1.9	-3.7	-	-	0.4	-0.4
2024 Q3	0.9	1.1	1.3	2.6	-1.8	-2.0	-3.6	1.4	-	-	0.9	1.2
Q4	1.3	1.4	1.8	2.4	-2.2	-0.6	-0.9	-7.7	-	-	0.4	0.6
2025 Q1	1.6	2.2	1.4	2.1	2.3	0.4	-0.5	11.2	-	-	2.4	3.8
Q2	1.5	2.6	1.4	1.7	3.0	0.6	-0.4	15.9	-	-	0.3	2.4
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q3	0.4	1.3	0.3	0.2	0.3	-0.1	-0.1	0.5	0.5	-0.9	-	-
Q4	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	-	-
2025 Q1	0.6	0.5	0.1	0.0	0.6	0.1	0.0	0.5	-0.2	0.1	-	-
Q2	0.1	0.3	0.1	0.1	-0.4	0.0	0.0	-0.4	0.5	-0.2	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3.6	3.8	2.7	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2	0.4	-0.1	-	-
2023	0.4	0.0	0.2	0.3	0.4	0.0	0.1	0.2	-0.9	0.4	-	-
2024	0.9	0.5	0.6	0.5	-0.4	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	0.4	-	-
2024 Q3	0.9	1.0	0.7	0.6	-0.4	-0.2	-0.2	0.1	0.2	-0.1	-	-
Q4	1.3	1.4	0.9	0.5	-0.5	-0.1	-0.1	-0.4	0.4	-0.1	-	-
2025 Q1	1.6	2.1	0.7	0.5	0.5	0.0	0.0	0.5	0.4	-0.5	-	-
Q2	1.5	2.4	0.7	0.4	0.6	0.1	0.0	0.6	0.7	-0.9	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2022	12,365.3	217.1	2,413.5	647.7	2,368.2	638.1	546.6	1,340.6	1,490.9	2,320.9	381.7	1,392.4
2023	13,240.0	222.5	2,594.9	705.9	2,472.6	694.7	608.0	1,467.1	1,604.7	2,456.7	412.9	1,397.6
2024	13,684.1	230.2	2,550.5	726.5	2,559.2	731.3	641.3	1,542.0	1,677.8	2,593.4	431.9	1,516.1
2024 Q3	3,430.6	57.8	635.0	181.3	640.2	184.1	161.1	387.3	421.9	652.7	109.1	382.9
Q4	3,472.6	58.9	653.7	182.7	645.8	186.4	162.1	387.9	424.9	660.9	109.3	386.4
2025 Q1	3,500.2	59.8	659.3	185.5	649.4	187.9	163.5	389.8	427.4	667.5	110.2	396.2
Q2	3,533.5	61.6	661.8	187.6	656.2	190.3	164.9	392.6	432.7	674.0	111.9	395.8
as percentage of value added												
2024	100.0	1.7	18.6	5.3	18.7	5.3	4.7	11.3	12.3	19.0	3.2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q3	0.3	-0.2	0.5	-0.7	0.0	1.3	0.1	0.2	0.2	0.3	1.5	1.5
Q4	0.3	0.8	0.3	0.2	0.4	1.1	-0.3	0.3	-0.1	0.5	-1.1	1.6
2025 Q1	0.6	2.0	2.0	0.7	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	-0.1	-0.3
Q2	0.1	-1.7	0.2	-0.6	0.3	0.7	-0.3	0.2	0.4	0.0	0.4	-0.1
annual percentage changes												
2022	4.0	-0.9	0.4	-0.3	9.0	6.3	-1.8	2.6	5.9	2.8	16.9	0.8
2023	0.6	-2.7	-1.6	0.9	0.1	6.6	-1.9	1.8	1.7	0.9	3.8	-1.8
2024	0.9	-0.9	-0.8	-1.0	0.8	2.9	1.7	1.8	1.8	1.4	1.4	0.7
2024 Q3	1.0	-1.0	0.2	-1.4	0.6	2.6	1.5	2.0	1.7	1.5	1.5	0.1
Q4	0.9	-0.3	-0.6	-1.1	1.0	2.7	1.8	1.8	0.9	1.6	1.6	5.2
2025 Q1	1.5	0.9	3.0	-0.3	0.8	3.2	-0.2	1.0	1.0	1.6	0.9	2.8
Q2	1.4	0.9	3.0	-0.4	1.0	3.7	-0.2	1.0	0.8	1.1	0.7	2.7
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q3	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
Q4	0.3	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
2025 Q1	0.6	0.0	0.4	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2022	4.0	0.0	0.1	0.0	1.6	0.3	-0.1	0.3	0.7	0.6	0.5	-
2023	0.6	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2024	0.9	0.0	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-
2024 Q3	1.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-
Q4	0.9	0.0	-0.1	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3	0.0	-
2025 Q1	1.5	0.0	0.6	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.0	-
Q2	1.4	0.0	0.6	0.0	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ- ees	Self- employed	Agricul- ture forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and com- munica- tion	Finance and in- surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis- tration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.5
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.3	3.4	2.3	1.1	14.2	24.9	6.6
2024	100.0	86.2	13.8	2.8	14.0	6.4	24.3	3.4	2.3	1.0	14.2	25.0	6.5
annual percentage changes													
2022	2.3	2.5	1.4	-0.7	1.2	3.5	3.1	5.8	0.1	3.5	3.8	1.5	1.1
2023	1.4	1.5	0.7	-2.4	0.8	1.3	2.0	3.6	0.4	2.0	1.7	1.3	1.6
2024	1.0	1.0	0.8	0.0	0.2	1.1	1.0	2.0	0.8	-0.6	0.7	1.6	0.6
2024 Q3	1.0	1.0	1.1	0.3	0.3	0.7	1.0	1.7	1.0	-1.4	1.1	1.7	0.9
Q4	0.8	0.9	0.3	-1.1	0.0	0.8	1.1	1.3	1.0	0.1	0.1	1.5	0.2
2025 Q1	0.7	0.9	-0.2	-1.6	-0.2	0.8	0.7	1.0	1.4	3.1	0.6	1.4	1.0
Q2	0.6	0.7	0.2	-2.7	-0.3	0.9	0.8	0.6	1.2	3.3	0.8	1.2	0.2
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2022	100.0	81.8	18.2	3.8	14.7	7.4	25.0	3.5	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
2023	100.0	82.0	18.0	3.7	14.6	7.3	25.1	3.6	2.4	1.1	14.2	22.1	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.6	14.5	7.3	25.1	3.7	2.4	1.1	14.3	22.2	5.9
annual percentage changes													
2022	3.7	3.8	3.1	-1.3	1.3	4.3	7.3	6.2	-0.6	5.8	4.6	1.1	4.8
2023	1.4	1.7	0.3	-2.1	0.7	0.9	1.8	3.5	0.5	2.0	1.8	1.7	2.3
2024	1.1	1.1	0.7	-0.5	0.3	1.1	1.0	2.2	0.6	-0.9	1.2	1.6	1.1
2024 Q3	0.5	0.6	0.1	-0.8	-0.2	0.1	0.6	1.3	0.6	-2.1	0.9	1.0	0.7
Q4	0.9	1.1	0.1	-1.0	0.0	0.9	1.1	1.5	0.2	0.7	0.8	1.7	1.1
2025 Q1	0.4	0.7	-1.0	-2.1	-0.6	0.5	0.2	0.8	1.1	2.3	0.4	1.3	1.6
Q2	0.4	0.6	-0.7	-2.5	-0.7	1.1	0.3	0.4	1.3	2.5	0.6	0.9	1.1
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2022	1.3	1.3	1.7	-0.7	0.1	0.8	4.1	0.3	-0.7	2.2	0.8	-0.4	3.7
2023	0.0	0.2	-0.4	0.3	-0.1	-0.4	-0.2	-0.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.7
2024	0.1	0.1	-0.1	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.3	-0.2	-0.4	0.5	0.0	0.5
2024 Q3	-0.5	-0.4	-1.0	-1.0	-0.5	-0.6	-0.4	-0.3	-0.4	-0.6	-0.2	-0.7	-0.2
Q4	0.2	0.3	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.0	0.2	-0.8	0.6	0.7	0.2	0.9
2025 Q1	-0.3	-0.1	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-0.8	-0.2	-0.1	0.6
Q2	-0.3	-0.1	-0.9	0.2	-0.3	0.2	-0.5	-0.2	0.1	-0.7	-0.2	-0.3	0.8

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2024			100.0			78.7		21.3		51.2		48.8		
2022	167.404	3.1	11.369	6.8	2.7	9.124	6.0	2.245	14.6	5.718	6.4	5.652	7.2	3.2
2023	169.703	2.9	11.166	6.6	2.4	8.875	5.8	2.292	14.5	5.644	6.3	5.522	6.9	3.1
2024	171.292	2.8	10.918	6.4	2.1	8.596	5.5	2.322	14.6	5.591	6.1	5.328	6.6	2.6
2024 Q3	171.427	2.8	10.858	6.3	1.9	8.489	5.5	2.368	14.9	5.640	6.2	5.218	6.5	2.5
2024 Q4	171.649	2.8	10.633	6.2	2.0	8.359	5.4	2.274	14.4	5.466	6.0	5.167	6.4	2.5
2025 Q1	172.691	2.8	10.973	6.4	2.1	8.620	5.5	2.354	14.8	5.602	6.1	5.371	6.6	2.4
2025 Q2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.3
2025 Feb.	-	-	10.886	6.3	-	8.553	5.5	2.334	14.7	5.542	6.1	5.344	6.6	-
Mar.	-	-	11.039	6.4	-	8.681	5.5	2.358	14.8	5.682	6.2	5.357	6.6	-
Apr.	-	-	10.918	6.3	-	8.626	5.5	2.292	14.4	5.616	6.1	5.302	6.5	-
May	-	-	11.011	6.4	-	8.691	5.5	2.320	14.5	5.714	6.2	5.297	6.5	-
June	-	-	10.975	6.3	-	8.684	5.5	2.291	14.3	5.693	6.2	5.282	6.5	-
July	-	-	10.805	6.2	-	8.578	5.5	2.227	13.9	5.614	6.1	5.191	6.4	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. Fully break-free euro area and EU time-series were published for the first time in February 2022, following the implementation of the Integrated European Social Statistics Framework Regulation in 2021. For details of the break correction, see Eurostat (2024) EU labour force survey – correction for breaks in time series, Statistics Explained, updated 13 September 2024.

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2022	1.8	2.5	-1.3	3.7	5.9	-3.4	2.1	1.1	-2.7	3.5	4.5	10.0	-4.3
2023	-1.7	-1.2	-6.2	3.1	-1.0	-5.0	2.0	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.3	-3.9	-5.0	0.0	-0.1	-1.0	1.2	0.5	1.7	0.7	1.6	-0.1
2024 Q3	-1.7	-2.0	-3.7	-3.9	2.6	1.1	-2.2	2.1	0.8	2.9	2.4	0.8	-8.8
2024 Q4	-1.5	-1.8	-2.4	-4.0	2.6	0.3	-0.1	2.2	1.0	3.0	0.9	2.0	-1.4
2025 Q1	1.5	1.4	-1.0	-1.6	9.2	0.6	-0.4	2.0	1.3	2.7	1.5	2.0	-2.9
2025 Q2	1.2	1.2	-1.5	-0.1	6.3	1.7	3.3	2.7	1.9	3.3	3.7	1.9	-1.7
2025 Feb.	0.9	0.3	-2.4	-2.2	7.5	2.2	-0.4	2.0	1.7	2.2	2.0	0.9	1.5
Mar.	3.7	3.9	0.7	0.4	14.0	1.8	-1.2	2.1	0.8	3.0	2.2	2.7	-6.8
Apr.	0.2	0.6	-0.9	-0.7	4.1	-1.7	4.7	2.7	2.6	2.7	4.5	0.9	3.4
May	3.1	3.2	-1.7	2.8	10.1	2.3	3.6	2.0	0.7	2.8	2.7	2.0	4.9
June	0.2	-0.2	-1.8	-2.1	4.5	4.6	1.7	3.5	2.4	4.4	4.0	2.9	-12.2
July	.	.	.	.	.	.	.	2.2	0.9	3.1	2.3	.	6.1
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Feb.	1.2	1.2	0.3	1.0	1.7	1.1	-1.2	0.2	0.2	0.2	0.5	-0.1	3.4
Mar.	2.2	2.0	1.4	2.3	2.1	-0.4	0.0	0.4	0.0	0.5	0.8	0.9	-3.9
Apr.	-2.5	-2.1	-0.9	-1.2	-4.3	-2.9	4.5	0.4	0.8	0.2	1.3	-0.3	3.6
May	1.1	0.7	-1.7	0.9	6.8	3.6	-2.1	-0.3	-0.4	-0.1	-1.0	0.3	-1.1
June	-1.3	-1.6	-0.2	-2.2	-4.3	2.9	-0.8	0.6	0.6	0.6	0.8	-0.1	-5.3
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.5	-1.1	0.2	-1.7	.	5.0

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confi- dence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-21	94.7	-5.1	33.8	-14.4	-6.1	-7.9	-9.1	.	-	-	-	-
2022	102.3	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.6	9.3	89.9	-	-	-	-
2023	96.2	-6.1	80.7	-17.4	-1.3	-4.2	6.7	90.4	-	-	-	-
2024	95.7	-11.0	78.4	-14.0	-4.5	-6.9	6.3	90.1	45.9	46.2	51.5	50.1
2024 Q4	95.2	-12.7	77.4	-13.4	-3.8	-5.7	5.7	90.4	45.4	45.1	50.9	49.3
2025 Q1	95.5	-11.4	77.3	-14.1	-3.3	-5.8	4.5	90.3	47.6	48.8	51.0	50.4
Q2	94.3	-11.1	77.5	-15.7	-3.4	-7.8	2.3	89.8	49.3	51.3	50.1	50.4
Q3	.	.	77.8	.	.	.	.	89.9	.	.	.	.
2025 Mar.	95.2	-10.7	.	-14.5	-3.6	-6.9	2.5	.	48.6	50.5	51.0	50.9
Apr.	93.9	-11.0	77.5	-16.6	-3.9	-8.8	1.9	89.8	49.0	51.5	50.1	50.4
May	94.9	-10.3	.	-15.1	-3.4	-7.1	1.9	.	49.4	51.5	49.7	50.2
June	94.1	-11.8	.	-15.3	-2.9	-7.6	3.0	.	49.5	50.8	50.5	50.6
July	95.7	-10.5	77.8	-14.7	-3.1	-6.6	4.1	89.9	49.8	50.6	51.0	50.9
Aug.	95.2	-10.3	.	-15.5	-3.5	-6.5	3.6	.	50.7	52.5	50.5	51.0

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

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

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	13.5	91.0	0.5	2.2	12.5	2.1	7.7	37.8	4.9	72.9	4.9	9.4	3.4
2023	14.2	85.0	1.3	2.0	2.6	3.8	1.2	36.4	5.1	68.9	1.6	2.7	0.8
2024	15.3	82.0	2.4	2.4	-2.2	4.4	3.1	34.0	2.9	67.3	1.8	-2.8	0.9
2024 Q2	14.9	83.2	2.1	2.3	-2.2	3.7	2.0	34.9	3.8	68.2	1.8	-8.1	0.9
Q3	15.2	82.5	2.5	2.4	-1.4	5.5	2.5	34.3	3.5	67.7	2.0	2.1	1.0
Q4	15.3	82.0	2.3	2.4	-1.6	4.4	3.1	34.0	2.9	67.3	1.8	2.3	0.9
2025 Q1	15.2	81.7	0.7	2.5	1.1	4.2	4.3	34.1	2.7	67.0	2.0	4.6	1.3

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

3) The profit rate is gross entrepreneurial income (broadly equivalent to cash flow) divided by gross value added.

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

(EUR billions; seasonally adjusted unless otherwise indicated; transactions)

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2024 Q3	1,468.7	1,385.4	83.3	701.1	619.3	376.1	342.2	341.8	331.2	49.8	92.9	20.7	16.1
Q4	1,480.8	1,406.5	74.3	704.4	621.9	383.7	339.1	344.6	342.1	48.1	103.4	34.6	22.5
2025 Q1	1,549.7	1,474.9	74.7	759.8	643.4	394.0	364.7	346.1	377.8	49.8	89.1	31.9	26.5
Q2	1,476.5	1,390.3	86.2	712.2	625.4	387.6	351.5	329.5	318.0	47.1	95.3	18.0	12.5
2025 Jan.	509.0	486.6	22.4	246.4	206.4	129.4	120.7	117.4	129.4	15.7	30.2	12.8	12.0
Feb.	516.0	496.1	19.8	250.0	217.2	133.8	122.5	116.0	128.9	16.2	27.6	7.7	6.5
Mar.	524.7	492.2	32.5	263.4	219.8	130.8	121.5	112.6	119.5	17.9	31.4	11.4	8.1
Apr.	490.1	471.5	18.6	239.0	207.9	126.8	120.1	108.3	111.4	16.0	32.1	5.6	3.7
May	496.4	464.7	31.8	237.9	204.8	129.8	116.1	113.0	112.4	15.8	31.3	5.7	3.8
June	489.9	454.1	35.8	235.2	212.7	131.1	115.3	108.2	94.2	15.4	32.0	6.7	5.0
12-month cumulated transactions													
2025 June	5,975.7	5,657.2	318.5	2,877.5	2,510.0	1,541.4	1,397.4	1,362.0	1,369.0	194.8	380.7	105.2	77.7
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 June	38.6	36.5	2.1	18.6	16.2	9.9	9.0	8.8	8.8	1.3	2.5	0.7	0.5

1) The capital account is not seasonally adjusted.

2.9 Euro area external trade in goods ¹⁾, values and volumes by product group ²⁾

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q3	2.2	0.3	711.5	339.1	137.6	219.3	590.7	675.8	380.7	112.6	165.6	491.3	75.0
Q4	1.1	2.1	714.6	335.8	139.5	224.6	593.0	682.9	380.8	111.9	171.2	493.2	70.1
2025 Q1	7.9	8.0	769.7	377.1	145.1	230.9	641.3	708.2	399.8	114.6	177.6	507.7	67.7
Q2	0.0	1.9	724.1	.	.	.	600.6	691.1	.	.	.	501.1	.
2025 Jan.	3.0	8.2	245.6	117.8	47.0	76.4	202.6	232.7	131.3	37.3	58.0	166.5	23.8
Feb.	6.3	6.1	257.3	127.0	47.2	76.6	213.6	236.4	133.9	38.6	59.0	168.6	22.8
Mar.	14.0	9.7	266.9	132.3	50.9	77.9	225.2	239.2	134.6	38.7	60.6	172.6	21.1
Apr.	-1.1	0.0	244.6	114.0	46.3	77.8	204.0	230.0	128.7	38.4	57.9	167.3	20.9
May	0.9	-0.7	242.7	115.4	45.7	76.0	202.5	227.0	125.4	37.8	58.1	165.0	19.5
June	0.4	6.8	236.8	.	.	.	194.1	234.0	.	.	.	168.8	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q2	-1.2	-4.3	95.6	89.7	92.3	108.4	95.5	98.6	95.0	96.9	105.0	98.4	133.1
Q3	-0.6	-1.1	94.5	88.9	91.0	106.0	94.7	98.8	94.8	99.4	105.5	99.8	129.8
Q4	-2.6	1.3	93.7	87.3	90.5	107.2	93.9	99.8	95.1	96.9	109.3	99.9	133.0
2025 Q1	0.6	2.1	98.0	93.3	94.2	108.2	98.6	100.4	95.9	97.6	110.4	100.7	129.1
2024 Dec.	-1.9	0.4	93.6	86.3	89.9	108.7	93.6	98.9	93.1	97.1	110.4	99.1	132.3
2025 Jan.	-3.1	2.4	95.5	88.9	92.7	108.7	95.6	99.3	95.2	94.6	108.9	99.1	127.6
Feb.	-1.5	-0.5	97.6	93.3	92.3	107.1	97.9	100.9	96.3	99.6	109.4	100.7	133.2
Mar.	6.0	4.5	100.8	97.7	97.6	108.8	102.4	101.0	96.3	98.6	112.8	102.4	126.6
Apr.	-5.4	-2.4	93.6	87.2	89.0	107.9	93.9	99.0	94.3	98.4	108.1	99.5	134.4
May	-1.0	0.2	95.3	89.4	90.2	109.1	95.7	99.4	94.2	96.7	110.0	99.1	135.2

Sources: ECB and Eurostat.

1) Differences between ECB's b.o.p. goods (Table 2.8) and Eurostat's trade in goods (Table 2.9) are mainly due to different definitions.

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

3 Prices and costs

3.1 Harmonised Index of Consumer Prices ¹⁾ (annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾							Administered prices	
	Index: 2015 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices	
		Total	Total excluding food and energy											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5	
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8	
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9	
2024	126.1	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3	
2024 Q3	126.6	2.2	2.8	0.6	4.0	0.5	0.8	0.8	0.2	-1.4	0.9	1.9	4.0	
Q4	126.9	2.2	2.7	0.8	3.9	0.5	0.8	1.8	0.1	-0.6	0.7	2.0	4.3	
2025 Q1	127.3	2.3	2.6	1.2	3.7	0.8	0.5	0.6	0.2	2.9	0.8	2.2	3.7	
Q2	128.9	2.0	2.4	0.8	3.5	0.2	0.5	1.4	0.1	-4.1	1.0	1.9	3.0	
2025 Mar.	128.0	2.2	2.4	1.1	3.5	0.1	0.2	0.7	0.0	-1.4	0.3	2.0	3.5	
Apr.	128.8	2.2	2.7	0.7	4.0	0.1	0.0	0.6	0.0	-2.3	0.7	2.0	3.3	
May	128.7	1.9	2.3	0.8	3.2	-0.1	0.4	-0.1	0.1	-1.2	-0.1	1.8	3.0	
June	129.1	2.0	2.3	0.9	3.3	0.3	0.2	0.5	0.1	0.2	0.4	1.9	2.8	
July	129.1	2.0	2.3	1.1	3.2	0.3	0.3	0.9	0.3	1.0	0.1	1.9	3.0	
Aug. ³⁾	129.3	2.1	2.3	.	3.1	0.2	0.2	0.3	0.0	-0.6	0.4	.	.	

	Goods						Services						
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous	
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3	
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1	
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0	
2024	2.9	3.2	1.9	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.9	4.9	4.0	
2024 Q3	2.3	2.7	1.2	-0.3	0.5	-2.7	3.3	3.0	4.5	-0.9	4.8	4.0	
Q4	2.7	2.8	2.3	-0.2	0.6	-2.2	3.3	3.0	5.0	-2.2	4.6	4.0	
2025 Q1	2.6	2.6	2.9	0.5	0.6	0.4	3.3	2.9	3.9	-1.9	4.2	4.1	
Q2	3.1	2.7	4.6	-0.5	0.6	-3.2	3.3	3.0	4.4	-2.1	3.8	3.9	
2025 Mar.	2.9	2.6	4.2	0.2	0.6	-1.0	3.3	2.9	3.4	-1.7	3.8	4.2	
Apr.	3.0	2.4	4.9	-0.6	0.6	-3.6	3.3	3.0	5.7	-1.9	4.4	4.0	
May	3.2	2.9	4.3	-0.5	0.6	-3.6	3.3	3.0	3.6	-2.6	3.4	3.9	
June	3.1	2.6	4.6	-0.3	0.5	-2.6	3.3	3.0	4.0	-1.9	3.5	3.7	
July	3.3	2.7	5.4	-0.1	0.8	-2.4	3.2	2.9	4.1	-1.9	3.0	3.9	
Aug. ³⁾	3.2	2.6	5.5	.	0.8	-1.9	.	.	.	.	.	.	

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construc- tion ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non- food				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2022	132.7	32.7	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.6	6.8	81.1	11.9	7.3	0.4
2023	130.0	-2.1	1.9	3.7	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.3	2.2	2.0	-4.5
2024 Q3	124.4	-2.7	-0.6	0.4	-0.9	1.3	1.5	0.5	1.1	-8.9	1.8	2.8	-3.8
Q4	126.2	-1.5	-0.2	0.9	-0.3	1.4	2.0	1.4	1.2	-6.0	1.0	4.1	-1.2
2025 Q1	127.7	2.3	0.7	1.3	0.7	1.7	2.1	1.5	1.6	5.0	1.0	5.4	.
Q2	123.5	0.5	-0.1	1.0	0.2	1.7	2.2	1.9	1.4	-0.7	1.4	.	.
2025 Feb.	128.6	3.1	0.8	1.4	0.9	1.7	2.1	1.5	1.5	7.8	-	-	-
Mar.	126.4	1.9	0.3	1.3	0.8	1.8	2.0	1.6	1.5	3.9	-	-	-
Apr.	123.6	0.7	-0.4	1.1	0.4	1.7	2.1	2.0	1.4	-0.5	-	-	-
May	122.9	0.3	-0.1	1.1	0.2	1.7	2.2	2.0	1.4	-1.5	-	-	-
June	123.9	0.6	0.1	0.9	-0.1	1.7	2.4	1.9	1.5	0.0	-	-	-
July	124.4	0.2	0.1	1.0	-0.3	1.8	2.3	1.9	1.6	-1.2	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total										100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6
2022	107.4	5.2	7.1	6.7	4.4	8.2	12.8	17.4	95.0	18.3	28.8	9.6	19.3	27.7	10.9
2023	113.8	6.0	4.7	6.3	3.7	4.1	0.6	-2.2	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2024	117.2	3.0	2.4	2.4	3.0	1.9	0.9	-0.4	77.8	9.4	13.6	5.1	9.2	12.2	5.5
2024 Q3	117.4	2.8	2.2	2.1	2.9	1.8	1.5	0.3	.	10.0	11.6	8.2	10.9	12.4	9.1
Q4	118.3	2.5	1.9	1.8	2.4	1.9	1.8	0.5	.	17.7	23.5	11.8	17.8	21.9	12.8
2025 Q1	118.8	2.3	2.2	2.1	2.8	1.8	2.2	1.9	.	20.0	28.2	11.4	19.2	24.8	12.2
Q2	119.7	2.5	2.1	2.1	2.7	2.0	0.7	-0.2	.	-1.9	2.0	-6.2	-2.3	0.6	-6.0
2025 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13.5	16.3	10.4	12.5	13.3	11.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3.0	-0.7	-5.7	-2.8	-1.0	-5.2
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	0.3	7.7	-7.3	-0.8	4.1	-6.7
June	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3.2	-0.9	-5.7	-3.3	-1.1	-6.0
July	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3.7	-4.8	-2.5	-3.6	-3.9	-3.1
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	1.1	2.5	-0.3	-0.5	-0.1	-1.0

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months ⁵	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		Manu- facturing 6	Services 7	Manu- facturing 8	Services 9
1999-21	24.6	19.0	7.5	13.3	25.0	-	-	-	-
2022	48.5	53.1	27.4	42.1	71.6	-	-	-	-
2023	9.1	28.8	19.6	14.8	74.5	-	-	-	-
2024	6.0	14.5	15.2	4.5	55.1	49.0	59.7	48.8	54.2
2024 Q3	6.6	13.5	13.7	2.9	50.4	52.0	57.9	50.1	53.0
Q4	7.4	13.8	14.7	4.9	48.8	49.2	58.0	48.2	53.3
2025 Q1	10.3	16.8	14.8	4.6	50.3	52.2	60.1	50.0	54.1
Q2	8.2	16.2	14.1	3.2	49.3	48.3	58.2	50.0	52.8
2025 Mar.	11.0	16.6	13.6	3.0	49.5	52.4	58.7	50.4	53.6
Apr.	10.6	17.1	14.6	4.5	48.7	48.9	58.2	51.3	52.9
May	8.0	15.2	14.2	2.9	50.2	47.8	58.3	49.2	52.6
June	5.9	16.3	13.6	2.0	49.1	48.1	58.1	49.5	53.1
July	8.9	16.7	14.0	3.0	49.0	50.0	56.5	49.9	53.0
Aug.	6.7	16.6	15.1	0.8	47.1	50.4	58.3	49.8	53.3

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2022	105.5	4.5	3.7	6.9	5.0	3.4	2.9
2023	110.5	4.7	4.5	5.3	5.1	4.0	4.4
2024	115.6	4.6	4.7	4.5	4.7	4.5	4.5
2024 Q3	111.9	4.7	4.5	5.2	4.8	4.3	5.4
Q4	122.6	3.8	4.2	2.7	4.0	3.4	4.1
2025 Q1	112.1	3.4	3.5	3.2	3.8	2.5	2.5
Q2	123.9	3.7	3.8	3.5	4.2	2.8	4.0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2022	102.8	3.2	4.4	4.7	8.2	0.5	2.3	5.0	6.2	3.7	2.1	-6.4
2023	109.5	6.5	6.3	8.4	5.3	7.7	2.3	7.9	4.0	6.3	5.3	3.0
2024	114.6	4.7	5.1	5.6	6.2	4.7	3.3	3.8	1.1	3.8	4.8	4.2
2024 Q3	114.9	4.6	5.6	4.3	6.7	5.1	3.1	4.1	-0.1	4.1	4.8	3.8
Q4	115.7	3.6	4.0	4.7	6.0	4.4	3.2	2.5	1.6	3.9	3.8	3.2
2025 Q1	116.4	3.1	2.1	0.0	5.0	4.1	1.9	5.0	4.3	4.1	4.1	3.8
Q2	117.5	3.1	1.2	0.3	6.1	3.6	0.6	6.0	5.8	4.5	3.7	4.8
Compensation per employee												
2022	109.1	4.5	4.2	3.9	4.2	6.2	2.8	3.0	5.3	5.8	3.5	8.3
2023	115.0	5.4	5.9	5.7	4.9	5.8	5.3	5.4	3.8	6.3	4.8	5.3
2024	120.2	4.5	4.2	4.5	4.0	4.5	4.2	4.7	3.6	4.9	4.6	5.1
2024 Q3	120.8	4.5	4.3	4.2	4.4	4.8	4.1	4.7	3.4	4.8	4.6	4.4
Q4	122.0	4.2	4.8	4.0	4.0	4.3	4.6	3.3	3.3	4.7	4.0	4.7
2025 Q1	123.2	4.0	4.6	3.2	3.9	4.3	4.1	3.4	2.2	4.5	4.2	3.8
Q2	124.4	3.9	4.9	3.6	4.7	3.7	3.7	4.5	3.5	4.5	3.6	5.3
Labour productivity per person employed												
2022	106.1	1.3	-0.2	-0.8	-3.7	5.7	0.4	-1.9	-0.9	2.0	1.3	15.7
2023	105.1	-1.0	-0.4	-2.4	-0.4	-1.8	2.9	-2.3	-0.2	0.0	-0.4	2.2
2024	104.9	-0.1	-0.9	-1.1	-2.0	-0.2	0.9	0.8	2.4	1.1	-0.2	0.8
2024 Q3	105.1	-0.1	-1.2	-0.1	-2.1	-0.3	0.9	0.6	3.5	0.7	-0.2	0.6
Q4	105.3	0.5	0.8	-0.7	-1.9	-0.1	1.4	0.8	1.6	0.8	0.1	1.4
2025 Q1	105.7	0.8	2.5	3.2	-1.1	0.2	2.2	-1.6	-2.0	0.4	0.2	0.0
Q2	105.8	0.8	3.7	3.3	-1.3	0.1	3.1	-1.4	-2.2	0.0	0.0	0.5
Compensation per hour worked												
2022	103.5	3.2	5.5	3.9	3.9	1.9	2.6	3.6	3.7	4.5	3.9	4.9
2023	108.9	5.3	5.1	5.9	5.1	5.8	5.3	5.3	4.6	6.0	4.4	4.3
2024	113.7	4.4	3.8	4.4	4.1	4.4	3.9	4.7	3.8	4.3	4.5	4.7
2024 Q3	114.2	4.9	3.7	4.9	4.8	5.0	4.3	5.2	3.3	4.9	5.3	4.5
Q4	114.9	3.9	3.4	3.9	4.1	3.8	4.4	3.8	3.8	4.0	3.7	4.3
2025 Q1	116.3	4.1	4.7	3.6	4.2	4.4	4.0	3.6	2.7	4.7	4.3	3.2
Q2	117.4	4.0	4.1	3.9	4.1	3.8	3.7	4.4	4.1	4.8	4.0	4.5
Hourly labour productivity												
2022	100.2	0.0	0.4	-0.8	-4.5	1.5	0.1	-1.2	-3.0	1.2	1.7	11.6
2023	99.2	-1.0	-0.6	-2.3	0.0	-1.6	3.0	-2.5	-0.1	-0.1	-0.7	1.5
2024	99.0	-0.2	-0.4	-1.1	-2.1	-0.2	0.6	1.1	2.8	0.5	-0.3	0.3
2024 Q3	99.2	0.4	-0.2	0.4	-1.5	0.1	1.2	1.0	4.2	0.8	0.5	0.8
Q4	99.1	0.3	0.8	-0.7	-2.0	-0.1	1.2	1.6	1.0	0.2	-0.1	0.5
2025 Q1	99.8	1.1	3.0	3.6	-0.8	0.7	2.3	-1.3	-1.3	0.7	0.3	-0.6
Q2	99.8	1.1	3.5	3.7	-1.5	0.7	3.3	-1.5	-1.5	0.2	0.3	-0.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2025 Mar.	2.50	2.40	2.44	2.39	2.40	4.33	0.48
Apr.	2.34	2.24	2.25	2.20	2.14	4.35	0.48
May	2.17	2.10	2.09	2.12	2.08	4.31	0.48
June	2.01	1.93	1.98	2.05	2.08	4.32	0.48
July	1.92	1.89	1.99	2.06	2.08	4.34	0.48
Aug.	1.92	1.89	2.02	2.08	2.11	4.34	0.48

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1) 2)}					Euro area ^{1) 2)}	United States	Japan	Euro area ^{1) 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	0.41	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	0.64	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	0.63	1.86	1.89	2.50	2.91
2025 Mar.	2.18	2.03	1.99	2.27	2.78	0.75	0.18	0.81	1.92	2.03	2.88	3.52
Apr.	1.88	1.74	1.70	1.99	2.56	0.82	0.35	0.74	1.63	1.74	2.65	3.40
May	1.86	1.78	1.78	2.08	2.61	0.83	0.34	0.90	1.73	1.87	2.70	3.42
June	1.86	1.82	1.84	2.16	2.68	0.86	0.32	0.82	1.80	1.96	2.76	3.48
July	1.90	1.89	1.94	2.25	2.76	0.87	0.33	0.87	1.91	2.08	2.83	3.58
Aug.	1.94	1.90	1.92	2.22	2.79	0.89	0.45	0.88	1.89	2.03	2.83	3.72

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan	
	Benchmark		Main industry indices												
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8	
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6	
2024	502.8	4,870.4	992.6	299.1	161.1	123.9	231.6	951.6	1,069.3	378.7	301.6	792.1	5,430.7	38,395.3	
2025	Mar.	559.1	5,417.7	1,028.5	283.6	160.4	127.6	306.0	1,133.6	1,078.3	407.9	372.4	885.3	5,684.0	37,311.8
	Apr.	520.6	4,994.0	938.6	256.5	158.1	118.1	290.6	1,028.5	972.3	428.7	363.4	799.9	5,369.5	34,343.0
	May	562.6	5,358.5	991.5	270.2	165.8	126.5	317.9	1,146.4	1,088.5	446.5	374.1	824.3	5,810.9	37,490.5
	June	561.8	5,325.1	972.2	257.8	162.5	134.4	317.4	1,161.2	1,110.0	457.0	367.1	801.4	6,030.0	38,458.3
	July	566.7	5,351.7	958.0	261.1	157.2	137.2	324.3	1,192.4	1,098.2	454.6	358.5	805.9	6,296.5	40,173.0
	Aug.	571.9	5,373.8	964.5	254.6	152.4	139.4	348.1	1,188.0	1,048.5	452.3	357.4	835.5	6,408.9	42,299.9

Source: LSEG.

4 Financial market developments

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

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up tp 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 Aug.	0.38	1.77	2.97	2.69	8.16	16.99	7.85	7.82	8.60	5.03	4.69	3.87	3.62	3.36	3.99	3.73
Sep.	0.37	1.77	2.99	2.73	8.23	17.04	7.55	7.76	8.53	4.89	4.58	3.79	3.55	3.28	3.89	3.64
Oct.	0.36	1.77	2.73	2.63	8.06	16.89	7.24	7.71	8.46	4.65	4.37	3.69	3.47	3.22	3.79	3.55
Nov.	0.35	1.76	2.61	2.52	7.96	16.84	6.52	7.69	8.41	4.58	4.27	3.62	3.43	3.16	3.72	3.47
Dec.	0.35	1.76	2.45	2.51	7.91	16.84	6.76	7.48	8.26	4.36	4.15	3.57	3.36	3.09	3.64	3.39
2025 Jan.	0.34	1.75	2.33	2.42	7.80	16.77	7.16	7.69	8.50	4.40	4.06	3.49	2.88	2.97	3.34	3.25
Feb.	0.32	1.55	2.20	2.37	7.75	16.69	6.79	7.66	8.38	4.45	4.00	3.52	3.37	3.09	3.61	3.33
Mar.	0.31	1.52	2.10	2.25	7.73	16.63	6.96	7.57	8.28	4.35	3.92	3.50	3.36	3.10	3.57	3.32
Apr.	0.29	1.50	1.97	2.30	7.53	16.58	6.95	7.59	8.31	4.29	3.85	3.48	3.32	3.04	3.52	3.27
May	0.29	1.45	1.86	2.24	7.49	16.50	6.77	7.60	8.32	4.22	3.70	3.42	3.45	3.12	3.58	3.30
June	0.27	1.44	1.79	2.21	7.41	16.47	6.68	7.47	8.17	4.10	3.61	3.41	3.47	3.12	3.58	3.30
July	0.25	1.43	1.75	2.21	7.29	16.44	6.68	7.53	8.17	4.11	3.56	3.39	3.45	3.12	3.56	3.28

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

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

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

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up tp 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2024 Aug.	0.89	3.42	3.12	5.18	5.14	5.40	5.47	5.17	4.85	4.11	5.03	4.78	4.06	5.01
Sep.	0.88	3.28	2.97	5.12	5.03	5.29	5.49	5.02	4.64	4.04	4.73	4.47	3.85	4.79
Oct.	0.82	3.06	2.96	4.89	4.82	5.10	5.29	4.80	4.39	3.92	4.64	4.29	3.85	4.67
Nov.	0.81	2.92	2.65	4.80	4.80	4.99	5.29	4.62	4.26	3.85	4.42	4.20	3.70	4.52
Dec.	0.77	2.80	2.80	4.64	4.63	4.79	5.08	4.47	4.13	3.76	4.31	4.06	3.63	4.36
2025 Jan.	0.76	2.67	2.58	4.48	4.35	4.60	4.82	4.33	4.02	3.75	4.19	3.87	3.65	4.25
Feb.	0.72	2.50	2.73	4.33	4.37	4.54	4.79	4.22	3.81	3.69	3.98	3.75	3.58	4.11
Mar.	0.67	2.33	2.54	4.21	4.02	4.54	4.81	3.97	3.77	3.69	3.67	3.78	3.67	3.94
Apr.	0.60	2.15	2.65	4.03	3.91	4.23	4.78	3.86	3.59	3.70	3.55	3.51	3.66	3.80
May	0.58	2.06	2.56	3.90	3.78	4.25	4.88	3.67	3.49	3.68	3.30	3.48	3.66	3.66
June	0.53	1.93	2.58	3.82	3.70	4.21	4.89	3.54	3.40	3.63	3.28	3.41	3.54	3.60
July	0.51	1.88	2.49	3.68	3.52	4.08	4.76	3.55	3.41	3.61	3.24	3.41	3.46	3.52

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity

(EUR billions; transactions during the month and end-of-period outstanding amounts; market values)

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Short-term														
2022	1,404.9	500.0	143.6	80.6	94.8	666.5	621.7	494.0	193.1	116.4	76.7	50.5	134.0	96.8
2023	1,587.0	633.4	166.1	105.7	85.8	701.8	659.1	534.2	240.9	117.4	91.2	48.8	127.0	103.2
2024	1,606.7	571.6	224.1	138.7	69.3	741.6	674.6	512.2	203.9	134.5	105.0	38.7	135.1	108.3
2025 Feb.	1,573.4	586.3	208.8	122.7	83.4	694.9	629.8	517.1	221.1	140.3	113.1	36.8	118.9	97.9
Mar.	1,589.5	597.4	212.1	129.5	78.7	701.3	633.1	526.0	211.0	143.1	118.7	36.6	135.3	110.0
Apr.	1,554.3	556.0	203.8	111.5	90.1	704.4	631.9	558.1	222.0	148.5	113.8	53.2	134.5	110.8
May	1,556.6	579.4	190.0	102.0	97.5	689.7	619.8	560.9	250.4	137.3	111.7	48.3	124.8	96.0
June	1,573.6	593.2	183.7	102.0	91.7	705.0	635.7	533.3	224.3	141.1	113.0	44.4	123.6	95.6
July	1,567.2	589.7	185.0	95.9	95.4	697.1	631.0	531.5	225.1	146.9	115.5	44.1	115.3	96.6
Long-term														
2022	17,791.3	3,898.8	3,106.9	1,403.2	1,423.4	9,362.2	8,650.2	295.7	76.5	68.1	31.0	17.2	133.8	124.3
2023	19,417.8	4,440.4	3,241.3	1,433.2	1,539.8	10,196.3	9,456.4	322.2	92.9	67.5	30.7	21.4	140.4	131.9
2024	20,542.7	4,770.3	3,508.8	1,529.9	1,650.7	10,612.9	9,841.2	350.0	89.1	86.0	34.9	27.0	147.9	137.3
2025 Feb.	20,968.2	4,868.2	3,554.3	1,537.4	1,672.1	10,873.7	10,080.4	395.2	97.0	81.1	30.0	23.3	193.9	178.1
Mar.	20,696.2	4,813.9	3,525.3	1,537.8	1,651.7	10,705.3	9,920.3	389.2	95.0	93.1	43.8	30.9	170.2	153.9
Apr.	20,866.2	4,782.4	3,515.4	1,551.5	1,647.8	10,920.6	10,131.2	351.7	58.5	88.5	37.7	25.3	179.3	172.0
May	21,026.3	4,842.7	3,576.7	1,558.6	1,677.2	10,929.6	10,140.6	446.7	114.9	113.6	29.0	49.2	169.0	158.1
June	21,147.4	4,846.7	3,609.4	1,604.5	1,707.6	10,983.8	10,198.4	468.3	113.6	140.4	81.6	40.3	174.1	163.9
July	21,241.1	4,888.3	3,663.2	1,616.3	1,719.3	10,970.2	10,181.1	375.6	97.4	107.8	39.8	26.5	143.9	134.5

Source: ECB.

1) In order to facilitate comparison, annual data are averages of the relevant monthly data.

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares				
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government					
			Total	FVCs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount												
2022	19,196.2	4,398.7	3,250.5	1,483.8	1,518.2	10,028.8	9,271.9	8,688.6	526.4	1,279.2	6,882.4	
2023	21,004.9	5,073.8	3,407.4	1,538.9	1,625.6	10,898.0	10,115.5	9,672.5	620.3	1,421.4	7,630.2	
2024	22,149.4	5,341.9	3,732.9	1,668.5	1,720.0	11,354.5	10,515.8	10,155.3	751.0	1,587.4	7,816.4	
2025	Feb.	22,541.6	5,454.5	3,763.1	1,660.0	1,755.4	11,568.6	10,710.1	11,107.3	934.2	1,741.5	8,431.2
	Mar.	22,285.7	5,411.3	3,737.4	1,667.2	1,730.4	11,406.6	10,553.4	10,617.6	937.4	1,716.7	7,963.2
	Apr.	22,420.5	5,338.5	3,719.1	1,662.9	1,737.9	11,625.0	10,763.1	10,533.5	931.3	1,711.9	7,889.9
	May	22,582.8	5,422.1	3,766.7	1,660.6	1,774.7	11,619.3	10,760.3	10,989.7	1,011.7	1,782.1	8,195.6
	June	22,721.0	5,439.9	3,793.1	1,706.6	1,799.3	11,688.8	10,834.1	10,914.1	1,006.9	1,794.0	8,112.7
	July	22,808.3	5,478.1	3,848.2	1,712.1	1,814.7	11,667.3	10,812.2	11,062.3	1,091.2	1,804.0	8,166.6
Growth rate ¹⁾												
2024 Dec.	4.3	3.6	6.1	5.6	2.9	4.3	4.1	0.1	-2.6	-0.6	0.4	
2025	Jan.	4.2	3.1	4.3	2.7	3.4	4.9	4.7	0.1	-2.4	-0.6	0.4
	Feb.	4.1	2.6	4.7	3.4	3.2	4.7	4.7	0.0	-2.1	-0.6	0.3
	Mar.	3.7	1.7	5.1	3.7	3.1	4.2	4.2	-0.1	-1.8	-0.8	0.2
	Apr.	3.5	0.7	5.2	3.9	2.2	4.6	4.5	-0.1	-1.8	-0.4	0.1
	May	3.9	2.3	5.0	3.1	3.7	4.4	4.4	-0.1	-1.5	-0.3	0.1
	June	4.5	3.5	7.1	6.4	3.5	4.4	4.4	-0.1	-0.7	-0.7	0.0
	July	4.9	3.9	7.7	7.1	4.3	4.6	4.6	0.0	-0.5	-0.6	0.1

Source: ECB.

1) For details on the calculation of growth rates, see the Technical Notes.

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95.3	90.8	93.3	84.3	65.0	82.7	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	97.8	88.7	67.6	86.1	121.8	94.7
2024	98.4	94.4	97.9	89.4	67.5	87.2	124.1	95.0
2024 Q3	99.0	94.9	98.5	89.9	67.3	87.7	125.1	95.5
Q4	97.6	93.6	97.0	88.9	65.9	86.5	123.6	94.2
2025 Q1	97.1	93.3	96.3	88.2	63.6	85.9	122.9	93.5
Q2	100.6	96.5	101.1	.	.	.	127.7	96.8
2025 Mar.	98.3	94.4	97.8	-	-	-	124.5	94.7
Apr.	100.5	96.5	100.6	-	-	-	127.7	96.9
May	100.1	96.0	100.7	-	-	-	127.0	96.2
June	101.3	97.1	102.0	-	-	-	128.5	97.3
July	102.3	98.1	103.1	-	-	-	129.9	98.4
Aug.	102.2	98.1	103.1	-	-	-	129.9	98.4
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 Aug.	-0.1	-0.1	0.0	-	-	-	0.0	0.0
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 Aug.	3.2	3.2	4.7	-	-	-	3.7	2.8

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2024 Q3	7.870	25.195	7.461	394.101	163.952	4.283	0.845	4.9746	11.451	0.952	1.098
Q4	7.675	25.248	7.459	407.465	162.549	4.307	0.832	4.9754	11.494	0.936	1.068
2025 Q1	7.655	25.082	7.460	405.023	160.453	4.201	0.836	4.9763	11.235	0.946	1.052
Q2	8.197	24.920	7.461	404.114	163.813	4.262	0.849	5.0323	10.955	0.937	1.134
2025 Mar.	7.835	25.001	7.460	399.805	161.167	4.182	0.837	4.9768	10.968	0.955	1.081
Apr.	8.185	25.039	7.465	406.437	161.671	4.265	0.854	4.9775	10.974	0.937	1.121
May	8.135	24.923	7.460	403.939	163.144	4.254	0.843	5.0714	10.881	0.936	1.128
June	8.270	24.804	7.460	402.078	166.523	4.266	0.850	5.0454	11.009	0.938	1.152
July	8.375	24.625	7.463	399.192	171.531	4.254	0.865	5.0716	11.199	0.932	1.168
Aug.	8.344	24.517	7.464	396.454	171.790	4.261	0.865	5.0651	11.161	0.939	1.163
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2025 Aug.	-0.4	-0.4	0.0	-0.7	0.2	0.2	0.1	-0.1	-0.3	0.7	-0.4
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2025 Aug.	6.0	-2.6	0.0	0.4	6.7	-0.7	1.6	1.8	-2.6	-0.7	5.6

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2024 Q2	34,402.8	33,276.3	1,126.5	12,521.5	9,862.0	13,600.5	15,608.3	-7.7	7,021.0	7,806.1	1,267.5	16,681.2
Q3	34,708.4	33,395.8	1,312.5	12,289.6	9,645.3	13,930.2	15,947.0	-17.7	7,187.4	7,803.5	1,318.9	16,702.6
Q4	35,949.0	34,170.8	1,778.2	12,735.3	9,953.7	14,678.9	16,511.3	-16.7	7,157.5	7,705.8	1,394.0	16,727.8
2025 Q1	36,085.3	34,476.8	1,608.6	12,651.3	9,921.9	14,381.6	16,521.1	17.9	7,523.4	8,033.8	1,511.0	16,968.0
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2025 Q1	235.3	224.8	10.5	82.5	64.7	93.8	107.7	0.1	49.1	52.4	9.9	110.6
Transactions												
2024 Q3	443.9	292.0	151.8	-2.4	-15.2	195.5	221.9	-4.6	259.3	85.3	-4.0	-
Q4	54.3	-32.9	87.2	57.7	78.3	219.7	161.2	18.9	-245.9	-272.4	3.7	-
2025 Q1	759.9	704.5	55.4	90.5	66.3	206.1	175.6	-6.3	470.4	462.7	-0.8	-
Q2	486.0	330.1	155.9	115.4	55.1	192.5	190.7	16.9	152.4	84.3	8.8	-
2025 Jan.	399.0	389.7	9.2	57.6	26.4	100.6	62.7	9.3	233.0	300.6	-1.5	-
Feb.	284.0	266.5	17.5	47.1	36.9	40.6	79.0	2.5	192.6	150.6	1.3	-
Mar.	77.0	48.3	28.7	-14.1	2.9	65.0	33.9	-18.1	44.8	11.5	-0.6	-
Apr.	132.7	96.8	35.9	45.5	58.3	19.7	-45.2	-8.5	70.9	83.8	5.2	-
May	133.0	92.0	41.0	27.5	-2.5	48.0	96.3	16.8	38.5	-1.8	2.3	-
June	220.2	141.3	79.0	42.4	-0.7	124.9	139.6	8.6	42.9	2.4	1.4	-
12-month cumulated transactions												
2025 June	1,744.1	1,293.7	450.4	261.2	184.5	813.9	749.4	25.0	636.2	359.8	7.7	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 June	11.3	8.4	2.9	1.7	1.2	5.3	4.8	0.2	4.1	2.3	0.0	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											Total
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Total					
	Currency in circula- tion	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	1,538.9	9,758.1	11,297.0	1,366.9	2,565.3	3,932.2	15,229.2	122.4	646.6	50.0	819.0	16,048.2
2023	1,536.2	8,809.4	10,345.6	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,100.2	183.7	740.0	71.6	995.3	16,095.5
2024	1,556.9	9,021.4	10,578.2	2,531.0	2,469.1	5,000.1	15,578.3	254.1	886.5	35.3	1,175.9	16,754.2
2024 Q3	1,541.7	8,840.8	10,382.5	2,594.5	2,424.8	5,019.3	15,401.9	239.7	858.4	46.0	1,144.1	16,546.0
Q4	1,556.9	9,021.4	10,578.2	2,531.0	2,469.1	5,000.1	15,578.3	254.1	886.5	35.3	1,175.9	16,754.2
2025 Q1	1,564.3	9,120.0	10,684.3	2,486.5	2,491.0	4,977.6	15,661.9	240.0	909.5	42.7	1,192.2	16,854.0
Q2 ^(p)	1,562.3	9,246.7	10,809.1	2,395.1	2,513.7	4,908.8	15,717.9	257.5	923.1	26.1	1,206.7	16,924.6
2025 Feb.	1,559.5	9,098.7	10,658.2	2,494.4	2,475.0	4,969.4	15,627.7	263.9	920.2	37.8	1,221.8	16,849.5
Mar.	1,564.3	9,120.0	10,684.3	2,486.5	2,491.0	4,977.6	15,661.9	240.0	909.5	42.7	1,192.2	16,854.0
Apr.	1,559.6	9,196.0	10,755.6	2,450.7	2,494.4	4,945.0	15,700.6	255.2	907.7	39.3	1,202.2	16,902.8
May	1,559.8	9,232.4	10,792.2	2,445.9	2,503.1	4,948.9	15,741.2	247.6	921.0	33.4	1,201.9	16,943.1
June	1,562.3	9,246.7	10,809.1	2,395.1	2,513.7	4,908.8	15,717.9	257.5	923.1	26.1	1,206.7	16,924.6
July ^(p)	1,565.3	9,242.9	10,808.1	2,406.2	2,519.8	4,926.0	15,734.1	243.1	919.0	27.8	1,189.9	16,924.0
Transactions												
2022	69.9	-57.3	12.6	425.5	55.6	481.1	493.7	3.4	2.5	76.9	82.8	576.5
2023	-4.1	-969.2	-973.3	920.6	-99.5	821.2	-152.1	39.9	93.8	23.9	157.6	5.5
2024	21.3	167.6	188.9	203.5	9.0	212.5	401.4	75.7	136.0	-36.0	175.7	577.1
2024 Q3	7.8	24.6	32.4	60.2	2.1	62.3	94.7	30.4	39.6	-14.0	56.1	150.7
Q4	15.2	162.6	177.7	-73.3	44.0	-29.2	148.5	16.9	24.8	-16.8	24.9	173.4
2025 Q1	7.5	117.3	124.8	-39.1	15.0	-24.2	100.6	-12.7	19.8	9.8	17.0	117.6
Q2 ^(p)	-2.0	149.6	147.6	-81.2	22.3	-59.0	88.7	20.3	11.3	-16.5	15.1	103.8
2025 Feb.	3.7	58.1	61.8	-20.8	3.5	-17.3	44.5	1.1	30.1	-13.7	17.6	62.1
Mar.	4.8	38.8	43.6	-2.6	9.5	6.9	50.5	-22.2	-11.7	7.0	-26.8	23.7
Apr.	-4.8	90.1	85.3	-29.3	2.9	-26.5	58.8	16.9	-2.4	-4.0	10.5	69.3
May	0.2	36.0	36.2	-5.4	8.6	3.2	39.5	-7.9	12.4	-4.5	0.0	39.5
June	2.6	23.6	26.1	-46.5	10.8	-35.7	-9.6	11.3	1.3	-8.0	4.7	-4.9
July ^(p)	2.9	-7.8	-4.8	8.6	6.0	14.6	9.8	-15.2	-4.9	2.1	-18.0	-8.3
Growth rates												
2022	4.8	-0.6	0.1	45.9	2.2	14.0	3.4	2.8	0.4	457.2	11.1	3.7
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.6	14.5	45.3	19.3	0.0
2024	1.4	1.9	1.8	8.9	0.4	4.5	2.7	41.6	18.3	-52.9	17.7	3.6
2024 Q3	0.5	-1.6	-1.3	23.0	-1.7	9.6	2.0	61.7	19.3	-35.6	21.8	3.2
Q4	1.4	1.9	1.8	8.9	0.4	4.5	2.7	41.6	18.3	-52.9	17.7	3.6
2025 Q1	2.5	4.1	3.9	0.8	2.3	1.6	3.1	25.2	13.9	-43.1	12.0	3.7
Q2 ^(p)	1.9	5.1	4.7	-5.3	3.4	-1.0	2.8	26.2	11.7	-58.6	10.4	3.3
2025 Feb.	1.7	3.7	3.4	2.4	1.7	2.0	3.0	49.5	18.4	-54.8	18.4	4.0
Mar.	2.5	4.1	3.9	0.8	2.3	1.6	3.1	25.2	13.9	-43.1	12.0	3.7
Apr.	1.8	5.3	4.8	-1.2	2.5	0.6	3.4	27.5	12.4	-49.6	10.9	3.9
May	1.9	5.6	5.1	-2.9	2.9	0.0	3.4	21.4	14.5	-51.3	11.6	3.9
June	1.9	5.1	4.7	-5.3	3.4	-1.0	2.8	26.2	11.7	-58.6	10.4	3.3
July ^(p)	1.9	5.6	5.0	-5.1	3.7	-0.8	3.1	8.7	9.7	-50.8	6.4	3.4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2022	3,361.5	2,721.2	499.5	134.7	6.2	8,374.2	5,542.6	437.9	2,392.9	0.9	1,282.3	231.5	563.3
2023	3,334.1	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,222.8	227.0	542.3
2024	3,438.2	2,500.7	792.7	133.7	11.1	8,759.0	5,199.1	1,256.9	2,301.5	1.5	1,298.0	232.1	548.2
2024 Q3	3,364.9	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,620.7	5,089.5	1,264.0	2,266.2	1.0	1,333.5	230.1	550.8
Q4	3,438.2	2,500.7	792.7	133.7	11.1	8,759.0	5,199.1	1,256.9	2,301.5	1.5	1,298.0	232.1	548.2
2025 Q1	3,413.5	2,475.5	787.4	140.2	10.6	8,792.4	5,256.0	1,219.6	2,315.7	1.1	1,363.3	229.0	539.3
Q2 ⁴⁾	3,421.2	2,494.7	772.6	144.5	9.3	8,842.1	5,334.0	1,173.0	2,333.9	1.2	1,367.5	236.6	545.7
2025 Feb.	3,440.0	2,479.8	811.0	136.4	12.8	8,775.1	5,235.5	1,233.5	2,304.9	1.2	1,344.1	232.7	540.1
Mar.	3,413.5	2,475.5	787.4	140.2	10.6	8,792.4	5,256.0	1,219.6	2,315.7	1.1	1,363.3	229.0	539.3
Apr.	3,430.8	2,483.0	794.9	141.4	11.5	8,807.8	5,288.2	1,199.8	2,318.9	0.9	1,378.7	243.5	535.4
May	3,444.5	2,500.7	791.6	142.7	9.5	8,832.7	5,316.8	1,188.4	2,326.5	1.0	1,380.2	230.3	541.2
June	3,421.2	2,494.7	772.6	144.5	9.3	8,842.1	5,334.0	1,173.0	2,333.9	1.2	1,367.5	236.6	545.7
July ⁴⁾	3,444.9	2,510.2	780.5	144.3	9.8	8,871.5	5,357.2	1,172.9	2,340.5	0.9	1,327.8	219.3	548.4
Transactions													
2022	122.9	-89.2	207.7	5.9	-1.5	295.8	166.8	74.9	54.0	0.1	-10.4	6.2	12.5
2023	-31.6	-306.8	271.1	-1.4	5.6	18.9	-459.8	572.6	-94.5	0.6	-64.6	-3.0	-27.8
2024	94.9	75.8	16.1	2.9	0.2	300.1	55.7	236.1	8.2	0.1	53.6	4.0	3.2
2024 Q3	-11.0	-1.7	-8.1	-1.7	0.4	61.4	-1.8	58.7	4.7	-0.3	41.1	9.3	16.5
Q4	61.8	88.8	-34.6	8.1	-0.5	133.8	106.8	-8.7	35.2	0.5	-42.6	0.7	-3.4
2025 Q1	-17.9	-20.6	-3.3	6.2	-0.2	34.8	64.3	-36.6	7.5	-0.4	75.1	-2.2	-9.3
Q2 ⁴⁾	21.1	27.2	-9.6	4.4	-0.8	54.3	81.3	-44.7	17.6	0.1	20.3	9.0	6.4
2025 Feb.	9.2	6.9	2.0	0.3	0.0	20.5	32.5	-15.4	3.6	-0.2	18.6	2.8	-9.2
Mar.	-19.6	0.3	-21.6	3.6	-1.9	19.0	27.7	-13.1	4.5	-0.1	27.8	-2.9	-0.8
Apr.	24.3	11.9	9.8	1.3	1.3	18.5	34.7	-18.5	2.6	-0.2	26.3	15.4	-4.0
May	12.9	17.3	-3.5	1.3	-2.0	24.6	28.4	-11.5	7.6	0.2	1.3	-13.4	5.9
June	-16.1	-2.0	-15.9	1.8	0.0	11.1	18.2	-14.6	7.5	0.1	-7.3	7.0	4.5
July ⁴⁾	20.6	13.2	6.7	0.2	0.4	28.6	22.8	-0.5	6.6	-0.2	-42.6	-17.6	2.7
Growth rates													
2022	3.8	-3.2	70.3	4.6	-17.5	3.7	3.1	20.6	2.3	19.9	-0.5	2.8	2.3
2023	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2024	2.8	3.1	2.1	2.2	2.0	3.6	1.1	23.2	0.4	6.1	4.4	1.8	0.6
2024 Q3	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.9	-2.7	48.1	-1.4	21.7	7.0	10.0	-1.6
Q4	2.8	3.1	2.1	2.2	2.0	3.6	1.1	23.2	0.4	6.1	4.4	1.8	0.6
2025 Q1	2.2	4.0	-3.9	9.7	-2.8	3.6	3.4	7.4	1.9	5.4	8.3	2.9	-0.8
Q2 ⁴⁾	1.6	3.9	-6.7	13.4	-9.4	3.3	4.9	-2.6	2.9	-7.9	7.2	7.6	1.9
2025 Feb.	3.0	4.1	-0.6	6.6	3.9	3.5	2.7	11.1	1.5	15.7	9.3	4.3	-0.7
Mar.	2.2	4.0	-3.9	9.7	-2.8	3.6	3.4	7.4	1.9	5.4	8.3	2.9	-0.8
Apr.	2.6	4.3	-3.8	11.2	7.0	3.5	4.0	3.5	2.2	-9.2	10.2	16.0	0.6
May	2.7	4.8	-4.9	12.2	7.3	3.6	4.8	0.4	2.5	4.3	8.8	7.1	2.3
June	1.6	3.9	-6.7	13.4	-9.4	3.3	4.9	-2.6	2.9	-7.9	7.2	7.6	1.9
July ⁴⁾	2.7	4.9	-5.5	14.1	5.1	3.4	5.4	-4.6	3.1	-0.1	6.0	2.5	1.3

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Credit to euro area residents ¹⁾

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

	Credit to general government			Credit to other euro area residents								Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities		
					Total		To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾		To insurance corporations and pension funds	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	6,352.0	1,001.3	5,325.7	15,389.8	12,987.6	13,174.9	5,126.5	6,631.8	1,082.5	146.7	1,565.9	836.4
2023	6,305.3	990.6	5,289.3	15,492.9	13,033.8	13,253.1	5,123.2	6,648.1	1,124.5	138.0	1,560.7	898.4
2024	6,257.4	988.5	5,243.0	15,782.4	13,247.6	13,503.0	5,182.3	6,677.2	1,248.7	139.4	1,581.4	953.4
2024 Q3	6,255.2	975.4	5,254.1	15,633.3	13,143.6	13,377.9	5,139.8	6,661.4	1,209.6	132.8	1,561.0	928.7
Q4	6,257.4	988.5	5,243.0	15,782.4	13,247.6	13,503.0	5,182.3	6,677.2	1,248.7	139.4	1,581.4	953.4
2025 Q1	6,267.0	995.5	5,245.5	15,876.9	13,338.1	13,594.9	5,204.0	6,720.8	1,276.5	136.8	1,562.5	976.3
Q2	6,264.2	1,007.4	5,230.8	15,955.7	13,411.3	13,686.5	5,211.1	6,767.6	1,287.2	145.4	1,572.2	972.3
2025 Feb.	6,298.2	1,001.5	5,270.8	15,892.6	13,335.0	13,572.7	5,202.4	6,711.1	1,285.7	135.7	1,576.1	981.6
Mar.	6,267.0	995.5	5,245.5	15,876.9	13,338.1	13,594.9	5,204.0	6,720.8	1,276.5	136.8	1,562.5	976.3
Apr.	6,306.3	994.8	5,285.5	15,890.4	13,369.1	13,629.5	5,208.2	6,740.1	1,284.7	136.0	1,564.3	957.1
May	6,290.6	1,008.1	5,256.3	15,902.2	13,378.5	13,634.9	5,208.1	6,754.7	1,277.4	138.2	1,558.3	965.4
June	6,264.2	1,007.4	5,230.8	15,955.7	13,411.3	13,686.5	5,211.1	6,767.6	1,287.2	145.4	1,572.2	972.3
July	6,283.3	1,011.9	5,245.4	15,980.4	13,417.2	13,684.9	5,220.3	6,780.1	1,280.0	136.8	1,575.0	988.3
Transactions												
2022	173.8	8.5	163.8	636.4	623.8	680.5	269.0	241.8	126.3	-13.3	18.6	-5.9
2023	-161.1	-17.4	-144.0	53.8	24.5	72.3	-5.7	7.7	30.7	-8.2	-16.0	45.4
2024	-64.4	-1.4	-63.5	288.9	229.8	272.1	76.9	44.8	107.0	1.1	11.4	47.6
2024 Q3	-4.4	-3.2	-1.2	68.3	59.8	53.5	18.7	20.0	19.0	2.1	3.7	4.8
Q4	4.6	11.0	-6.5	140.8	101.4	126.3	44.2	22.3	28.7	6.3	14.3	25.1
2025 Q1	31.9	6.6	25.2	116.0	112.9	113.4	35.1	48.4	32.1	-2.7	-17.0	20.1
Q2	-27.7	11.7	-39.4	97.2	92.4	107.8	22.0	47.8	13.6	9.1	12.0	-7.2
2025 Feb.	-14.0	5.1	-19.1	59.0	56.0	48.8	13.1	15.4	29.2	-1.6	-5.6	8.6
Mar.	-3.6	-6.4	2.8	6.9	18.1	35.8	8.2	11.8	-3.4	1.5	-9.5	-1.7
Apr.	12.0	-1.1	13.1	25.5	41.7	44.2	11.2	16.5	14.4	-0.5	2.6	-18.8
May	-17.0	13.3	-30.5	7.5	9.8	5.8	1.3	15.5	-9.2	2.2	-5.9	3.7
June	-22.7	-0.5	-22.0	64.2	41.0	57.8	9.5	15.8	8.3	7.3	15.4	7.8
July	23.5	4.5	19.0	19.8	3.3	-2.8	7.6	13.4	-9.0	-8.7	1.5	15.0
Growth rates												
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.3	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.3
2024	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.1	1.5	0.7	9.5	0.8	0.7	5.3
2024 Q3	-1.2	-0.9	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.8	0.6	8.5	-3.7	-1.5	4.2
Q4	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.1	1.5	0.7	9.5	0.8	0.7	5.3
2025 Q1	0.5	1.7	0.2	2.2	2.4	2.6	2.2	1.4	8.7	-0.7	-0.9	4.9
Q2	0.1	2.7	-0.4	2.7	2.8	3.0	2.3	2.1	7.8	11.3	0.8	4.6
2025 Feb.	0.4	1.9	0.1	2.3	2.4	2.4	2.2	1.4	9.8	-0.6	-1.0	6.3
Mar.	0.5	1.7	0.2	2.2	2.4	2.6	2.2	1.4	8.7	-0.7	-0.9	4.9
Apr.	0.5	1.9	0.2	2.4	2.6	2.8	2.5	1.7	8.6	-0.2	0.0	3.4
May	0.6	3.3	0.1	2.5	2.6	2.8	2.4	1.9	7.5	5.7	0.4	3.7
June	0.1	2.7	-0.4	2.7	2.8	3.0	2.3	2.1	7.8	11.3	0.8	4.6
July	0.6	3.6	0.0	2.7	2.6	2.8	2.5	2.3	4.8	3.5	1.6	5.8

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

5.4 MFI loans to euro area non-financial corporations and households ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	5,126.5	5,126.4	960.0	1,076.9	3,089.6	6,631.8	6,832.5	715.1	5,213.4	703.3
2023	5,123.2	5,138.3	907.2	1,090.3	3,125.8	6,648.1	6,866.2	731.3	5,227.9	688.9
2024	5,182.3	5,203.1	922.4	1,098.0	3,161.9	6,677.2	6,928.7	745.0	5,254.1	678.1
2024 Q3	5,139.8	5,161.9	912.5	1,089.7	3,137.7	6,661.4	6,899.1	742.3	5,244.0	675.1
Q4	5,182.3	5,203.1	922.4	1,098.0	3,161.9	6,677.2	6,928.7	745.0	5,254.1	678.1
2025 Q1	5,204.0	5,227.6	922.9	1,114.7	3,166.4	6,720.8	6,973.1	750.8	5,291.9	678.1
Q2	5,211.1	5,252.9	928.1	1,116.0	3,167.0	6,767.6	7,016.4	757.3	5,333.6	676.7
2025 Feb.	5,202.4	5,213.7	926.1	1,104.4	3,171.9	6,711.1	6,956.1	747.3	5,284.9	679.0
Mar.	5,204.0	5,227.6	922.9	1,114.7	3,166.4	6,720.8	6,973.1	750.8	5,291.9	678.1
Apr.	5,208.2	5,231.0	927.0	1,109.3	3,171.9	6,740.1	6,990.9	753.6	5,309.0	677.5
May	5,208.1	5,229.1	926.0	1,108.8	3,173.3	6,754.7	7,002.0	754.2	5,322.9	677.7
June	5,211.1	5,252.9	928.1	1,116.0	3,167.0	6,767.6	7,016.4	757.3	5,333.6	676.7
July	5,220.3	5,258.2	922.6	1,122.6	3,175.1	6,780.1	7,030.0	760.1	5,345.5	674.5
Transactions										
2022	269.0	308.3	78.0	77.3	113.7	241.8	250.0	23.2	217.7	0.9
2023	-5.7	24.2	-44.0	10.3	27.9	7.7	26.5	18.9	10.0	-21.2
2024	76.9	88.1	21.9	14.1	40.9	44.8	77.0	26.6	28.0	-9.9
2024 Q3	18.7	22.7	13.6	4.5	0.6	20.0	20.7	7.1	17.9	-5.1
Q4	44.2	45.5	7.8	10.8	25.6	22.3	36.3	10.7	10.5	1.1
2025 Q1	35.1	35.8	2.3	21.6	11.1	48.4	50.4	8.9	39.2	0.3
Q2	22.0	35.9	11.1	6.9	4.0	47.8	45.8	6.0	40.1	1.7
2025 Feb.	13.1	10.9	1.3	5.0	6.8	15.4	15.9	2.0	13.6	-0.3
Mar.	8.2	19.2	-1.5	11.9	-2.2	11.8	19.2	4.1	7.9	-0.1
Apr.	11.2	9.2	7.2	-2.1	6.1	16.5	15.6	2.8	14.2	-0.5
May	1.3	-1.2	-0.9	0.1	2.1	15.5	12.6	1.1	14.0	0.4
June	9.5	27.9	4.8	8.9	-4.2	15.8	17.7	2.1	11.9	1.8
July	7.6	4.6	-6.5	6.4	7.7	13.4	15.2	3.3	11.9	-1.8
Growth rates										
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2024 Q3	0.8	1.3	2.0	0.7	0.5	0.6	0.6	2.7	0.6	-2.1
Q4	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2025 Q1	2.2	2.4	4.6	3.4	1.2	1.4	1.7	3.7	1.4	-0.7
Q2	2.3	2.7	3.9	4.1	1.3	2.1	2.2	4.5	2.1	-0.3
2025 Feb.	2.2	2.1	4.6	2.2	1.5	1.4	1.5	3.8	1.3	-0.8
Mar.	2.2	2.4	4.6	3.4	1.2	1.4	1.7	3.7	1.4	-0.7
Apr.	2.5	2.6	5.8	3.3	1.3	1.7	1.9	4.0	1.6	-0.5
May	2.4	2.5	4.6	3.4	1.4	1.9	2.0	4.0	1.9	-0.3
June	2.3	2.7	3.9	4.1	1.3	2.1	2.2	4.5	2.1	-0.3
July	2.5	2.8	3.1	4.7	1.5	2.3	2.4	4.6	2.2	0.1

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.5 Counterparts to M3 other than credit to euro area residents ¹⁾

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

	MFI liabilities					MFI assets				
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis other euro area residents				Net external assets	Other			
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves	Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	639.4	6,731.2	1,783.0	45.7	2,109.0	2,793.4	1,332.5	344.5	137.2	147.2
2023	447.4	7,327.2	1,827.5	90.2	2,413.8	2,995.6	1,858.1	213.8	152.1	152.6
2024	377.9	7,837.7	1,843.2	116.5	2,588.8	3,289.2	2,678.3	251.6	140.4	136.0
2024 Q3	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,490.5	249.2	184.9	188.5
Q4	377.9	7,837.7	1,843.2	116.5	2,588.8	3,289.2	2,678.3	251.6	140.4	136.0
2025 Q1	366.8	7,939.7	1,834.3	121.1	2,573.6	3,410.7	2,791.4	225.2	183.5	161.3
Q2 ^(a)	410.9	7,905.9	1,833.6	129.7	2,563.0	3,379.6	2,828.2	193.1	177.9	165.9
2025 Feb.	425.3	7,953.7	1,842.6	118.5	2,599.8	3,392.8	2,802.3	235.3	196.1	159.7
Mar.	366.8	7,939.7	1,834.3	121.1	2,573.6	3,410.7	2,791.4	225.2	183.5	161.3
Apr.	447.0	7,912.6	1,830.1	123.4	2,537.1	3,422.0	2,838.5	227.2	195.4	173.4
May	471.6	7,957.9	1,829.8	125.9	2,572.9	3,429.3	2,924.9	255.0	181.4	177.6
June	410.9	7,905.9	1,833.6	129.7	2,563.0	3,379.6	2,828.2	193.1	177.9	165.9
July ^(a)	398.9	7,952.1	1,834.4	133.0	2,583.8	3,400.8	2,856.6	154.7	173.5	167.0
Transactions										
2022	-93.4	52.7	-88.8	-4.6	13.2	132.9	-68.9	-205.4	10.4	18.0
2023	-198.2	323.8	25.2	40.0	227.1	31.5	456.1	-217.7	17.1	9.0
2024	-69.1	278.1	15.6	26.2	164.2	72.2	541.1	20.6	-11.7	-16.7
2024 Q3	-7.7	58.6	7.5	4.4	38.3	8.5	168.5	-30.7	2.4	12.0
Q4	-25.4	68.0	4.8	2.2	5.6	55.4	86.7	-16.2	-44.5	-52.6
2025 Q1	-10.7	25.4	-5.7	5.7	10.7	14.7	7.3	-22.8	43.1	25.3
Q2 ^(a)	44.2	26.9	4.8	8.6	40.2	-26.7	129.0	-23.6	-5.6	4.7
2025 Feb.	21.1	3.2	3.4	1.1	5.4	-6.6	40.6	0.8	32.9	13.2
Mar.	-58.3	-2.1	-5.5	2.8	-1.3	2.0	-16.7	-23.4	-12.6	1.6
Apr.	80.3	-16.1	-0.8	2.4	-5.0	-12.6	78.3	17.7	11.9	12.2
May	24.6	32.3	-0.6	2.5	33.3	-2.9	70.0	35.8	-13.9	4.2
June	-60.8	10.7	6.1	3.8	11.9	-11.2	-19.4	-77.1	-3.6	-11.7
July ^(a)	-13.4	6.3	-0.6	3.3	10.4	-6.8	-12.0	-46.7	-4.4	1.0
Growth rates										
2022	-12.7	0.8	-4.8	-13.0	0.5	4.6	-	-	7.8	12.7
2023	-30.8	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-15.5	3.8	0.9	29.1	6.8	2.3	-	-	-7.7	-10.9
2024 Q3	-11.2	3.7	0.0	54.7	9.2	0.3	-	-	20.5	15.4
Q4	-15.5	3.8	0.9	29.1	6.8	2.3	-	-	-7.7	-10.9
2025 Q1	-7.1	2.5	0.3	17.6	3.5	2.6	-	-	3.1	-7.4
Q2 ^(a)	0.1	2.3	0.6	19.1	3.8	1.6	-	-	-2.6	-6.0
2025 Feb.	-1.0	3.0	0.7	19.0	5.0	2.1	-	-	18.5	-7.9
Mar.	-7.1	2.5	0.3	17.6	3.5	2.6	-	-	3.1	-7.4
Apr.	1.8	2.1	0.4	16.8	2.4	2.5	-	-	19.4	-2.3
May	6.8	2.4	0.5	17.1	3.5	2.2	-	-	14.0	7.6
June	0.1	2.3	0.6	19.1	3.8	1.6	-	-	-2.6	-6.0
July ^(a)	-1.8	2.4	0.9	20.4	4.0	1.3	-	-	4.0	7.8

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.5	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.8
2023	-3.5	-3.5	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2024	-3.1	-2.7	-0.3	-0.2	0.1	-1.2
2024 Q2	-3.4	.	.	.	.	-1.6
Q3	-3.2	.	.	.	.	-1.3
Q4	-3.1	.	.	.	.	-1.2
2025 Q1	-3.0	.	.	.	.	-1.1

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2021	46.9	46.2	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.8	13.3	12.9	14.6	0.8	50.0	44.8	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	46.0	45.1	13.2	12.4	14.5	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2024	46.5	45.7	13.4	12.4	14.8	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0
2024 Q2	46.2	45.4	13.3	12.4	14.7	0.8	49.7	44.4	9.9	5.9	1.8	22.6	5.3
Q3	46.4	45.6	13.3	12.4	14.7	0.8	49.7	44.5	10.0	6.0	1.9	22.7	5.1
Q4	46.5	45.8	13.4	12.4	14.8	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0
2025 Q1	46.7	45.9	13.4	12.4	14.9	0.8	49.7	44.7	10.0	6.0	1.9	22.9	4.9

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93.9	2.9	13.9	77.1	54.4	40.9	39.4	9.8	84.1	17.3	29.8	46.8	92.5	1.4
2022	89.5	2.6	13.2	73.7	52.5	39.6	37.0	8.7	80.9	16.0	28.4	45.2	88.6	0.9
2023	87.3	2.4	12.2	72.7	49.3	35.9	38.1	7.8	79.5	15.0	28.1	44.3	86.5	0.8
2024	87.4	2.2	11.8	73.5	46.9	33.9	40.6	7.7	79.7	14.5	28.4	44.5	86.7	0.8
2024 Q2	88.0	2.2	11.8	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.0	2.2	11.8	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.4	2.2	11.8	73.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2025 Q1	88.0	2.3	11.7	74.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

6.4 Annual change in the government debt-to-GDP ratio and underlying factors ¹⁾

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-6.2	5.1
2022	-4.3	1.8	-0.2	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.6	-5.9	2.7
2023	-2.2	1.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.7	2.6
2024	0.1	1.2	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-1.3	3.1
2024 Q2	-0.7	1.6	-0.3	-0.5	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.1	-2.1	2.8
Q3	-0.3	1.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.0	0.3	-0.1	-1.7	2.9
Q4	0.0	1.2	0.3	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-1.4	3.1
2025 Q1	0.2	1.1	0.5	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	-0.1	-1.3	3.2

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	12.8	11.7	4.1	1.2	0.3	8.1	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.8	11.5	4.1	1.3	0.3	8.1	2.0	1.3	2.1	2.0	1.7	3.6	2.0
2024	12.4	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.2	1.8	3.5	2.9
2024 Q3	12.4	11.1	3.8	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.0	2.1	1.7	3.7	2.9
Q4	12.4	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.1	2.2	1.8	3.5	2.9
2025 Q1	12.4	10.9	3.8	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.8	2.2	1.9	3.3	2.9
Q2	12.9	11.4	3.3	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.1	2.8
2025 Feb.	12.6	11.2	4.1	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.0	2.2	1.9	3.4	2.9
Mar.	12.4	10.9	3.8	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.8	2.2	1.9	3.3	2.9
Apr.	13.1	11.6	3.8	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.9	2.2	1.9	3.3	2.9
May	12.9	11.4	3.2	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.0	3.2	2.8
June	12.9	11.4	3.3	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.1	2.8
July	12.9	11.4	3.6	1.5	0.4	8.3	2.2	1.3	1.6	2.2	2.1	3.0	2.7

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5.4	-3.2	-2.6	-1.4	-7.1	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-2.1	-1.1	1.7	-2.5	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.7
2023	-4.1	-2.5	-3.1	1.5	-1.4	-3.5	-5.4	-0.8	-7.2	1.7
2024	-4.5	-2.8	-1.5	4.3	1.3	-3.2	-5.8	-2.4	-3.4	4.3
2024 Q2	-4.1	-2.7	-3.6	1.5	0.2	-3.2	-5.5	-1.8	-6.2	4.0
Q3	-4.4	-2.8	-3.0	4.4	0.8	-3.0	-5.6	-2.1	-5.3	4.0
Q4	-4.5	-2.7	-1.5	4.1	1.3	-3.2	-5.8	-2.0	-3.4	4.3
2025 Q1	-5.0	-2.4	-1.0	4.1	2.6	-3.1	-5.8	-2.6	-3.5	4.4
Government debt										
2021	108.5	68.1	18.4	52.6	197.3	115.7	112.8	78.2	145.8	96.5
2022	102.7	65.0	19.1	43.1	177.0	109.5	111.4	68.5	138.3	81.1
2023	103.2	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	109.8	61.8	134.6	73.6
2024	104.7	62.5	23.6	40.9	153.6	101.8	113.0	57.6	135.3	65.0
2024 Q2	106.6	62.0	23.8	40.8	160.1	105.3	112.3	60.0	136.6	70.2
Q3	105.7	62.4	24.0	40.3	158.3	104.4	113.6	59.6	136.2	69.2
Q4	104.7	62.5	23.6	38.7	153.6	101.8	113.2	57.6	135.3	65.1
2025 Q1	106.8	62.3	24.1	34.9	152.5	103.5	114.1	58.4	137.9	64.3

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-7.2	-1.2	1.0	-7.0	-2.2	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.2	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.7	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.8	-4.7	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2024	-1.8	-1.3	1.0	-3.7	-0.9	-4.7	0.7	-0.9	-5.3	-4.4
2024 Q2	-4.7	-0.9	0.5	-3.5	-0.4	-3.3	1.0	-1.9	-4.9	-3.7
Q3	-2.7	-1.4	0.5	-3.0	-0.3	-3.8	0.7	-1.7	-4.9	-4.3
Q4	-1.8	-1.3	1.0	-3.7	-0.9	-4.6	0.7	-0.9	-5.3	-4.5
2025 Q1	-1.0	-1.5	0.5	-3.1	-1.3	-5.2	0.8	-1.6	-5.1	-4.3
Government debt										
2021	45.9	43.3	24.2	49.8	50.5	82.4	123.9	74.8	60.2	73.2
2022	44.4	38.1	24.9	49.5	48.4	78.4	111.2	72.7	57.7	74.0
2023	44.6	37.3	25.0	47.9	45.2	78.5	97.7	68.4	55.6	77.5
2024	46.8	38.2	26.3	47.4	43.3	81.8	94.9	67.0	59.3	82.1
2024 Q2	45.9	37.4	26.1	46.6	43.8	82.8	100.3	69.4	60.0	80.7
Q3	47.2	38.4	25.8	45.9	42.6	83.0	97.1	66.7	59.8	82.2
Q4	46.8	38.2	26.3	47.4	43.7	81.4	94.9	67.0	59.3	82.1
2025 Q1	45.6	40.6	26.1	48.1	43.2	84.9	96.4	69.9	62.8	83.7

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2025

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. Preводе pripravljajo in objavljajo nacionalne centralne banke.

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 10. september 2025.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-25-078-SL-N (pdf)