



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# Ekonomski bilten

številka 4 / 2016



# Kazalo

<b>Ekonomska in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	10
3 Gospodarska aktivnost	14
4 Cene in stroški	18
5 Denar in krediti	22
6 Javnofinančna gibanja	27
<b>Okvirji</b>	
1 Globalne posledice nizkih cen nafte	<b>30</b>
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. januarja 2016 do 26. aprila 2016	<b>34</b>
3 Nizke obrestne mere in neto obrestni prihodki gospodinjstev	<b>40</b>
4 Izboljšana pravočasnost prve ocene četrtnega BDP v euroobmočju: prve izkušnje	<b>43</b>
5 Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2016	<b>47</b>
<b>Članka</b>	
1 The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation	<b>51</b>
2 The euro area fiscal stance	<b>70</b>
<b>Statistični podatki euroobmočja</b>	<b>S1</b>

# Ekonomska in denarna gibanja

## Povzetek

**Svet ECB je na seji o denarni politiki 2. junija 2016 ocenil, da obsežen sveženj ukrepov, ki jih je sprejel na začetku marca, krepi zagon okrevanja gospodarstva v euroobmočju in pospešuje vračanje inflacije na raven pod 2%, vendar blizu te meje.** Ukrepi ECB tako še naprej znižujejo stroške kreditiranja in prispevajo h krepitvi ustvarjanja kreditov. Gospodarsko okrevanje v euroobmočju postopoma napreduje. Dodatna spodbuda okrevanju poleg že omenjenih impulzov se pričakuje od ukrepov denarne politike, ki bodo šele izvedeni, namreč od programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in nove serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR II), kar bo prispevalo k nadaljnjemu uravnoteženju tveganj za gospodarske in inflacijske obete. V sedanjih razmerah je izredno pomembno, da se okolje zelo nizke inflacije ne bi zakoreninilo v sekundarnih učinkih, ki vplivajo na določanje plač in cen. Svet ECB bo še naprej natančno spremljal obete glede cenovne stabilnosti ter ukrepal z vsemi instrumenti, ki so mu na voljo v okviru mandata, če bo to potrebno za doseg zastavljenih ciljev.

## Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB na dan 2. junija 2016

**Svetovna rast je v prvem četrtletju 2016 ostala umirjena.** Pričakovati je, da se bo svetovna gospodarska aktivnost tudi v prihodnje le počasi krepila. Obete za razvita gospodarstva podpirajo nizke obrestne mere, izboljševanje pogojev na trgu dela in krepitev zaupanja. Nasprotno so obete za nastajajoča tržna gospodarstva bolj negotovi, saj se rast na Kitajskem upočasnjuje, države izvoznice primarnih surovin pa se prilagajajo na nižje cene surovin.

**Med marcem in začetkom junija so finančni trgi v euroobmočju in v svetu postali stabilnejši.** Svetovna ekonomska uspešnost je bila večja od pričakovane, cene nafte so dodatno porasle, poleg tega pa je euroobmočje dobilo dodatno spodbudo od denarne politike, kar vse je pozitivno vplivalo na vrednotenje tveganega finančnega premoženja. Zaradi tega so se tečaji delnic v euroobmočju v obravnavanem obdobju nekoliko dvignili, Eurosistemova najava nakupov vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja pa je prispevala k manjšim pribitkom na donosnost obveznic nefinančnih družb. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic euroobmočja se je nekoliko zmanjšala, povsem v skladu s svetovnimi gibanji dolgoročnih donosnosti. Euro se je na deviznih trgih nekoliko okrepil.

**Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se nadaljuje.** Realni BDP euroobmočja je v prvem četrtletju 2016 precej porasel. Rast spodbuja domače povpraševanje, vendar jo hkrati zavira šibek izvoz. Najnovejši podatki kažejo, da se rast nadaljuje tudi v drugem četrtletju, čeprav bi bila lahko stopnja rasti nižja kot v prvem četrtletju.

**Svet ECB pričakuje, da se bo gospodarsko okrevanje tudi v prihodnjem obdobju nadaljevalo z umirjenim, a hkrati zanesljivim tempom.** Transmisija ukrepov denarne politike v realno gospodarstvo še naprej krepi domače povpraševanje, ugodni pogoji financiranja in izboljšanje dobičkov podjetij pa še naprej spodbujajo investicije. Poleg tega vztrajna rast zaposlenosti, ki jo med drugim spodbujajo pretekle strukturne reforme, ter še vedno relativno nizke cene nafte dodatno krepijo realni razpoložljivi dohodek in potrošnjo gospodinjstev. Rahlo ekspanzivna je tudi naravnost javnofinančne politike v euroobmočju. Okrevanje gospodarstva v euroobmočju pa še naprej zavirajo dejavniki, kot so šibka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, prilagajanje bilanc, ki je nujno v številnih sektorjih, in počasno izvajanje strukturnih reform.

**Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2016 pripravili strokovnjaki Eurosistema, kažejo, da bo medletna realna rast BDP v letu 2016 znašala 1,6%, v letih 2017 in 2018 pa 1,7%.** V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2016 popravljena navzgor, za leti 2017 in 2018 pa je ostala približno nespremenjena. Svet ECB ocenjuje, da tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti, vendar so bolj uravnotežena zaradi sprejetih ukrepov denarne politike in spodbud, ki se še pripravljajo. Navzdol usmerjena tveganja so še naprej povezana z gibanji v svetovnem gospodarstvu, s prihajajočimi referendumom v Veliki Britaniji o članstvu v EU in z drugimi geopolitičnimi tveganji.

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2016 znašala -0,1%.** Nizka raven inflacije odraža pretekle padce cen energentov. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo stopnja inflacije v naslednjih nekaj mesecih glede na sedanje terminske cene nafte najverjetneje ostala zelo nizka ali negativna, nato pa naj bi se v drugi polovici leta 2016 okrepila, in sicer v veliki meri zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Inflacija naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in ob pričakovanem gospodarskem okrevanju v letih 2017 in 2018 še zvišala.

**Makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih junija 2016 pripravili strokovnjaki Eurosistema, kažejo, da bo medletna rast inflacije v letu 2016 znašala 0,2%, v letu 2017 1,3%, v letu 2018 pa 1,6%.** V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija inflacije za leto 2016 rahlo popravljena navzgor, in sicer zaradi nedavnega porasta cen nafte, za leti 2017 in 2018 pa je ostala nespremenjena.

**Ukrepi denarne politike, ki so v veljavi od junija 2014, so očitno spodbudili kreditne tokove povsod v euroobmočju.** Rast širokega denarja se je aprila nekoliko upočasnila, vendar ostaja močna. Rast posojil je še naprej postopoma okrevala. Rast širokega denarja so še naprej spodbujali domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike so še naprej prispevali nizke obrestne mere, ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Banke so ugodnejše pogoje svojega financiranja prenašale na stranke v obliki nizkih posojilnih obrestnih mer, boljši posojilni pogoji pa so še naprej krepili rast posojil. Skupni letni tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe so se v prvem četrtletju 2016 nekoliko povečali, kot

kažejo ocene. V celoti gledano so ukrepi denarne politike, ki so v veljavi od junija 2014, precej prispevali k izboljšanju posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva, obsežen sveženj novih ukrepov denarne politike, sprejetih marca letos, pa spodbuja sedanje okrevanje rasti posojil, s tem pa tudi okrevanje realnega gospodarstva.

## Sklepi o denarni politiki

**Svet ECB je ocenil, da navzkrižna primerjava rezultatov ekonomske analize s signali iz denarne analize potrjuje, da je treba ohraniti ustrezno spodbujevalno naravnost denarne politike, da bi se inflacija zanesljivo in čim prej vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje.** Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še vedno pričakuje, da bodo ostale na sedanji ali nižji ravni še daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da bo ECB mesečne nakupe vrednostnih papirjev v višini 80 milijard EUR predvidoma izvajala do konca marca 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Eurosistem je 8. junija začel z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Poleg tega bo Eurosistem 22. junija izvedel prvo operacijo iz serije CUODR II.

## 1 Zunanje okolje

*Umirjena svetovna gospodarska rast, zabeležena proti koncu lanskega leta, se je nadaljevala tudi v prvem četrtnem letu 2016. Pričakovati je, da se bo svetovna gospodarska aktivnost še naprej počasi krepila. Obete za razvita gospodarstva podpirajo nizke obrestne mere, izboljšani pogoji na trgu dela in krepitev zaupanja. Nasprotno so obeti za nastajajoča tržna gospodarstva bolj negotovi, saj se rast na Kitajskem upočasnjuje, države izvoznice primarnih surovin pa se prilagajajo na nižje cene surovin.*

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Svetovno gospodarstvo še naprej počasi raste.** Kazalniki svetovne gospodarske aktivnosti so se ustalili, kar kaže na nadaljnje zanesljivo napredovanje svetovnega gospodarstva. Razpoložanje na finančnih trgih se je sicer izboljšalo, a sence negotovosti kljub temu ostajajo, saj se države prebijajo skozi posledice več dogajanj, ki trenutno oblikujejo mednarodno okolje: nizke cene primarnih surovin, ki neugodno vplivajo na države izvoznice surovin; zaostrovanje pogojev financiranja, še zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki je deloma povezano z normalizacijo ameriške denarne politike; postopno uravnoteževanje kitajskega gospodarstva; geopolitična tveganja, med katera sodi tudi prihodnji britanski referendum.

**Cene primarnih surovin so v zadnjih treh mesecih ponovno porasle.** Cena surove nafte Brent je po tem, ko je januarja dosegla najnižjo točko v 12 letih, znova začela rasti. V istem obdobju so se zvišale tudi cene drugih surovin. Nedavni porast cen nafte je posledica kombinacije šibkejše ponudbe in krepkejšega povpraševanja. V marcu in aprilu je bila svetovna ponudba nafte v glavnem nespremenjena, saj se je proizvodnja v državah članicah OPEC povečala, v državah nečlanicah, zlasti v ZDA, pa zmanjšala. Istočasno je Mednarodna agencija za energijo zvišala napoved za rast svetovnega povpraševanja po nafti v prvem četrtnem letu 2016, oceno rasti za leto 2016 pa pustila nespremenjeno. Dolgoročneje gledano pa cene nafte vseeno ostajajo precej pod najvišjimi vrednostmi iz leta 2014. Kot pojasnujemo v okvirju 1, je bila spodbuda izrazitega upada cen nafte za svetovno gospodarsko aktivnost manjša od pričakovane. Eden od razlogov za tak izid je dejstvo, da so se dejavniki, ki so povzročali padec cen nafte, sčasoma spreminjali. Medtem ko je bilo mogoče padanje cen nafte v letu 2014 večinoma pojasniti z močnim porastom ponudbe nafte, pa gre nadaljnje upadanje pripisati vse šibkejšemu svetovnemu povpraševanju.

**Denarne politike v visoko razvitih gospodarstvih ostajajo zelo spodbujevalno naravnane.** Potem ko se je krivulja terminkskih pogodb za zvezna sredstva v ZDA v januarju izravnala, se je obrnila navzgor. Ker bodo obrestne mere v drugih največjih gospodarstvih verjetno še naprej ostale nizke, se je povečala možnost razhajanja med denarnimi politikami visoko razvitih gospodarstev.

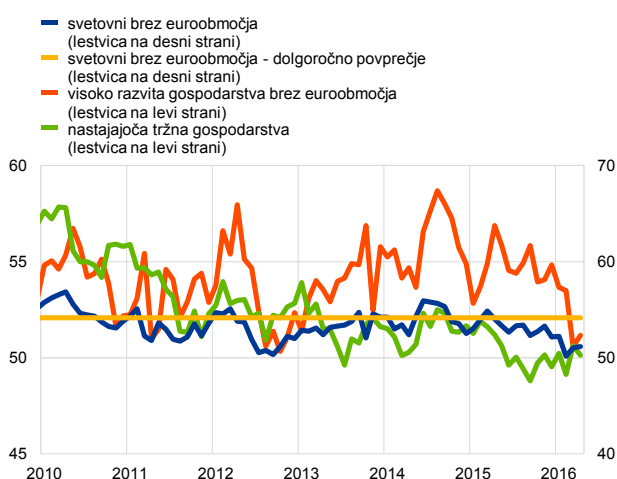
**Umirjena svetovna gospodarska rast s konca lanskega leta se je nadaljevala tudi v začetku leta 2016.** Rast BDP v ZDA in Združenem kraljestvu se je v prvem četrtnem letu umirila, na Japonskem pa se je nekoliko okrepila. V povprečju je

gospodarska aktivnost tudi v drugih evropskih gospodarstvih zunaj euroobmočja oslabila. Podatki za nastajajoča tržna gospodarstva so bolj raznoliki. Na Kitajskem ostajajo makroekonomski podatki skladni s postopnim upočasnjevanjem, pri čemer gospodarsko aktivnost podpirajo izboljšanje v nepremičninskem sektorju in močne investicije v infrastrukturo. Rusija ostaja v globoki recesiji, čeprav je videti znake, da se je tamkajšnje gospodarstvo ustalilo, saj mu koristi prinašajo višje cene nafte. Nasprotno s tem pa se močan upad v Braziliji, za katero je značilna visoka politična negotovost, nadaljuje.

**Medtem ko so se anketni kazalniki za svetovno gospodarsko aktivnost stabilizirali, je rast trgovinske menjave izgubila precejšen zagon.** Potem ko je svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) brez euroobmočja februarja dosegel najnižjo točko v več kot štirih letih, je aprila nekoliko porasel (glej graf 1). Sestavljeni vodilni kazalniki OECD pa kažejo na izgubo zagona rasti tudi v visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih. Svetovna rast trgovinske menjave je na začetku leta 2016 spet postala negativna. Obseg svetovnega uvoza se je na začetku leta 2016 zmanjšal za 1,8%. Ocene obsega trgovinske menjave so bile januarja in februarja močno popravljene navzdol (glej graf 2). Čeprav so visoko razvita gospodarstva še poročala o pozitivni rasti uvoza, je bila trgovinska menjava v nastajajočih tržnih gospodarstvih šibka, še posebej v Aziji. Negativna vrednost za prvo četrtletje 2016 je sledila dvema zaporednima četrtletjema razmeroma močne rasti uvoza. Bazni učinki, povezani s posebej nizko številko za januar, morda kažejo na izboljšanje zagona v prihodnjih mesecih, vendar ankete še naprej nakazujejo na skromne obete za svetovno trgovinsko menjavo, saj se je svetovni PMI za nova izvozna naročila v aprilu znižal.

**Graf 1**  
Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI)

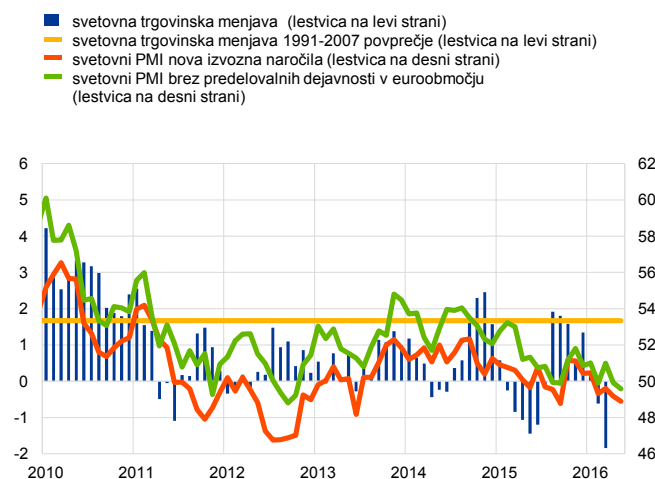
(indeks razpršitve)



Vira: Markit in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki so za april 2016.

**Graf 2**  
Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: trimesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razpršitve)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki so za april 2016 za indeksa PMI in za marec 2016 za svetovno trgovinsko menjavo.



**Svetovna gospodarska aktivnost se bo v prihodnje verjetno še naprej počasi krepila, poganjali pa jo bodo nadaljnji dobri obeti za rast v večini visoko razvitih gospodarstev in postopno popuščanje primeža globoke recesije v nekaterih velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih.** Obete za visoko razvita gospodarstva bodo podpirale še vedno nizke obrestne mere, izboljšane razmere na trgu dela in krepitev zaupanja. Nasprotno pa ostajajo obeti v nastajajočih tržnih gospodarstvih bolj negotovi. Postopna upočasnitev kitajskega gospodarstva bo verjetno zavirala aktivnost nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti azijskih. Na svetovno gospodarsko rast pa naj bi vendarle ugodno vplivalo postopno okrevanje Rusije in Brazilije iz globoke recesije.

**Podrobnejši pogled v posamezne države pokaže, da bo gospodarska aktivnost v ZDA po umiritvi v prvem četrtnem letu 2016 oživela.** Domači temeljni gospodarski pogoji ostajajo pozitivni – kažejo se v močni rasti delovnih mest, vse višjih nominalnih plačah in porastu realnega razpoložljivega dohodka –, domače povpraševanje pa bo verjetno še naprej ostalo glavno gonilo obetov za rast v ZDA. Gospodarska aktivnost, ki jo bosta podprla okrepljeno povpraševanje in konec prilagoditev v energetske sektorju, bo postopoma pridobivala na zagonu. Po drugi strani bo neto izvoz zaradi pretekle krepitve dolarja in šibke rasti zunanega povpraševanja še naprej zaviral aktivnost. Obenem velja omeniti, da so se obrestne mere zvišale kljub temu, da so se kreditni razmiki nekoliko zmanjšali.

**Gospodarska aktivnost v Združenem kraljestvu se še naprej vztrajno krepi.**

Pričakovati je zmerno okrevanje gospodarske aktivnosti, ki jo bo poganjalo predvsem povpraševanje, saj se spričo nizkih cen energentov viša realni razpoložljivi dohodek. Naložbe so ohranile pozitivno rast, čeprav se je ta glede na prejšnja leta upočasnila, podpirajo pa jo izboljšani pogoji kreditiranja. Gospodarsko rast bi vseeno lahko oslabilo negotovost, povezana z referendumom o britanskem članstvu v EU.

**Obeti za Japonsko ostajajo skromni.** Potem ko je gospodarska aktivnost v zadnjem četrtnem letu 2015 upadla, se je BDP v prvem četrtnem letu letošnjega leta okrepil. Na aktivnost bosta v prihodnje ugodno vplivala spodbujevalno naravnana denarna politika in višji dohodek na račun nižjih cen nafte. Potrošnja gospodinjstev bo poleg tega podprla tudi postopna rast realnih plač, ki je posledica zaostrovanja razmer na trgu dela. Na izvoz bo ugodno vplivalo postopno okrepljeno zunanje povpraševanje, ki pa ga bo ošibila nedavna okrepitev jena. Na povpraševanje bo vplivala tudi fiskalna konsolidacija.

**Realna gospodarska aktivnost v srednji in vzhodni Evropi bo po projekcijah ostala robustna, čeprav ne v vseh državah enako.** Glavni gonili rasti v regiji ostajata dinamična zasebna potrošnja, ki je posledica višjega realnega razpoložljivega dohodka v okolju nizke inflacije, in močna rast naložb ob podpori strukturnih sredstev EU.

**Kitajsko gospodarstvo se bo srednjeročno upočasnilo.** Aktivnost še naprej podpirajo nizke cene nafte, krepka potrošnja in občutno izboljšanje na stanovanjskem trgu. Večja stabilnost na finančnih trgih in (efektivni) devizni tečaj renminbija sta nekoliko pripomogla k odpravljanju negotovosti, ki je bila še posebej močna na začetku leta. Spodbujevalna denarna politika in javnofinančne spodbude



bodo kratkoročno podprle gospodarstvo. Srednjeročno pa bi vse hitrejše zmanjševanje prevelikih kapacitet v nekaterih panogah težke industrije ter reševanje z njimi povezanih slabih posojil lahko zaviralo rast.

**Države izvoznice surovin se še naprej prilagajajo vztrajno nižjim cenam surovin.** V Rusiji, ki je še vedno v globoki recesiji, stroški financiranja ostajajo povišani, čeprav so se pogoji financiranja tekom leta 2015 izboljšali. Negotovost je velika, zaupanje podjetij šibko, nižji prihodki od nafte pa še naprej znižujejo javno porabo. V prihodnje bi se lahko šibka pozitivna rast vrnila le v drugi polovici leta 2016, v letu 2017 pa naj bi gospodarstvo raslo po stopnji, ki je blizu potencialne. V Braziliji politična negotovost, vse slabši pogoji trgovinske menjave ter zaostrovanje denarne politike in pogojev financiranja zelo bremenijo tamkajšnjo gospodarsko aktivnost. V prihodnje bi se lahko rast nekoliko izvlekla iz primeža globoke recesije, saj se bodo cene primarnih surovin stabilizirale, neugodni vpliv na naložbe v sektorjih primarnih surovin pa bo popustil.

**Na splošno se pričakuje, da bo svetovno gospodarstvo še naprej okrevalo počasi in neenakomerno.** Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2016 se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja v prihodnjem obdobju zvišala s 3,1% v letu 2016 na 3,7% v letu 2017 in 3,8% v letu 2018. Zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2016 povečalo za 2,0%, v letu 2017 za 3,5% in v letu 2018 za 4,0%. Zmerna okrepitev gospodarske aktivnosti in trgovinske menjave, ki jo v obdobju projekcij predvideva osnovni scenarij, je posledica vztrajne rasti v visoko razvitih gospodarstvih in postopnega popuščanja primeža globoke recesije v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, in sicer v Rusiji in Braziliji, ki bosta izravnala postopno upočasnjevanje v kitajskem gospodarstvu. V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili obeti za svetovno rast popravljeni rahlo navzdol. Popravek zunanjega povpraševanja je večinoma skladen s popravki svetovne rasti.

**Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost so še vedno usmerjena navzdol, in sicer najbolj izrazito za nastajajoča tržna gospodarstva.** Glavno navzdol usmerjeno tveganje je možnost, da se bo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vključno s Kitajsko, upočasnila bolj, kot je pričakovano. Zaostrovanje pogojev financiranja in povečana politična negotovost bi lahko zaostri obstoječa makroekonomska neravnovesja, kar bi oslabilo zaupanje in rast upočasnilo še bolj, kot se pričakuje zdaj. Zaradi negotovosti glede prihodnjega razvoja ekonomske politike, ki ga narekuje gospodarska tranzicija Kitajske, bi se lahko povečala volatilitet na svetovnih finančnih trgih. Na obete neugodno vplivajo tudi geopolitična tveganja, med katerimi velja omeniti bližnji britanski referendum. Tveganje predstavljajo tudi vztrajno nizke cene nafte, ki povečujejo fiskalna oziroma finančna neravnovesja v nekaterih izvoznicah nafte.

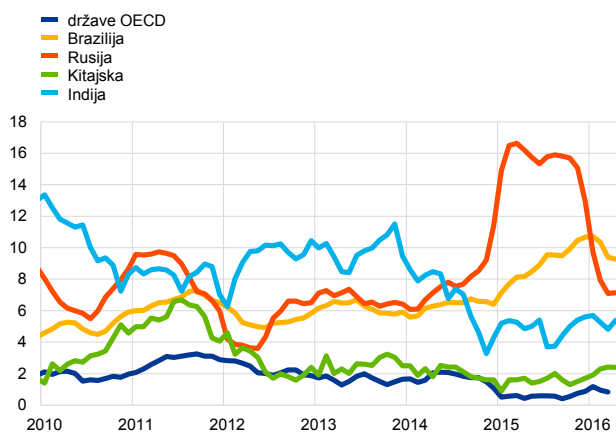
## Svetovna cenovna gibanja

**Posledice preteklega nižanja cen nafte še naprej neugodno vplivajo na skupno svetovno inflacijo.** Medletna rast cen življenjskih potrebščin na območju OECD se

je s februarske vrednosti 1,0% marca znižala na 0,8%, saj se je učinek nižjih cen energentov povečal (glej graf 3). Medletna inflacija brez hrane in energentov v območju OECD je že od decembra nespremenjena na ravni 1,9%. Kar zadeva nastajajoča tržna gospodarstva, je inflacija še vedno visoka v Braziliji, upadla pa je v Rusiji, kjer so posledice pretekle deprecije rublja izzvenele. Na Kitajskem se je inflacija rahlo zvišala zaradi začasnega porasta cen hrane.

### Graf 3 Rast cen življenjskih potrebščin

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki so za april 2016 za posamezne države in za marec 2016 za zbirni podatek za OECD.

**Svetovna inflacija bo srednjeročno ostala umirjena, nato pa se bo od druge polovice leta 2016 naprej počasi višala.** Padec cen nafte in drugih primarnih surovin na začetku leta – ne glede na nedavno okrevanje – bo kratkoročno verjetno še naprej zaviral stopnjo inflacije. Navzgor usmerjena krivulja terminskih cen nafte bi lahko kazala na zvišanje cen nafte v obdobju projekcij. Obenem bi lahko velike neizkoriščene zmogljivosti na svetovni ravni v srednjeročnem obdobju neugodno vplivale na osnovno inflacijo.

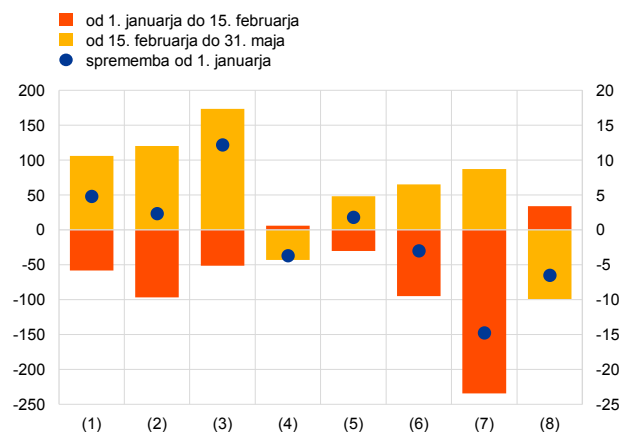
## 2 Finančna gibanja

Med začetkom marca in začetkom junija so na finančnih trgih euroobmočja – tako kot na svetovnih finančnih trgih – znova zavladale stabilnejše razmere v primerjavi z začetkom leta 2016. Boljše svetovne gospodarske razmere od pričakovanih, nadaljnje zviševanje cen nafte in dodatni spodbujevalni ukrepi denarne politike v euroobmočju so prispevali k boljšemu tržnemu vrednotenju tveganega finančnega premoženja. Tečaj delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju, tj. od 9. marca do 1. junija, zmerno zvišali, medtem ko se je zaradi napovedi nakupov vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja s strani Eurosistema precej okrepilo zmanjševanje razmikov v donosnosti obveznic nefinančnih družb. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je nekoliko zmanjšala, pri čemer se je gibala precej skladno s svetovno dolgoročno donosnostjo. Na deviznih trgih se je euro rahlo okrepil.

### Graf 4

#### Gibanja na finančnih trgih

(lestvica na levi strani: spremembe v odstotnih točkah za 4, 6, 7 in 8; lestvica na desni strani: spremembe v odstotkih za 1, 2, 3 in 5)



Viri: S&P, Financial Times, JP Morgan, Haver Analytics in Merrill Lynch.  
Opombe: (1) indeks S&P 500; (2) indeks FTSE All-World, brez ZDA; (3) cena surove nafte Brent v ameriških dolarjih; (4) donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic; (5) povprečje odstotnih sprememb deviznih tečajev valut nastajajočih tržnih gospodarstev v razmerju do ameriškega dolarja, tehtano z BDP, izraženim kot pariteta kupne moči; (6) razmik v donosnosti državnih obveznic, vključenih v indeks obveznic na nastajajočih trgih družbe JP Morgan (EMBI), v bazičnih točkah; (7) donosnost ameriških visokodonosnih podjetniških obveznic; (8) indeks volatilnosti (VIX) borze Chicago Board Options Exchange (CBOE).

#### V nasprotju z gibanji na začetku leta je bilo po izboljšanju svetovnega gospodarstva in nadaljnjem zvišanju cen nafte dogajanje na finančnih trgih v euroobmočju in po vsem svetu med začetkom marca in začetkom junija 2016 razmeroma umirjeno.

Z izboljšanjem se je nadaljeval trend, ki se je začel sredi februarja zaradi objave pozitivnih ekonomskih podatkov v ZDA, okrevanja cen nafte in pričakovanih glede nadaljnjih spodbujevalnih ukrepov denarne politike v euroobmočju. Sočasno izboljševanje razpoloženja na svetovnih finančnih trgih in zmanjševanje volatilnosti finančnih trgov sta se nadaljevala, potem ko je Svet ECB na marčni seji napovedal dodatne spodbujevalne ukrepe denarne politike. Na splošno so ta gibanja prispevala k temu, da so delniški trgi v najrazvitejših gospodarstvih nadomestili izgube, ustvarjene od začetka leta, medtem ko so se razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zmanjšali. Na nastajajočih trgih so se razmiki v donosnosti državnih obveznic zmanjšali, pri čemer so se v večini držav pogoji zunanjega financiranja izboljšali (glej graf 4).

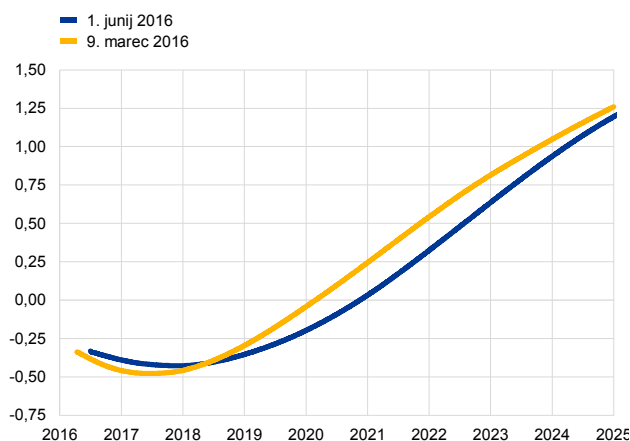
**EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) se je v obravnavanem obdobju znižala, potem ko je Svet ECB 10. marca sprejel sklep o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za 10 bazičnih točk na -0,40%.** EONIA se je v obravnavanem obdobju (tj. od 9. marca do 1. junija) zaradi popolnega prenosa znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita znižala za 9,7 bazične točke. Od začetka drugega letošnjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ko je začelo veljati znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, se je gibala med -32 in -36 bazičnimi točkami, razen ob koncu prvega četrtletja, ko se je prehodno zvišala na -30 bazičnih točk. Presežna likvidnost se je zaradi Eurosistemovih nakupov v okviru razširjenega programa nakupa

vrednostnih papirjev povečala za 144 milijard EUR na okrog 845 milijard EUR (glej tudi okvir 2).

### Graf 5

#### Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

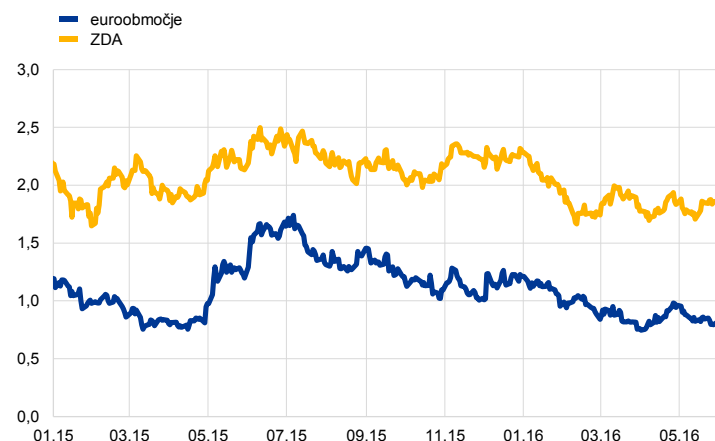


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

### Graf 6

#### Donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju in ZDA

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters.

Opombe: Postavka »euroobmočje« označuje povprečno donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtano z BDP. Postavka »ZDA« označuje donosnost 10-letnih državnih obveznic. Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2016.

#### Ob na splošno majhni volatilitosti se je krivulja terminskih obrestnih mer EONIA le malo spremenila, pri čemer se je v srednjem delu premaknila nekoliko navzdol.

V obravnavanem obdobju se je na krajšem koncu premaknila malenkostno navzgor, kar je mogoče pripisati predvsem temu, da so finančni trgi na dan marčne seje Sveta ECB svojo oceno glede kratkoročnih terminskih obrestnih mer v euroobmočju popravili navzgor. Krivulja se je v srednjem delu premaknila nekoliko navzdol, kar kaže, da so tržni udeleženci pričakovali, da bodo ključne obrestne mere ECB dlje časa ostale na nizki ravni. Nasprotno se dolgoročnejshe terminske obrestne mere EONIA med začetkom marca in začetkom junija skoraj niso spremenile (glej graf 5).

#### Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju nekoliko zmanjšala, pri čemer se je gibala precej skladno s svetovno dolgoročno donosnostjo.

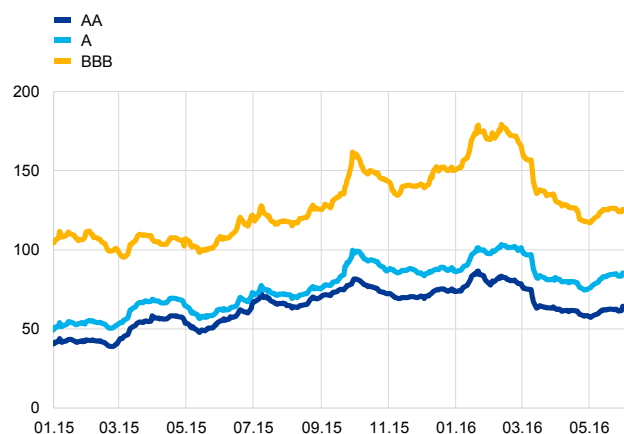
Marca se je donosnost državnih obveznic zmanjšala, pri čemer je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, 1. aprila 2016 dosegla rekordno nizko raven (0,75%). Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je nato povečala, vendar se je nato od konca aprila večkrat zmanjšala. Zmanjševanje promptne dolgoročne donosnosti je bilo skladno z zniževanjem srednjeročnih terminskih obrestnih mer EONIA in je povzročilo, da je bila donosnost 10-letnih obveznic, tehtana z BDP, ob koncu obravnavanega obdobja za 11 bazičnih točk nižja kot 9. marca (glej graf 6). Gledano v celoti je bilo zmanjšanje donosnosti rahlo večje v državah euroobmočja z višjimi bonitetami, vendar se je zaradi podaljšanja posojil Grčiji, za katerega se je dogovorila Euroskupina, precej zmanjšala tudi donosnost grških državnih obveznic. Medtem ko se je donosnost dolgoročnih obveznic v

euroobmočju večinoma gibala precej skladno s svetovno dolgoročno donosnostjo, so se razmiki v donosnosti dolgoročnih obveznic med ZDA in euroobmočjem povečali, k čemur so prispevale predvsem ocene tržnih udeležencev glede vse večjega razhajanja denarnih politik obeh gospodarstev.

### Graf 7

Razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda v euroobmočju po bonitetnih ocenah

(v bazičnih točkah)



Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2016.

**Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb so se precej zmanjšali, potem ko je Svet ECB napovedal program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.** Zaradi napovedi programa

nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja v marcu se je okrepilo zmanjševanje razmikov v donosnosti obveznic, ki je ob vse boljšem razpoloženju na svetovnih trgih trajalo od sredine februarja. Razmiki so se nato še naprej postopno zmanjševali, tudi po objavi podrobnosti o izvajanju navedenega programa na seji Sveta ECB sredi aprila, nato pa so se maja rahlo povečali. Na splošno so bili razmiki pri obveznicah nefinančnih družb na začetku junija precej manjši kot na začetku marca (glej graf 7). Čeprav so se razmiki pri bančnih obveznicah gibali po podobni dinamiki, so se zmanjšali razmeroma manj izrazito.

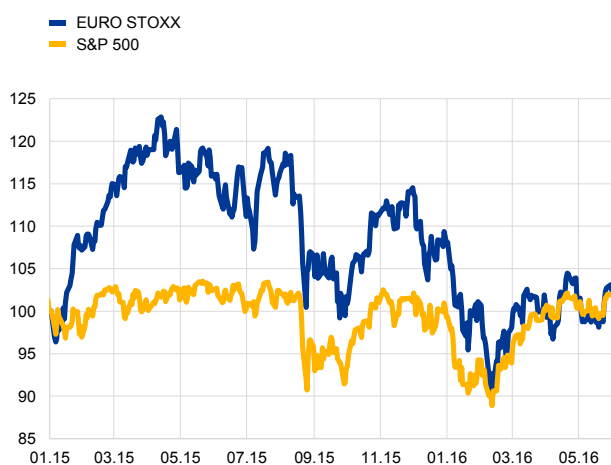
### Tečaji delnic v euroobmočju so se ob majhni volatilnosti trgov zmerno zvišali.

Širši indeks EURO STOXX se je med 9. marcem in 1. junijem 2016 zvišal za okrog 2%, medtem ko je indeks S&P 500 v ZDA pridobil okrog 6% (glej graf 8). Tečaji bančnih delnic v euroobmočju so izgubili okrog 2% vrednosti. Poleg tega so ob nadaljnji zaskrbljenosti glede dobičkonosnosti ter ob dogodkih, povezanih s posameznimi državami in bankami, tečaji bančnih delnic izraziteje nihali v obe smeri kot širši trg.

#### Graf 8

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(1. januar 2015 = 100)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

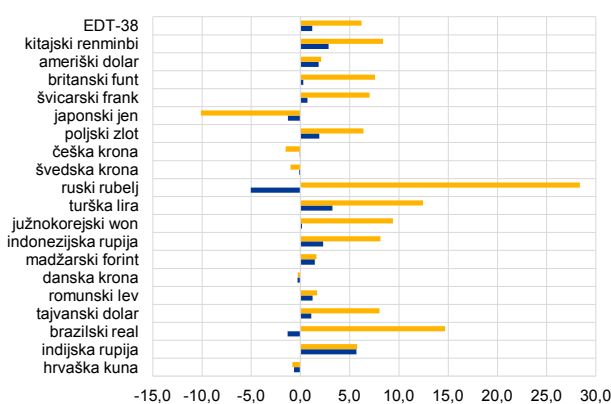
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2016.

#### Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)

■ od 9. marca 2016  
■ od 1. junija 2015



Vir: ECB.

Opombe: Odstotne spremembe glede na 1. junij 2016. EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

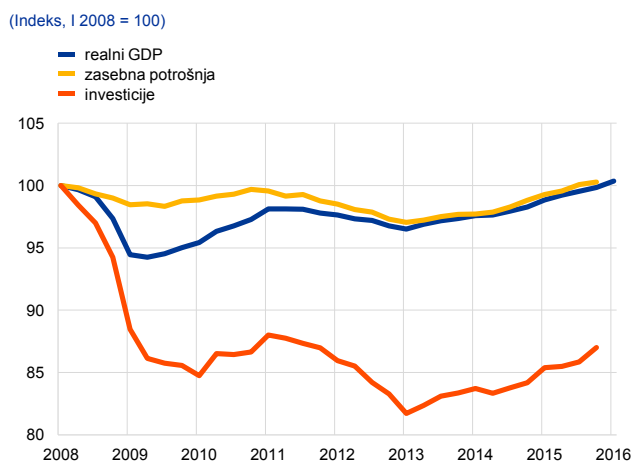
**Na deviznih trgih se je euro učinkovito rahlo okrepil.** Med začetkom marca in koncem aprila je appreciiral, na kar so vplivala predvsem tržna pričakovanja glede naravnosti denarne politike v večjih gospodarstvih. Na tečaj je spodbudno vplivalo tudi izboljšanje tržnih pričakovanj po objavi podatkov o gospodarski aktivnosti v euroobmočju, ki so bili boljši od pričakovanih. Od začetka maja je euro ob povečevanju razmikov v donosnosti dolgoročnih obveznic med ZDA in euroobmočjem učinkovito oslabil tudi v razmerju do ameriškega dolarja. V celoti gledano se je euro od 9. marca do 1. junija, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, okrepil za 1,2% (glej graf 9). Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je appreciiral v razmerju do ameriškega dolarja, kitajskega renminbija, švicarskega franka in valut številnih nastajajočih tržnih gospodarstev ter do valut večine srednje- in vzhodnoevropskih držav. Nasprotno pa je v razmerju do ruskega rublja, japonskega jena in valut nekaterih držav izvoznice surovin depreciiral.

### 3 Gospodarska aktivnost

BDP v euroobmočju se je v prvem četrletju 2016 realno znatno povečal, pri čemer rast še vedno spodbuja domače povpraševanje, po drugi strani pa jo slabi šibek izvoz. Zadnji podatki nakazujejo nadaljevanje rasti v drugem četrletju, čeprav naj bi bila stopnja rasti verjetno nižja kot v prvem četrletju. V prihodnje naj bi bilo gospodarsko okrevanje zmerno, toda vztrajno. Transmisija ukrepov denarne politike ECB v realno gospodarstvo še naprej spodbuja domače povpraševanje. Ugodni pogoji financiranja in izboljšana dobičkonosnost podjetij pa še vedno spodbujajo investicije. Tudi vztrajno zviševanje zaposlenosti, k čemur so pripomogle pretekle strukturne reforme, in še vedno relativno nizke cene nafte zagotavljajo dodatno podporo realnemu razpoložljivemu dohodku gospodinjev in zasebni potrošnji. Poleg tega je naravnost fiskalne politike v euroobmočju rahlo ekspanzivna. Okrevanje gospodarstva v euroobmočju pa še naprej zavirajo dejavniki, kot so šibka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, prilagajanje bilanc, ki je nujno v številnih sektorjih, in počasno izvajanje strukturnih reform. Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo rast BDP v letu 2016 realno znašala 1,6%, v letih 2017 in 2018 pa 1,7%.

#### Graf 10

Realni BDP, zasebna potrošnja in investicije v euroobmočju



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrletje 2016 pri realnem BDP in za zadnje četrletje 2015 pri komponentah BDP.

**Gospodarska rast v euroobmočju se je v prvem četrletju 2016 okrepila, tako da je raven realnega BDP zdaj višja od najvišje vrednosti iz leta 2008 (glej graf 10).**

Realna rast BDP je bila močnejša kot v preteklem četrletju v številnih državah euroobmočja ter so jo podpirali nadaljnji pozitivni prispevki zasebne potrošnje in tudi investicij, ki pa so kljub temu še vedno veliko manjše od najvišje predkrizne ravni. Neto izvoz je v prvem četrletju 2016 verjetno še naprej zaviral rast zaradi umirjene rasti svetovne trgovinske menjave.

**Zasebna potrošnja je v prvem četrletju 2016 ostala visoka, ta komponenta pa ostaja glavno gonilo sedanjega okrevanja.**

Prodaja v trgovini na drobno in tudi število registracij avtomobilov sta se kljub padcu v marcu v prvem četrletju glede na četrletje prej povečala za 1%, potem ko je bila v zadnjem četrletju 2015 zabeležena začasna upočasnitev, kar je bilo odraz manjšega obsega prodaje sezonskih oblačil in

manjše porabe energije zaradi mile zime ter negativnih učinkov, ki so posledica novembrskih terorističnih napadov v Parizu. Dolgoročno je zasebno potrošnje podpiral vse višji realni razpoložljivi dohodek gospodinjev, predvsem kot posledica naraščanja zaposlenosti, a tudi nižjih cen nafte (glej graf 11) in precej stabilne stopnje varčevanja. Medtem ko so se obrestni prihodki gospodinjev v euroobmočju od leta 2008 zmanjšali, so bili neto obrestni prihodki precej stabilni. S prerazdelitvijo od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem naj bi obrestni prihodki na splošno še naprej podpirali zasebno potrošnje (glej okvir 3 z naslovom »Nizke obrestne mere in neto obrestni prihodki gospodinjev«). Poleg tega so postale bilančne omejitve v

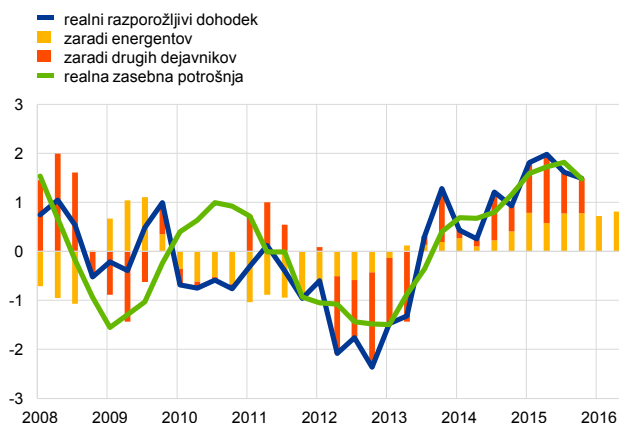


sektorju gospodinjstev postopoma vse manjše, zaupanje potrošnikov pa se je zaradi nadaljnjega zmanjšanja stopnje brezposelnosti okrepilo.

## Graf 11

### Realni razpoložljivi dohodek in zasebna potrošnja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za zadnje četrletje 2015 pri realnem razpoložljivem dohodku in zasebni potrošnji. Drugo četrletje glede prispevka energentov temelji na mesečni (oceni) podatkov do maja 2016.

### Nadaljnje izboljšanje na trgih dela v euroobmočju podpira zasebno potrošnjo prek skupnega dohodka od dela.

Zaposlenost se je še povečala, in sicer za 0,3% v zadnjem četrletju 2015 v primerjavi s četrletjem prej. To pomeni, da je bila zaposlenost za 1,2% višja od ravni, zabeležene eno leto prej, kar je največje medletno povečanje od drugega četrletja 2008 dalje. Po drugi strani je stopnja brezposelnosti aprila znašala 10,2% in je s tem najnižja od avgusta 2011, saj dosledno upada že od sredine leta 2013. Več zgodnjih podatkov, na primer anketnih, kaže vztrajno zmerno izboljšanje na trgih dela v euroobmočju. Ne glede na ta pozitivna gibanja še naprej ostajajo nujni širši ukrepi v zvezi z brezposelnostjo – ki upoštevajo tudi segmente delovno sposobnega prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom ali so se umaknili s trga dela. Približno 4% delovne sile trenutno neprostovoljno dela s krajšim delovnim časom zaradi pomanjkanja zaposlitev za poln delovni čas, podoben

pa je tudi delež odvrnjenih iskalcev zaposlitve in tistih, ki niso aktivni iskalci zaposlitve. Zato trg dela v euroobmočju verjetno zaznamuje bistveno večja stagnacija, kot nakazuje izključno stopnja brezposelnosti.

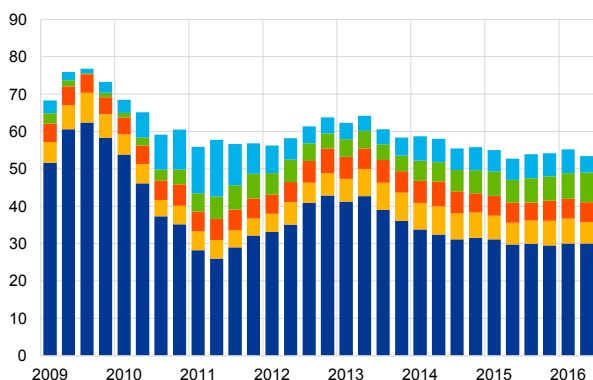
### Po povečanju izkoriščenosti zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih in na splošno močni rasti v proizvodnji investicijskega blaga se je visoka rast investicij verjetno nadaljevala po stopnji, zabeleženi na prehodu v leto 2016.

Izboljšalo se je tudi povpraševanje, kar podpira podjetniške investicije. Od leta 2013 na primer anketa Evropske komisije manj pogosto omenja povpraševanje kot dejavnik, ki omejuje proizvodnjo (glej graf 12). Po drugi strani so stanovanjske investicije verjetno spodbujale ugodne vremenske razmere v prvem četrletju, vendar tudi splošna krepitev stanovanjskih trgov, kot dokazujeta večje število vlog za izdajo gradbenega dovoljenja in povpraševanje po hipotekarnih posojilih. Povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah naj bi se v prihodnje dodatno povečalo zaradi nizkih hipotekarnih obrestnih mer in rasti razpoložljivega dohodka gospodinjstev ter do določene mere zaradi iskanje donosov v okolju, kjer so donosi od alternativnega premoženja majhni. V prihodnje bodo podjetniške investicije predvidoma podpirali tudi boljši pogoji financiranja, vse večji dobički in obsežne gotovinske rezerve med podjetji euroobmočja skupaj s postopnim izboljševanjem domačega in zunanega povpraševanja. Kljub temu lahko okrevanje skupnih investicij upočasnijo nadaljnje potrebe po razdolževanju podjetij v nekaterih državah, slabša pričakovanja investitorjev glede dolgoročne rasti in pričakovana umirjena rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

**Graf 12****Dejavniki, ki omejujejo proizvodnjo**

(odstotni deleži)

- nezadostno povpraševanje
- drugo
- finančne omejitve
- pomanjkanje delovne sile
- pomanjkanje prostora oziroma opreme



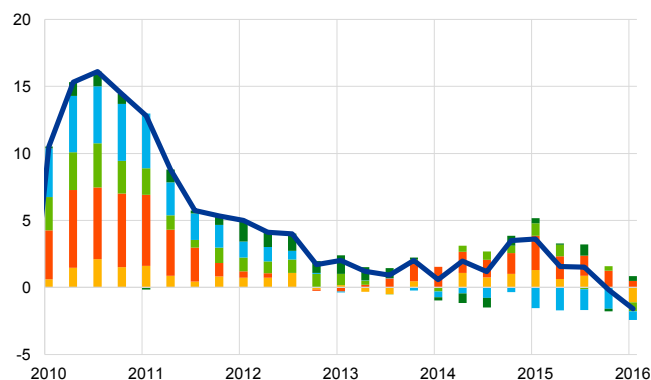
Vir: Evropska komisija.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2016.

**Graf 13****Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)

- skupaj
- ZDA
- evropske države zunaj euroobmočja
- Azija brez Kitajske
- Brazilija, Rusija, Kitajska in Turčija
- druge države



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrtletje 2016 in temeljijo na mesečnih podatkih do februarja 2016 za države EU in do marca 2016 za vse druge države.

**Trend zniževanja rasti izvoza blaga se je nadaljeval tudi v prvem četrtletju 2016 po umirjenih gibanjih svetovne trgovinske menjave (glej graf 13).** Pomembne ciljne države, kot so ZDA, a tudi Švica in Japonska, so negativno prispevale k rasti izvoza, rast izvoza v Združeno kraljestvo pa je bila manjša kot v zadnjem četrtletju 2015. Med velikimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi je šibko povpraševanje v Braziliji in Rusiji še naprej zaviralo rast izvoza blaga, prispevek Kitajske pa je bil približno nevtralen, potem ko je bil leta 2015 negativen.

**Rast izvoza se bo kratkoročno predvidoma povečala le zmerno v okolju nadaljnje šibke dinamike svetovne trgovinske menjave.**

Izvozna naročila in tudi zaupanje med izvozniki kažejo nadaljnja kratkoročna umirjena gibanja zunanje trgovine, nedavna gibanja učinkovitega tečaja eura pa prav tako ne prinašajo spodbude. Deleži na izvoznih trgih bodo predvidoma vseeno še naprej veliki zaradi zapoznelih učinkov preteklega izboljšanja konkurenčnosti. Rast izvoza euroobmočja se bo v prihodnje predvidoma postopoma povečala skladno z zunanjim povpraševanjem.

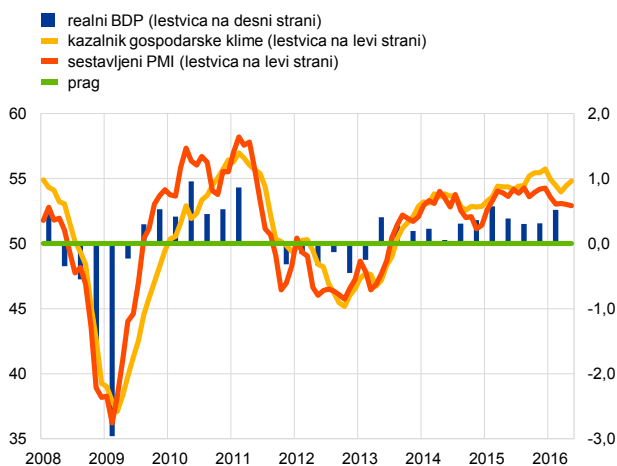
**Razpoložljivi kratkoročni kazalniki na splošno kažejo nadaljnjo zmerno rast v drugem četrtletju 2016.**

Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je aprila in maja zvišal, medtem ko se je sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti rahlo znižal (glej graf 14), čeprav sta oba še vedno višja od dolgoročnih povprečnih ravni. Industrijska proizvodnja (brez gradbeništva) se je februarja in marca vseeno zmanjšala, kar kaže določena navzdol usmerjena tveganja za četrtletno rast proizvodnje v drugem četrtletju zaradi negativnih učinkov prenosa.

**Graf 14**

Realni BDP v euroobmočju, sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) in kazalnik gospodarske klime

(lestvica na levi strani: difuzijski indeks in ravnotežja v odstotkih; lestvica na desni strani: medčetrletne stopnje rasti)



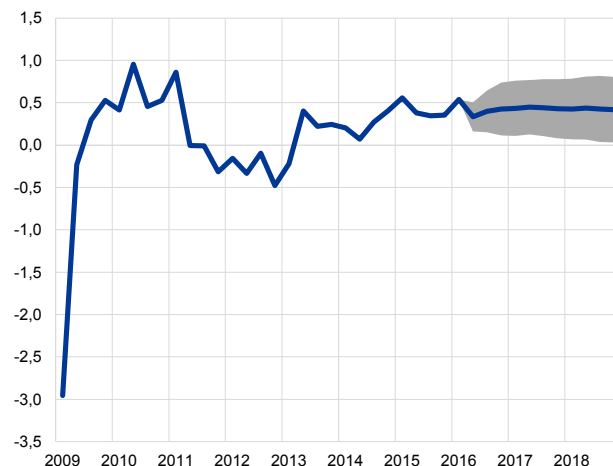
Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki so za prvo četrletje 2016 pri gibanju BDP ter za maj 2016 pri kazalniku gospodarske klime in PMI. Kazalnik gospodarske klime in PMI sta normalizirana.

**Graf 15**

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(četrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 2. junija 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.

**Okrevanje gospodarstva v euroobmočju se bo v prihodnje predvidoma nadaljevalo ob podpori transmisije ukrepov denarne politike ECB v realno gospodarstvo.** Investicije naj bi spodbudilo tudi nadaljnje izboljšanje dobičkonosnosti podjetij, zasebno potrošnjo pa bo po pričakovanih ohranjalo vztrajno zviševanje zaposlenosti skupaj s še vedno relativno nizko ceno nafte. Gospodarsko okrevanje pa še naprej zavira pričakovana umirjena rast na nastajajočih trgih.

**Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP znašala 1,6% v letu 2016 ter 1,7% v letih 2017 in 2018 (glej graf 15).** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija realne rasti BDP za leto 2016 popravljena navzgor, za leti 2017 in 2018 pa je ostala večinoma nespremenjena. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti, vendar se je ravnotežje tveganj izboljšalo kot posledica sprejetih ukrepov denarne politike in spodbud, ki so še v pripravi. Tveganja na strani nižje rasti so še vedno povezana z gibanji v svetovnem gospodarstvu, z bližajočim se britanskim referendumom o članstvu v EU in drugimi geopolitičnimi tveganji.

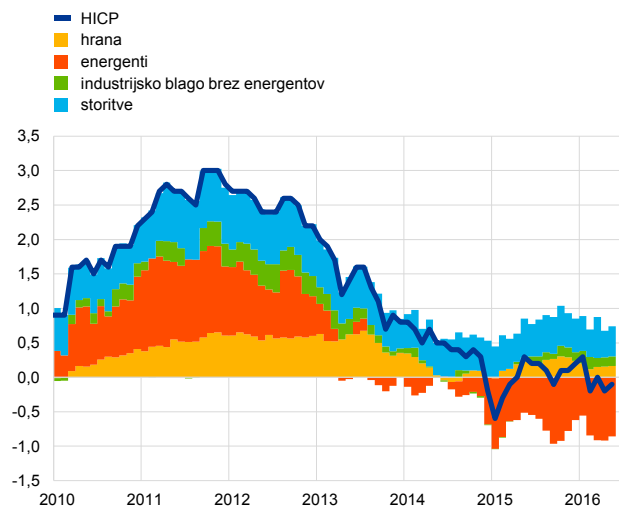
## 4 Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni je medletna stopnja inflacije, merjena z indeksom HICP, maja znašala  $-0,1\%$ . Nizka stopnja inflacija odraža pretekle padce cen energentov. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo stopnja inflacije v naslednjih nekaj mesecih glede na sedanje terminske cene nafte najverjetneje ostala zelo nizka ali negativna, nato pa naj bi se v drugi polovici leta 2016 okrepila, in sicer v veliki meri zaradi baznih učinkov, ki vplivajo na medletno stopnjo rasti cen energentov. Inflacija naj bi se ob podpori ukrepov denarne politike ECB in ob pričakovanem gospodarskem okrevanju v letih 2017 in 2018 še zvišala. Takšno splošno dinamiko inflacije kažejo tudi junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema, po katerih bo medletna inflacija v letu 2016 znašala  $0,2\%$ , v letu 2017  $1,3\%$ , v letu 2018 pa  $1,6\%$ . Obeti za rast inflacije v primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz marca 2016 ostajajo približno nespremenjeni.

**Skupna inflacija se je v maju sicer rahlo zvišala, vendar je ostala negativna.** Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna stopnja inflacije v maju z aprilske vrednosti  $-0,2\%$  zvišala na  $-0,1\%$ , kar je predvsem posledica višje inflacije pri cenah energentov in nekoliko višje inflacije pri cenah storitev (glej graf 16). Zaradi zvišanja inflacije pri cenah storitev z  $0,9\%$  v aprilu na  $1,0\%$  v maju, se je inflacija brez hrane in energentov zvišala z  $0,7\%$  v aprilu na  $0,8\%$  v maju.

**Graf 16**  
Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

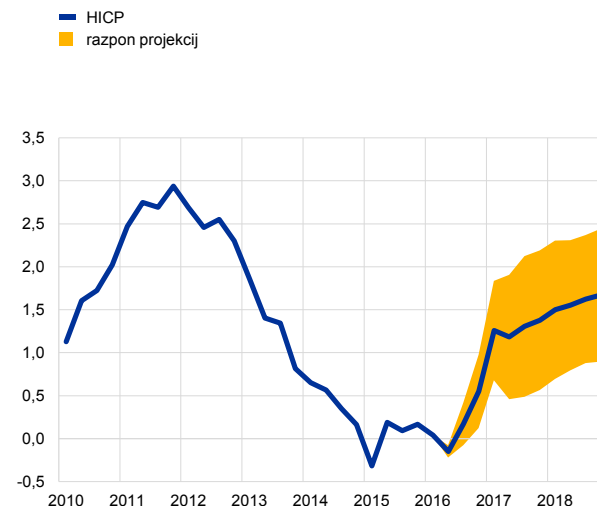
(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2016 (prva ocena).

**Graf 17**  
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in članek z naslovom »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 2. junija 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2016 (dejanski podatki) in na zadnje četrtletje 2018 (projekcije).

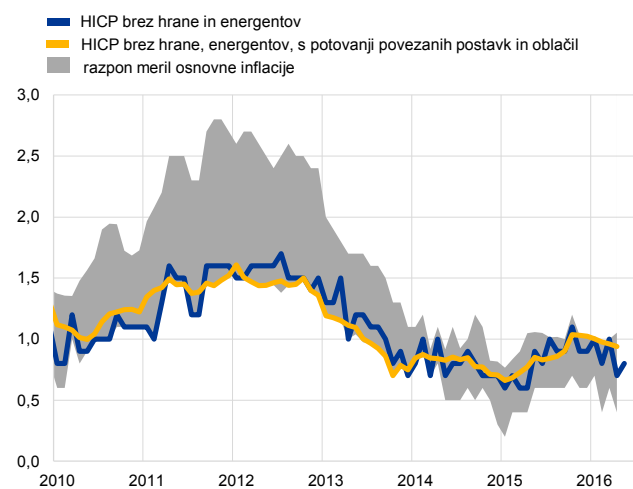
**Skupno inflacijo še vedno najbolj zavirajo cene energentov.** Negativni prispevek dinamike rasti cen energentov je skoraj leto in pol znašal od  $0,5$  do  $1$  odstotne točke (glej graf 16). Cene nafte v (ameriških) dolarjih se od januarja 2016, ko so dosegle

najnižjo točko, sicer višajo, vendar so še vedno precej pod ravni iz leta poprej. Nedavni dvig cen je zato le rahlo prispeval k brzdanju negativnega prispevka cen energentov k skupni inflaciji, saj je bila inflacija pri cenah energentov maja 2016 še vedno na zelo nizki,  $-8,1$ -odstotni ravni. Učinek nedavnega dviga cen nafte bo postal očitnejši, ko bo prejšnji močan upad izpadel iz izračuna medletne stopnje inflacije. Večji delež pričakovanega porasta skupne inflacije v prihodnjem obdobju, tj. do začetka leta 2017, gre pripisati navzgor usmerjenemu vplivu, povezanemu z baznimi učinki (glej graf 17).

## Graf 18

### Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Med vrsto meril osnovne inflacije so zajeti: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorkega modela. Zadnji podatki so za maj 2016 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za april 2016 pri vseh drugih merilih.

### Osnovna inflacija ne kaže nikakršnega jasnega trenda naraščanja.

To potrjuje tudi cela vrsta alternativnih meril osnovne inflacije (glej graf 18). Potem ko je inflacija brez hrane in energentov v prvi polovici leta 2015 naraščala, se je med julijem 2015 in marcem 2016 medletno gibala med 0,8% in 1,1%. Njeno nedavno gibanje je bilo zelo volatilno, saj se je medletna stopnja rasti povečala z 0,8% v februarju na 1,0% v marcu, nato pa je aprila spet upadla na 0,7%. To gibanje je bilo zlasti posledica dinamike rasti cen storitev, ki so se z 0,9% v februarju zvišale na 1,4% v marcu 2016, nato pa se v aprilu vrnile na 0,9%. Nedavno volatilnost inflacije brez hrane in energentov je torej možno v veliki meri pojasniti s sezonskim gibanjem. Velika noč, ki je bila lani aprila, letos pa marca, je medletno rast cen storitev marca 2016 potisnila navzgor, aprila 2016 pa navzdol, še zlasti pri postavkah, povezanih s potovanji, kot so denimo počitnice v paketu. Če si ogledamo merilo inflacije, ki poleg hrane in energentov izključuje tudi postavke, kot so potovanja ter oblačila in obutev – na katera lahko močno vplivajo sezonska gibanja – je trend osnovne inflacije dosti bolj stabilen, a ne kaže jasnih znakov za zagon navzgor.

### Stopnja rasti uvoznih cen je postala negativna, cenovni pritiski iz proizvodne verige pa so ostali umirjeni.

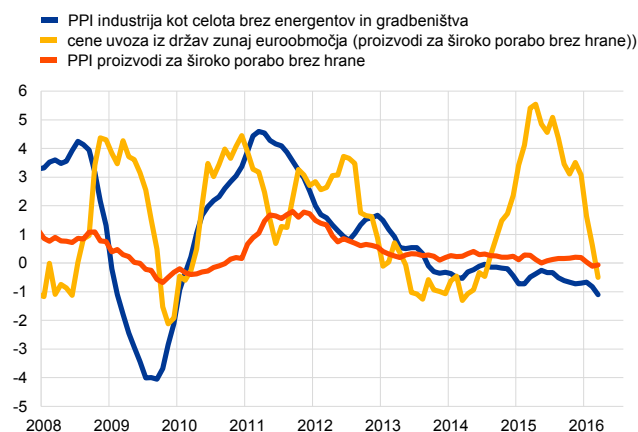
Leta 2015 je bila rast uvoznih cen proizvodov za široko porabo brez hrane in energentov živahna in je aprila dosegla rekordno 5,6-odstotno stopnjo rasti. Zaradi nedavne apreciacije učinkovitega tečaja eura ter tudi zaradi svetovnih dezinflacijskih pritiskov, ki izhajajo iz nižjih cen nafte, se je ta stopnja od tedaj nižala in je marca postala negativna na ravni  $-0,5\%$  (glej graf 19). Učinek upočasnjenih uvoznih cen se kaže v cenah iz skupine trajnih dobrin, za katere je bil značilen močan navzgor usmerjeni zagon, ki pa zdaj izgublja moč. V zadnjem času se je znižala tudi stopnja inflacije v drugih podskupinah HICP, ki vključujejo proizvode za široko porabo z razmeroma visokim deležem uvoza, kot so poltrajne dobrine. Neposredni vpliv učinkovitega tečaja eura prek uvoženih proizvodov za široko porabo je treba ločiti od skupnih vplivov tečajnih gibanj, ki delujejo prek proizvodne in cenovne verige. Ker ti potrebujejo več četrletij, da se v celoti uresničijo, se še vedno prenaša tudi pretekla deprecijacija tečaja eura. Za zdaj ostaja umirjena tudi medletna stopnja rasti cen proizvodov za široko porabo brez

hrane pri domačih proizvajalcih, in sicer je v marcu znašala  $-0,1\%$  (nespremenjena v primerjavi s februarjem). Anketni podatki o lastnih in prodajnih cenah do maja 2016 kažejo, da bodo domači cenovni pritiski na ravni proizvajalcev še naprej šibki.

## Graf 19

### Cene pri proizvajalcih in uvozne cene

(medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na marec 2016.

**Plačni pritiski ostajajo umirjeni.** Rast dogovorjenih plač je v prvem četrtletju 2016 rahlo upadla na  $1,4\%$ , medtem ko je v zadnjem četrtletju 2015 in v celem letu 2015 znašala  $1,5\%$ . Rast plač najverjetneje zavirajo številni dejavniki, med katerimi so še vedno visoka raven neizkoriščenega potenciala na trgu dela, razmeroma šibka rast produktivnosti – povezana z dejstvom, da je bilo v storitvenih sektorjih ustvarjeno večje število delovnih mest z razmeroma nizko produktivnostjo – nizka inflacija in sedanji učinki reform na trgu dela, ki jih je v preteklih letih izvedlo več držav v euroobmočju.<sup>1</sup>

**Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj se še naprej stabilizirajo, a vseeno ostajajo na ravni, ki je znatno pod anketnimi merili.** Petletna terminska

stopnja inflacije čez pet let se je nedavno zvišala na raven, ki je nekoliko nad rekordno nizko vrednostjo s

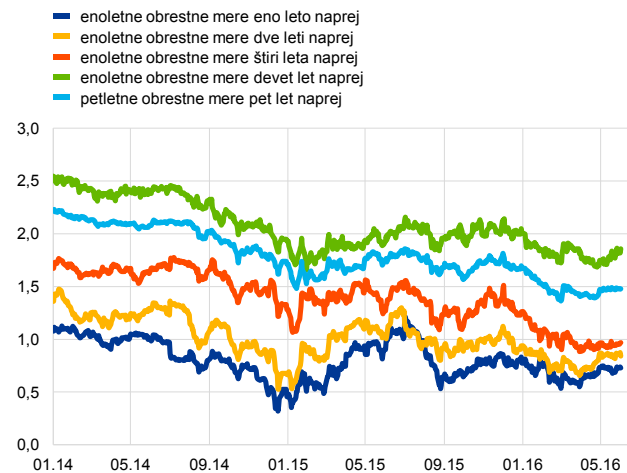
konca februarja (glej graf 20). Če upoštevamo daljše zgodovinsko obdobje, so tržna merila inflacije še vedno nizka. To je deloma posledica dejstva, da se tržnim udeležencem ne zdi verjetno, da bi se inflacija lahko kmalu okrepila. Obenem je tudi posledica sedanjih premij za inflacijsko tveganje, ki so najverjetneje rahlo negativne, kar pomeni, da tržni kazalniki inflacije nekoliko podcenjujejo prihodnjo inflacijo. Kljub nizki dejanski inflaciji in nizkim kazalnikom tržnih inflacijskih pričakovanj je tveganje deflacije, kot so ga vračunali trgi, še naprej zelo omejeno. V nasprotju s tržnimi merili pa so anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj, na primer tista iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov in ankete Consensus Economics, mnogo stabilnejša in odpornejša proti popravkom kratkoročnih pričakovanj navzdol. Po rezultatih najnovejše ankete ECB znaša povprečna točkovna napoved inflacije čez pet let  $1,8\%$ , kar je enako kot v prejšnji anketi, navzdol usmerjeno tveganje za to srednje pričakovanje pa se je rahlo znižalo.

<sup>1</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Recent wage trends in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

## Graf 20

### Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Vira: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2016.

### Kar zadeva prihodnje obdobje, bo inflacija v euroobmočju v letu 2016 predvidoma nizka, v letih 2017 in 2018 pa se bo okrepila.

Na podlagi podatkov, ki so bili na voljo sredi maja, junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje predvidevajo, da bo inflacija v letu 2016 znašala 0,2% ter se nato v letu 2017 okrepila na 1,3% in v letu 2018 na 1,6% (glej graf 17).<sup>2</sup> Na dinamiko inflacije v obdobju projekcij bo predvidoma največ vplivala rast cen energentov. Prispevek dinamike rasti cen energentov bi lahko postal pozitiven v letu 2017, še posebej zaradi močnih navzgor delujočih baznih učinkov. Osnovna inflacija (merjena na primer z inflacijo brez hrane in energentov) naj bi se v prihodnjih letih postopoma zvišala, saj vse boljše razmere na trgu dela in zmanjševanje prostih zmogljivosti pomenijo višje plače in profitne marže. Zvišanje bodo spodbudili tudi ukrepi denarne politike ECB ter nadaljnji prenos vplivov preteklega znižanja efektivnega tečaja eura. Obeti za

rast inflacije v primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje iz marca 2016 ostajajo približno nespremenjeni.

<sup>2</sup> Glej članek z naslovom »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 2. junija 2016 objavljen na spletnem mestu ECB.



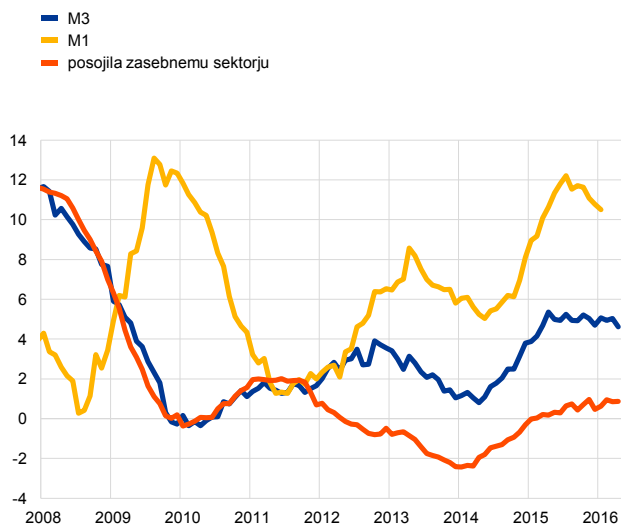
## 5 Denar in krediti

Rast denarja se je aprila nekoliko zmanjšala, vendar še naprej ostaja močna. Hkrati še naprej postopoma okreva tudi rast posojil. Rast širokega denarja spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja. K izboljšanju denarne in kreditne dinamike še naprej prispevajo nizke obrestne mere, učinki ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Banke prenašajo ugodne pogoje financiranja naprej v obliki nižjih obrestnih mer, okrevanje rasti posojil pa še naprej spodbujajo boljši posojilni pogoji. Skupni letni tokovi zunanega financiranja v nefinančne družbe so se po ocenah v prvem četrtletju 2016 zmerno povečali.

**Rast širokega denarja se je nekoliko zmanjšala, vendar še naprej ostaja močna.** Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3, ki se je od maja 2015 gibala okoli 5,0%, se je aprila 2016 upočasnila na 4,6% (glej graf 21). Rast širokega denarja so ponovno podpirale najlikvidnejše komponente. Agregat M1 v zadnjem času kaže znake upočasnjevanja, saj se je medletna stopnja rasti zmanjšala tudi aprila 2016, čeprav ostaja na visoki ravni. Najnovejša gibanja ožjega denarja še naprej potrjujejo, da gospodarstvo v euroobmočju nadalje postopoma okreva.

**Graf 21**  
Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

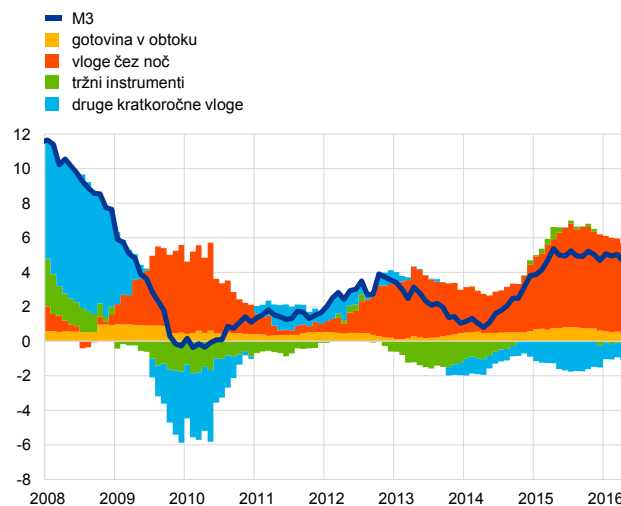
(medletne spremembe v odstotkih; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.  
Opomba: Najnovejši podatki so za april 2016.

**Graf 22**  
M3 in komponente

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



Vir: ECB.  
Opomba: Najnovejši podatki so za april 2016.

**Vloge čez noč, ki so velik del agregata M1, so še naprej spodbujale rast agregata M3 (glej graf 22).** Okolje zelo nizkih obrestnih mer spodbuja imetja najlikvidnejših komponent agregata M3. To je odraz prilivov, povezanih s prodajo obveznic javnega sektorja, kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev s strani nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so se v prvem četrtletju 2016 in aprila nasprotno še naprej zmanjševale. Poleg tega se je stopnja rasti tržnih instrumentov

(M3 minus M2), tj. majhna komponenta M3, v prvem četrtletju 2016 in aprila še naprej zmanjševala, in to kljub trenutni rasti točk/delnic skladov denarnega trga.

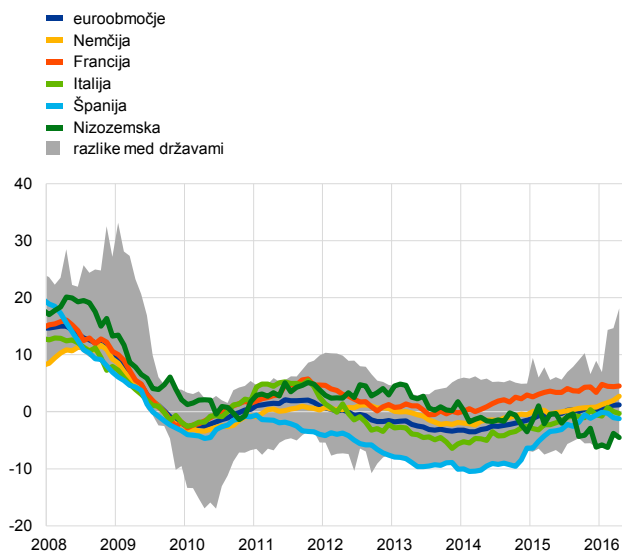
#### **Rast širokega denarja še naprej spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja.**

Med njimi je najpomembnejši dejavnik ustvarjanja denarja še naprej kreditiranje širše opredeljene države, kreditiranje zasebnega sektorja pa je postopoma okrevalo. Prvo je posledica nestandardnih ukrepov denarne politike ECB, vključno s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Precejšen odstotek finančnega premoženja, odkupljenega v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, je bil odkupljen od denarnih finančnih institucij (DFI) (razen Eurosistema). Dolgoročneje finančne obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) – katerih medletna stopnja rasti je od junija 2012 negativna – so se aprila 2016 zmanjšale nekoliko počasneje. To je zaradi položne krivulje donosnosti, ki je povezana z nestandardnimi ukrepi denarne politike ECB, zaradi česar se je zmanjšala spodbuda vlagateljem k imetju dolgoročnejših bančnih instrumentov. Še en dejavnik, s katerim je mogoče pojasniti to gibanje, je privlačnost ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kot alternative dolgoročnemu tržnemu financiranju bank. Medtem je neto tuja aktiva v sektorju DFI še naprej zavirala medletno rast M3, deloma zaradi odlivov kapitala iz euroobmočja in sedanjega uravnoteževanja portfeljev v korist instrumentom zunaj euroobmočja. To je trend, ki ga je mogoče pojasniti s prodajo državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov prek programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

**Posojilna dinamika je počasi začela okrevati, vendar je bančno posojanje še naprej šibko.** Rast kreditov se je zmerno izboljšala tako v sektorju podjetij kot tudi v sektorju gospodinjstev. V prvem četrtletju 2016 se je medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju povečala in je ostala aprila stabilna (glej graf 21). Čeprav je ostala medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam umirjena (glej graf 23), se je precej povečala z najnižje vrednosti iz prvega četrtletja 2014. Izboljšanje je bilo na splošno zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. V primerjavi s tem se je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom (prilagojena za prodajo in listinjenje) v prvem četrtletju 2016 rahlo povečala, aprila pa je ostala večinoma nespremenjena (glej graf 24). Takšno gibanje sta podpirala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Sedanja konsolidacija bančnih bilanc in vztrajno visoke ravni nedonosnih terjatev v nekaterih državah pa rast posojil še naprej zavirajo.

**Graf 23****Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih)

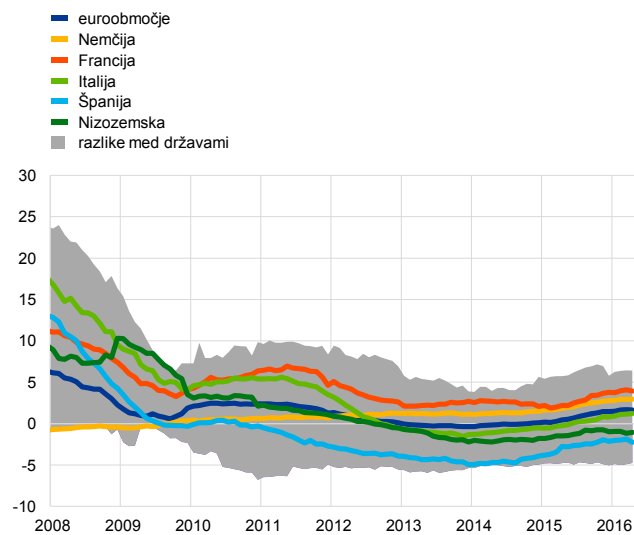


Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2016.

**Graf 24****Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Najnovejši podatki so za april 2016.

**Krepitev rasti posojil so še naprej spodbujale spremembe kreditnih****standardov in povpraševanje po posojilih.** Anketa o bančnih posojilih v

euroobmočju iz aprila 2016 kot pomembne dejavnike povečevanja povpraševanja po posojilih med drugim navaja nizko splošno raven obrestnih mer, potrebe po financiranju investicij v osnovna sredstva in ugodne obete na stanovanjskem trgu (glej anketo na

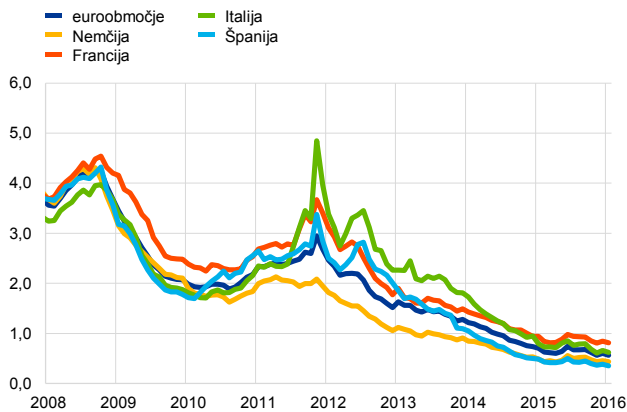
<https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>).

V povezavi s tem je razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev vplival na neto ublažitev kreditnih standardov in zlasti posojilnih pogojev. Banke so obenem poročale, da se je dodatna likvidnost, pridobljena v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, uporabila predvsem za odobravanje posojil. Hkrati so banke v euroobmočju poročale, da je program nakupa vrednostnih papirjev negativno vplival na njihovo dobičkonosnost. Kljub tem pozitivnim gibanjem je rast posojil ostala šibka, saj je bila še naprej pod vplivom dejavnikov, kot so šibke gospodarske razmere in konsolidacija bančnih bilanc. Poleg tega v nekaterih delih euroobmočja strogi posojilni pogoji še vedno zavirajo ponudbo posojil.

## Graf 25

### Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



Viri: ECB, Merrill Lynch Global Index in izračuni ECB.

Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom v zvezi z novimi posli, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2016.

### Stroški financiranja za banke so se ustalili blizu najnižjih vrednosti.

Skupni stroški bančnega financiranja se že več let zmanjšujejo (glej graf 25) v okolju neto unovčenja dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. K zmanjšanju skupnih stroškov financiranja za banke so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, krepitev bilančnega položaja in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih. Anketa o bančnih posojilih iz aprila 2016 medtem kaže, da na področju dostopa bank do financiranja v prvem četrtletju 2016, razen pri listinjenju, ni bilo mogoče opaziti nadaljnega izboljšanja pri drugih glavnih tržnih instrumentih.

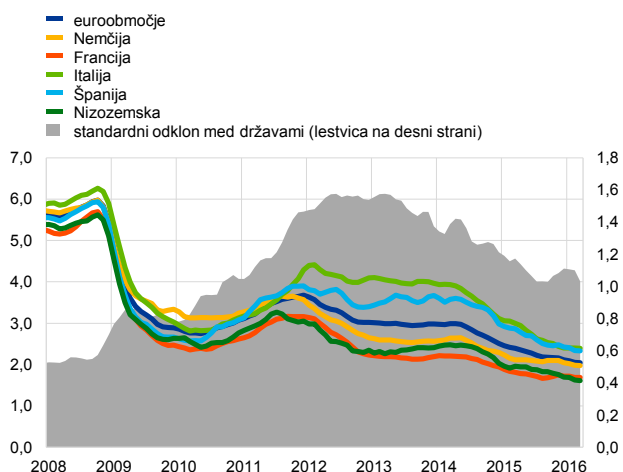
### Bančne obrestne mere za posojila zasebnemu sektorju so se še znižale (glej grafa 26 in 27).

Od junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej več od tržnih referenčnih obrestnih mer. Pri tem sta

imela pozitivno vlogo vedno manjša fragmentacija na finančnih trgih v euroobmočju in boljše transmisija ukrepov denarne politike na bančne obrestne mere za posojila. K znižanju skupnih obrestnih mer za posojila je prispevalo tudi zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Banke so od junija 2014 zmanjšanje stroškov financiranja postopoma prenašale naprej kot nižje posojilne obrestne mere. Od maja 2014 do marca 2016 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom v euroobmočju znižale za več kot 80 bazičnih točk, pri čemer je bilo zlasti veliko znižanje bančnih obrestnih mer za posojila zabeleženo v ranljivih državah euroobmočja. V istem obdobju se je v euroobmočju zmanjševal razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To na splošno kaže, da lahko mala in srednje velika podjetja bolje izkoristijo prednost nižjih posojilnih obrestnih mer kot velika podjetja.

**Graf 26****Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam**

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

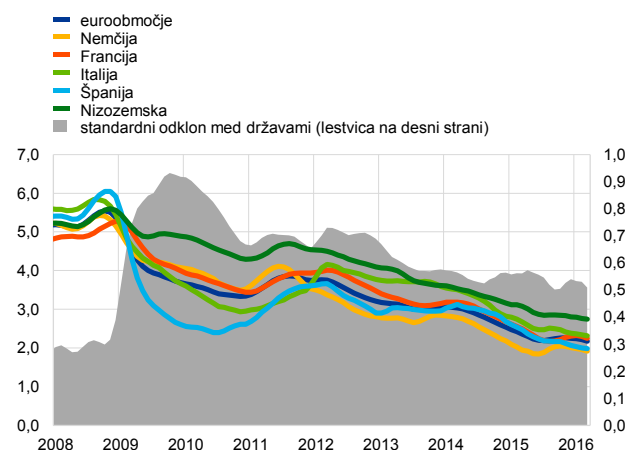


Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2016.

**Graf 27****Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila**

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksнем vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2016.

### Skupni letni tokovi zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se po ocenah v prvem četrtletju 2016 zmerno povečali.

Zunanje financiranje nefinančnih družb je še naprej na nižji ravni kot na začetku leta 2012 (najvišja vrednost po krizi) in konec leta 2004 (pred obdobjem pretirane rasti kreditov). Rast zunanjega financiranja nefinančnih družb od začetka leta 2014 so spodbujali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih posojilnih pogojev in zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja. Nefinančne družbe so medtem v prvem četrtletju 2016 še povečale denarna imetja in dosegle nove najvišje vrednosti. To je povezano tudi z zaskrbljenostjo glede krepitve globalnega gospodarskega okrevanja in z nizkimi oportunitetnimi stroški.

### Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je po januarskem in februarskem zmanjšanju marca 2016 močno povečalo.

Marčno povečanje je bilo predvsem rezultat posebnih dejavnikov in je povzročilo pozitiven tok za celotno četrtletje. Tržni podatki kažejo, da se je aktivnost izdajanja zmerno povečala aprila in maja, pri čemer jo je med drugim spodbujal sveženj ukrepov denarne politike ECB iz marca 2016. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je ostalo v prvem četrtletju 2016 umirjeno.

**Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju so se od marca 2016 rahlo zmanjšali in dosegli novo najnižjo vrednost.** Zmanjšanje je predvsem posledica nižjih stroškov financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji in v manjši meri nižjih stroškov tržnega dolžniškega financiranja. K temu so prispevala pozitivna gospodarska gibanja, marčna objava ukrepov denarne politike ECB in zmanjševanje donosnosti, ki je globalni pojav.

## 6 Javnofinančna gibanja

*Proračunski primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij (2016–2018) še zmanjšal, in sicer zlasti zaradi izboljševanja cikličnih pogojev in zniževanja plačil obresti. Skupna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila po napovedih leta 2016 ekspanzivna, vendar naj bi se v obdobju 2017–2018 nekoliko zaostрила, čeprav bodo med državami precejšnje razlike. Pričakovana naravnost fiskalne politike v številnih državah članicah pomeni tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.*

**Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij po pričakovanjih zmanjšal.** Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah<sup>3</sup> napovedujejo zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 2,1% BDP v letu 2015 na 1,4% BDP v letu 2018 (glej tabelo). Javnofinančni obeti so se v obdobju projekcij rahlo izboljšali v primerjavi z marčnimi projekcijami. Izboljšanje je zlasti posledica boljših makroekonomskih obetov in nižjih plačil obresti, spremembe v diskrecijski javnofinančni politiki pa naj bi bile po pričakovanjih omejene. Napovedi so manj optimistične od tega, kar so države euroobmočja poudarile v letošnjih dopolnitvah programov stabilnosti, kar obsega tudi javnofinančne ukrepe, ki še niso niti sprejeti niti v celoti določeni.

**Naravnost fiskalne politike euroobmočja naj bi bila po napovedih leta 2016 ekspanzivna, vendar naj bi se v obdobju 2017–2018 nekoliko zaostрила.**<sup>4</sup>

Popuščanje agregatne naravnosti fiskalne politike leta 2016, ki naj bi bilo na splošno primerno glede na preostali obseg prostih zmogljivosti v gospodarstvu, je posledica diskrecijskih javnofinančnih ukrepov, kot je na primer zmanjšanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v številnih državah euroobmočja. Nekoliko bolj zaostrena naravnost fiskalne politike v obdobju 2017–2018 naj bi bila posledica omejevanja državne potrošnje, kar bo odtehtalo ukrepe na strani prihodkov, ki povečujejo primanjkljaj. Po pričakovanjih bo zlasti rast sredstev za zaposlene in vmesne potrošnje manjša od nominalne rasti BDP. Nasprotno bo rast socialnih transferjev in državnih naložb po pričakovanjih preseгла potencialno gospodarsko rast. **Pričakovana naravnost fiskalne politike euroobmočja prikriva velike razlike med državami.** Popuščanje javnofinančne politike v državah, kjer to predvidevajo projekcije, poteka prek različnih dejavnikov: od velikega vpliva priliva beguncev do zmanjšanja davkov in proračunskih ukrepov, ki vplivajo na izdatke.

**Javni dolg v euroobmočju se bo z visoke ravni še naprej zmanjševal.** Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, se je leta

<sup>3</sup> Glej »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, na spletni strani <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystemstaffprojections201606.sl.pdf?8774facfb96d540891ce434a5ab4394b>

<sup>4</sup> Naravnost fiskalne politike se meri kot sprememba strukturnega salda, tj. ciklično prilagojenega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je na primer državna pomoč finančnemu sektorju. Za podrobnejšo obravnavo koncepta naravnosti fiskalne politike v euroobmočju glej članek z naslovom »The euro area fiscal stance« v tej številki Ekonomskega biltena.

2015 zmanjšal na 90,7% BDP, do konca leta 2018 pa naj bi se po napovedih postopno zmanjšal na 87,4% BDP. Predvideno zmanjšanje javnega dolga podpirajo ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi boljših makroekonomskih obetov in pričakovano nizkih obrestnih mer. Poleg tega bodo k spodbudnejšim obetom glede javnega dolga prispevali tudi majhen primarni presežek in negativne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, ki so med drugim odraz kupnin iz privatizacije. V primerjavi z marčnimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP rahlo višje, zlasti zaradi višjega primarnega presežka ter ugodnejše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Kar zadeva primerjave med državami, se za večino držav euroobmočja sicer napoveduje zmanjšanje deleža javnega dolga v razmerju do BDP, vendar se bo po pričakovanih v nekaterih državah delež javnega dolga v obdobju projekcij povečal. Zlasti v močno zadolženih državah so potrebna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se raven javnega dolga začela odločno zniževati, saj bi bile zaradi velike zadolženosti posebej ranljive, če bi se ponovila nestabilnost finančnega trga ali če bi se povišale obrestne mere.

**Tabela**  
Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
a. Skupaj prihodki	46,6	46,8	46,6	46,1	45,9	45,9
b. Skupaj odhodki	49,6	49,3	48,6	48,0	47,6	47,2
od tega:						
c. Odhodki za obresti	2,8	2,7	2,4	2,2	2,1	2,0
d. Primarni odhodki (b – c)	46,8	46,7	46,2	45,8	45,5	45,3
Proračunski saldo (a – b)	-3,0	-2,6	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Primarni proračunski saldo (a – d)	-0,2	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,8	-1,6
Strukturni saldo	-2,2	-1,7	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Bruto dolg	91,1	92,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	-0,2	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7

Viri: Eurostat, ECB in junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.

**Tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast je v številnih državah veliko.** Vlade morajo naravnost fiskalne politike določiti tako, da bo vzpostavljeno ravnotežje med znižanjem visoke ravni dolga in podpiranjem gospodarskega okrevanja, hkrati pa bodo v celoti izpolnjene zahteve iz Pakta za stabilnost in rast. Dobro je, da države izkoristijo fiskalni manevrski prostor, če ga imajo. Države, ki nimajo fiskalnega manevrskega prostora, bi morale še naprej izvajati potrebne ukrepe za zagotovitev popolne skladnosti s paktom in tako odpraviti tveganje glede vzdržnosti dolga in povečati odpornost proti prihodnjim šokom. Evropska komisija je 18. maja objavila načrtovana priporočila posameznim državam članicam EU glede ekonomske in javnofinančne politike. Opredelila je tudi tveganja neskladnosti z zahtevami iz pakta glede strukturne konsolidacije v številnih državah ter objavila



priporočila o izvajanju Pakta za stabilnost in rast.<sup>5</sup> Zaradi kredibilnosti je pomembno, da se okvir javnofinančnega upravljanja ves čas in v vseh državah izvaja zakonsko učinkovito, transparentno in konsistentno. Da bi si države poleg tega povečale javnofinančni manevrski prostor, bi si morale prizadevati za rasti bolj prijazno sestavo javnofinančne politike.

---

<sup>5</sup> Ocena zadnjih priporočil Evropske komisije je v okvirju 5 z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2016« v tej številki Ekonomskega biltena.

# Okvir 1

## Globalne posledice nizkih cen nafte

**V tem okvirju si bomo pogledali, kako je nižanje cen nafte v zadnjih dveh letih vplivalo na svetovno gospodarsko aktivnost.** Cene nafte so od sredine leta 2014 strmo padale in v začetku leta 2016 dosegle najnižjo točko v desetih letih. Cena surove nafte Brent je od najvišje vrednosti leta 2014 do najnižje vrednosti v januarju 2016 padla za 82 USD za sod (70%). Od tedaj so se cene nafte sicer nekoliko dvignile, tj. za okoli 17 USD na sod, a srednjeročno naj bi bila rast glede na terminske cene nafte le postopna.

**Dejavniki, ki so vplivali na nedavno znižanje cen nafte, so se s časom spreminjali.** Medtem ko gre upad cen nafte v letu 2014 pripisati zlasti precejšnjemu povečanju ponudbe nafte, pa so nižje cene v zadnjem času bolj posledica šibkejšega svetovnega povpraševanja. Na strani ponudbe so namreč pomembne investicijske in tehnološke inovacije – še zlasti pri pridobivanju nafte iz skrilavcev – povzročile porast proizvodnje nafte ravno v času vse šibkejše rasti, posebej v energetsko intenzivnih nastajajočih tržnih gospodarstvih, s čimer so ustvarjale pritiske na znižanje cen nafte. Te pritiske je še okrepila odločitev držav članic OPEC iz novembra 2014, da bodo proizvodne kvote ohranile nespremenjene, saj so se zaloge nafte večale. V zadnjem času pa se pojavlja zaskrbljenost, da je glavni razlog za padanje cen nafte šibkejša svetovna gospodarska rast.

**Naftni šok na svetovno gospodarstvo vpliva zelo različno, odvisno od tega, kaj ga povzroča.** Na začetku leta 2015 smo pričakovali, da bo imel padec cen nafte, ki je prišel predvsem s strani ponudbe, precejšen neto pozitiven učinek na svetovno gospodarsko aktivnost, in sicer zlasti prek dveh kanalov: (i) prerazporeditev prihodkov od držav proizvajalk nafte k državam porabnicam nafte, za katere naj bi bila značilna večja mejna nagnjenost k potrošnji, in (ii) povečanje dobičkonosnosti zaradi nižjih stroškov energije, ki bi lahko poganjalo naložbe in s tem skupno ponudbo v neto uvoznicah nafte. Vendar pa padanje cen nafte, ki ga od druge polovice leta 2015 naprej bolj poganjajo dejavniki povpraševanja, kaže na manj pozitiven učinek na svetovno gospodarstvo. Čeprav je možno, da bodo nizke cene nafte zaradi vse večjega realnega dohodka v državah neto uvoznicah še naprej podpirale domače povpraševanje, pa ni nujno, da bodo izravnale tudi širše posledice šibkejšega svetovnega povpraševanja.

**Modelske ocene lepo kažejo, da je učinek na svetovno gospodarstvo odvisen od temeljne narave šoka.** Simulacije<sup>6</sup> kažejo, da se z 10-odstotnim padcem cen nafte, ki je v celoti posledica dejavnikov ponudbe, svetovni BDP poveča za 0,1% do 0,2%, 10-odstotni padec, ki je le posledica dejavnikov povpraševanja, pa lahko

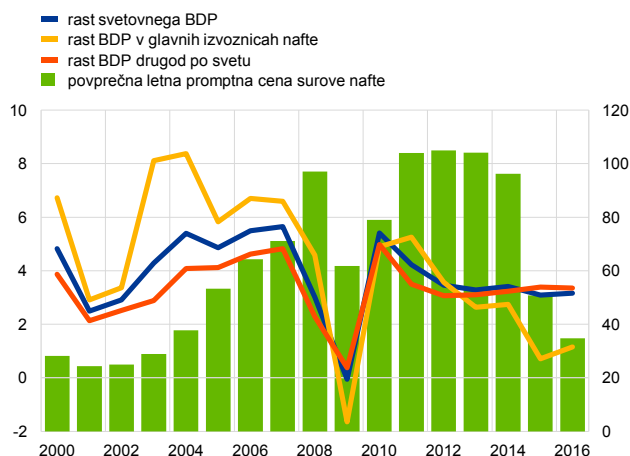
<sup>6</sup> Modeli, ki se uporabljajo za simulacije, so NiGEM (National Institute Global Econometric Model), različica SIXMOD fleksibilnega sistema globalnih modelov Mednarodnega denarnega sklada (Flexible System of Global Models) in SVAR (model strukturne vektorske avtoregresije z omejitvijo predznaka), s katerimi se ugotavljajo naftni šoki, ki jih povzročajo dejavniki ponudbe ali dejavniki povpraševanja.

običajno povežemo z zmanjšanjem svetovnega BDP za več kot 0,2%. Če na primer predpostavimo, da so za 60% znižanja cen nafte od sredine leta 2014 odgovorni dejavniki ponudbe, za preostali del pa dejavniki povpraševanja, modeli kažejo, da bi bil kombinirani učinek teh dveh šokov na svetovno gospodarsko aktivnost blizu nič (oziroma celo rahlo negativen).

**Izkušnje iz zadnjega leta kažejo, da so pričakovan pozitiven učinek nižjih cen nafte na svetovno gospodarsko aktivnost morda oslabile tudi spremembe transmisijskih kanalov.** Če sedanje obdobje nizkih cen nafte primerjamo s tistimi iz 1980-ih in 1990-ih let, je možno, da so se zaradi več nasprotujočih si dejavnikov spremenili kanali, po katerih se je širil nedavni naftni šok.

**Graf A**  
**Upočasnitev rasti BDP v največjih izvoznicah nafte – primerjava s tujino**

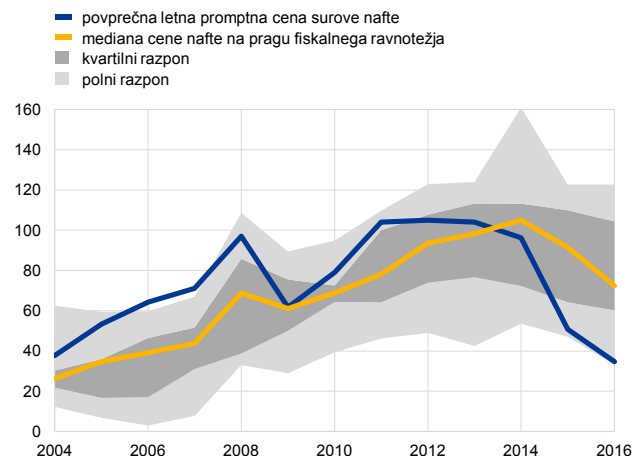
(lestvica na levi strani: letna realna rast BDP v odstotkih; lestvica na desni strani: povprečna letna promptna cena surove nafte v USD za sod)



Vira: MDS in izračuni strokovnjakov ECB.  
Opombe: V skupini največjih izvoznic nafte je 20 največjih neto izvoznic nafte (Alžirija, Angola, Azerbajdžan, Kanada, Kolumbija, Ekvador, Iran, Irak, Kazahstan, Kuvajt, Malezija, Nigerija, Norveška, Oman, Katar, Rusija, Saudova Arabija, Združeni arabski emirati, Uzbekistan in Venezuela). Povprečna promptna cena surove nafte je navadno povprečje treh promptnih cen surove nafte, in sicer Dated Brent, West Texas Intermediate in Dubai Fateh. Leto 2016 je napoved MDS.

**Graf B**  
**Cene nafte v največjih izvoznicah nafte na pragu fiskalnega ravnotežja in promptna cena surove nafte**

(USD za sod)



Vira: Regional Economic Outlook MDS in izračuni strokovnjakov ECB.  
Opombe: Cena nafte na pragu fiskalnega ravnotežja je opredeljena kot cena nafte, s katero države uravnotežijo proračun. Na grafu sta prikazana mediana in razpon cen nafte na pragu fiskalnega ravnotežja za 10 velikih neto izvoznic nafte iz Bližnjega Vzhoda, Osrednje Azije in Afrike. Povprečna promptna cena surove nafte je navadno povprečje treh promptnih cen surove nafte, in sicer Dated Brent, West Texas Intermediate in Dubai Fateh. Leto 2016 je napoved MDS.

**Po eni strani se zdi, da je neugoden učinek na neto izvoznice nafte precej močan, spremlja pa ga tudi negativno prelivanje v druga nastajajoča tržna gospodarstva.** V več neto izvoznicah je padanje cen nafte skupaj z drugimi šoki (vključno z negativnimi posledicami geopolitičnih napetosti) privedlo do precejšnjih makroekonomskih prilagoditev. Največjim neto izvoznicam nafte je uspelo do določene mere ublažiti prvi negativni učinek nedavnega znižanja cen nafte na BDP tako, da so ustvarile precejšen proračunski primanjkljaj, ki še raste. Rast BDP v teh državah pa je se v primerjavi z drugimi državami kljub temu precej upočasnila (glej graf A). Ker promptne cene surove nafte precej zaostajajo za cenami nafte na pragu fiskalnega ravnotežja, tj. cenami, ki so potrebne za uravnavanje državnih proračunov (glej graf B), postaja javnofinančni položaj vse večji izziv v več najpomembnejših državah proizvajalkah nafte, še zlasti v tistih, ki imajo valute, vezane na ameriški

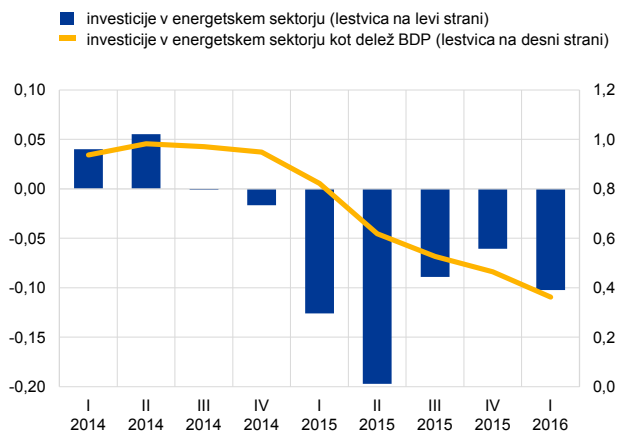
dolar, oziroma druge sisteme tesno uravnavanega deviznega tečaja (npr. Iran, Irak, Nigerija, Saudova Arabija, Združeni arabski emirati in Venezuela). Tudi v državah izvoznicah primarnih surovin s fleksibilnejšim deviznim tečajem (npr. Kanada, Mehika, Norveška in Rusija) je denarna politika zaostrena. Ker so valute teh držav (močno) deprecirale, so se okrepili inflacijski pritiski, s tem pa se je zmanjšal manevrski prostor za popuščanje denarne politike, s katerim bi se države lahko odzvale na upočasnjeno rast. Finančne napetosti so okrepile tudi zniževanje cen, še posebej v državah, izpostavljenim valutnemu tveganju. Čeprav je delež glavnih držav izvoznic nafte v svetovnem gospodarstvu razmeroma majhen (približno 15% svetovnega BDP na podlagi paritete kupne moči), sta negativno prelitje na države s tesnimi trgovinskimi ali finančnimi povezavami ter vpliv na zaupanje na svetovni ravni vplivala na svetovno gospodarsko aktivnost.

**Po drugi strani je bilo okrepljeno povpraševanje v več neto uvoznicah, do katerega naj bi prišlo zaradi dodatnih prihodkov na račun nižjih cen nafte, doslej precej omejeno.** Dolgoročneje gledano bi to lahko bila posledica energetske intenzivnosti, ki je nižja od tiste iz prejšnjih obdobij padanja cen nafte v 1980-ih in 1990-ih letih. Med bolj nedavnim dogajanjem pa je možno, da so odzivnost potrošnje na nižje cene nafte v nekaterih državah omejili tudi drugi dejavniki, čeprav je take učinke empirično pogosto težko prepoznati. Tako je lahko povečanje osebnih prihrankov v nekaterih državah denimo povezano z nadaljnjo potrebo po razdolževanju, zaradi česar je možno, da so gospodinjstva prihranila več dodatnih prihodkov na račun nižjih cen nafte, kot bi jih sicer. Poleg tega so določeno vlogo verjetno odigrala tudi pričakovanja: če gospodinjstva potrebujejo nekaj časa, da se prepričajo v to, da bodo nižje cene nafte vztrajale daljše obdobje, bodo le postopoma začela trošiti več. Tudi vlade v nastajajočih tržnih gospodarstvih so sredstva, ki so jih privarčevale pri nižjih energetskih subvencijah, večkrat uporabile za fiskalno konsolidacijo kot za dodatne gospodarske spodbude. Nenazadnje so pozitivni učinek nižjih cen nafte na porabo oslabili tudi drugi dejavniki, denimo tečajna gibanja in popravki navzdol pri cenah kapitala in drugega finančnega premoženja, ki so posledica vse večje svetovne gospodarske negotovosti.

## Graf C

### Investicije v ameriškem energetske sektorju

(lestvica na levi strani: prispevek k četrtletni realni rasti BDP v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: odstotek BDP)



Vira: US Bureau of Economic Analysis in izračuni strokovnjakov ECB.

**V primeru ZDA kot ene največjih neto uvoznic so bile ugodne posledice nižjih cen nafte za potrošnje manjše, kot je bilo sprva pričakovati, poleg tega jih je večinoma izravnal strm padec investicij, povezanih z energetiko.**

Nižanje cen nafte je sicer podpiralo potrošnje, vendar je negotovost glede tega, kako dolgo naj bi se nizke cene nafte obdržale, verjetno vplivala tudi na zaupanje, kar pomeni, da je bil učinek padca cen manjši, kot je bilo sprva pričakovati. Učinek nižjih cen nafte na ameriške investicije v sektorju pridobivanja nafte iz skrilavca je bil vseeno precejšen, pri čemer sta ga še dodatno krepili tudi visoka stopnja zadolženosti proizvajalcev nafte iz skrilavcev in njihova občutljivost na omejitve financiranja. Tako so investicije, povezane z energetiko, od začetka nižanja cen nafte sredi leta 2014 kumulativno upadle za 65%, s čimer so negativno prispevale k rasti BDP (glej graf C), število naftnih vrtin pa se je zmanjšalo na skoraj eno tretjino prvotnega števila. Kljub temu naj bi bil ocenjeni neto

učinek znižanja cen nafte na ameriški BDP doslej zmerno pozitiven.

**Sedanja dogajanja v primerjavi z letom poprej, ko so na nižanje cen nafte vplivali dejavniki ponudbe, kažejo, da so nizke cene nafte vse bolj posledica šibkejšega svetovnega povpraševanja.** Medtem ko je bilo pričakovati, da bo imelo nižanje cen nafte, ki je predvsem posledica dejavnikov ponudbe, neto pozitiven učinek na svetovni BDP, je za upadanje cen, ki ga poganja predvsem povpraševanje, manj verjetno, da bo močnejše podprlo svetovno gospodarsko aktivnost. Poleg tega so ocene o vlogi, ki jo igrajo nižje cene nafte, precej negotove. Eden od dejavnikov, ki krepijo to negotovost, zajema finančno stabilnost in javnofinančne izzive v nekaterih državah izvoznicah primarnih surovin. Drugi dejavnik pa je povezan z zaskrbljenostjo glede splošnejše upočasnitve gospodarske aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, saj jo povečujejo vse večja domača neravnovesja in zaostreni pogoji financiranja v nekaterih državah.

## Okvir 2

# Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 27. januarja 2016 do 26. aprila 2016

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016, ki sta trajali od 27. januarja do 15. marca oziroma od 16. marca do 26. aprila 2016. Svet ECB je 10. marca 2016 napovedal obširen sveženj sklepov o denarni politiki, ki je vključeval znižanje vseh ključnih obrestnih mer ECB, razširitev programa nakupa vrednostnih papirjev glede mesečnega obsega in primernosti vrednostnih papirjev ter serijo štirih novih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.<sup>7</sup> Tako je bila v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja znižana na 0,00%, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na 0,25% in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita na –0,40%, pri čemer so vse znižane obrestne mere začele veljati 16. Marca.<sup>8</sup> Dne 30. marca 2016 je bila izvedena sedma ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 7,3 milijarde EUR, v primerjavi z 18,3 milijarde EUR v prejšnji operaciji, izvedeni v decembru 2015. V prvih sedmih ciljno usmerjenih operacijah je bilo tako skupaj dodeljenih 425,3 milijarde EUR.<sup>9</sup> Poleg tega je Eurosistem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev<sup>10</sup> še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice in listinjene vrednostne papirje, in sicer v ciljnem znesku, ki se je v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečal s 60 milijard EUR na 80 milijard EUR na mesec.

## Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 778,6 milijarde EUR, kar je za 72 milijard EUR več**

<sup>7</sup> Sporočilo ECB za javnost z dne 10. marca 2016 je dostopno na spletni strani ECB: <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310.sl.html>.

<sup>8</sup> Operacije glavnega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Enak postopek se je še naprej uporabljal v 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Obrestna mera v vsaki operaciji dolgoročnejšega refinanciranja je bila določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero, enako obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja.

<sup>9</sup> Informacije o dodeljenih zneskih v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja so predstavljene v okvirjih v prejšnjih številkah Ekonomskega biltena in na spletni strani ECB o operacijah odprtega trga: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html).

<sup>10</sup> Podrobne informacije o razširjenem programu nakupa vrednostnih papirjev so na spletni strani ECB: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html).

**kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015).** Večje likvidnostne potrebe so bile skoraj izključno posledica povečanja avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 71,1 milijarde EUR na 664,5 milijarde EUR (glej tabelo).



## Tabela

### Likvidnostna situacija v Eurosistemu

	27. januar 2016 do 26. april 2016		28. oktober 2015 do 26. januar 2016		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.770,1</b>	<b>(+54,3)</b>	<b>1.715,8</b>	<b>1799,8</b>	<b>(+55,2)</b>	<b>1.744,6</b>	<b>(+24,5)</b>	
Bankovci v obtoku	1.066,1	(+0,9)	1.065,3	1.069,3	(+5,9)	1.063,4	(-9,4)	
Vloge države	130,3	(+42,7)	87,6	147,4	(+31,7)	115,6	(+33,2)	
Drugi avtonomni dejavniki	573,7	(+10,7)	563,0	583,2	(+17,6)	565,6	(+0,8)	
<b>Instrumenti denarne politike</b>								
Tekoči računi	562,7	(+34,9)	527,9	570,0	(+13,5)	556,5	(-0,6)	
Obvezne rezerve	114,1	(+0,9)	113,2	114,3	(+0,5)	113,9	(+0,6)	
Mejni depozit	245,0	(+59,3)	185,7	262,0	(+31,5)	230,5	(+33,9)	
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.105,9</b>	<b>(-17,0)</b>	<b>1.122,9</b>	<b>1.113,0</b>	<b>(+13,3)</b>	<b>1.099,8</b>	<b>(-24,0)</b>	
Neto tuja aktiva	616,8	(+5,0)	611,9	627,3	(+19,5)	607,8	(-3,8)	
Neto aktiva v eurih	489,0	(-22,0)	511,0	485,7	(-6,2)	491,9	(-20,2)	
<b>Instrumenti denarne politike</b>								
Operacije odprtega trga	1.472,2	(+165,3)	1.306,9	1.518,9	(+86,8)	1.432,1	(+81,8)	
Avkcijski postopki	521,9	(-10,6)	532,5	518,8	(-5,7)	524,5	(-14,0)	
Operacije glavnega refinanciranja	60,6	(-8,4)	69,1	58,1	(-4,8)	62,9	(-8,7)	
Operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	41,1	(-14,3)	55,3	37,9	(-5,8)	43,7	(-7,9)	
3-letne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja	420,2	(+12,1)	408,1	422,8	(+4,9)	417,9	(+2,6)	
Dokončni portfelji	950,3	(+175,9)	774,4	1.000,1	(+92,5)	907,6	(+95,8)	
Prvi program nakupa kritih obveznic	19,5	(-1,1)	20,6	19,2	(-0,6)	19,8	(-0,7)	
Drugi program nakupa kritih obveznic	8,8	(-0,9)	9,8	8,7	(-0,3)	9,0	(-0,6)	
Tretji program nakupa kritih obveznic	161,3	(+21,1)	140,2	167,0	(+10,7)	156,4	(+11,9)	
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	120,8	(-2,3)	123,1	119,7	(-2,0)	121,7	(-1,2)	
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	18,7	(+3,4)	15,2	19,2	(+0,9)	18,3	(+2,8)	
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	621,2	(+155,7)	465,5	666,3	(+83,8)	582,5	(+83,6)	
Mejno posojilo	0,1	(-0,0)	0,1	0,2	(+0,1)	0,1	(-0,1)	
<b>Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
Agregatne likvidnostne potrebe	778,6	(+72,0)	706,5	801,4	(+42,4)	759,0	(+48,9)	
Avtonomni dejavniki*	664,5	(+71,1)	593,3	687,1	(+41,9)	645,1	(+48,3)	
Presežna likvidnost	693,6	(+93,3)	600,3	717,5	(+44,4)	673,1	(+32,9)	
<b>Gibanja obrestnih mer (v odstotkih)</b>								
Operacije glavnega refinanciranja	0,03	(-0,02)	0,05	0,00	(-0,05)	0,05	(+0,00)	
Mejno posojilo	0,28	(-0,02)	0,30	0,25	(-0,05)	0,30	(+0,00)	
Mejni depozit	-0,35	(-0,09)	-0,25	-0,40	(-0,10)	-0,30	(+0,00)	
Povprečje EONIA	-0,286	(-0,101)	-0,184	-0,340	(-0,101)	-0,239	(-0,013)	

Vir: ECB.

\* Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

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

**Povečanje avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti.** K povečanju so največ prispevale vloge države, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 42,7 milijarde EUR na 130,3 milijarde EUR, in sicer približno za enak znesek v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Na povečanje vlog države je vplivalo to, da nekatere zakladnice svoje presežne likvidnosti zaradi omejitev pri povpraševanju in obrestnih merah niso bile pripravljene dati na trg po negativnih obrestnih merah. Drugi avtonomni dejavniki so v povprečju znašali 573,7 milijarde EUR, kar je 10,7 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju in predvsem posledica povečanja drugih obveznosti do rezidentov euroobmočja v eurih. Poleg tega je obseg bankovcev v povprečju znašal 1.066,1 milijarde EUR, kar je za 0,9 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, in je k skupnemu povečanju avtonomnih dejavnikov prispeval najmanj.

**Dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali zaradi nižje ravni neto aktive v eurih.** Neto aktiva v eurih je v povprečju znašala 489,0 milijarde EUR, kar je 22 milijard EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Večina zmanjšanja je bila zabeležena v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko, in zaradi manjšega povečanja obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih institucij. Tuje institucije so povečale svoja imetja kljub dodatnemu znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je verjetno posledica tega, da je na trgu manj drugih zanimivih naložbenih priložnosti. Poleg tega se je neto tuja aktiva povečala za 5 milijard EUR na 616,8 milijarde EUR, in sicer izključno v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, medtem ko se je v prvem obdobju malenkostno zmanjšala. To povečanje je bilo zlasti posledica zvišanja vrednosti zlata v ameriških dolarjih, kar je le delno izravnala apreciacija eura v prvem letošnjem četrtletju.

**Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila v obravnavanem obdobju še vedno velika.** Volatilnost je bila predvsem posledica močnih nihanj obsega vlog države ter v manjši meri četrletnega prevrednotenja neto tuje aktive in neto aktive v eurih. Raven volatiliti je ostala približno nespremenjena glede na prejšnje obravnavano obdobje, raven avtonomnih dejavnikov pa se je še naprej zviševala. Kljub temu se je povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov v obravnavanem obdobju zmanjšala za 1,4 milijarde EUR na 6,0 milijarde EUR zaradi manjših napak v napovedih gibanja vlog države.

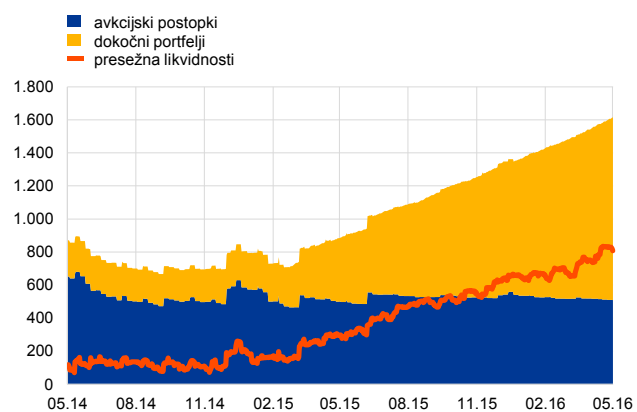
## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (tj. avkcijskimi postopki in programom nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 165,3 milijarde EUR na 1.472,2 milijarde EUR (glej graf).** Povečanje je bilo v celoti posledica programa nakupa vrednostnih papirjev.

## Graf

### Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

### Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 10,6 milijarde EUR na 521,9 milijarde EUR.

Povečanje povprečne likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnal upad v rednih operacijah. Tako se je likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, zmanjšala za 8,4 milijarde EUR oziroma 14,3 milijarde EUR, medtem ko se je stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v obravnavanem obdobju povečalo za 12,1 milijarde EUR. Ker je bila v letu 2016 edina ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja dodeljena v marcu, je bilo skupno zmanjšanje likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv manj izrazito kot v prvem.

### Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečal za 175,9 milijarde EUR na 950,3 milijarde EUR.

Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic in programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev, se je povečala za 155,7 milijarde EUR, za 21,1 milijarde EUR oziroma za 3,4 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic je znašalo 4,3 milijarde EUR.

## Presežna likvidnost

### Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju povečala za 93,3 milijarde EUR na 693,6 milijarde EUR (glej graf).

Povečanje likvidnosti je bilo občutnejše v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ko se je povprečna presežna likvidnost povečala za 44,4 milijarde EUR zaradi okrepljenih nakupov in nekoliko manjšega povečanja avtonomnih dejavnikov v primerjavi s prvim obdobjem izpolnjevanja obveznih rezerv. K razmeroma majhnemu povečanju v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je prispevalo predvsem večje povečanje avtonomnih dejavnikov, s čimer se je delno absorbiralo povečanje stanja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev.

**Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v povečani povprečni uporabi odprte ponudbe mejnega depozita v obravnavanem obdobju, in sicer za 59,3 milijarde EUR na 245 milijard EUR.** Povečala so se tudi povprečna imetja na tekočih računih, čeprav manj, in sicer za 34,9 milijarde EUR na 562,7 milijarde EUR.

## Gibanja obrestnih mer

**Obrestne mere denarnega trga so se v obravnavanem obdobju še zmanjšale zaradi znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na **-0,40%**.** Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala -0,286%, tako da je bila nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju (-0,184%). Potem ko je bila EONIA v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv skoraj nespremenjena, se je zaradi znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita za dodatnih 0,10% (z začetkom veljavnosti od začetka drugega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv) znižala za 0,101 odstotne točke. V okviru nadaljnjega povečevanja presežne likvidnosti je bil prenos negativnih obrestnih mer na obrestne mere denarnega trga skoraj takojšen. Poleg tega so se obrestne mere čez noč na zavarovanem trgu znižale skladno z obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita na raven, ki je bila bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita. Povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling<sup>11</sup> so se pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale na -0,332% in pri razširjeni košarici na -0,321%, kar je 0,088 oziroma 0,083 odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

---

<sup>11</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

## Okvir 3

# Nizke obrestne mere in neto obrestni prihodki gospodinjstev

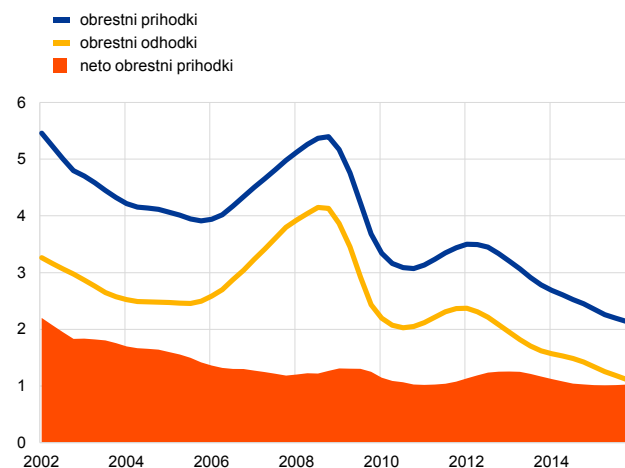
S spodbujevalno naravnano denarno politiko ECB so se stroški zadolževanja za podjetja in gospodinjstva znatno znižali, vendar se je hkrati zmanjšal tudi donos od prihrankov. Ker gospodinjstva poleg tega, da se zadolžujejo, tudi varčujejo, se pojavlja vprašanje, v kolikšni meri nižje obrestne mere vplivajo na neto obrestne prihodke gospodinjstev. To je še posebej pomembno pri ocenjevanju vpliva, ki ga imajo nižje obrestne mere na agregatno potrošnjo.

**Obrestni prihodki gospodinjstev, merjeni kot delež razpoložljivega dohodka, so se od jeseni 2008 zmanjšali za 3,2 odstotne točke.** Graf A kaže gibanje dohodka gospodinjstev od obrestonosnega premoženja, na primer od vlog, obveznic in posojil.<sup>12</sup> Tukaj pa ni vključen vpliv nižjih obrestnih mer na dohodek in premoženje gospodinjstev, kot izhaja iz naložb pokojninskih skladov in ponudnikov življenjskega zavarovanja, niti niso vključeni kapitalski dobički od dolgoročnih obveznic in delnic.

**Graf A**

Obrestni prihodki/odhodki gospodinjstev v euroobmočju

(odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



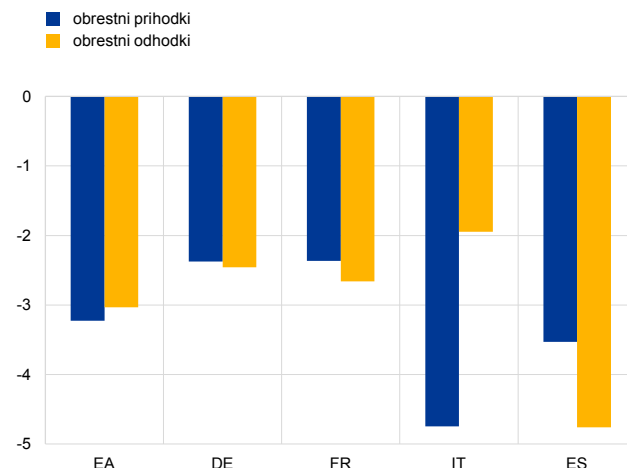
Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Obrestni prihodki/odhodki po alokaciji PMSFP (posredno merjenih storitev finančnega posredništva) na podlagi vsote štirih četrtletij. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2015.

**Graf B**

Obrestni prihodki/odhodki gospodinjstev v euroobmočju III 2008 – IV 2015

(sprememba kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka; v odstotnih točkah)



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Obrestni prihodki/odhodki po alokaciji PMSFP (posredno merjenih storitev finančnega posredništva) na podlagi vsote štirih četrtletij.

<sup>12</sup> Zaradi konsistentnosti z merjenjem razpoložljivega dohodka in potrošnje gospodinjstev so obrestni prihodki/odhodki po alokaciji storitev finančnega posredništva, ki jih finančne institucije ne zaračunavajo eksplicitno, ampak se plačajo kot del marže med obrestnimi merami za varčevalce in posojilojemalce. Ta izbira ne vpliva na zaključke analize.

**Obrestni prihodki so se sicer zmanjšali, vendar so se precej zmanjšali tudi obrestni odhodki.** Med tretjim četrtletjem 2008 in zadnjim četrtletjem 2015 so se obrestni odhodki v razmerju do razpoložljivega dohodka zmanjšali za približno 3 odstotne točke. Upad obrestnih prihodkov je primerljiv z upadom obrestnih odhodkov, kar pomeni, da to ne vpliva veliko na povprečne neto obrestne prihodke gospodinjstev v euroobmočju. Ker so posamezna gospodinjstva neto varčevalci ali neto posojilojemalci, so imela nekatera gospodinjstva z vidika neto obrestnih prihodkov korist od nižjih obrestnih mer, druga pa izgubo.

**Neto obrestni prihodki v sektorju gospodinjstev so ostali dokaj stabilni v Nemčiji in Franciji, toda manj v Italiji in Španiji.** Graf B kaže, da je upad obrestnih prihodkov in obrestnih odhodkov v Nemčiji in Franciji primerljiv, kar pomeni, da so imele nižje obrestne mere minimalen vpliv na neto obrestne prihodke v sektorju gospodinjstev kot celoti. Nasprotno je upad obrestnih prihodkov gospodinjstev v Italiji več kot dvakrat večji od upada obrestnih odhodkov tamkajšnjih gospodinjstev, kar je negativno vplivalo na skupne neto obrestne prihodke gospodinjstev. Razlog za to je dejstvo, da imajo italijanska gospodinjstva razmeroma velik obseg obrestonosnega premoženja (glej graf C), medtem ko so razmeroma manj zadolžena (glej graf D). V Španiji je upad obrestnih odhodkov precej večji od upada obrestnih prihodkov, kar je pozitivno vplivalo na skupne neto obrestne prihodke gospodinjstev. Večje zmanjšanje obrestnih odhodkov v Španiji je mogoče pojasniti tako z večjim stanjem zadolženosti gospodinjstev (glej graf D) kot tudi z dejstvom, da so obrestne mere za velik delež hipotekarnih posojil indeksirane na obrestne mere denarnega trga. Večji vpliv na obrestne odhodke v Španiji je obenem v skladu z ugotovitvami, da ima denarna politika razmeroma večji vpliv v državah, kjer prevladujejo hipotekarna posojila s spremenljivo obrestno mero.<sup>13</sup>

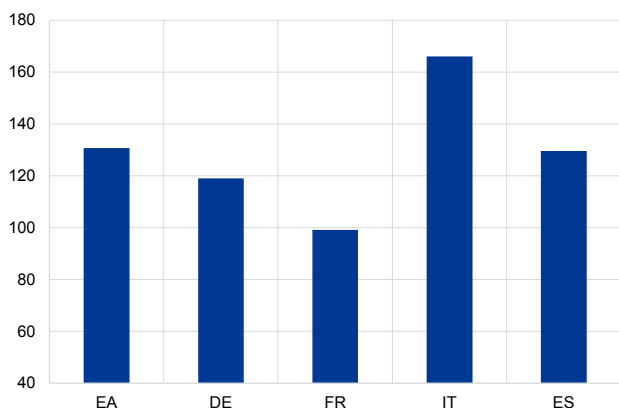
---

<sup>13</sup> Glej Calza A., Monacelli, T. in Stracca, L., »Housing finance and monetary policy«, *Journal of the European Economic Association*, letnik 11, 2013, str. 101–122.

### Graf C

#### Obrestonosno premoženje gospodinjstev

(odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



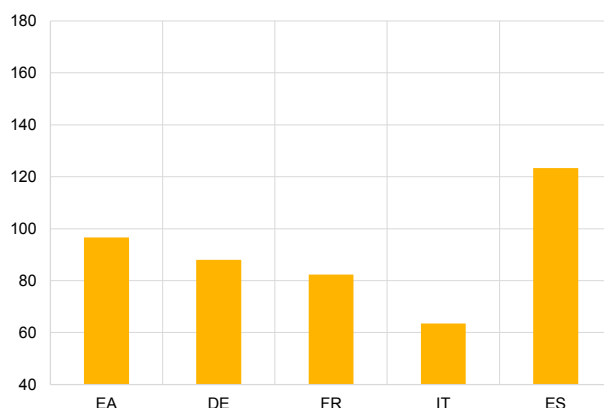
Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Obrestonosno premoženje vključuje gotovino in vloge, dolžniške vrednostne papirje in posojila, kot so evidentirani v računih euroobmočja. Povprečje v obdobju od tretjega četrtrletja 2008 do zadnjega četrtrletja 2015 (od prvega četrtrletja 2012 do zadnjega četrtrletja 2015 v primeru Italije) na podlagi vsote štirih četrtrletij.

### Graf D

#### Zadolženost gospodinjstev

(odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Zadolženost gospodinjstev je enaka posojilom, evidentiranim v računih euroobmočja. Povprečje v obdobju od tretjega četrtrletja 2008 do zadnjega četrtrletja 2015 (od prvega četrtrletja 2012 do zadnjega četrtrletja 2015 v primeru Italije) na podlagi vsote štirih četrtrletij.

**Čeprav imajo neto varčevalci nižje obrestne prihodke, nizke obrestne mere še naprej spodbujajo zasebno potrošnjo.** Nižje obrestne mere ponavadi spodbujajo potrošnjo v sedanosti prek medčasovne zamenjave za prihodnjo potrošnjo, saj postane zadolževanje cenejše, varčevanje pa manj donosno. Ker ostajajo povprečni neto obrestni prihodki gospodinjstev v euroobmočju v glavnem nespremenjeni, so se z nižjimi obrestnimi merami predvsem prerazdelili viri od neto varčevalcev k neto posojilojemalcem. Neto posojilojemalci imajo ponavadi večjo mejno nagnjenost k trošenju kot neto varčevalci, zato prerazdelitveni kanal, ki deluje prek nižjih obrestnih mer, dodatno spodbuja agregatno potrošnjo.<sup>14</sup>

**Nižje obrestne mere ugodno vplivajo na premoženje in dohodek gospodinjstev tudi prek drugih kanalov.** Gospodinjstva ponavadi niso samo varčevalci, ampak vlagajo tudi v drugo premoženje, za katero ne prejemajo nujno obresti. Podatki dokazujejo, da je pozitiven vpliv nižjih obrestnih mer na cene delnic in obveznic v euroobmočju precejšen.<sup>15</sup> Poleg tega nižji stroški zadolževanja niso spodbudili samo investicij in potrošnje, ampak so prek višje zaposlenosti podprli tudi dohodek gospodinjstev. Z ohranjanjem nizkih obrestnih mer je ECB spodbudila povpraševanje, ki je potrebno, da bi gospodarstvo zopet doseglo svoj potencial, tako da se bodo obrestne mere nazadnje zopet zvišale.

<sup>14</sup> Glej Jappelli, T. in Pistaferri, L., »Fiscal policy and MPC heterogeneity«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, letnik 6, št. 4, 2014, str. 107–136.

<sup>15</sup> Glej tudi Altavilla, C., Carboni, G. in Motto, R., »Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area«, *Working Paper Series*, št. 1864, ECB, november 2015.



## Okvir 4

# Izboljšana pravočasnost prve ocene četrtletnega BDP v euroobmočju: prve izkušnje

**Eurostat je 29. aprila 2016 prvič objavil predhodno prvo oceno BDP za euroobmočje in EU z zamikom 30 dni po koncu referenčnega četrtletja (prvo četrtletje 2016).** To pomeni izpolnitev dolgoletnih želja uporabnikov po bolj pravočasnih informacijah o gospodarski rasti v Evropi. Namen je določiti koledar objav v zvezi s statistiko nacionalnih računov za 30, 60 in 90 dni po koncu referenčnega četrtletja. Poleg tega je namen izpolniti zavezo, ki jo je sprejel Evropski statistični sistem (ESS), da oblikovalcem politik zagotovi zanesljive, primerljive in pravočasne statistične podatke.<sup>16</sup> Prva ocena BDP, objavljena 45 dni po koncu referenčnega četrtletja (ki se objavlja od maja 2003), je predstavljala vmesni korak v smeri tega cilja.<sup>17</sup> Prva ocena se uporablja za analizo konjunkturnih gibanj v euroobmočju in zagotavlja pomembne vhodne podatke za ekonomsko analizo, makroekonomske projekcije in kratkoročne napovedi ECB. Eurostat bo to oceno še naprej vzporedno objavljala, dokler nova predhodna prva ocena BDP ne bo bolj uveljavljena in dokler več držav ne bo začelo objavljati svojih nacionalnih predhodnih prvih ocen. Nobena prva ocena ne vsebuje informacij o popravku rezultatov za predhodna četrtletja, čeprav lahko popravke predhodne prve ocene BDP opazimo ob vsaki naknadni objavi.

**Osnovna metodologija za predhodno prvo oceno BDP za euroobmočje (in EU) je enaka tisti, ki je bila uporabljena za pripravo prve ocene BDP po 45 dneh.**<sup>18</sup>

Medčetrtletna stopnja rasti BDP v euroobmočju se izračuna na podlagi nacionalnih podatkov z agregiranjem nacionalnih medčetrtletnih stopenj rasti, desezoniranih in prilagojenih za število delovnih dni, z uporabo letnih uteži BDP posameznih držav po tekočih cenah za preteklo leto. BDP euroobmočja se nato izpelje tako, da se izračunana stopnja rasti za euroobmočje za tekoče četrtletje aplicira na raven BDP za preteklo četrtletje, to pa omogoča pripravo medletne stopnje rasti BDP. Glavna razlika glede na prvo oceno BDP po 45 dneh je razpoložljivost nacionalnih podatkov za uporabnike. Večina držav euroobmočja še vedno ne objavi prvih ocen BDP po 30 dneh, temveč jih zaupno posreduje Eurostatu kot vhodne podatke za pripravo

<sup>16</sup> Glej [Vizija ESS 2020](#), str. 5.

<sup>17</sup> Najprej so samo štiri države euroobmočja (Nemčija, Grčija, Italija in Nizozemska) zagotovile Eurostatu prve nacionalne ocene BDP po 45 dneh. Eurostat je izračunal BDP za manjkajoče velike države euroobmočja na podlagi s tem povezanih kazalnikov. V določeni meri je bila to osnova za države, na podlagi katere so nato sami pripravili nacionalne prve ocene. Čeprav prve ocene BDP niso del pravnega okvira ESR 2010, kar niso bile niti po ESR 95, sta imeli določeno vlogo tudi povečana uporaba statističnih metod in izmenjava izkušenj med državami.

<sup>18</sup> Metodologija je obrazložena v Eurostatovi publikaciji »[Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days](#)«, *Statistical working papers*, izdaja 2016. Ta metodologija je nadomestila metodologijo za pripravo [prve ocene BDP](#) po 45 dneh po koncu referenčnega četrtletja iz leta 2013.

predhodnih prvih ocen BDP euroobmočja in EU. Trenutno samo šest držav euroobmočja (Belgija, Španija, Francija, Latvija, Litva in Avstrija, ki so leta 2015 skupaj predstavljale 39% BDP euroobmočja) objavlja prve ocene BDP po 30 dneh. Predhodna prva ocena BDP euroobmočja za prvo četrletje 2016 je temeljila na 11 državah euroobmočja in zajela 94% skupnega BDP euroobmočja, pri čemer je bilo 55% podatkov zagotovljenih zaupno.<sup>19</sup> Spodnja tabela prikazuje nacionalne prakse objavljanja BDP in obseg skladnosti z zakonsko zahtevo ESR 2010, da je treba podatke zagotoviti po 60 dneh po koncu referenčnega četrletja. Iz pregleda je razvidno, da obstaja nekaj kompromisov z vidika pravočasnosti, stopnje podrobnosti in kakovosti za pripravo četrletnih nacionalnih računov, ki jih je treba upoštevati pri analizi podatkov.

## Tabela

BDP in komponente, objavljeni v okviru četrletnih nacionalnih računov

	Predhodna prva ocena BDP (po 30 dneh)		Prva ocena BDP (po 45 dneh)			Druga objava BDP (po 60 dneh)		
	Rast BDP	Komponente BDP	Rast BDP	Ocena ali popravek rasti BDP?	Komponente BDP	Dan objave	Ocena ali popravek rasti BDP?	Komponente BDP
Belgija	objavljeno	–	–	–	–	t+60	popravek	da
Nemčija	–	–	objavljeno	ocena	–	t+54	popravek	da
Estonija	–	–	objavljeno	ocena	–	t+68	popravek	da
<b>Irska</b>	–	–	–	–	–	<b>t+70</b>	<b>ocena</b>	<b>da</b>
Grčija	–	–	objavljeno	ocena	–	t+60	popravek	da
Španija	objavljeno	–	–	–	–	t+55	popravek	da
Francija	objavljeno	da	–	–	–	t+60	popravek	da
Italija	–	–	objavljeno	ocena	–	t+65	popravek	da
Ciper	–	–	objavljeno	ocena	–	t+68	popravek	da
Latvija	objavljeno	–	–	–	–	t+60	popravek	da
Litva	objavljeno	–	–	–	–	t+60	popravek	da
<b>Luksemburg</b>	–	–	–	–	–	<b>t+85</b>	<b>ocena</b>	<b>da</b>
<b>Malta</b>	–	–	–	–	–	<b>t+70</b>	<b>ocena</b>	<b>da</b>
Nizozemska	–	–	objavljeno	ocena	da	–	–	–
Avstrija	objavljeno	da	–	–	–	t+60	popravek	da
Portugalska	–	–	objavljeno	ocena	–	t+60	popravek	da
Slovenija	–	–	–	–	–	t+60	ocena	da
Slovaška	–	–	objavljeno	ocena	–	t+68	popravek	da
Finska	–	–	objavljeno	ocena	–	t+60	popravek	da
<b>Euroobmočje</b>	<b>objavljeno</b>	<b>–</b>	<b>objavljeno</b>	<b>popravek</b>	<b>–</b>	<b>t+68</b>	<b>popravek</b>	<b>da</b>

Vir: ECB na podlagi spletnih strani nacionalnih statističnih uradov in Eurostata.

Opombe: Prve objave BDP se nanašajo na podatke iz prvega četrletja 2016. Druge objave BDP se nanašajo na podatke iz zadnjega četrletja 2015. Poleg objav, navedenih v tabeli, nekatere države euroobmočja (npr. Belgija in Francija) in tudi nekatere države zunaj euroobmočja (npr. Združeno kraljestvo) objavijo tretje objave BDP približno tri mesece po koncu referenčnega četrletja. Te vključujejo popravke prejšnjih ocen BDP in glavnih agregatov. Eurostat je septembra 2014, ko je začel veljati ESR 2010, opustil tretje ažuriranje podatkovne zbirke o BDP euroobmočja. Poleg tega lahko četrletni sektorski računi (zgodnja objava približno po 110 dneh in končna objava dva tedna pozneje) vsebujejo popravke druge objave BDP euroobmočja, vendar pa ti trenutno niso usklajeni s četrletnimi nacionalnimi računi za euroobmočje.

**Glavna težava pri nacionalni pripravi prvih ocen BDP po 30 dneh izhaja iz omejene razpoložljivosti izvornih podatkov za tretji mesec četrletja. Zajetje izvornih podatkov, ki se uporabljajo pri pripravi nacionalnega BDP v okviru naknadnih ocen, je precej boljše.** V nacionalnih predhodnih prvih ocenah BDP se tretji mesec ponavadi oceni ali delno oceni s tehnikami statističnega modeliranja, kjer

<sup>19</sup> Ocena ECB na podlagi informacij, ki jih je zagotovil Eurostat, o prvi objavi predhodne prve ocene BDP in nova objava 29. aprila 2016.

se uporabljajo razpoložljivi mesečni podatki (npr. kratkoročni statistični podatki, ankete o poslovnih tendencah, statistični podatki o cenah in prve ocene izvornih podatkov). Za prvo oceno BDP se na nacionalni ravni uporablja več metod ocenjevanja: neposredni pristopi (npr. avtoregresijski porazdeljeni odlogi, dinamični faktorski modeli), posredni pristopi (tehnike časovne dezagregacije), čisti napovedovalni modeli (avtoregresijski integrirani drsečesredinski modeli (ARIMA), modeli strukturnih časovnih vrst) ali multivariatni modeli (vektorska avtoregresija (VAR), strukturni modeli). Izbira je odvisna od razpoložljivosti podatkov iz nacionalnih virov za tretji mesec – po približno 28 dneh – po koncu referenčnega četrtnetja, pri čemer se uporabljajo enake prakse priprave kot pri rednih četrtnetnih nacionalnih računih (ne kot pri prvih ocenah), zato da se ti približajo končnim rezultatom in da se zagotovi visoka stopnja konsistentnosti s končnimi rezultati.

**Čeprav je še prezgodaj, da bi ocenjevali zanesljivost na novo razpoložljive predhodne prve ocene BDP euroobmočja, v skladu s testiranjem Eurostata<sup>20</sup> izpolnjuje vnaprej določena priporočena kakovostna merila sprejemljivosti.** Ta so za predhodno prvo oceno BDP euroobmočja pokazala naslednje rezultate<sup>21</sup>.

- **Nepristranska ocena** rasti BDP euroobmočja po 45 dneh s povprečnim popravkom v razponu +/-0,05 odstotne točke in ne več kot 66,7% popravkov v isto smer. Glede na to merilo so bili rezultati za euroobmočje 0,0 odstotne točke povprečnega popravka in enaka porazdelitev navzgor oziroma navzdol.
- **Največji povprečni absolutni popravek** za euroobmočje v višini 0,1 odstotne točke v primerjavi s prvo oceno rasti BDP po 45 dneh in 0,13 odstotne točke v primerjavi z rastjo BDP, objavljeno približno 65 dni po koncu referenčnega četrtnetja. Dejanski rezultati za euroobmočje so v obeh primerih znašali 0,06 odstotne točke.
- **Zadostna pokritost**, opredeljena kot 70% skupnega BDP za euroobmočje. V četrtnetjih, ki so bila uporabljena za pripravo testnih ocen, je pokritost zajela v povprečju 83% skupnega BDP za euroobmočje, v zadnjih treh četrtnetjih pa je dosledno dosegala 94%.

**Kot kaže analiza podatkov za prvo četrtnetje 2016, je predhodna prva ocena BDP za euroobmočje nakazovala medčetrtnetno rast v višini 0,55%, popravljeno navzdol za 0,03 odstotne točke na 0,52% ob objavi prve ocene BDP po 45 dneh.** To bi lahko pripisali dvema glavnima dejavnikoma: prvič, popravkom, ki so posledica boljših nacionalnih izvornih podatkov, in drugič, rahlo večji pokritosti euroobmočja (97% BDP euroobmočja).

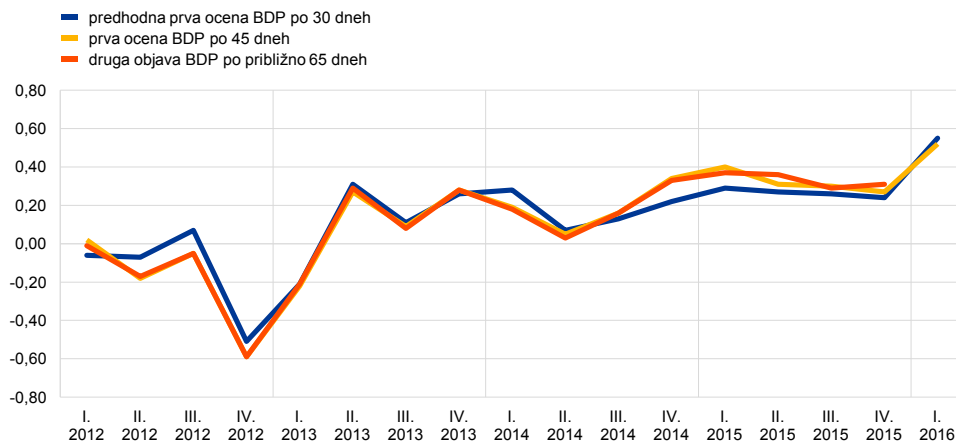
<sup>20</sup> Testne ocene za euroobmočje so se v zadnjih dveh letih pripravljale za medčetrtnetno in medletno stopnjo rasti na podlagi testiranja v realnem času v času osmih četrtnetij za obdobje od prvega četrtnetja 2014 do zadnjega četrtnetja 2015 ter v času osmih četrtnetij »rekonstruiranih« ocen za obdobje od prvega četrtnetja 2012 do zadnjega četrtnetja 2013.

<sup>21</sup> Podatke je zagotovil Eurostat v svoji publikaciji »Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days«, *Statistical working papers*, izdaja 2016.

## Graf

### Popravki rasti BDP v euroobmočju

(medčetrletne stopnje rasti; verižni obseg, prilagojen za število delovnih dni in desezoniran)



Vir: Eurostat.

**Izboljšana pravočasnost ocen četrletne rasti BDP za euroobmočje od 45 do 30 dni po koncu referenčnega četrletja je pomemben korak za oblikovalce politik. Prednosti bo lahko izkoristilo več postopkov, ki se uporabljajo pri pripravi denarne politike, kot so makroekonomske napovedi in analitične ocene.**

Zgodnejša razpoložljivost podatkov o gibanju BDP v euroobmočju in državah euroobmočja bo omogočila temeljitejšo analizo posledic teh gibanj za kratkoročne obete.

## Okvir 5

# Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2016

**Evropska komisija je 18. maja 2016 najavila predlog priporočil posameznim državam za ekonomsko in javnofinančno politiko, ki so namenjena vsem državam članicam EU razen Grčije, vključena pa so tudi priporočila za izvajanje Pakta za stabilnost in rast.** Priporočila posameznim državam naj bi gospodarski in finančni ministri odobrili 17. junija, nato pa naj bi jih od 28. do 29. junija potrdil Evropski svet.<sup>22</sup> Cilj priporočil Sveta v zvezi z javnofinančno politiko je zagotoviti, da države spoštujejo Pakt za stabilnost in rast. Priporočila tako podajajo mnenje o dopolnitvi programov stabilnosti in konvergenčnih programov iz leta 2016, ki so jih morale države do sredine aprila predložiti Evropski komisiji in Svetu. Kar zadeva nadaljnje ukrepanje, bo treba priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko, izdana v okviru evropskega semestra 2016, upoštevati v osnutkih proračunskih načrtov za leto 2017, ki jih morajo države euroobmočja do sredine oktobra predložiti Euroskupini in Evropski komisiji. V tem kontekstu ta okvir obravnava priporočila za javnofinančno politiko, namenjena 18 državam euroobmočja, ki niso v programu gospodarskih prilagoditev.

**Po letošnji pomladanski napovedi Evropske komisije naj bi bila agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju v letih 2016 in 2017 rahlo ekspanzivna.**<sup>23</sup> To po eni strani kaže, da države euroobmočja, ki so že dosegle svoj srednjeročni proračunski cilj, zlasti Nemčija, izkoriščajo del razpoložljivega fiskalnega manevrskega prostora. Po drugi strani pa je tudi odraz dejstva, da veliko število držav, med njimi tudi tiste z visoko ravnijo javnega dolga, ne uresničujejo svojih zavez o izvajanju strukturne konsolidacije v okviru pakta (glej tabelo).

**Zaradi tega je bilo v priporočilih Komisije posameznim državam ugotovljeno, da v številnih državah euroobmočja obstaja tveganje neskladnosti z zahtevano strukturno konsolidacijo v okviru pakta.** Po letošnji pomladanski napovedi Evropske komisije nobena od držav, ki so imele v letu 2015 primanjkljaj nad referenčno vrednostjo 3% BDP (tj. Portugalska, Španija in Francija), predvidoma ne bo dosegla strukturne konsolidacije v obdobju 2016–2017 (tj. zmanjšanje proračunskega primanjkljaja prek dejavnikov, ki ne vključujejo gospodarskega cikla in začasnih proračunskih ukrepov). Poleg tega se v državah, ki so trenutno v preventivnem delu pakta, pričakuje nezadostno izvajanje zahtevanih strukturnih prilagoditev, in to kljub temu, da so bile te zahteve pri nekaterih državah precej

<sup>22</sup> S sprejetjem priporočil posameznim državam v Ekonomsko-finančnem svetu (ECOFIN) na seji, ki bo predvidoma 12. julija, se bo formalno zaključil evropski semester 2016.

<sup>23</sup> Razprava o konceptu naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je v članku z naslovom »The euro area fiscal stance« v tej številki Ekonomskega biltena.

omiljene. Po nedavnem dogovoru o operacionalizaciji fleksibilnosti, ki jo pakt vsebuje v zvezi s strukturnimi reformami,<sup>24</sup> to konkretno pomeni, da lahko države, ki niso dosegle srednjeročnega proračunskega cilja, v smeri cilja napredujejo počasneje, tj. z uresničevanjem manjših strukturnih konsolidacijskih prizadevanj, če obenem izvajajo strukturne reforme, dodatne investicije in pokojninsko reformo.<sup>25</sup> Pri nekaterih državah so bile zahtevane strukturne prilagoditve dodatno zmanjšane zaradi stroškov, ki jih imajo z namestitvijo beguncev ter dodatnimi izdatki za javni red in varnost. Na splošno so se z odobritvijo takšne fleksibilnosti v letu 2016 zmanjšale zahteve glede napredovanja v smeri srednjeročnega proračunskega cilja v povprečju z 0,5% BDP na -0,1% BDP.<sup>26</sup> Kljub temu države, ki so v preventivnem delu pakta in še niso dosegle srednjeročnega proračunskega cilja, predvidoma ne bodo uresničile niti zmanjšanih zahtev, saj bodo izvajale ekspanzivno javnofinančno politiko, ki v povprečju ustreza -0,3% BDP. S tem bodo države članice dodatno zakasnile pri doseganju srednjeročnih proračunskih ciljev in tako ovirale vrnitev k zdravim javnim financam v času edinstvene priložnosti, ki jo ponujajo ugodni pogoji financiranja.<sup>27</sup>

**Priporočila državam za javnofinančno politiko se torej razlikujejo glede na obstoječi proračunski manevrski prostor.** Iz priporočil izhaja, naj države članice, katerih strukturna prizadevanja predvidoma ne bodo v skladu z zavezami iz pakta, izvedejo dodatne ukrepe, s katerimi bodo zagotovile potrebno skladnost s paktom. Poleg tega se državam, ki še niso dosegle srednjeročnega proračunskega cilja in naj bi še naprej imele javni dolg na ravni, ki presega prag 60% BDP (Belgija, Francija, Španija, Italija, Irska, Portugalska in Finska) priporoča, da celotne nepričakovane prihodke, tj. prihranke zaradi nižjega plačila obresti od pričakovanega, namenijo za zmanjšanje primanjkljaja. Obenem se med državami euroobmočja, ki so že dosegle srednjeročni proračunski cilj, Nemčiji priporoča, da vzdržuje trend povečevanja državnih naložb, zlasti v infrastrukturo, izobraževanje, raziskave in inovacije. Nizozemski pa se priporoča, naj daje prednost javni porabi, ki podpira večje investicije v raziskave in razvoj.

<sup>24</sup> Podrobnosti so v skupno dogovorjenem stališču Ekonomsko-finančnega odbora o fleksibilnosti v okviru Pakta za stabilnost in rast <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14345-2015-INIT/en/pdf>.

<sup>25</sup> Podrobnosti so v okvirju z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2015.

<sup>26</sup> Države, ki so že dosegle srednjeročni proračunski cilj, so izključene.

<sup>27</sup> Glej okvir z naslovom »Učinkovitost srednjeročnega proračunskega cilja kot sidra za javnofinančne politike«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2015.

Tabela

## Zahtevana strukturalna prizadevanja v okviru Pakta za stabilnost in rast v obdobju 2016–2017

(odstotne točke BDP)	Strukturalna prizadevanja leta 2016	Zahtevana strukturalna prizadevanja leta 2016 v okviru PSR	Zaznamek: Zahtevana strukturalna prizadevanja leta 2016 v okviru PSR (brez odobrene fleksibilnosti)	Strukturalna prizadevanja leta 2017	Zahtevana strukturalna prizadevanja leta 2017 v okviru PSR
<b>Preventivni del PSR</b>					
Belgija	0,3	0,3	0,6	0,2	0,6
Nemčija	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,0
Estonija	-0,5	0,0	0,0	-0,3	0,0
Irska	0,2	0,6	0,6	1,0	0,6
Italija	-0,7	-0,35	0,5	0,0	0,6
Ciper	-1,3	0,0	0,0	-0,9	0,0
Latvija	0,3	0,3	0,8	0,0	-0,1
Litva	-0,8	-0,7	0,0	0,4	0,1
Luksemburg	-0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0
Malta	0,7	0,6	0,6	0,4	0,6
Nizozemska	-0,6	-0,2	0,0	0,3	0,6
Avstrija	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	0,0
Slovenija	0,2	0,5	0,6	-0,4	0,6
Slovaška	0,2	0,25	0,25	0,6	0,5
Finska	-0,2	0,3	0,5	0,1	0,6
<b>Korektivni del PSR</b>					
Portugalska (rok iz PČP leto 2015)	-0,2	0,6	0,6	-0,3	0,6
Španija (rok iz PČP leto 2016)	-0,2	1,2	1,2	-0,1	0,6
Francija (rok iz PČP leto 2017)	0,0	0,8	0,8	-0,2	0,9

Viri: napoved Evropske komisije, pomlad 2016, in priporočila posameznim državam.

Opombe: V tabeli navedena zahteva v višini 0,0 pomeni, da je država na ravni srednjeročnega proračunskega cilja (SPC). Zaveze k strukturalnim prizadevanjem v okviru Pakta za stabilnost in rast (PSR) (v drugem in zadnjem stolpcu) predstavljajo zahteve, ki so bile pri nekaterih državah zmanjšane, s čimer je upoštevana odobrena fleksibilnost zaradi izvajanja strukturalnih reform, državnih investicij in pokojninske reforme ter zaradi stroškov z namestitvijo beguncev ter dodatnimi izdatki za javni red in varnost. PČP pomeni postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

### Evropska komisija je 18. maja objavila tudi priporočila v zvezi z izvajanjem Pakta za stabilnost in rast.

Komisija je priporočila odpravo postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Irski in Sloveniji do junega roka (tj. leto 2015) ter odpravo enakega postopka proti Cipru leto pred rokom (tj. leto 2016). Komisija je v poročilih na podlagi člena 126(3) Pogodbe o delovanju Evropske unije (PDEU) preučila kršitev kriterija javnega dolga v Belgiji, Italiji in na Finskem ter sklenila, da ne sproži postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. V primeru Finske je mogoče kršitev referenčne vrednosti glede javnega dolga (za 3,1% BDP) pojasniti z olajševalnimi okoliščinami, med katerimi so finančna podpora drugim državam euroobmočja za varovanje finančne stabilnosti ter negativen vpliv gospodarskega cikla. Kar zadeva Belgijo in Italijo, je Komisija v poročilih upoštevala relevantne dejavnike, med katerimi so (i) izpolnjevanje zahtev glede strukturalnih prizadevanj v okviru preventivnega dela pakta, (ii) neugodne gospodarske razmere (tj. šibka rast in nizka inflacija), zaradi česar je izpolnjevanje pravila o zadolženosti težje, in (iii) izvajanje strukturalnih reform za krepitev gospodarske rasti. Pri obeh državah so bile v oceni skladnosti s preventivnim delom pakta v obdobju 2016–2017 upoštevane zmanjšane zahteve, ki so rezultat odobrene fleksibilnosti zaradi stroškov z namestitvijo beguncev ter dodatnimi izdatki za javni red in varnost. Poleg tega je bila v primeru Italije odobrena dodatna fleksibilnost zaradi strukturalnih reform in investicij,



s čimer so bila zahtevana strukturna prizadevanja – poleg zgoraj omenjene fleksibilnosti – v letu 2016 zmanjšana z 0,5% BDP na –0,35% BDP, med drugim tudi zaradi zaveze vlade, da bo v letu 2017 dosledneje upoštevala Pakt za stabilnost in rast. Komisija bo jeseni na podlagi osnutka proračunskega načrta ponovno ocenila, ali je država zopet na poti prilagoditev v smeri srednjeročnega proračunskega cilja. Ocene skladnosti s pravilom o zadolženosti niso upoštevale prejšnje nezadostne fiskalne konsolidacije kot oteževalnega dejavnika niti niso celovito kvantificirale relevantnih dejavnikov, s čimer bi lahko v celoti pojasnile odstopanje od pravila o zadolženosti.<sup>28</sup>

Poleg tega Evropska komisija v priporočilih posameznim državam predlaga, da se Portugalski in Španiji za eno leto podaljša rok iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, in sicer do leta 2016 oziroma do leta 2017, pri čemer letošnja zahtevana strukturna prizadevanja znašajo 0,25% BDP. Treba je omeniti, da priporočila posameznim državam temeljijo na členih 121 in 148 PDEU, medtem ko mora Svet odločitev v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem sprejeti tako, kot določa člen 126 PDEU. Čeprav člen 10(3) Uredbe Sveta (ES) št. 1467/97<sup>29</sup> od Sveta zahteva takojšnje ukrepanje, če čezmerni primanjkljaj ni odpravljen, je bila ocena o tem, ali naj bo podaljšanje roka povezano s pospešitvijo postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem in z morebitnimi sankcijami, preložena na začetek julija. Ne glede na to je priporočeno strukturno prizadevanje v višini 0,25% BDP primerljivo s prilagoditvijo v višini »vsaj 0,5% BDP«, kot predvideva člen 3(4) Uredbe št. 1467/97.

Komisija ni priporočila uvedbe postopka o precejšnjem odstopanju proti Malti, ki naj bi po letošnji pomladanski napovedi Evropske komisije v letu 2015 v okviru preventivnega dela pakta precej odstopala tako od zahtevanih strukturnih prizadevanj kot tudi od referenčne vrednosti odhodkov.

### **Zaradi kredibilnosti je pomembno, da se okvir javnofinančnega upravljanja ves čas in v vseh državah izvaja zakonsko učinkovito, transparentno in konsistentno.**

Po naukih, ki smo se jih naučili iz krize, se je okvir javnofinančnega upravljanja v EU v letih 2011 in 2013 precej izboljšal. Pri tem sta še posebej pomembna uvedba pravila o zadolženosti v okviru korektivnega dela pakta ter vzpostavitev postopka o precejšnjem odstopanju v okviru preventivnega dela pakta (s ciljem zagotoviti zadosten napredek v smeri srednjeročnega proračunskega cilja). Enako velja za spremembe v postopku odločanja, katerih namen je zaščititi Evropsko komisijo pred političnimi pritiski, s čimer naj bi se povečal avtomatizem pri uporabi pravil in sankcij. Za učinkovitost teh pravil je nujno transparentno in konsistentno izvajanje Pakta za stabilnost in rast. Ob izvajanju pakta v okviru evropskega semestra 2016 so se pojavila številna vprašanja, ki jih bo treba preučiti.

<sup>28</sup> Glej članek z naslovom »Government debt reduction strategies in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

<sup>29</sup> Uredba Sveta (ES) št. 1467/97 z dne 7. julija 1997 o pospešitvi in razjasnitvi izvajanja postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem.

# Article

## The role of euro area non-monetary financial institutions in financial intermediation

*With bank lending staging a slow and protracted recovery in the wake of the global financial crisis, non-monetary financial institutions (non-MFIs) have expanded their share of financial intermediation in the euro area. In doing so, they have helped to mitigate the effects of the financial and sovereign debt crises on the euro area economy. At the same time, the observed shift in intermediation towards institutions other than banks may have implications for monetary policy transmission. Differences in regulation and supervision, in particular, appear to motivate some non-MFIs to adjust their risk exposures more quickly than banks in response to changes in the business and financial cycles, thereby accelerating the transmission of monetary policy, while other sectors, like long-term institutional investors, may have a stabilising impact. In this respect, the rising role of non-MFIs that are subject to less regulation and supervision has to be assessed for its possible repercussions on monetary policy transmission. In addition, the interplay of all financial intermediaries needs to be monitored from a monetary policy perspective.*

### 1 Introduction

**With lending by monetary financial institutions (MFIs) recovering only slowly, financial institutions outside the MFI sector have accounted for a rising share of financial intermediation in the euro area since the global financial crisis.**<sup>30</sup>

Between the end of 2008 and the fourth quarter of 2015, non-MFIs expanded their share of financial assets held by euro area financial corporations from 42% to 57%.<sup>31</sup> They have thus helped channel funding to the various sectors of an economy whose financial intermediation has traditionally mainly relied on banks.<sup>32</sup>

**The interaction of several factors, both cyclical and structural in nature, can be identified as being among the key drivers of this shift.** On the side of euro area banks, lending has languished as they have dealt with the fallout from the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis. This reduced supply of finance from banks is one cause of the rise of intermediation by non-MFIs. At the same time, the rise of non-MFIs has been supported by the low level of interest rates

<sup>30</sup> Euro area MFIs include credit institutions, money market funds and the Eurosystem.

<sup>31</sup> The reported shares are based on the outstanding amounts of total financial assets held by the financial sector as a whole and its sub-sectors, thus reflecting not only genuine growth but also revaluation effects and statistical reclassifications between the two comparison points. Assets held by the Eurosystem are excluded from the figures.

<sup>32</sup> The terms "MFI" and "bank" are used synonymously in this article.

in the wake of the financial crisis, as well as longer-term structural factors, including demographic trends and population ageing. These have led to an increase in purchases of products offered by insurance corporations and pension funds (ICPFs) and to higher investment flows into non-money market fund investment funds (non-MMF IFs), as returns on existing pension schemes have lagged behind objectives. In addition, regulatory arbitrage may have transferred some intermediation activities from banks to non-MFI sectors.

**Structural change in euro area financial intermediation, such as the shift from MFIs to non-MFIs, has implications for monetary policy transmission.** Most of the transmission channels of monetary policy work by influencing the way in which financial intermediaries provide funding to the economy. In this setting, banks retain a major role in the euro area. However, the growing importance of non-MFIs makes them increasingly relevant for the propagation of monetary impulses. In this role, non-MFIs may react differently from banks to changes in the monetary policy stance, thereby altering the way monetary policy is transmitted through financial markets and intermediaries' balance sheets to the real economy.

**In particular, some non-MFIs may accelerate the transmission of monetary policy.** Specifically entities in the other financial institution (OFI) sector may react faster than banks to monetary policy impulses and changes in the economic and financial outlook. This means that they also retrench more rapidly in times of crisis. Part of this is associated with the less stringent regulation and supervision some non-MFIs are subject to. By contrast, banks as deposit-taking institutions hold reserves with central banks and act as their direct counterparties in monetary policy operations. For this reason they also generally enjoy a public sector backstop associated with extensive regulation and supervision.

**Consequently, understanding trends and developments in the euro area non-MFI sectors is crucial for monetary policy.** Against this background, Section 2 of this article provides a brief overview of academic findings on the role of the non-MFI sectors in monetary policy transmission. Section 3 describes and analyses the role of non-MFIs within the financial system of the euro area, while Section 4 focuses on the trends observed for the individual constituents of the euro area non-MFIs. Sections 3 and 4 both provide examples of developments that have implications for monetary policy transmission stemming from the findings presented in Section 2. Section 5 concludes.

## 2 The role of non-MFIs in monetary policy transmission – a review of the literature

**Monetary policy affects the economy through several sectors and channels of transmission.** Most of these channels work by influencing the decisions of financial intermediaries, which provide funding and investment opportunities to financial and non-financial sectors of the economy. In the euro area, MFIs, which comprise banks and money market funds (MMFs), are the main providers of financial services in the economy and therefore play a major role in the transmission of monetary policy.

However, owing to their increasing relevance in the financial sector, non-MFIs have now also become more important for the transmission of monetary policy impulses. Non-MFIs include non-MMF IFs, other financial intermediaries except ICPFs (including financial vehicle corporations, FVCs), financial auxiliaries, captive financial institutions and money lenders, and ICPFs (see Box 1 for a detailed description of non-MFIs according to the European System of Accounts 2010).

**Owing to differences in business models and associated legal and regulatory requirements, non-MFIs respond differently from banks to monetary policy impulses.** Banks, as deposit taking institutions, are typically highly regulated financial intermediaries subject to capital and liquidity requirements. Together with money market funds (seen as providing close substitutes for deposits) and central banks they comprise the MFI sector, as the creator of inside and outside money respectively. The MFI sector has thus traditionally been seen as the natural starting point for analysing monetary transmission in bank-based financial systems. At the same time, banks, as depository institutions subject to minimum reserve requirements have, in times of stress, access to emergency liquidity assistance from central banks and, if they become insolvent, they are subject to an orderly resolution process that can involve public backstops. Non-MFIs are financial intermediaries that can also be involved in maturity and liquidity transformation and credit risk transfer, but they generally do not have access to public backstops or central bank liquidity.

**The mechanisms through which monetary policy is transmitted have been the focus of extensive analysis and empirical investigation over the last few decades.** The main focus of this effort, especially in the early years, has been on the role of the assets and liabilities of banks, which provided the primary source of debt financing for the non-financial corporate (NFC) sector and for households in the euro area. However, some of the mechanisms featured in this research can also provide insight into the processes involving non-MFI sectors to different degrees.

**Broadly speaking, the channels of monetary transmission comprise an interest rate (or cost-of-capital) channel, a broad credit channel and a risk-taking channel.**<sup>33</sup> While these three channels can potentially work for MFIs and non-MFIs alike, there may be differences in terms of speed and amplitude in the transmission of monetary policy impulses. This is due, for example, to the possible interactions with the different regulatory and supervisory frameworks in which financial intermediaries operate. In particular, the presence of less regulated – and therefore more flexible – non-bank intermediaries can make monetary transmission faster.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> For a detailed characterisation of these channels, see the article entitled "Monetary policy and loan supply in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2009.

<sup>34</sup> ICPFs and investment funds are subject to regulatory requirements to protect policy holders. The main difference between them and the banking sector remains access to central bank liquidity and the government guarantee for bank depositors.

This is because they can adapt their risk exposure to changes in financing conditions more quickly.<sup>35</sup>

**In particular, some non-MFIs seem to respond faster to changes in the business and financial cycles than banks.** Indeed, some studies have shown that the leverage of security brokers and dealers is pro-cyclical and linked to monetary policy changes. Tighter monetary policy tends to lower the risk-taking of broker-dealers, leading to an increase in the pricing of risk.<sup>36</sup> Concerning other intermediaries, some studies have shown that ICPFs, as long-term investors, are in principle better placed to look through short-term market volatility and play a counter-cyclical role.<sup>37</sup> At the same time, such institutional investors strongly depend on stable returns from fixed income and have been shown to react relatively strongly to interest rate changes. For example, insurance corporations, which are large holders of securities, tend to engage in a search for yield, as they systematically choose riskier investments from among the assets fulfilling their regulatory requirements.<sup>38</sup> This seems to be intensified when interest rates are low. In parallel, however, their long investment horizons increase their resilience to sudden changes in monetary policy rates. When looking at investment funds, the available evidence generally supports the notion that lower real interest rates shift portfolio investment towards riskier assets – out of the money market and into the riskier equity market – causing significant increases in stock prices in countries where investment home bias is strong.<sup>39</sup>

**Overall, existing research suggests that the increasing role of non-MFIs in the financial sector may imply a somewhat faster transmission of monetary shocks, notably through the risk-taking channel.** At the same time, recent historical analysis has shown that the relationship between credit and broad money began to decouple after the early 1970s, when financial intermediaries other than banks started to become important contributors to credit intermediation in a number of countries, but to a lesser extent in the euro area.<sup>40</sup> In line with this, it is found that

<sup>35</sup> For a discussion on changes to monetary policy transmission in the euro area, see, for example, the article entitled "The shadow banking system in the euro area: overview and monetary policy implications", *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, March 2014 and Beck, G., Kotz, H.-H. and Zabelina, N., "Lost in translation? ECB's monetary impulses and financial intermediaries' responses", *White Paper*, No 36, SAFE, April 2016.

<sup>36</sup> See in particular Adrian, T. and Shin, H.S. "Liquidity and Leverage", *Journal of Financial Intermediation*, 19 (3), July 2010, pp. 418-437 and, by the same authors, "Procyclical Leverage and Value-at-Risk", *Review of Financial Studies* 27(2), February 2014, pp. 373-403.

<sup>37</sup> See, for example, "Procyclicality and structural trends in investment allocation of insurance corporations and pension funds", Discussion Paper by the Bank of England and the Procyclicality Working Group, July 2014.

<sup>38</sup> See Becker, B., and Ivashina, V., "Reaching for Yield in the Bond Market", *Journal of Finance*, Vol. 70, No 5, October 2015, pp. 1863–1902.

<sup>39</sup> See Hau, H. and Lai, S., "Asset Allocation and Monetary Policy: Evidence from the Eurozone", *Journal of Financial Economics*, forthcoming. Several analytical studies have also addressed how monetary policy affects the investment decisions of MMFs. Evidence is based on US MMFs, which are large liquidity providers owing to their size. Owing to their regulatory framework, including the most recent changes that will be implemented over the coming months, there seems to be little scope for these intermediaries to engage in risk-shifting (see Chodorow-Reich, G., "Effects of Unconventional Monetary Policy on Financial Institutions", *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring), 2014, pp. 155-204, and La Spada, G., "Competition, Reach for Yield, and Money Market Funds", *Staff Reports*, No 753, Federal Reserve Bank of New York, December 2015).

<sup>40</sup> See Schularick, M. and Taylor, A.M., "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008", *American Economic Review*, 102(2): 1029-61, 2012.

non-MFIs induce higher time-variation in the velocity of money and credit, implying potentially greater instability in the transmission of monetary policy.<sup>41</sup> More generally, the growing role of non-MFIs affects the relative importance of different transmission channels of monetary policy.

## Box 1

### Financial institutions according to the European System of Accounts 2010

---

**The financial accounts are the framework for the analysis of the financial sector** as they provide a comprehensive presentation of the financial positions, financial transactions and other flows in the economy. In the European Union, the financial accounts are compiled according to the concepts and definitions laid down in the European System of Accounts 2010 (ESA 2010) and the ECB Guideline on quarterly financial accounts, which ensure consistent recording for the euro area and comparability across countries.<sup>42</sup>

**The ESA 2010 defines the financial sector broadly as all institutional units whose principal activity is the production of financial services.**<sup>43</sup> In addition to financial intermediaries, this definition includes financial auxiliaries, captive financial institutions and money lenders. Financial auxiliaries facilitate financial transactions, e.g. as brokers or consultants, between third parties without becoming the legal counterparty. Thus they do not put themselves at risk and their financial positions tend to be small. Captive financial institutions and money lenders are defined as institutional units most of whose assets or liabilities are not transacted on open markets. One example of such a unit is a special purpose entity (SPE) that raises funds in open markets – e.g. by issuing debt securities – but lends exclusively to a parent corporation. Conversely, trusts and money lenders may receive funds from one individual household or corporation and invest them in the financial markets.

**Financial intermediaries are divided into sub-sectors according to their main type of financing.** Monetary financial institutions (MFIs) comprise the ECB and national central banks, which issue currency and deposits, deposit-taking institutions and money market funds (MMFs). MMFs belong to the MFI sector, as they issue fund shares or units which are considered close substitutes for bank deposits.

**Non-monetary financial institutions (non-MFIs) cannot issue deposits or money market fund shares or units.** As they do not offer deposits or close substitutes to deposits to the public, non-MFIs are not subject to the same regulatory framework as MFIs. Three of the non-MFI sub-sectors can be easily characterised by their main liabilities – these are non-MMF IFs, insurance corporations and pension funds (see Table A).

---

<sup>41</sup> See Adrian, T. and Liang, N., “Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability”, *Staff Reports*, No 690, Federal Reserve Bank of New York, September 2014.

<sup>42</sup> See Regulation (EU) No 549/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 on the European system of national and regional accounts in the European Union (OJ L 174, 26.6.2013, p. 1) and ECB Guideline on the statistical reporting requirements of the ECB in the field of quarterly financial accounts (OJ L 2, 7.1.2014, p. 34).

<sup>43</sup> The financial accounts cover all entities resident in the euro area, but not funds resident offshore. All institutional units are covered, regardless of whether or not they belong to a bigger corporation or banking group.

**Table A****MFIs and non-MFIs according to ESA 2010**

<b>Monetary financial institutions (MFIs)</b>	
Central bank	
Deposit-taking corporations except the central bank	
Money market funds (MMFs)	
<b>Non-monetary financial institutions (non-MFIs)</b>	
<b>Other financial institutions</b> (i.e. financial corporations other than MFIs, insurance corporations and pension funds)	
<b>Non-MMF investment funds (non-MMF IFs)</b>	Non-MMF collective investment schemes, includes real estate investment funds, "funds of funds", exchange traded funds (ETFs) and hedge funds. Investment funds may be open-ended or closed ended.
<b>OFIs excluding IFs</b>	
<b>Other financial intermediaries</b>	
Financial vehicle corporations engaged in securitisation transactions (FVCs)	Special purpose entities (SPEs) created to purchase assets, such as a portfolio of loans, from the original holder.
Security and derivatives dealers	Security and derivative dealers acquiring assets and incurring liabilities on their own account (as opposed to security brokers, which are financial auxiliaries).
Financial corporations engaged in lending	For example, financial corporations engaged in financial leasing, hire purchase, factoring and the provision of personal or commercial finance.
Specialised financial corporations	For example, venture and development capital companies, export/import financing companies, financial intermediaries that acquire deposits or loans vis-à-vis MFIs only and central clearing counterparties.
<b>Financial auxiliaries</b>	
For example, security brokers, corporations that manage the issue of securities, corporations providing infrastructure to financial markets, head offices of groups of financial corporations.	
<b>Captive financial institutions and money lenders</b>	
For example, trusts, holding companies, SPEs that qualify as institutional units and raise funds in open markets to be used by their parent corporations, corporations engaged in lending from funds received from a sponsor.	
<b>Insurance corporations (ICs)</b>	
Corporations primarily engaged in the pooling of risks in the form of direct insurance or reinsurance.	
<b>Pensions funds (PFs)</b>	
Corporations primarily engaged in the pooling of social risks and providing income in retirement	

**Non-MMF IFs raise funds almost exclusively by issuing investment fund shares or units and invest the funds in the financial markets or in real estate.** Exceptions from this simple financing model are hedge funds, which may incur substantial amounts of other liabilities, such as loans and financial derivatives.

**Insurance corporations and pension funds (ICPFs) collect funds by offering insurance and pension schemes.** Insurance corporations may offer insurance products to the public, as well as pension schemes to groups of employees. Pension funds are restricted by law to offering pension schemes to specified groups of employees and self-employed persons. The liabilities of ICPFs consist mainly of insurance technical reserves, which are recognised in the financial accounts as life insurance and annuity entitlements and pension entitlements. Mandatory social (health or pension) security funds managed by general government are not included in this definition.

**A fourth group of financial intermediaries is determined residually as "other financial intermediaries", which together with financial auxiliaries and captives are referred to as "other financial institutions excluding non-MMF ifs".** This sub-sector is very heterogeneous and includes, for example, FVCs engaged in securitisation transactions, security and derivatives dealers, financial corporations engaged in lending (mainly financial leasing or factoring companies) and other specialised financial corporations. These institutions are less regulated and their



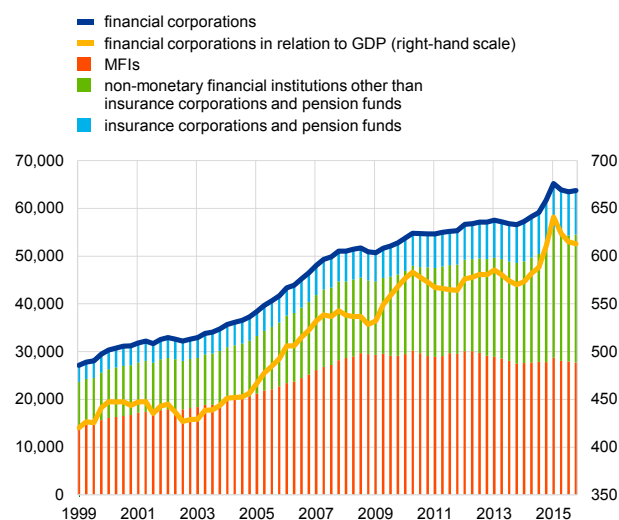
economic and financial importance varies widely between countries. Euro area statistics for these institutions are typically based on indirect information, e.g. from securities markets or counterparty sector information (e.g. MFI loans to other financial institutions). Euro area-wide data collection exists only for FVCs and is based on an ECB regulation. FVCs are created to purchase assets, such as portfolios of loans originated by an MFI or other lender. FVCs finance the purchase of such assets from the original holder by issuing asset-backed securities (ABSs).<sup>44</sup> FVCs thus increase the liquidity of the original holder and allow the purchasers of the ABSs to invest in a specified pool of assets. Owing to the lack of harmonised data sources that would allow the separate identification of these sub-sectors, other financial intermediaries are, for the purpose of the euro area financial accounts, grouped together with financial auxiliaries and captives.

### 3 The role of non-MFIs within the euro area financial system

**Chart 1**

Total financial assets held by euro area financial corporations

(outstanding amounts; left-hand scale: EUR billions; right-hand scale: percentages of nominal GDP)



Source: ECB.

Notes: Financial corporations and MFIs excluding the Eurosystem. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**In the years preceding the crisis, both bank and non-bank financial intermediaries boosted risk taking and credit growth and facilitated a rapid expansion of the financial sector** (see Chart 1).

Financial intermediaries exploited securitisation as a means of managing their balance sheets more flexibly and thereby increased overall credit supply. At the same time, (risky) illiquid loans were transformed into short-term, money-like marketable instruments, which were perceived to be almost risk-free and were held by banks or sold on to households, firms and institutional investors. The outbreak of the sub-prime crisis in the United States in 2007 revealed that these developments were unsustainable. In the years that followed, the collapse of securitisation via non-MFI conduits, often sponsored by banks, contributed, among other factors, to the sharp contraction in the flow of bank credit. Banks were no longer able to transfer risk off their balance sheets, a process that had facilitated further loan origination, or even had to bring risks that had been moved off their books back onto their balance sheets. This experience illustrates the capacity of accounting and regulatory changes to blur

<sup>44</sup> For a precise description, see the background note on FVC statistics collected under Regulation ECB/2013/40, which is available on the ECB's website at <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/fvc/html/index.en.html>



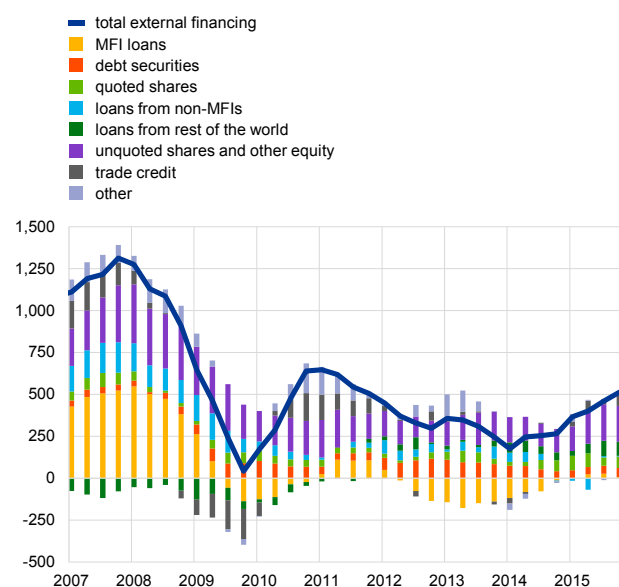
the line between bank and non-bank lending, boosting the risk-taking channel and altering the transmission of monetary policy.<sup>45</sup>

**The size of the euro area financial sector has continued to increase since the global financial crisis, but at a slower pace and with diverging developments across MFIs and non-MFIs.** Between the end of 2008 and the end of 2015, financial assets held by euro area financial corporations increased from €51 trillion (528% of GDP) to €64 trillion (613% of GDP). The share of these assets held by MFIs fell from 58% to 43% over this period. By contrast, the share held by non-MFIs rose from 42% to 57%. Of this, non-MFIs other than ICPFs accounted for a 42% share (up 11.8 percentage points when compared with the end of 2008), with ICPFs accounting for 15% (up 2.7 percentage points).

**Chart 2**

**Total external financing of euro area NFCs**

(annual flows; EUR billions)



Source: ECB.

Notes: "Other" is the difference between the total and the instruments included in the chart and includes inter-company loans and the rebalancing between non-financial and financial accounts data. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Banks have experienced a slowdown in balance sheet growth or a shedding of assets as a result of the global financial crisis and the euro area sovereign debt crisis and associated regulatory changes.**

In particular, on the credit supply side, the fragile economic environment triggered a surge in non-performing loans and a marked deterioration in the balance sheets of banks. At the same time, stricter regulation and supervision, coupled with feeble growth and low interest rates, have challenged the existing business models of banks, forcing them to adapt. However, the ECB's non-standard measures have provided liquidity and supported credit, mitigating the risks of disorderly deleveraging in the banking sector as a whole. On the credit demand side, economic weakness and depressed asset prices lowered the collateral value underpinning loans to the non-financial private sector. Together, this resulted in a net tightening of credit standards and a restriction of bank credit to NFCs and households in 2008 and 2009, and again in 2011 and 2012.

**While the net flow of finance from MFIs to NFCs contracted in 2009 and 2010, and again between**

**2012 and 2014, the flow of finance from non-MFIs remained positive** (see Chart 2). Over this period, the primary form of financing offered by non-MFIs took the form of market and non-market-based equity financing, the issuance of debt securities and the provision of loans. The sustained provision of funding from non-MFIs after

<sup>45</sup> See also Altunbas, Y., Gambacorta, L. and Marqués-Ibáñez, D., "Securitisation and the bank lending channel", *European Economic Review*, 53(8): 996-1009, 2009 and Moutot, P. et al, "The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 75, ECB, Frankfurt am Main, October 2007.

the crisis hit was supported by a range of factors and has had a stabilising impact on the euro area economy.<sup>46</sup>

- **First, very low interest rates and the associated search for yield by investors have supported financial intermediation by non-MFIs.** Specifically, the activities of non-MFIs were helped by factors impacting the portfolio choices on the asset side of the non-financial sectors, such as lower returns on bank deposits, falling risk premia and a recovery in a range of asset markets. On the liability side, progress on repairing balance sheets allowed firms in the euro area to tap financing sources other than bank credit, such as equity and corporate debt issuance. Insofar as these developments were related to the low interest rates resulting from the ECB's monetary policy, they provide another illustration of the mechanics of the risk-taking channel for monetary policy transmission.
- **Second, structural factors, such as demographic trends, have also benefited financial intermediation by non-MFIs.** Population ageing has led to a rise in purchases of life insurance and pension investment products, partly reflecting households' increased concerns about the sustainability of both public and private pension schemes in view of lower potential growth, high sovereign debt levels and low returns on existing pension schemes.
- **Third, some non-MFIs have been less exposed to regulatory tightening than banks, opening opportunities for regulatory arbitrage.** However, large parts of the non-MFI sector in the euro area, such as ICPFs, are in fact subject to extensive regulation and supervision. As a result, regulatory arbitrage is likely to have played at best a secondary role in the observed shift of financial asset holdings from banks to non-MFIs in these cases.
- **Fourth, the rising share of non-MFIs in the euro area financial sector also reflects methodological changes.** The transition to the ESA 2010 implied the assimilation of a large set of entities, such as financing SPEs, into the group of non-MFIs, having previously been classified in the NFC sector alongside the firms they are typically serving. In fact, the rapid expansion of financing SPEs explains some 15% of the overall increase in the size of the financial sector between the end of 2008 and the end of 2015.

**Data improvements over time will make it possible to isolate and analyse in greater detail financial flows across sectors.** In future, a more conclusive assessment might be feasible once longer time series of new data providing a "who-to-whom" breakdown of marketable instruments become available. The ECB began publishing such data in April 2016 (see Box 2). These statistics may be used, for instance, to conduct detailed analyses of the role of various institutional sectors in providing direct and indirect financing to the different parts of the economy. Together with macroeconomic, financial market and confidence indicators, these data can also

---

<sup>46</sup> See also the articles entitled "The interplay of financial intermediaries and its impact on monetary analysis", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2012 and "The financial crisis in the light of the euro area accounts: a flow-of-funds perspective", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2011.

provide a better insight into the portfolio investment behaviour of different economic sectors.

## Box 2

Extension of the euro area accounts (EAA) with new data on a “who-to-whom” basis for marketable securities

---

**In April 2016, the ECB began publishing quarterly data on securities on a “who-to-whom” basis as part of the financial accounts within the euro area accounts (EAA) framework.**<sup>47</sup>

Data on a “who-to-whom” basis refer to financial transactions and positions for which both the creditor sector (asset holder) and debtor sector (issuer of the corresponding liability) are simultaneously identified. They represent an important extension of the traditional presentation of the financial accounts. In the traditional presentation, the financial portfolio of a sector is presented, distinguishing instrument type and maturity where applicable, but without detail regarding the counterparty issuing sectors (i.e. the sectors for which the financial claims in the portfolio are liabilities). Similarly, the liabilities of each sector are broken down by instrument and maturity where applicable, but no detail is offered as to which counterparty sectors are the creditors of those liabilities. The “who-to-whom” presentation, therefore, enhances the information provided in the financial accounts by revealing the full web of linkages between holders and issuers at the institutional sector level.

**The data are available as quarterly time series for the euro area, starting in the fourth quarter of 2013, and comprise outstanding amounts, financial transactions and revaluations.** Three instrument types are distinguished, namely debt securities (differentiating short-term from long-term, based on their maturity at issuance), listed shares and investment fund shares/units (which combine shares/units issued by MMFs and those issued by non-MMF IFs). Euro area residents are categorised into eight institutional sectors (households, NFCs, MFIs, non-MMF IFs, other financial intermediaries, insurance corporations, pension funds and general government), both as holders and as issuers of securities. Non-euro area residents are then added as holders of securities issued by the various resident sectors. Non-residents are also considered with regard to securities they have issued if the securities are held by any of the resident sectors.

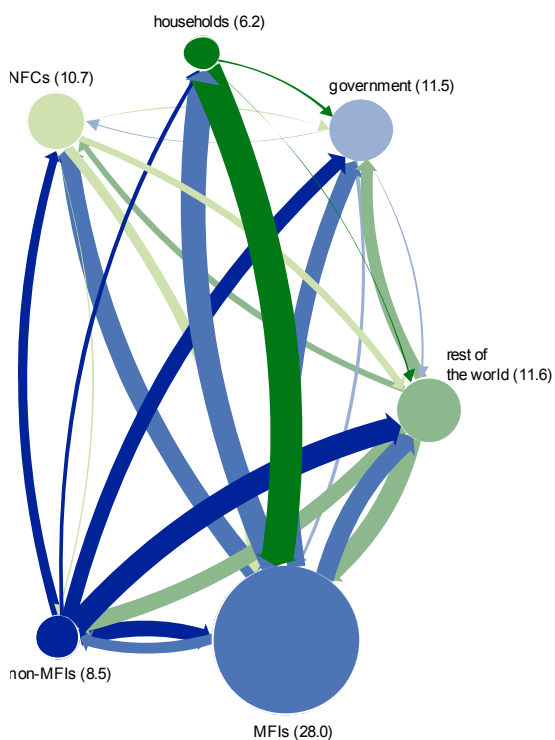
---

<sup>47</sup> The data will be published every quarter as part of the second and complete press release on euro area economic and financial developments by institutional sector.

## Chart A

### "Who-to-whom" funding relationships (loans, deposits and debt securities)

(outstanding amounts in the fourth quarter of 2015; EUR trillions)



Notes: The size of the nodes is proportional to the combined liabilities of each sector in the form of loans, deposits and debt securities (including intra-sector claims). The amounts outstanding of these combined liabilities are indicated in brackets. Deposits can only be liabilities for the MFI sector, the government and the rest of the world. The width of the arrows linking two sectors indicates the total amount of funding from one sector to another sector when combining those instruments. Only combined funding relationships larger than €150 billion are plotted.

### Data on a “who-to-whom” basis are

### compiled in an analogous way to other

### financial accounts data.

This means that different source statistics are prioritised and

combined, filling any coverage gaps in them and

ensuring that the classification and valuation of

all transactions and positions is consistent with

the ESA 2010. Data on a “who-to-whom” basis

for loans and deposits have been available

within the EAA since 2010. For marketable

securities, various ECB source statistics have

for some time already contained sufficient detail

on counterparties to also allow a derivation of

“who-to-whom” data for several combinations of

holder and issuing sectors. Many gaps still

existed, but they have now been closed with the

collection of securities holdings statistics by the

ECB since early 2014.<sup>48</sup> A “who-to-whom”

presentation of the financial accounts that also

covers marketable securities has therefore only

recently become possible.

### Notwithstanding the central role of the MFI

### sector in the financing of all sectors in the

### euro area economy, non-MFI financial

### institutions are also an important source of

### direct funding, especially for the government

### and NFC sectors. This is evident from Chart A,

### which depicts the network of inter-sector claims

### resulting from combining all instruments

available on a “who-to-whom” basis representing debt – i.e. loans, deposits and debt securities. The

significant funding of MFIs by non-MFIs also hints at an indirect role for non-MFIs in the provision of

credit to other sectors. Finally, non-MFIs are pivotal in the channelling of credit between the euro

area and the rest of the world.

## 4

## The role of various non-MFI sectors in the euro area

**Other OFIs constitute the largest group of non-MFIs.** This is a residual group comprising a very heterogeneous set of institutions.<sup>49</sup> Together this group holds a

<sup>48</sup> See also the article entitled “Who holds what? New information on securities holdings”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, March 2015.

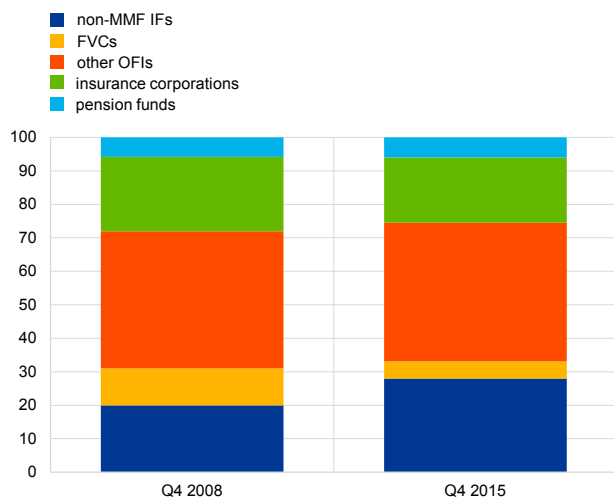
<sup>49</sup> For the purpose of this section, the category “other OFIs” is defined differently from the classification presented in Table 1 of Box 1. Owing to data limitations, only non-MMF IFs and FVCs can be singled out. Consequently, the assets held by other OFIs have been calculated as a residual by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector.

41% share in the total financial assets of non-MMFs (see Chart 3). Non-MMF IFs and insurance corporations (ICs) account for 28% and 19% respectively, while FVCs and pension funds (PFs) play a significantly smaller role.

**Chart 3**

Share of total financial assets held by euro area non-MMFs by sector

(outstanding amounts; percentages)



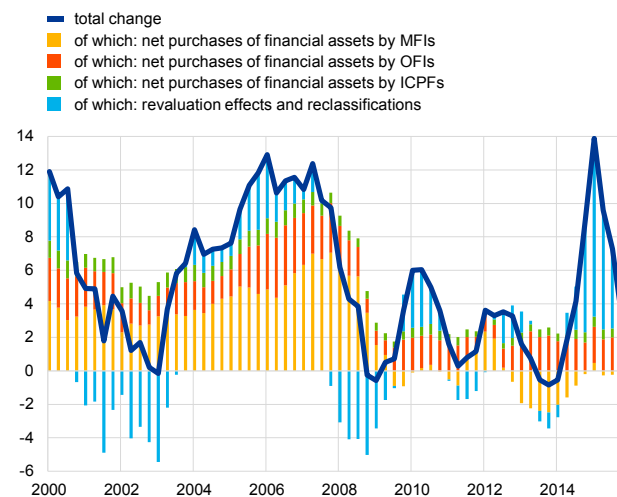
Source: ECB.

Notes: The assets held by other OFIs have been calculated by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector.

**Chart 4**

Changes in total financial assets held by euro area financial corporations

(outstanding amounts; annual percentage changes; percentage point contributions)



Source: ECB.

Note: Financial corporations and MFIs excluding the Eurosystem. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Half of the increase in the size of the financial sector between the end of 2008 and the end of 2015 can be attributed to actual transactions by OFIs**

(see Chart 4). Most of the other half was due to revaluation effects associated with the recovery and the subsequent sharp increase in stock and bond prices. Within OFIs, 40% of the net accumulation of financial assets was concentrated in non-MMF IFs, with other OFIs accounting for the remainder.

**4.1 Non-money market fund investment funds (non-MMF IFs)**

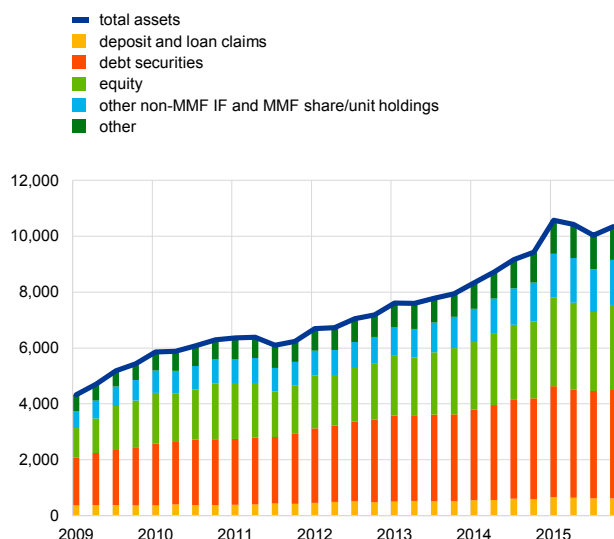
**Non-MMF IFs account for an increasing share – currently 28% – of the total financial assets held by euro area non-MMFs** (see Chart 3). They thus play a significant and increasing role in providing market-based financing to euro area banks and NFCs.<sup>50</sup> The assets of non-MMF IFs are primarily concentrated in debt securities and equity holdings (see Chart 5). Non-MMF IFs hold around 13% and 9% of the debt securities issued by euro area NFCs and banks respectively (see Chart 6). Moreover, non-MMF IFs also hold around 14% of the quoted shares issued by these two sectors. Importantly, however, 40% of their debt security holdings and 60% of their shares and other equity holdings consist of securities

<sup>50</sup> See also the article entitled "Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary policy purposes", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2010.

issued by the rest of the world. This may reflect both an investor preference for holding globally diversified portfolios and the small size of euro area stock and bond markets relative to global securities markets.

**Chart 5**  
Financial assets held by euro area non-MMF IFs

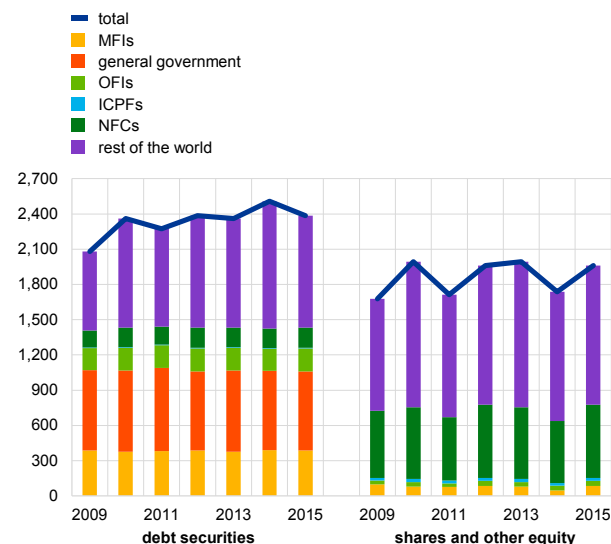
(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.  
Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 6**  
Euro area non-MMF IFs' holdings of securities, by sector

(outstanding amounts; EUR billions)



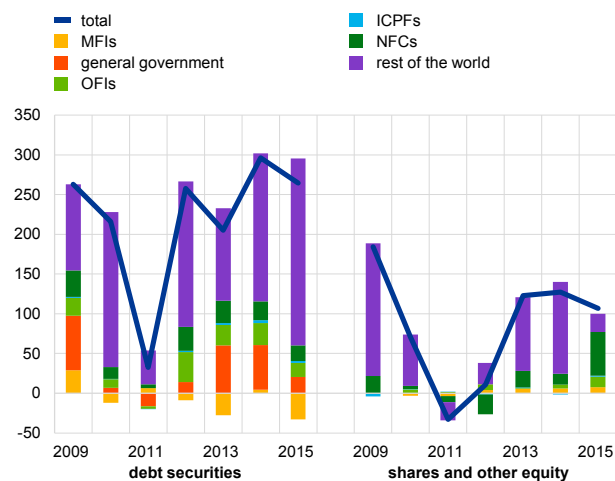
Source: ECB.  
Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Possible reasons for the increased role of the non-MMF IF sector since the global financial crisis include the low interest rate environment and demographic dynamics.** In particular, low deposit rates have enhanced the attractiveness of investing in securities, thereby benefiting the business of non-MMF IFs. Similarly, monetary policy measures have facilitated a reduction in risk premia, a rise in investor confidence and a decrease in investor risk aversion, all of which support stronger inflows into non-MMF IFs. This would seem to be in line with the mechanics of the risk-taking channel of monetary policy transmission that was discussed in Section 2. Finally, non-MMF IFs have profited from concerns among euro area households about their future pension benefits. Such concerns have led to higher savings which, in the face of low interest rates, have been channelled towards riskier assets to achieve the level of return that enables households to accomplish the desired degree of lifetime consumption smoothing.

**Chart 7**

Euro area non-MMF IFs' net purchases of securities, by sector

(annual flows; EUR billions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

Since the peak of the global financial crisis at the end of 2008, non-MMF IFs' holdings of equity securities have risen more than their holdings of debt securities (see Chart 5). Valuation effects, specifically the sharp recovery in stock prices since the lows seen after the collapse of Lehman Brothers, are the main explanation for the strong increase in equity holdings. In fact, net purchases of debt securities by non-MMF IFs have been considerably larger than net purchases of equities (see Chart 7).

Moreover, non-MMF IFs have tended to favour foreign investments (see Chart 7), possibly in relation to some waning of euro area investors' home bias during the peak of the sovereign debt crisis. They have also modestly scaled back their exposure towards the euro area banking sector. To some extent, this can be explained by the declining financing needs of euro area banks owing to their deleveraging efforts and their ability to obtain funding through customer deposits and central bank facilities.

## 4.2 Financial vehicle corporations (FVCs)

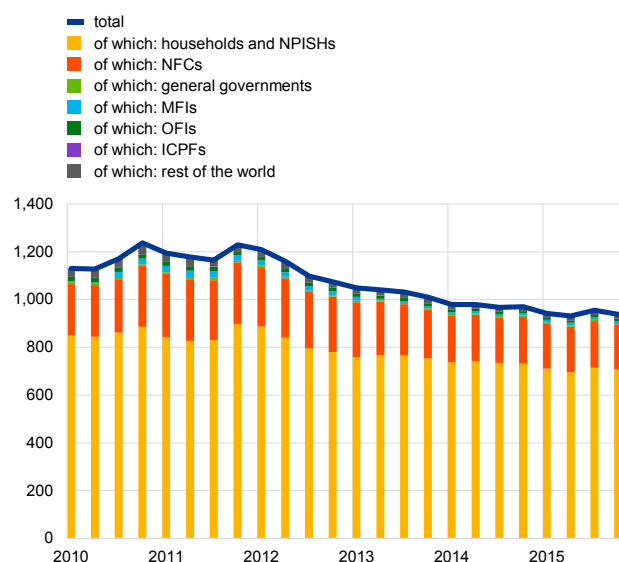
The financial asset holdings of FVCs have fallen steadily since the global financial crisis, reflecting the decline in securitisation transactions that previously allowed banks to shift risk off their balance sheets (see Chart 8).<sup>51</sup> Primarily involved in the securitisation of loans to households, FVCs hold 12% of the total loan claims on euro area households. For loan claims on euro area NFCs, the share of FVCs is smaller at 3%.<sup>52</sup>

<sup>51</sup> See also the article entitled "New features in monetary and financial statistics", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, December 2015.

<sup>52</sup> Both figures are reported net of intra-sectoral loans.

**Chart 8****Securitised loans originated by euro area MFIs, by borrowing sector**

(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Possible drivers of the decline of FVCs include deleveraging pressures and the stigma attached to these instruments in the wake of the global financial crisis.** As banks and the non-financial private sector consolidated their balance sheets, the credit growth necessary to sustain the continued securitisation of loans evaporated. At the same time, the prominent role of FVCs in the financial market turmoil of 2008 and 2009, regulatory developments and other structural factors triggered a decline in securitised products, irrespective of the potential of simpler, more transparent and more robust securitisation to enhance financial intermediation.<sup>53</sup>

### 4.3 Other OFIs

**Among non-MFIs in the euro area, financial assets of other OFIs have grown significantly in recent years, accounting for 41% of the total, with about a quarter of this share attributable to financing SPEs.**<sup>54</sup> In order to benefit from a favourable tax regime and financial technology, financing SPEs – which are subsidiaries of another company – are typically located in a country, within or outside the euro area, which is different from the domicile of their parent.<sup>55</sup> Bond market financing obtained by financing SPEs and returned to their parent in the form of loans account for close to one-third of the increase in total financial assets held by other OFIs since the global financial crisis.

**Other OFIs mainly hold equity and loan claims on their asset side** (see Chart 9). This is due to the fact that the other OFI sector is generally dominated by highly specialised business models. Venture capital corporations, development capital companies and holding companies provide risk capital to firms, whereas financial leasing companies and financing SPEs provide loans.

<sup>53</sup> See "The case for a better functioning securitisation market in the European Union", Bank of England and European Central Bank staff, May 2014.

<sup>54</sup> See also van der Veer, K., Klaaijzen, E. and Roerink, R., "Shedding a clearer light on financial stability risks in the shadow banking system", *Occasional Studies*, Vol. 13, No 7, De Nederlandsche Bank, 2015.

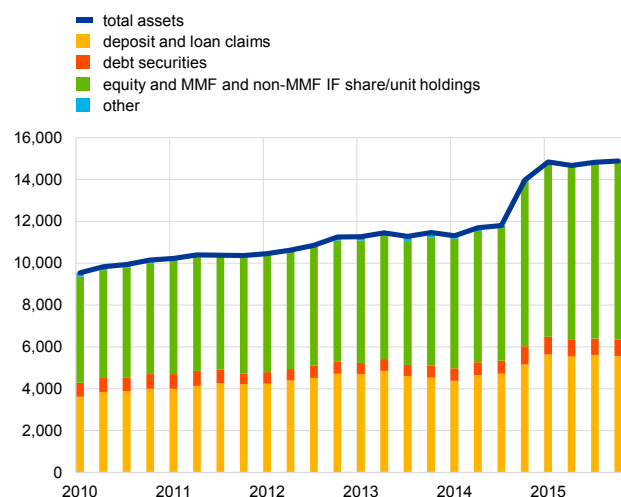
<sup>55</sup> According to the ESA 2010, domestic financing SPEs are classified as subsidiaries in the OFI sector only if they are independent institutional units (i.e. they enjoy autonomy of decision), while those located in a foreign country always belong to the OFI sector.



**Chart 9**

**Financial assets held by other OFIs resident in the euro area**

(outstanding amounts; EUR billions)



Source: ECB.

Notes: The assets held by other OFIs have been calculated by subtracting the assets held by non-MMF IFs and FVCs from the assets held by the aggregate OFI sector. The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**As more granular data on other OFIs are scarce and the category encompasses a very heterogeneous set of entities, comprehensive analysis is challenging.**

However, it is likely that reductions in risk aversion and improvements in investor confidence since the global financial crisis have bolstered the business of at least some other OFIs, such as venture capital corporations, as was highlighted in Section 2. In addition, in the same way that tax arbitrage is one of the motives for the establishment of financing SPEs, regulatory arbitrage might be one of the factors shaping trends in the other OFI sector, although firm evidence of this is not easily available.

#### 4.4 Insurance corporations and pension funds (ICPFs)

**The financial assets of ICPFs account for 25% of total assets held by euro area non-MFIs.**

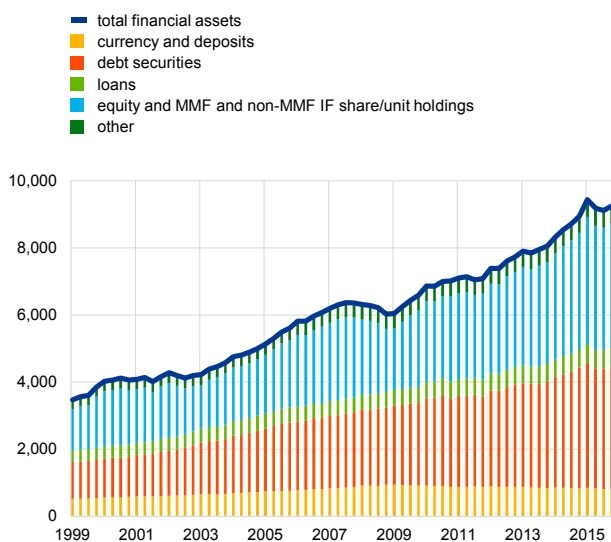
The portfolios of ICPFs are primarily invested in debt securities, particularly of governments, and equities (see Charts 10 and 11). This reflects their attempts to match their assets with their liabilities, which mostly consist of life insurance and pension claims with a long residual maturity. The preference of ICPFs for government bonds is largely due to their institutional asset allocation policies and the relatively small size of the euro area corporate bond market.

**ICPFs are also an important source of funding for the private sector.** They hold 19% and 15% of the debt securities issued by euro area NFCs and banks, respectively, in addition to around 3% of the quoted shares issued by these sectors. At the same time, ICPFs hold 20% of the debt securities issued by euro area sovereigns. By contrast, loans by ICPFs to households and NFCs in the euro area are relatively marginal, accounting for a mere 3% and 1%, respectively, of the total loan claims against these borrowers.<sup>56</sup> However, in some euro area countries insurance corporations have started to compete with banks in the household mortgage market, as new legislation and technological innovation have enabled the provision of loans via specialised internet platforms.

<sup>56</sup> Figures on loans are reported net of intra-sectoral exposures.

**Chart 10****Financial assets held by euro area ICPFs**

(outstanding amounts; EUR billions)

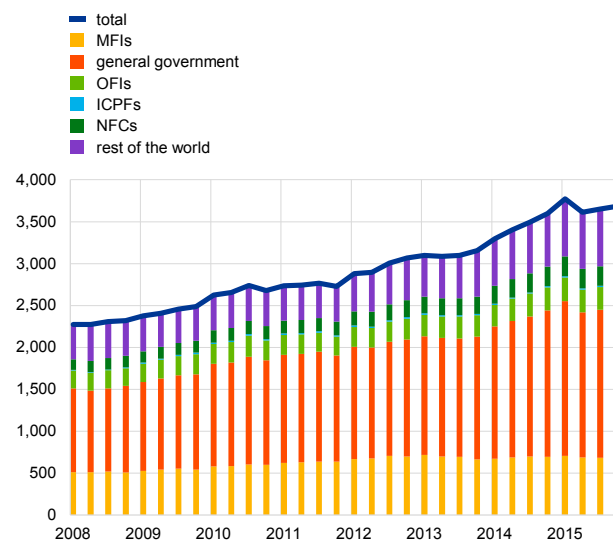


Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 11****Euro area ICPFs' holdings of debt securities, by issuing sector**

(outstanding amounts; EUR billions)

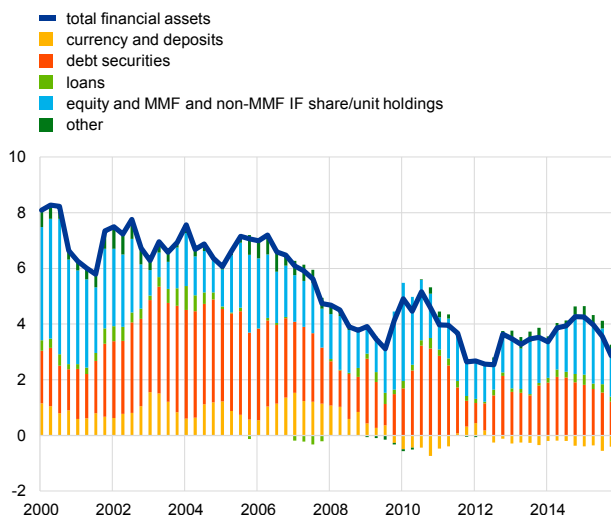


Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**Chart 12****Financial investment by euro area ICPFs**

(annual percentage changes; percentage point contributions)



Source: ECB.

Note: The latest observations are for the fourth quarter of 2015.

**After declining modestly in the immediate aftermath of the global financial crisis, the financial assets of ICPFs have significantly expanded in recent years.**

The drivers of this development are likely to be similar to those mentioned in the case of non-MMF IFs and include factors related to population ageing and the positive effects of an accommodative monetary policy on confidence, risk taking and the prices of securities. In this environment, ICPFs have increased their risk exposure – within the limits posed by statutory requirements – by investing in equities and the shares/units of non-MMF IFs rather than in debt securities (see Chart 12). In fact, annual flows from ICPFs into these instruments in 2014 and 2015 reached levels similar to those observed in 1999 and 2000. Again, this exemplifies the functioning of the monetary policy transmission channels described in Section 2.

**A look at the period before the global financial crisis provides further evidence that the portfolio choices of ICPFs respond to financial cycles.**<sup>57</sup> In particular, between 2003 and 2008, ICPFs increased

<sup>57</sup> Time series for ICPFs go back to the beginning of the millennium, which is further than for the other non-MFI sectors covered in Section 4.

their debt securities holdings significantly more than their exposure to equities, in spite of favourable stock markets and a flattening of the yield curve (see Chart 12). This behaviour reflected a change in risk appetite among ICPFs after the losses incurred in the wake of the bursting of the dotcom bubble in 2000 forced them to repair their balance sheets. In addition, the response of ICPFs to a variety of regulatory, valuation and accounting changes also played a role.<sup>58</sup>

## 5 Concluding remarks

**With euro area banks cutting back the supply of credit in the wake of the global financial and the euro area sovereign debt crises, the role played by the non-MFI sectors in financial intermediation has increased and has helped to mitigate the effects of the crises on the euro area economy.** This trend was facilitated by very low interest rates leading to a search for yield by investors, structural factors, such as an ageing population in the euro area, and some scope for regulatory arbitrage. In this environment, non-MMF IFs and ICPFs have been particularly prominent in increasing their role in euro area financial intermediation in recent years. As large holders of debt securities and equity, these entities have provided a significant amount of financing to the real economy, although not exclusively to the benefit of the euro area, as they are generally holders of globally diversified portfolios. Among other OFIs, venture capital corporations are likely to have profited from a search for yield, while the activities of financing SPEs are often related to tax arbitrage by sponsoring corporations.

**These developments have implications for monetary policy transmission.** As Section 2 has shown, the channels of monetary policy transmission to the real economy apply – in different forms – to MFIs and non-MFIs alike. However, differences in the business models between these two groups of euro area financial intermediaries, also reflected in terms of regulation and supervision, imply that the generally larger role for non-MFIs may speed up the – indirect – transmission of monetary policy.

**The increased role of non-MFIs calls for a more integrated analysis of the interplay between different financial intermediaries and transmission channels that complement or substitute the traditional bank lending and interest rate channels.** As regards individual sectors among non-MFIs, non-MMF IFs and ICPFs may have less significant implications for monetary policy transmission. Like MFIs, they are subject to regulation and supervision, implying that impulses from monetary policy are likely to find their way to the real economy in a manner similar to MFIs, albeit via different channels. By contrast, the same is not necessarily true for the other OFI sector. As some other OFIs are not subject to the same level of scrutiny as banks, they warrant special monitoring, because the financing they provide has the

<sup>58</sup> See also “ESRB report on the regularity treatment of sovereign exposures”, European Systemic Risk Board, March 2015, “Risk transfer and the insurance industry”, Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund, April 2004 and “Risk management and the pension fund industry”, Global Financial Stability Report, *World Economic and Financial Surveys*, International Monetary Fund, September 2004.

potential to be of a more cyclical nature, with implications for the stability of monetary policy transmission. However, specifically in this corner of the euro area financial system, data are scarce, although longer time series and new statistics, such as the "who-to-whom" data presented in Box 2 of this article, may remedy some of these shortcomings in the future.

# Article

## The euro area fiscal stance

This article discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance in the context of the institutional architecture of Economic and Monetary Union (EMU). To this end, it assesses recent initiatives towards a better coordination of national fiscal policies with a view to ensuring an appropriate euro area-wide fiscal stance which balances the objectives of sustainable public finances and macroeconomic stabilisation.

There is widespread agreement that national fiscal policies need to ensure that public debt is sustainable, while automatic stabilisers can operate freely to cushion country-specific shocks. At the same time, in the event of a very severe crisis, such as the deep recession in 2008-09, automatic fiscal stabilisers alone may not be sufficient to absorb the shock, and additional discretionary action may be required, provided this does not endanger medium-term fiscal sustainability. These elements are all embedded in the rules of the Stability and Growth Pact (SGP). However, there are no rules in the SGP for countries that have over-achieved their targets.

There may be circumstances in which the independent conduct of national fiscal policies does not result in an appropriate aggregate euro area fiscal stance. This article reviews the proposals of the Five Presidents' Report<sup>59</sup> in this respect, including the setting-up of a European Fiscal Board – which is expected to become operational by September 2016 – to advise the European Commission on an appropriate fiscal stance both at national and European level within the rules of the SGP. In the longer run, the report envisages the creation of a euro area treasury to improve joint decision-making regarding economic and fiscal policies and the setting-up of a euro area macroeconomic stabilisation function.

### 1 Introduction

**In Economic and Monetary Union, fiscal policies are a national responsibility. In this respect, they need to ensure the sustainability of government debt and cushion country-specific shocks.** Sustainable public finances are a prerequisite for ensuring price stability within the euro area. At the same time, in a monetary union, fiscal policy remains a major tool available to national governments to deal with country-specific circumstances. In the absence of a fiscal authority at the centre, national fiscal policies are governed by the EU's common fiscal framework, the Stability and Growth Pact, which was agreed in 1997 to operationalise the Maastricht Treaty's budgetary rules.<sup>60</sup> Within the SGP, national fiscal policies are considered a

<sup>59</sup> See *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, European Commission, Brussels, June 2015, available at [https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/priorities/sites/beta-political/files/5-presidents-report_en.pdf)

<sup>60</sup> See also "EMU and the conduct of fiscal policies", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2004.

matter of common concern – they should be coordinated and should not be allowed to impose disproportionate costs on other EMU participants.<sup>61</sup>

**The SGP framework guides Member States towards achieving sound fiscal positions and provides room to cushion normal cyclical fluctuations via automatic stabilisers.** Member States set medium-term budgetary objectives (MTOs) which are intended to anchor progress towards sustainable public finances, while allowing budgetary room for manoeuvre. Adjustments required to meet the MTO are defined in structural terms (i.e. net of the impact of the cycle and one-off measures) and therefore generally allow the full operation of automatic stabilisers. These should be sufficient to deal with normal cyclical developments at national level. Under such circumstances, discretionary fine-tuning of the cycle via active fiscal policy measures is typically regarded as not very effective.<sup>62</sup> At the same time, the SGP does not contain any rules on the conduct of fiscal policy for countries that have over-achieved their minimum requirements. In this regard, it is asymmetric.

**The EU's current fiscal governance framework contains no rules or instruments to directly manage the aggregate euro area fiscal stance, which is a key difference when compared to fiscal federations such as the United States.** In fact, in the absence of fiscal policy instruments at the central level, the euro area-wide fiscal stance is merely the sum of individual euro area countries' fiscal stances. However, in some situations, a more active management of the euro area-wide fiscal policy stance may appear warranted from an aggregate perspective. The SGP does contain provisions permitting countries to provide fiscal stimulus in exceptional circumstances, provided that this does not endanger medium-term fiscal sustainability. At the same time, the SGP does not oblige those countries with fiscal room for manoeuvre to make use of it. There is therefore no guarantee that the coordination of national fiscal policies through the SGP results in an appropriate aggregate euro area fiscal stance. In the light of this, the Five Presidents' Report, "Completing Europe's Economic and Monetary Union", released in mid-2015, highlights the need to reflect on ways to ensure that "the sum of national budget balances leads to an appropriate fiscal stance at the level of the euro area as a whole".<sup>63</sup>

**The Five Presidents' Report contemplates, as steps within a comprehensive overhaul of the institutional architecture of EMU, a more active steering of the euro area-wide fiscal stance.** In this context, it envisages the setting-up of a euro area treasury to achieve more collective decision-making on fiscal policy. The report also proposes the creation of a central macroeconomic stabilisation function to

---

<sup>61</sup> See Article 121 of the Treaty on the Functioning of the European Union, which states that "Member States shall regard their economic policies as a matter of common concern and shall coordinate them within the Council", and Article 126, which states that "Member States shall avoid excessive government deficits". Article 126 goes on to say that compliance with budgetary discipline shall be examined on the basis of two criteria, the deficit ratio and the debt ratio, in relation to certain reference values (specified as 3% and 60% of GDP respectively in Protocol (No 12) on the excessive deficit procedure).

<sup>62</sup> See "Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2004, and "The operation of automatic fiscal stabilisers in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2002.

<sup>63</sup> See *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, op. cit.

complement automatic stabilisers at the national level if national budgets become overwhelmed by very large macroeconomic shocks.

**When assessing the “appropriateness” of the fiscal stance both at the national and the euro area level, the European Commission will in future be advised by a new European Fiscal Board, which is scheduled to become operational by September 2016.** According to the Five Presidents’ Report, the European Fiscal Board “should lead to better compliance with the common fiscal rules, a more informed public debate, and stronger coordination of national fiscal policies”.<sup>64</sup>

**Against this background, this article discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance in the context of the EU’s institutional framework.** To this end, it assesses the recent initiatives towards better coordination of national fiscal policies with a view to ensuring an appropriate euro area-wide fiscal stance which balances the objectives of sustainable public finances and macroeconomic stabilisation.

**The article is structured as follows.** Section 2 briefly reviews developments in the euro area fiscal stance over the last decade. Section 3 then discusses the concept of an appropriate euro area aggregate fiscal stance. Section 4 reflects on the limits on coordinating the euro area fiscal stance within the current EU fiscal framework. From this analysis, Section 5 derives institutional considerations relating to the work of the envisaged European Fiscal Board as well as a euro area treasury and a euro area fiscal capacity. Section 6 concludes.

## 2 Recent developments in the euro area fiscal stance

**The fiscal stance aims to capture governments’ discretionary policy actions.**

Two principal ways of measuring the fiscal stance are used in practice (see Box 1). First, the change in the cyclically adjusted primary balance, which removes the cyclical component and interest payments from the headline budget balance. Second, bottom-up estimates of discretionary policy measures, which sum up the outcomes of policy measures included in national budgets.

**As Chart 1 shows, following several years of tightening, the euro area aggregate fiscal stance appears now to have turned mildly expansionary.** The chart depicts the fiscal stance for the period 2007-16 as measured by the change in the cyclically adjusted primary budget balance. It shows that the fiscal stance was loosening in 2008-10, reflecting the impact of several stimulus measures, including the European Economic Recovery Plan (EERP), which the Commission launched in November 2008 and which amounted to about 1.5% of GDP for the euro area. This was followed by a tightening euro area aggregate fiscal stance over the period 2011-13, reflecting comprehensive consolidation packages in euro area countries to restore debt sustainability and correct the excessive deficits that had emerged during the sovereign debt crisis. In 2014 the fiscal stance was broadly neutral in the

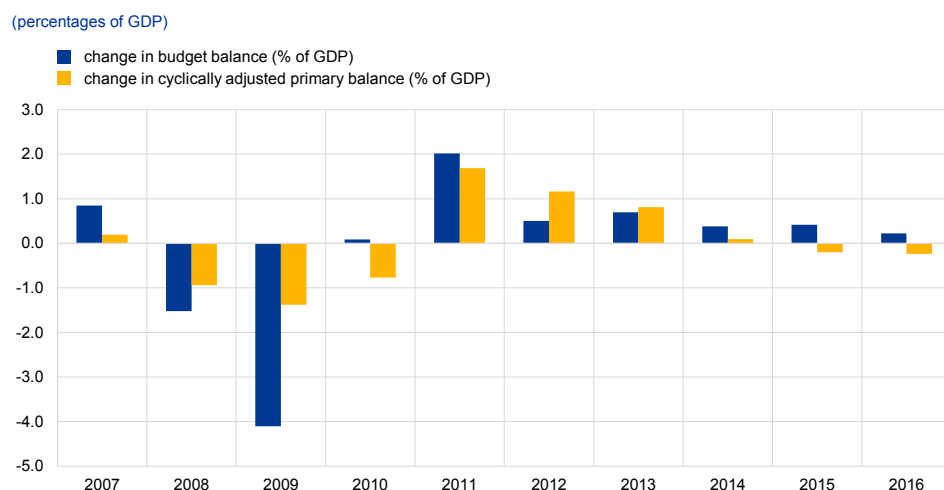
---

<sup>64</sup> See *Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, op. cit.

absence of broad-based fiscal adjustment measures in most euro area countries. According to the European Commission's 2016 winter forecast, the euro area aggregate fiscal stance is expected to be mildly expansionary in 2015-16.

### Chart 1

#### Changes in headline and cyclically adjusted primary budget balances of the euro area aggregate



Sources: AMECO, ECB calculations.

### Box 1

#### Measuring the fiscal stance

**The initial impulse that fiscal policies provide to the economy is transmitted through several channels, which differ according to the government's ability to influence budgetary outcomes in the short term.** A major channel operates via "automatic fiscal stabilisers", which provide an automatic buffer to private demand through built-in features of government budgets. Notably, during a downturn, without the government taking any action, unemployment and social security benefits increase, while tax revenues tend to fall, thereby contributing to a smoothing of the business cycle. The magnitude of these automatic stabilisers is closely related to the size of the welfare system and the tax system.<sup>65</sup> Furthermore, fiscal policies can impact on economic activity through the implementation by governments of discretionary budgetary measures that affect public expenditure and revenues.<sup>66</sup>

**The concept of the fiscal stance aims to capture only that part of the initial fiscal impulse to economic activity that stems from the discretionary policy actions of governments.** Two principal ways of measuring the fiscal stance are used in practice. First, the change in the cyclically adjusted primary balance,<sup>67</sup> which removes the cyclical component and interest payments from the

<sup>65</sup> Another impact relates to governments paying interest on public debt, which presents a financial flow between the government and the economy. However, in the short term, the ability of governments to influence the size of the interest payments is limited and works mainly via debt management strategies.

<sup>66</sup> For an overview of the fiscal impulse and its components, see Section 3.2 of van Riet, A. (ed.), "Euro area fiscal policies and the crisis", *Occasional Paper Series*, No 109, ECB, 2010, pp. 22-26.

<sup>67</sup> Variants of this measure, such as the change in the structural balance or in the structural primary balance (see Box 3), are also used in practice.



headline balance. Second, bottom-up estimates of discretionary policy measures, which sum up the outcomes of policy measures included in national budgets.

**The fiscal stance as measured by the cyclically adjusted primary balance is difficult to gauge in real time.** First, the separation of policy-induced changes in the headline budget balance from the impact of the business cycle requires the size of the output gap to be captured, i.e. actual output relative to its potential. Real-time estimates of the latter – an unobservable variable – are, however, subject to frequent ex post revisions. This distorts the proper measurement of the fiscal stance in real time, attributing too much or too little of the fiscal impulse to discretionary policy action.<sup>68</sup> Second, the fiscal stance may be distorted in real time through developments in government revenues which result from their response to economic growth that is not in line with standard elasticities. In an economic upswing, for example, the fiscal stance being measured may signal an increase in government revenues, which in real time is assessed to have resulted from discretionary policy action. Ex post, however, this may turn out to have been due to revenue windfalls related to transitory developments in tax bases connected with temporary fluctuations in, for example, asset prices and oil prices.

**By contrast, bottom-up estimates of discretionary policy measures aim to identify the impact of individual tax and spending measures.** On the revenue side, identifying a measure and gauging its impact against a no-policy baseline is relatively straightforward. On the expenditure side, distinguishing a spending measure from the impact of other economic developments (e.g. unemployment, demographic developments) is less clear cut and requires expenditure developments to be measured against a benchmark, which should ideally be exogenous. For example, under the SGP's preventive arm, the expenditure benchmark is based on a long-term average of potential output growth, while the bottom-up approach under the corrective arm is based on trend growth. These growth variables are also non-observable.<sup>69</sup>

**Overall, policy recommendations regarding the fiscal stance need to acknowledge the caveats surrounding its measurement.** Not only is the “exact” size of discretionary fiscal policy measures difficult to capture in real time, but so is the direction of the fiscal stance. In fact, whether the stance is tightening or loosening, and whether it is doing so in an economic environment that is improving or deteriorating, cannot be concluded with certainty given the difficulties surrounding the determination of a country's position in the cycle.

---

<sup>68</sup> For a discussion, see Kamps, C., De Stefani, R., Leiner-Killinger, N., Ruffer, R. and Sondermann, D., “The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework”, *Occasional Paper Series*, No 157, ECB, 2014.

<sup>69</sup> For a discussion, see “The assessment of fiscal effort”, *Monthly Bulletin*, ECB, October 2014.

## 3 What is an appropriate euro area fiscal stance?

### 3.1 The fiscal stance and the trade-off between sustainability and stabilisation

**Discretionary fiscal policies are generally considered a weak macroeconomic stabilisation tool during normal economic cycles.** First, it takes time to adopt and implement a fiscal measure, especially major new programmes (“implementation lag”). Second, fiscal measures in support of the economy tend to be difficult to reverse once implemented, facing resistance from benefiting groups. Third, it is difficult to get the size, timing and economic mechanism of a fiscal impulse measure exactly right. Consequently, there is, for example, a risk that the economic impact of a discretionary fiscal stimulus will start to be felt only once the economy is already picking up, rendering the instrument pro-cyclical rather than counter-cyclical.<sup>70</sup>

**There is therefore broad consensus that automatic fiscal stabilisers represent “the first line of defence” by being a predictable and systematic response to normal asymmetric shocks.**<sup>71</sup> In particular, during a downturn, without the government taking any action, unemployment and social security benefits increase, while tax revenues tend to fall, thereby contributing to a smoothing of the business cycle. Within the euro area, the magnitude of such automatic fiscal stabilisers varies across countries, but is relatively large on average when compared to, for example, the United States, given the euro area countries’ more extensive welfare and tax systems.<sup>72</sup>

**Under exceptional circumstances, automatic stabilisers alone may be regarded as insufficient to cushion the very detrimental and prolonged impact of deep swings in the cycle.**<sup>73</sup> At the same time, the effectiveness of a discretionary fiscal stimulus is generally larger in such circumstances. While there is considerable uncertainty surrounding the size of short-term fiscal multipliers, recent evidence indicates that multipliers may be larger in deep recessions or financial crises or when monetary policy is constrained. In times of severe and extended

---

<sup>70</sup> See Taylor, J.B., “Reassessing discretionary fiscal policy”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.14, No 3, 2000, pp. 21-36. For a detailed discussion on the role of fiscal stimulus in the economy, including desirable features such as timely, targeted and temporary (TTT), see van Riet, A., op. cit.

<sup>71</sup> Traditional New Keynesian DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) models also reflect the dominant view, according to which the key role in terms of macroeconomic stabilisation should be played by monetary policy, while the role of fiscal policy would be limited to the operation of automatic stabilisers. See Brendon, C. and Corsetti, G., “COEURE Survey: Fiscal and Monetary Policies after the Crises”, *CEPR Discussion Papers*, No 11088, 2016. See also the discussion in van Riet, A., op. cit.

<sup>72</sup> Estimates differ across studies. See, for example, Dolls, M., Fuest, C. and Peichl, A., “Automatic Stabilizers and Economic Crisis: US vs. Europe”, *NBER Working Paper Series*, No 16275, National Bureau of Economic Research, 2010, which finds that automatic stabilisers absorb 38% of a proportional income shock in the EU, compared to 32% in the United States.

<sup>73</sup> For a review, see Brendon, C. and Corsetti, G., op. cit. While cautioning that discretionary fiscal policy is normally at a disadvantage compared with monetary policy as a counter-cyclical tool, Taylor (op. cit.) points out that fiscal policy could play a role in situations where monetary policy is constrained at the zero lower bound. In this case, one would need to state explicitly how fiscal policy would be used, such rules being more difficult to specify and enforce in practice than parallel rules for monetary policy. See also the discussion in Box 2.

crisis, the risks of misidentifying the occurrence of a shock and its depth are more limited and the risk of a policy mistake is therefore lower. At the same time, fiscal multipliers may be small (or even negative) when government debt levels are high and concerns about debt sustainability are increasing.<sup>74</sup>

**The fiscal stance impacts on both fiscal sustainability and stabilisation, implying a trade-off for expansionary policies.** For example, while a fiscal stimulus would tend to raise output in the short run, it would at the same time add to debt and thereby increase sustainability risks. The size of these individual effects depends on the nature of the fiscal stimulus (e.g. whether it is permanent or temporary and the types of instrument applied), the starting fiscal position and the observed financial and macroeconomic conditions, etc.<sup>75</sup>

**A fiscal stance is usually assessed as appropriate if it provides a suitable balance between the sustainability and stabilisation objectives of fiscal policy.** There is thus usually not just *one* “appropriate” fiscal stance, but rather a range thereof, all of which balance stabilisation and sustainability objectives, but with different weights on each objective. The theoretical and empirical literature does not provide clear guidance on where the optimal balance lies. It does, however, indicate that governments should respond more forcefully to sustainability constraints when their debt levels are high. Indeed, in such regimes, the impact of fiscal adjustment on output stabilisation is mitigated through confidence effects via the interest rate channel. Consequently, any recommendation regarding an “appropriate” fiscal stance requires an operationalisation of the sustainability and stabilisation objectives, which means taking into account the debt level of the country (see Box 3 for an evaluation of the European Commission’s metric to assess the appropriateness of the fiscal stance).

**Gauging stabilisation needs is not straightforward.** Generally, a government’s decision to increase or reduce support to the economy depends on its assessment of the state of the economy as measured, for example, by the level of the output gap and on the speed at which the government wishes to close it. However, as explained in Box 1, output gap estimates are subject to a high degree of uncertainty and may therefore give wrong signals in real time regarding stabilisation needs.<sup>76</sup> For this reason, monetary policy has for a long time reduced the emphasis on unobserved indicators, such as the output gap, whose mismeasurement was one of the main driving factors behind the Great Inflation of the 1970s.<sup>77</sup>

**There is also no simple indicator for assessing whether a government’s debt is sustainable.** Sustainability of government debt means that the accumulated debt

---

<sup>74</sup> For a discussion, see the article “Fiscal multipliers and the timing of consolidation”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

<sup>75</sup> For a discussion on the output and debt effects of fiscal consolidation, see also Warmedinger, T., Checherita-Westphal, C. and Hernández de Cos, P., “Fiscal multipliers and beyond”, *Occasional Paper Series*, No 162, ECB, 2015.

<sup>76</sup> See Cimadomo, J., “Fiscal policy in real time”, *The Scandinavian Journal of Economics*, Vol. 114, No 2, 2012, pp. 440–465, and Kamps, C. et al., *op. cit.*

<sup>77</sup> See “The ‘Great Inflation’: lessons for monetary policy”, *Monthly Bulletin*, ECB, May 2010.

can be serviced at any point in time.<sup>78</sup> At the same time, any sovereign debt sustainability analysis (DSA) is sensitive to the assumptions applied.<sup>79</sup> A comprehensive DSA framework should generally consider both debt dynamics and the level at which debt stabilises, test the resilience of the debt path under various adverse scenarios and account for other relevant indicators (e.g. a government's gross financing needs, the structure of government debt, the scope for contingent liabilities, the quality of institutions and political risks). In its sustainability assessments under the European governance framework, the European Commission uses three indicators, aimed at summarising short, medium and long-term risks, alongside a more comprehensive DSA framework. Against this background, Box 2 provides a literature overview of how past (estimated) fiscal reaction functions have dealt empirically with the response to the stabilisation and sustainability objectives.

## Box 2

### Fiscal reaction functions

---

**The literature on fiscal reaction functions can shed some light on the past behaviour of fiscal policies across euro area countries with respect to both sustainability and stabilisation.** While not sufficient to guarantee appropriate policies in the future, past fiscal behaviour can provide useful indications of the extent to which governments have given consideration to sustainability and/or stabilisation objectives. The fiscal reaction framework is commonly used as a weak test for fiscal sustainability following Bohn.<sup>80</sup> Accordingly, governments are considered to abide by sustainability constraints if they react systematically to increases in the debt-to-GDP ratio by raising their primary surplus ratio.<sup>81</sup> The literature covers related research objectives, including the estimation of “fiscal reactions” following the literature on monetary policy rules (Taylor)<sup>82</sup> or the work on active and passive fiscal policy regimes (Leeper).<sup>83</sup> Most empirical studies on fiscal reaction functions test the sustainability condition by estimating the response of fiscal policy (usually the primary balance, but also the cyclically adjusted primary balance) to the (lagged) debt ratio and controlling for cyclical conditions (current output gap), in addition to other factors. The specification of a fiscal reaction function in terms of both debt and the output gap

---

<sup>78</sup> For a review of the theoretical and practical concepts of sustainability, see the article entitled “Analysing government debt sustainability in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2012.

<sup>79</sup> See, for instance, the IMF and the Commission's DSA frameworks in *Staff Guidance Note for public debt sustainability analysis in market-access countries*, IMF, 2013, and *Fiscal Sustainability Report 2015*, European Commission, January 2016.

<sup>80</sup> See Bohn, H., “The Behavior of U.S. Public Debt and Deficits”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, No 3, 1998.

<sup>81</sup> As pointed out in several studies, this can be considered only a weak test of sustainability as, inter alia, there is likely to be an upper limit for primary surpluses as a share of GDP. At very high debt ratios, the probability of fiscal fatigue is higher. See Gosh, A.R., Kim, J.I., Mendoza, E.G., Ostry, J.D. and Quereshi, M.S., “Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies”, *Economic Journal*, Vol. 123, No 566, February 2013, pp. F4-F30.

<sup>82</sup> See Taylor, J.B., op. cit. For an application, see Galí, J. and Perotti, R., “Fiscal policy and monetary integration in Europe”, *Economic Policy*, Vol. 18, No 37, October 2003, pp. 533-572.

<sup>83</sup> See Leeper, E., “Equilibria under ‘active’ and ‘passive’ monetary and fiscal policies”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 27, No 1, 1991, pp. 129-147. For an application, see Afonso, A. and Toffano, P., “Fiscal regimes in the EU”, *Working Paper Series*, No 1529, ECB, April 2013.

allows an assessment of policymakers' efforts (or the lack thereof) to stabilise both public debt and output.<sup>84</sup>

**While a monetary policy rule, such as the Taylor rule, has been considered closely in practice, with good performance over past periods,<sup>85</sup> the fiscal reaction function literature does not provide “benchmark” reaction coefficients to set a normative behaviour.** Instead, a statistically significant, positive reaction coefficient for the lagged debt is taken as a sufficient, but not necessary, condition for sustainability. The larger the coefficient, the stronger is the reaction to increases in debt. Particular caution is warranted when drawing inferences about debt sustainability solely from fiscal reaction function estimates based on past behaviour. As regards the fiscal reaction to the output gap, a statistically significant, positive (negative) coefficient is generally interpreted as evidence of a counter-cyclical (pro-cyclical) fiscal policy.

**For the euro area countries, the fiscal reaction function literature generally finds that governments have, on average, given (some) consideration to sustainability constraints.** The responsiveness seems to have been much stronger during the recent euro area sovereign debt crisis with its onset in the economic and financial global crisis of 2008.<sup>86</sup> Overall, there is evidence of non-linearities in the government response to debt, with greater attention paid to the sustainability objective when the debt level is high.<sup>87</sup> The evidence with respect to responsiveness during the post-Maastricht and euro area periods is more mixed, but some recent studies point to stronger average responsiveness after the Maastricht Treaty, followed, however, by weakening responsiveness during the pre-crisis euro area period.<sup>88</sup>

**As regards the stabilisation role of fiscal policy, most evidence points to a significant counter-cyclical role through automatic stabilisers and less through discretionary fiscal policy.** For instance, some earlier studies conclude that there was no evidence that the Maastricht Treaty and the SGP prevented automatic stabilisers from doing their job in euro area countries. On the contrary, these countries appear to have strengthened the counter-cyclical nature of fiscal policy (up to 2002).<sup>89</sup> These and other studies conclude that both the overall fiscal policy and the discretionary component have been responding in a counter-cyclical manner since the adoption of the Maastricht Treaty. However, the evidence for the discretionary fiscal policy, as well as for the responsiveness during the euro area period, is weaker.

---

<sup>84</sup> See, inter alia, the discussion in Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., “Estimating fiscal policy reaction functions: The role of model specification”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 46, December 2015, pp. 113-128.

<sup>85</sup> Taylor proposed coefficients for the reaction of real short-term interest rates of 0.5 for both the output and inflation gaps, with “values near this suggestion commonly found in empirical work in the US in the 1980s and 1990s” and also “resulting in good performance in model simulations” (see Taylor, J.B., op. cit.).

<sup>86</sup> See, inter alia, the fiscal reaction function analysis and overview in *Fiscal Sustainability Report 2015*, op. cit.

<sup>87</sup> See, for example, De Groot, O., Holm-Hadulla, F. and Leiner-Killinger, N., “Cost of borrowing shocks and fiscal adjustment”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 59, 2015, pp. 23-48 and Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., op. cit. At very high debt ratios, the probability of fiscal fatigue increases. See Gosh, A.R. et al., op. cit.

<sup>88</sup> See, for instance, Bénétrix, A.S. and Lane, P.R., “Fiscal cyclical and EMU”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 34(C), 2013, pp. 164-176; Plödt, M. and Boeing-Reicher, C., op. cit.; Weichenrieder, A. and Zimmer, J., “Euro membership and fiscal reaction functions”, *International Tax and Public Finance*, Vol. 21, No 4, 2014, pp. 598-613. The second study warns, however, that in terms of statistical significance the different response over the euro area period is sensitive to changes in specification, such as an exclusion of Greece from the panel.

<sup>89</sup> See Galí, J. and Perotti, R., op. cit.

**Overall, there is evidence that, on average, governments in the euro area respond to both stabilisation and sustainability objectives.** Several studies point to improvements in the conduct of fiscal policy from the perspective of both of these objectives after Maastricht and to a weakening of responsiveness during the early euro area period. The crisis acted as a disciplining device for sustainability, with a stronger reaction than before to the increasing debt levels seen in many euro area countries during the crisis (at least until 2012-13, which is as far as the studies go).

---

### 3.2 Specific elements of an appropriate fiscal stance at the euro area level

**As at the national level, an appropriate aggregate fiscal stance for the euro area would seek a balance between the sustainability and stabilisation objectives.** Notably, macroeconomic stabilisation needs would be gauged with respect to the size of the output gap for the euro area as a whole, while an assessment of debt sustainability risks would start by capturing developments in aggregate public debt.

**However, the euro area aggregate fiscal stance is currently a purely mechanical concept, aggregating the fiscal stances at individual country level.**

In the absence of a centralised fiscal policy instrument, the euro area fiscal stance merely captures the sum of discretionary national policies. The direction of the euro area fiscal stance may therefore reflect very different developments at individual country level with, for example, fiscal tightening in some countries and fiscal loosening in others. The outcome may not always be optimal.

**Inconsistencies between the assessment of the fiscal stance at the euro area and national level may arise for various reasons.** Such inconsistencies can be caused by heterogeneous preferences at the central euro area level and the various national levels regarding the relative importance of the two policy objectives, i.e. ensuring fiscal sustainability and providing macroeconomic stabilisation. Therefore, the pursuit of national policies does not necessarily lead to an “optimal” outcome at the euro area level. In addition, problems may arise if previous shortfalls vis-à-vis SGP requirements and related fiscal sustainability concerns require a pro-cyclical fiscal tightening in some euro area countries, while other countries with fiscal room for manoeuvre are enjoying favourable macroeconomic conditions and do not therefore have an incentive to pursue expansionary policies. Indeed, in the context of the reviews of euro area countries’ draft budgetary plans, the Eurogroup has repeatedly stressed that, while the aggregate stance implied by the plans could be viewed as broadly appropriate, its composition across euro area countries was problematic because countries with remaining fiscal imbalances were falling short of SGP commitments, while countries with fiscal room for manoeuvre were not making full use of it.<sup>90</sup>

---

<sup>90</sup> See, for example, *Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans for 2016*, 23 November 2015.



**In addition, a mechanical aggregation may not adequately capture the impact of national policies on the euro area economy.** This is the case if a fiscal impulse in one euro area country spills over to other countries. Trade links between countries are the main transmission channel for such an impact.<sup>91</sup> For example, if a fiscal expansion is conducted in a euro area country that has sizeable trade links with countries outside the euro area, the increase in domestic and euro area demand will be lower than if the same fiscal impulse were to occur in a euro area country whose trade links were mainly within the euro area. The assessment of the euro area fiscal stance, as a purely mechanical aggregation of national fiscal stances, and its macroeconomic impact on the euro area economy, may vary for a given fiscal impulse, depending on the magnitude of such spillover effects.

**Importantly, the euro area aggregate fiscal stance can only be deemed “appropriate” if it safeguards the sustainability needs of all euro area countries.** Since fiscal policy in EMU remains a national responsibility, sovereign debt sustainability must be ensured in all euro area countries, as sustainability problems in one country can have adverse implications for others as well as for the conduct of common policies at the euro area level. Sustainability indicators applied to the euro area aggregate debt ratio can thus be used only as a reference or for indicative purposes. In particular, a desired euro area fiscal stance may not necessarily be attainable via the aggregation of national fiscal policies if some countries face severe debt sustainability risks. In other words, the more divergent debt levels across euro area countries are, the greater is the likelihood that the aggregation of national policies will not lead to an appropriate stance for the euro area as a whole.

### Box 3

The European Commission’s metric to assess the appropriateness of the fiscal stance

---

**In its 2015 report on public finances in EMU, the European Commission proposed a framework to assess the appropriateness of the euro area fiscal stance.**<sup>92</sup> Based on this approach, the fiscal stance – as measured by the change in the structural primary balance – is assessed against dual criteria: on one hand, the need to address long-term sustainability risks and, on the other hand, the objective of providing macroeconomic stabilisation in the short term.

**The sustainability component of the Commission assessment is captured by a variant of the “S1 indicator”.** Specifically, the S1 indicator quantifies the cumulative adjustment of the structural primary balance over the next five years that would be needed to reduce government debt to 60% of GDP in 2030, also taking into account implicit liabilities related to ageing. A quarter of this cumulative adjustment is then treated as the frontloaded adjustment effort required in a given year to satisfy the sustainability criterion. By spreading the adjustment effort, the S1 indicator is not in fact a pure sustainability indicator, but implicitly accounts for the stabilisation objective. From a pure

---

<sup>91</sup> The size of fiscal spillovers depends on various factors, e.g. trade elasticities and possible confidence effects in financial markets that affect sovereign risk premia. For more details, see the box entitled “Fiscal spillover effects in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

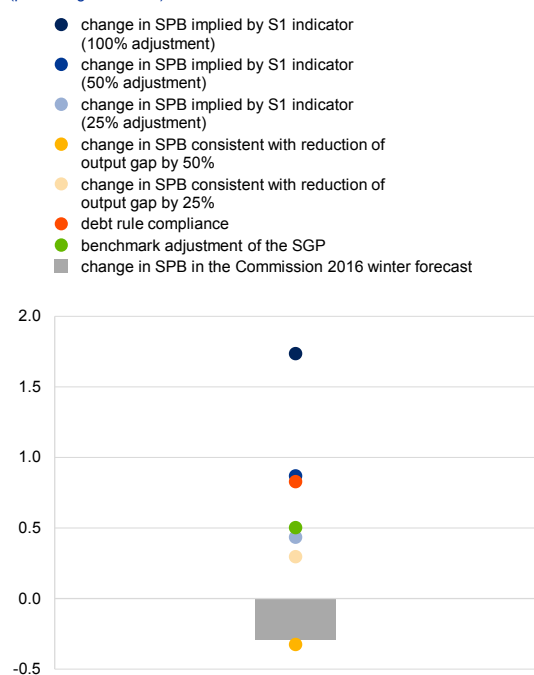
<sup>92</sup> See Annex A1 to “Report on Public Finances in EMU – 2015”, *European Economy – Institutional Papers*, No 14, European Commission, December 2015.

sustainability perspective, it would be preferable to frontload the entire effort to the first year, since this minimises the total adjustment effort.<sup>93</sup>

**The macroeconomic stabilisation criterion of the Commission assessment is captured by the change in the structural primary balance that would be consistent with a closure of the output gap by 25% or 50%, respectively, in a given year.**<sup>94</sup> The sustainability and stabilisation component of the assessment are not linked via relative weights, but are assessed separately. The approach is thus intended to provide a positive rather than a normative analysis of budgetary developments by spanning ranges between the sustainability and stabilisation requirements.<sup>95</sup>

**Chart A**  
Assessment of the 2016 euro area fiscal stance

(percentages of GDP)



Sources: European Commission (AMECO database) and ECB calculations.

Similar to the Commission analysis, Chart A presents an illustrative range for the appropriate fiscal stance using alternative specifications of the sustainability and stabilisation objectives.

**At present, the sustainability objective clearly calls for a tightening of the euro area fiscal stance.** In its analysis, the Commission assumes that 25% of the total adjustment indicated by the S1 indicator would need to be carried out in 2016 to fulfil the sustainability criterion. Based on the Commission's 2016 winter forecast, such an adjustment for the euro area would amount to around 0.4% of GDP (see light blue circle in Chart A).<sup>96</sup> This adjustment lies below the benchmark adjustment of 0.5% of GDP implied by the SGP (see green circle in Chart A) and also falls short of the adjustment of around 0.8% of GDP that would be needed to close the gap vis-à-vis the forward-looking debt benchmark of the SGP (see orange circle in Chart A). At the same time, a 0.8% of GDP structural adjustment would reduce the structural deficit of the euro area to around 0.5%

<sup>93</sup> See the article "Fiscal multipliers and the timing of consolidation", op. cit., and Warmedinger, T. et al., op. cit.

<sup>94</sup> The change in structural primary balance that would be mechanically consistent with the considered changes in the output gap is calculated assuming a fiscal multiplier of 0.8.

<sup>95</sup> For further details on the approach to assessing the appropriateness of the fiscal stance, see Annex 1 ("Assumptions underlying the assessment of fiscal stance") in "Report on Public Finances in EMU – 2015", op. cit.

<sup>96</sup> Note that the computations for the S1 indicator are based on deterministic debt projections for the period to 2030. These projections are based on the Commission's 2016 winter forecast. Beyond the forecast horizon, the projections assume a closing of the output gap by 2020 and a parallel increase in GDP deflator growth to 2%. Assumptions for potential growth are taken from the T+10 scenario of the Economic Policy Committee's Output Gaps Working Group and extended by the assumptions from the Commission's 2015 Ageing Report. Ageing costs are also taken from the Commission's 2015 Ageing Report.



of GDP, in line with the maximum level of the medium-term objective implied by the Fiscal Compact.<sup>97</sup> This would also roughly correspond to a 50% “frontloading” of the total adjustment effort implied by the S1 indicator (see middle blue circle in Chart A). A full closure of the “sustainability gap” implied by the S1 indicator would require a tightening of the euro area structural primary balance by around 1.7% of GDP in 2016. All in all, this sensitivity analysis suggests that the sustainability objective clearly calls for a tightening of the euro area fiscal stance, with the Commission’s preferred gauge providing a lower bound for the required adjustment.

**The stabilisation objective, on the other hand, does not give a clear recommendation of the appropriate euro area fiscal stance at the current juncture.** The European Commission’s 2016 winter forecast expects the euro area output gap to decline by around 40% from a gap of -1.8% of GDP in 2015 to -1.1% of GDP in 2016. Therefore, the lower bound of the stabilisation component, which requires a reduction of the output gap by 25% in 2016, is consistent with a tightening of the fiscal stance by around 0.3% of GDP (see light yellow circle in Chart A). On the other hand, a targeted reduction of the output gap by 50% – the upper bound in the Commission analysis – would call for a loosening of the euro area fiscal stance by around 0.3% of GDP in 2016.

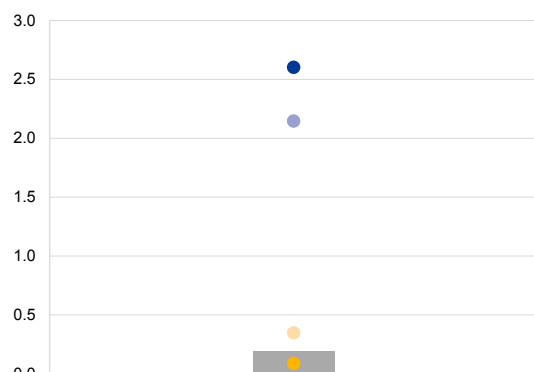
**Overall, the analysis suggests that the projected loosening of the euro area fiscal stance by 0.3% of GDP in 2016 is heavily tilted towards the stabilisation objective, while deviating significantly from both the sustainability objective and the benchmark requirement under the SGP.**

#### Chart B

Stabilisation objective: real-time versus ex post assessment for 2007

(percentages of GDP)

- change in SPB consistent with reduction of output gap by 50% (ex post)
- change in SPB consistent with reduction of output gap by 25% (ex post)
- change in SPB consistent with reduction of output gap by 50% (real time)
- change in SPB consistent with reduction of output gap by 25% (real time)
- change in SPB in the Commission 2016 winter forecast



Sources: European Commission (AMECO database) and ECB calculations.

**The assessment of the stabilisation objective based on output gap developments may suffer from a real-time bias.** As explained above, a comparison of output gap estimates for the euro area with the respective estimates contained in real-time forecast vintages suggests a tendency to mismeasure output gaps in real time. This real-time bias may result in very different assessments of the appropriateness of the fiscal stance against the stabilisation criterion based on ex post and real-time data. Chart B provides an illustrative example for the year 2007. The European Commission’s spring 2007 forecast estimated a negative output gap of 0.4% of GDP for the euro area in 2007. Compared to 2006, this implied a closure of the gap by around 50%, implying that a broadly neutral fiscal stance would have been assessed as appropriate vis-à-vis the lower bound of the stabilisation component (see dark yellow circle in Chart B). A closure of the output gap by 25% would have been consistent with a

As explained above, a comparison of output gap estimates for the euro area with the respective estimates contained in real-time forecast vintages suggests a tendency to mismeasure output gaps in real time. This real-time bias may result in very different assessments of the appropriateness of the fiscal stance against the stabilisation criterion based on ex post and real-time data. Chart B provides an illustrative example for the year 2007. The European Commission’s spring 2007 forecast estimated a negative output gap of 0.4% of GDP for the euro area in 2007. Compared to 2006, this implied a closure of the gap by around 50%, implying that a broadly neutral fiscal stance would have been assessed as appropriate vis-à-vis the lower bound of the stabilisation component (see dark yellow circle in Chart B). A closure of the output gap by 25% would have been consistent with a

<sup>97</sup> The Fiscal Compact of the Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union requires contracting parties to reach budgetary positions in balance or in surplus. This fiscal rule is deemed to be respected if a structural deficit limit of 0.5% of GDP is not exceeded.

slight tightening of the fiscal stance by around 0.3% of GDP. At the same time, the sustainability criterion would not have been a constraint since the debt ratio in the euro area stood at around 65% of GDP. Therefore, judged against the European Commission's metric and based on real-time data, the slight tightening of the fiscal stance by 0.2% of GDP (see grey bar in Chart B) would have been assessed as broadly appropriate. However, the estimate contained in the European Commission's 2016 winter forecast suggests that the euro area output gap in 2007 was not somewhat negative but strongly positive (+2.6% of GDP).<sup>98</sup> Based on ex post data, a closing of the output gap from positive territory by 25% and 50%, respectively, would have been consistent with a strong tightening of the structural primary balance (see blue circles in Chart B). In hindsight, a stronger fiscal tightening in economic good times before the crisis would have seemed more appropriate. This exemplifies the great uncertainty involved in a reliance on output gaps in the real-time assessment of the fiscal stance.

---

## 4 Limits of the current fiscal framework on the setting of the euro area fiscal stance

**The EU's current institutional framework entails no provisions or instruments to directly manage the aggregate euro area fiscal stance, which is a key difference between the euro area and federations such as the United States.** In fact, fiscal policies are conducted in 19 euro area countries on the basis of national budgets and within different national fiscal frameworks. While the EU budget has common resources used, in particular, to promote economic and social cohesion among Member States, it is rather small in size (around 1% of the EU's aggregate GDP), not specific to the euro area and not focused on macroeconomic stabilisation. At the euro area level, the institutional framework has been complemented by the European Stability Mechanism (ESM), a crisis management tool providing financial assistance to euro area countries experiencing or threatened by financing difficulties. Overall, however, the lack of common fiscal instruments at the centre stands in stark contrast to other federations such as the United States, where important policy instruments such as the setting of tax policies and important spending functions, e.g. defence and social and health insurance, operate at the federal level.

**Notably, the SGP affects the aggregate fiscal stance indirectly rather than steering it directly.** The euro area countries' decentralised fiscal policies are coordinated by the SGP, which takes the economic cycle into account. As indicated in Box 4, the SGP contains a multitude of provisions for countries under both its preventive and corrective arms that modulate the required structural effort according to economic conditions and, to a lesser extent, the government debt ratio. Consequently, the SGP affects the aggregate euro area fiscal stance indirectly.

**In addition, the SGP does not entail obligations for countries that have fiscal room for manoeuvre to contribute to a desirable aggregate fiscal stance.** As

---

<sup>98</sup> The same holds true for 2006, where the output gap was estimated at -0.8% of GDP in real time, while the latest Commission forecast suggests that it stood at +1.4% of GDP.

indicated in Chart 1 above, the euro area aggregate fiscal stance is expected to be mildly expansionary in 2016. At the same time, while a number of euro area countries were assessed as being at risk of non-compliance with the SGP and therefore required additional fiscal tightening measures,<sup>99</sup> others still have fiscal room for manoeuvre under the SGP rules. This notwithstanding, the SGP does not contain any provisions that incentivise these countries to use their existing fiscal room for manoeuvre to provide support to the euro area economy. The logic of the SGP is that it sets minimum requirements rather than targets for national fiscal policies, leaving it up to individual Member States to set themselves targets going beyond minimum requirements.

**Recent legislative developments tend towards stronger coordination of the euro area fiscal stance.** In particular, Regulation (EU) No 473/2013, which entered into force on 30 May 2013, includes common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans. Moreover, it requests the Council to issue policy recommendations for the euro area as a whole, including advice regarding the euro area aggregate fiscal stance. For example, to strengthen the scope of this advice, within the 2016 European Semester, i.e. the annual cycle of policy coordination and surveillance, the release of these recommendations for the euro area was frontloaded to November 2015.<sup>100</sup> Member States should take these recommendations into account when defining their policy strategy. Thus, instead of actively steering the aggregate euro area fiscal stance, this frontloading enables the Commission and the Council to assess the draft budgetary plans of the individual euro area countries for the forthcoming year in the light of the recommended aggregate fiscal stance for the euro area as a whole.

#### Box 4

##### Provisions for accommodating the state of the economy in the SGP

---

**The provisions of the SGP take into account the state of the economy.** The 2005 reform of the SGP introduced the concept of the structural balance, which caters for cyclical impacts on the government budget balance. To this end, it enshrined the medium-term budgetary objective (MTO), which sets country-specific structural balance targets over the medium term. These are designed, inter alia, to ensure sustainable government debt ratios by also taking into account the budgetary

---

<sup>99</sup> See the Eurogroup statement on the follow-up to the review of draft budgetary plans for 2016, available at <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2016/03/07-eurogroup-statement-draft-budgetary-plans-2016>

<sup>100</sup> See also Recommendation for a Council Recommendation on the economic policy of the euro area (COM(2015) 692 final), available at [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016\\_euro\\_area\\_recommendations.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_euro_area_recommendations.pdf)

costs of ageing. At the same time, MTOs are aimed at ensuring sufficient fiscal room for manoeuvre to deal with cyclical downturns and preserve public investment.<sup>101</sup>

**The SGP foresees a significant role for the operation of automatic fiscal stabilisers.** Such fiscal stabilisers are built into existing tax-transfer systems and operate automatically over the cycle and thus around the countries' paths of structural adjustment. At the same time, countries that have reached their MTOs can let their automatic stabilisers operate freely, thereby helping to smooth the business cycle.

**In addition, under its preventive arm, the SGP foresees a modulation of fiscal adjustment requirements according to the cyclical position and other factors.** On 12 February 2016, the ECOFIN Council endorsed a commonly agreed position on how to take the economic cycle, structural reforms and investment into account within the existing rules of the SGP. Within a matrix, different states of the economy are defined and related to structural adjustment needs. Specifically, it distinguishes "economic good times" and divides economic developments that are worse than in "normal times" into "bad", "very bad" and "exceptionally bad" economic times. The matrix modulates the structural adjustment requirements needed in order to move towards the MTO according to the size of the output gap, economic growth and the debt ratio. These adjustment requirements can be reduced if a country implements structural reforms or undertakes public investment, with the possible cumulative reduction being capped at 0.75% of GDP. Consequently, in an unfavourable economic environment, even countries with high debt-to-GDP ratios could be allowed to let their structural balance deteriorate without falling foul of the EU's fiscal rules.

**Under the SGP's corrective arm, excessive deficit procedure (EDP) deadlines can be set over horizons of several years and can be further extended.** This allows a spreading of the required amount of structural adjustment over the medium term, thereby taking stabilisation considerations into account. Furthermore, various relevant factors, such as low inflation, are taken into account in the assessment of compliance with the requirements under the debt rule.<sup>102</sup>

**The SGP also contains a general escape clause, introduced with the "six-pack" reforms<sup>103</sup> in 2011, which can bring about broad-based reductions in structural effort requirements.** This clause can be triggered for all or for individual euro area countries whenever an unusual event outside the control of Member States occurs that has a major impact on the financial position of the general government or in periods of severe economic downturn for the euro area or the Union as a whole.<sup>104</sup> In the event of such developments, it is possible to depart from the adjustment requirements under the preventive arm. Similarly, the fiscal effort requirements under EDPs can be

---

<sup>101</sup> MTOs are set by Member States according to country-specific circumstances. They must respect minimum values and are designed to serve three goals: (i) Member States maintain a safety margin that prevents them from breaching the 3% deficit reference value during cyclical downturns; (ii) Member States' debts are sustainable taking into consideration the economic and budgetary impact of ageing populations (i.e. by in part frontloading projected ageing-related increases in government spending, while ensuring long-run convergence of the debt ratio to 60%); and (iii) Member States have room for budgetary manoeuvre, in particular when it comes to preserving public investment. For more details, see the box entitled "The effectiveness of the medium-term budgetary objective as an anchor of fiscal policies", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015.

<sup>102</sup> See the article entitled "Debt reduction strategies in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, May 2016.

<sup>103</sup> For more information on the "six pack", see the box entitled "The EU's new framework for economic governance", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2012.

<sup>104</sup> A severe economic downturn is defined as a protracted period of negative growth and/or large negative output gaps.

adjusted and EDP deadlines can be extended. However, under the corrective arm, an annual structural improvement of 0.5% of GDP should in principle apply. In any case, the general escape clause can only be triggered if it does not endanger the fiscal sustainability of the Member State concerned in the medium term. The exact conditions for the application of this clause (including the metric for sustainability) are not explicitly defined.<sup>105</sup>

---

## 5 Institutional considerations surrounding the future setting of the euro area fiscal stance

### 5.1 The European Fiscal Board

**The newly created European Fiscal Board will advise the European Commission on the appropriateness of the fiscal stance at both national and euro area level within the rules of the SGP.** As a follow-up to the Five Presidents' Report, Commission Decision (EU) 2015/1937<sup>106</sup> established a European Fiscal Board which – once fully operational – will provide an evaluation of the implementation of the provisions of the SGP and of the implications of budgetary policies at national level for the aggregate euro area fiscal stance.

**The European Fiscal Board will not be equipped with policy tools to actively influence the setting of fiscal policies.** It will rather contribute in an advisory capacity to multilateral surveillance in the euro area. However, the Commission Decision does not specify how the Board will perform its advisory function. In particular, it remains unclear how it would be involved in the procedures of the European Semester, the EU's annual cycle of economic and fiscal policy coordination.

**Given the envisaged institutional set-up, it is unclear how effectively the European Fiscal Board will be able to carry out its role.** The fact that, according to the Commission Decision, the European Fiscal Board will operate within the European Commission's institutional structure and not have a strong public voice is likely to undermine its credibility as an independent policy advisory institution.<sup>107</sup>

**From an operational point of view, the European Fiscal Board will need to develop a sound methodological framework on which to base its assessment of the fiscal stance.** The Commission Decision also remains vague on how the Board shall perform its tasks in practice. While the assessment of Member States' compliance with the provisions of the EU fiscal framework can build on well-

---

<sup>105</sup> According to the European Commission, this exceptional provision is expected to be used only in the most unusual of circumstances. See "Vade mecum on the Stability and Growth Pact", *European Economy – Occasional Papers*, No 151, European Commission, May 2013.

<sup>106</sup> Commission Decision (EU) 2015/1937 of 21 October 2015 establishing an independent advisory European Fiscal Board.

<sup>107</sup> See the box entitled "The creation of a European Fiscal Board", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

established methodological foundations, this is not the case for the assessment of the appropriateness of the fiscal stance, in particular at the euro area level. Given the European Fiscal Board's mandate to provide its assessments within the rules of the SGP, it will be important to ensure that SGP compliance in all Member States and debt sustainability risks form key elements of the assessment of the fiscal stance.

## 5.2 Options for a better setting of fiscal policies at the euro area level

**In the context of a far-reaching overhaul of the institutional architecture of EMU, the Five Presidents' Report proposes two fiscal instruments at the euro area level – a macroeconomic stabilisation function and a euro area treasury.**

The experience of the crisis has shown that, without monetary policy instruments at the national level, fiscal policies can become overwhelmed if country-specific shocks are very large and not well catered for by the shock-absorbing capacity of the economy and the financial sector. At the same time, as discussed in Section 4, the pursuit of national policies does not necessarily result in an appropriate stance at the euro area level. Central fiscal policy tools may therefore be useful to address idiosyncratic shocks more effectively and/or better steer the aggregate fiscal stance where appropriate.

**A macroeconomic stabilisation function at the euro area level could complement automatic stabilisers at national level under certain conditions.**

While the ultimate design of a euro area macroeconomic stabilisation function would depend on political preferences, certain design principles should be adhered to in order to preserve incentives for sound fiscal policymaking and for addressing structural weaknesses at the national level. As emphasised in the Five Presidents' Report, a euro area macroeconomic stabilisation function should neither be aimed at income equalisation nor lead to permanent transfers between Member States. It should take the form of automatic stabilisation and not aim at fiscal fine-tuning of the economic cycle. The stabilisation function would therefore not be a tool to actively steer the euro area fiscal stance, but rather reduce the need for euro area countries to address large country-specific shocks by using discretionary policies.

**Mutual insurance against asymmetric shocks through a stabilisation function will require convergence in other policy areas.** In this context, the Five Presidents' Report emphasises that any move towards risk sharing needs to be preceded by a new convergence process towards more resilient economic structures in euro area countries.

**In the longer term, a euro area treasury could be created and equipped with fiscal instruments to contribute to the setting of the aggregate euro area fiscal stance.** The creation of such a central treasury would be the only way to effectively steer the euro area aggregate stance. However, to be effective, the budgetary capacity of this treasury needs to be sufficiently large to be able to react to economic shocks in the euro area. It is clear that the creation of such a central treasury function would require far-reaching institutional reform – in particular, a shift of

sovereignty to the euro area level via an amendment to the Treaty on the Functioning of the European Union. A future euro area treasury would need to be democratically legitimised and accountable in order to carry out fiscal policy functions at the central level.

## 6 Conclusions

**Recent institutional reforms have gone in the direction of strengthening the aggregate euro area perspective when assessing fiscal policies in the euro area.** Following the “two-pack” reforms in 2013,<sup>108</sup> the Council – based on the Commission’s assessment of euro area countries’ draft budgetary plans – now issues policy recommendations for the euro area as a whole, including advice regarding the appropriateness of the euro area aggregate fiscal stance. Member States should take into account this advice when defining their policy strategy in the context of the annual stability programme updates. At the same time, once operational, the newly established European Fiscal Board will advise the Commission on the appropriateness of the fiscal stance at both the national and euro area level within the rules of the SGP. The SGP, however, does not contain any requirement to contribute to the euro area-wide fiscal stance.

**The assessment of the appropriateness of the euro area fiscal stance is not straightforward.** Such an assessment needs to balance various objectives, notably with regard to sustainability and stabilisation, and to account for severe measurement problems, notably with respect to the output gap. While the European Commission’s approach to assessing the fiscal stance at the national and euro area level provides a useful basis for discussion, further work needs to be done to develop a sound methodological framework that is sufficiently robust to draw policy conclusions. Compliance with the provisions of the SGP and the timely correction of debt sustainability risks need to be key elements of the assessment of the fiscal stance.

**The Stability and Growth Pact provides flexibility for Member States’ budgetary policies to react to cyclical fluctuations while ensuring adequate progress towards sound and sustainable fiscal positions.** The full and consistent implementation of the SGP is crucial to ensure that markets trust the capability of the EU governance framework to effectively coordinate fiscal policies in EMU. At the same time, compliance with the SGP rules will enable Member States to rebuild fiscal buffers and increase their capacity to cushion future economic shocks effectively.

**The decentralised fiscal framework, however, does not necessarily result in an appropriate stance at the euro area level.** Two additional features for the future institutional architecture of EMU therefore appear desirable. First, the creation of a euro area macroeconomic stabilisation function to cushion large country-specific

---

<sup>108</sup> See the box entitled “The ‘two-pack’ regulations to strengthen economic governance in the euro area”, *Monthly Bulletin*, ECB, April 2013.



shocks, which can overwhelm national stabilisation capacities as experienced in the recent crisis. The aim of such a central macroeconomic stabilisation function would not be to actively steer the euro area fiscal stance but to provide an additional layer of automatic stabilisation, which would mitigate the need for discretionary policies at national level. A central stabilisation function would need to be well designed to preserve incentives for sound fiscal policymaking and for addressing structural weaknesses at the national level. At the same time, access to a prospective macroeconomic stabilisation function would need to be made conditional on significant progress on economic convergence in the euro area to achieve similarly resilient economic structures, ensuring that the stabilisation function does not imply permanent transfers between Member States. Increased risk sharing in the euro area would also have to be accompanied by more joint economic policy decision-making. Second, in the longer term, a euro area treasury could be equipped with fiscal policy tools to contribute directly to the setting of the euro area fiscal stance. This would require a shift of sovereignty to the euro area level via a Treaty amendment. Strong democratic legitimacy and accountability are crucial prerequisites for a euro area treasury that would carry out fiscal policy functions.



# Statistični podatki

## Kazalo

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

## Dodatne informacije

Statistični podatki ECB so dostopni na spletni povezavi Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Podatki v razdelku ekonomskega biltena z naslovom »Statistični podatki« so dostopni tudi na spletnem mestu SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
Podrobnejše statistično poročilo je na spletnem metu SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Metodologije so opredeljene v razdelku »Splošne opombe« statističnega poročila:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Podrobnosti o izračunih so v razdelku »Tehnične opombe« statističnega poročila:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Strokovni izrazi in kratice so pojasnjeni v statističnem glosarju ECB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Konvencionalni znaki v tabelah

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

# 1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP <sup>1)</sup> (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20 <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje <sup>3)</sup> (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	3,1	1,5	2,2	1,4	7,7	-0,3	1,6	1,6	1,5	2,6	0,4	2,6	1,4
2014	3,3	2,4	2,9	-0,1	7,3	0,9	1,7	1,8	1,6	1,5	2,7	2,0	0,4
2015	3,1	2,4	2,3	0,6	6,9	1,6	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2015 II	0,8	1,0	0,6	-0,4	1,8	0,4	0,5	1,6	0,0	0,0	0,5	1,4	0,2
III	0,7	0,5	0,4	0,4	1,8	0,3	0,5	1,7	0,1	0,0	0,2	1,7	0,1
IV	0,7	0,3	0,6	-0,4	1,5	0,3	0,7	1,8	0,5	0,1	0,3	1,5	0,2
2016 I	.	0,2	0,4	0,4	1,1	0,5	1,0	1,9	1,1	0,3	0,1	2,1	0,0
2015 dec.	-	-	-	-	-	-	0,9	1,9	0,7	0,2	0,2	1,6	0,2
2016 jan.	-	-	-	-	-	-	1,2	1,9	1,4	0,3	0,0	1,8	0,3
feb.	-	-	-	-	-	-	1,0	1,9	1,0	0,3	0,3	2,3	-0,2
mar.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,9	0,9	0,5	-0,1	2,3	0,0
apr.	-	-	-	-	-	-	0,8	1,8	1,1	0,3	-0,3	2,3	-0,2
maj <sup>4)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	-0,1

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

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

2) Podatki za Argentino trenutno niso na voljo zaradi izrednega stanja v nacionalnem statističnem sistemu, ki ga je argentinska vlada razglasila 7. januarja 2016. Zaradi tega Argentina ni vključena v izračun agregata G20. Politika glede vključitve Argentine bo ponovno ocenjena enkrat v prihodnosti, odvisno od nadaljnjih dogajanj.

3) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

4) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)									Uvoz blaga <sup>1)</sup>		
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>2)</sup>			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	53,4	54,8	56,8	52,6	51,5	49,7	52,2	52,7	50,6	3,1	-0,1	5,5
2014	54,2	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,1	54,1	51,5	2,8	3,7	2,3
2015	53,3	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,7	53,9	50,3	0,8	3,8	-1,4
2015 II	53,3	55,9	57,2	51,3	51,1	53,9	51,1	54,1	49,6	-1,2	-1,0	-1,4
III	53,0	55,4	55,1	51,9	49,0	53,9	50,2	54,0	48,8	1,9	1,0	2,6
IV	52,7	55,0	55,4	52,3	49,9	54,1	51,3	53,2	50,5	1,4	0,2	2,2
2016 I	51,1	51,5	54,2	51,2	50,3	53,2	50,6	51,3	49,4	-2,7	0,2	-4,8
2015 dec.	52,2	54,0	55,2	52,2	49,4	54,3	50,9	52,6	49,8	1,4	0,2	2,2
2016 jan.	52,2	53,2	56,2	52,6	50,1	53,6	51,0	52,7	50,1	-0,2	-0,9	0,4
feb.	50,2	50,0	52,7	51,0	49,4	53,0	49,9	50,3	48,9	-1,2	-0,3	-1,9
mar.	51,0	51,3	53,6	49,9	51,3	53,1	51,0	51,1	49,3	-2,7	0,2	-4,8
apr.	51,2	52,4	51,9	48,9	50,8	53,0	49,9	51,6	48,7	.	.	.
maj	.	50,8	.	.	.	52,9	.	.	.	.	.	.

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

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

2) Brez euroobmočja.

## 2 Finančna gibanja

### 2.1 Obrestne mere denarnega trga (odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje <sup>1)</sup>					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,31	0,09
2015 nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08
dec.	-0,20	-0,19	-0,13	-0,04	0,06	0,53	0,08
2016 jan.	-0,24	-0,22	-0,15	-0,06	0,04	0,62	0,08
feb.	-0,24	-0,25	-0,18	-0,12	-0,01	0,62	0,01
mar.	-0,29	-0,31	-0,23	-0,13	-0,01	0,63	-0,01
apr.	-0,34	-0,34	-0,25	-0,14	-0,01	0,63	-0,02
maj	-0,34	-0,35	-0,26	-0,14	-0,01	0,64	-0,03

Vir: ECB.

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

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>			
	3 meseci 1	1 leto 2	2 leti 3	5 let 4	10 let 5	10 let - 1 leto 6	10 let - 1 leto 7	10 let - 1 leto 8	1 leto 9	2 leti 10	5 let 11	10 let 12
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2015 nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77
dec.	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016 jan.	-0,45	-0,45	-0,47	-0,23	0,44	0,89	1,47	1,18	-0,47	-0,46	0,43	1,55
feb.	-0,50	-0,51	-0,54	-0,36	0,22	0,73	1,14	1,01	-0,54	-0,56	0,18	1,23
mar.	-0,49	-0,49	-0,49	-0,30	0,26	0,75	1,18	1,03	-0,49	-0,47	0,25	1,21
apr.	-0,54	-0,52	-0,50	-0,27	0,34	0,86	1,28	1,13	-0,50	-0,45	0,33	1,39
maj	-0,56	-0,54	-0,53	-0,33	0,22	0,76	1,17	1,03	-0,53	-0,48	0,19	1,19

Vir: ECB.

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

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

### 2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX												ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks 1	50 2	Bazični mate- riali 3	Potrošniške storitve 4	Potrošniško blago 5	Nafta in plin 6	Finan- ce 7	Indus- trija 8	Tehno- logija 9	Gospo- darske javne službe 10	Telekomu- nikacije 11	Zdravst- veno varstvo 12		
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2015 nov.	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8
dec.	346,0	3.288,6	652,5	262,8	630,2	278,1	180,2	494,9	391,7	263,6	363,3	811,0	2.054,1	19.202,6
2016 jan.	320,8	3.030,5	589,3	250,1	584,0	252,6	161,6	463,6	379,6	254,3	345,1	769,6	1.918,6	17.302,3
feb.	304,3	2.862,6	559,2	245,9	569,1	250,5	144,0	449,9	352,5	245,7	332,8	732,6	1.904,4	16.347,0
mar.	322,2	3.031,4	598,6	257,6	595,8	271,6	155,9	483,1	366,3	248,1	349,9	746,9	2.022,0	16.897,3
apr.	323,4	3.031,2	623,9	254,7	597,3	273,2	153,6	491,4	364,9	252,3	337,0	772,7	2.075,5	16.543,5
maj	319,5	2.983,7	602,3	248,6	591,6	279,5	150,8	491,9	357,8	252,1	335,4	755,7	2.065,6	16.612,7

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)<sup>1), 2)</sup> (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge				Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila				Sestavljeni indeks stroškov izposojanja	
	Čez noč	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fikсни obrestni meri	Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>	Po začetni fikсни obrestni meri				Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>			
			do 2 let	nad 2 leti					spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta		nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta		nad 1 leto in do 5 let		nad 5 let in do 10 let
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2015 apr.	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,02	2,41	2,17	2,35	2,49	2,24
maj	0,16	0,82	0,83	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,06	2,36	2,09	2,29	2,45	2,17
jun.	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,03	2,27	2,12	2,31	2,48	2,18
jul.	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,06	2,32	2,21	2,35	2,56	2,22
avg.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
sep.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,38	2,61	2,25
okt.	0,14	0,66	0,64	0,99	6,71	16,98	5,22	6,03	6,43	2,64	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26
nov.	0,14	0,65	0,64	0,96	6,68	16,91	5,23	6,22	6,60	2,68	2,04	2,31	2,32	2,45	2,62	2,27
dec.	0,13	0,64	0,64	0,98	6,61	16,95	4,84	5,94	6,25	2,53	1,99	2,27	2,27	2,41	2,55	2,22
2016 jan.	0,12	0,62	0,63	1,25	6,65	16,88	5,31	6,29	6,65	2,53	1,99	2,22	2,30	2,40	2,53	2,23
feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,88	5,01	6,13	6,46	2,61	1,99	2,19	2,23	2,33	2,48	2,19
mar. <sup>(p)</sup>	0,11	0,58	0,59	0,87	6,63	16,88	5,14	5,98	6,35	2,53	1,89	2,09	2,10	2,24	2,38	2,10

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

### 2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)<sup>1), 2)</sup> (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fikсни obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja
	Čez noč	Vezane			do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			
		do 2 let	nad 2 leti		spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2015 apr.	0,19	0,30	0,90	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,60	2,26	1,63	1,93	2,02	2,34
maj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,50	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,25
jun.	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,47	2,87	2,09	2,33	2,23	1,59	1,91	2,03	2,24
jul.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,04	2,17
avg.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,25	3,57	2,91	2,07	2,32	2,23	1,42	1,53	2,03	2,15
sep.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,51	2,89	2,03	2,25	2,21	1,53	1,87	2,17	2,22
okt.	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,28	2,20	1,45	1,69	2,02	2,15
nov.	0,16	0,23	0,84	3,05	3,14	3,39	2,88	2,02	2,16	2,20	1,43	1,62	1,98	2,12
dec.	0,14	0,23	0,85	3,01	3,07	3,18	2,77	2,01	2,13	2,17	1,47	1,77	1,92	2,08
2016 jan.	0,13	0,27	0,77	2,97	3,23	3,25	2,78	2,00	2,22	2,17	1,39	1,67	2,07	2,09
feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,96	2,11	2,09	1,33	1,47	1,74	2,01
mar. <sup>(p)</sup>	0,13	0,14	0,87	2,89	3,04	3,22	2,68	1,92	2,03	2,02	1,36	1,77	1,77	2,04

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

## 2 Finančna gibanja

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

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

	Stanja							Bruto izdaje <sup>1)</sup>						
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država		Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država	
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI			Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država		
													FVC	FVC
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kratkoročne</b>														
2013	1.255	483	124	.	67	529	53	508	314	31	.	44	99	21
2014	1.318	542	129	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.260	517	139	.	61	478	65	334	150	36	.	32	82	34
2015 okt.	1.336	547	146	.	74	509	60	363	172	32	.	32	86	42
nov.	1.348	554	146	.	73	509	66	311	140	39	.	30	75	26
dec.	1.260	517	139	.	61	478	65	295	133	51	.	27	57	26
2016 jan.	1.284	524	142	.	68	483	67	329	141	35	.	33	87	33
feb.	1.300	535	141	.	71	487	66	317	143	31	.	30	81	31
mar.	1.283	515	134	.	72	493	69	319	123	37	.	30	89	40
<b>Dolgoročne</b>														
2013	15.111	4.403	3.090	.	921	6.069	628	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.130	4.046	3.162	.	995	6.285	642	220	65	43	.	16	85	10
2015	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	213	66	44	.	13	81	8
2015 okt.	15.332	3.856	3.289	.	1.050	6.500	636	232	78	43	.	12	89	10
nov.	15.376	3.866	3.275	.	1.063	6.528	644	196	67	34	.	16	67	11
dec.	15.179	3.783	3.211	.	1.067	6.482	637	154	49	61	.	16	23	4
2016 jan.	15.150	3.753	3.188	.	1.053	6.522	634	205	75	23	.	6	93	8
feb.	15.086	3.750	3.107	.	1.046	6.550	633	208	65	42	.	4	88	10
mar.	15.097	3.727	3.071	.	1.056	6.604	639	246	73	38	.	25	94	17

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

	Vrednostni papirji razen delnic						Delnice, ki kotirajo na borzi				
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država		Skupaj	DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država					
							FVC				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Stanje</b>											
2013	16.366,6	4.886,4	3.214,6	.	987,4	6.598,1	680,1	5.649,0	569,1	742,5	4.337,4
2014	16.448,0	4.588,1	3.290,7	.	1.053,3	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3
2015	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2015 okt.	16.667,7	4.403,1	3.434,8	.	1.124,2	7.009,4	696,2	6.832,1	612,1	888,4	5.331,5
nov.	16.723,7	4.420,6	3.420,4	.	1.136,3	7.036,3	710,2	7.029,8	613,9	942,2	5.473,7
dec.	16.439,0	4.300,1	3.349,8	.	1.127,8	6.959,9	701,4	6.744,8	586,1	911,6	5.247,1
2016 jan.	16.433,8	4.276,6	3.329,8	.	1.120,9	7.005,5	701,1	6.343,8	490,7	858,0	4.995,1
feb.	16.386,2	4.285,1	3.248,0	.	1.117,1	7.037,1	698,9	6.240,6	471,7	877,4	4.891,6
mar.	16.380,1	4.242,2	3.205,5	.	1.128,0	7.097,1	707,3	6.419,7	483,4	902,0	5.034,3
<b>Stopnja rasti</b>											
2013	-1,4	-8,9	-3,3	.	8,0	4,5	-1,1	0,7	7,2	-0,4	0,2
2014	-0,7	-7,9	0,4	.	5,1	3,1	1,1	1,5	7,2	1,2	0,7
2015	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2015 okt.	0,1	-6,0	2,4	.	4,3	2,4	0,1	1,0	3,3	1,0	0,7
nov.	0,0	-5,7	1,5	.	4,5	2,2	1,2	1,0	3,0	1,5	0,6
dec.	-0,2	-6,9	3,2	.	5,3	1,8	0,5	1,1	4,5	1,5	0,6
2016 jan.	-0,7	-7,7	1,7	.	4,4	2,0	0,6	1,0	3,3	1,5	0,7
feb.	-1,2	-7,2	-0,8	.	2,8	2,0	-0,5	1,0	3,3	1,2	0,7
mar.	-1,3	-6,9	-2,5	.	3,3	2,2	0,1	0,9	3,3	1,5	0,6

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

(povprečja obdobj; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM <sup>2)</sup>	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2013	101,2	98,2	96,7	91,1	102,1	98,6	111,9	95,6
2014	101,8	97,8	96,7	91,3	102,4	100,2	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,1	83,4	91,4	91,2	106,5	87,9
2015 II	91,2	87,5	88,2	82,2	90,4	90,1	104,4	86,3
III	92,7	88,7	89,6	83,8	92,3	91,4	107,6	88,6
IV	92,4	88,3	89,3	83,9	91,0	91,0	107,7	88,3
2016 I	94,1	89,5	90,8	-	-	-	110,4	90,1
2015 dec.	92,5	88,2	89,3	-	-	-	108,0	88,4
2016 jan.	93,6	89,1	90,3	-	-	-	109,9	89,6
feb.	94,7	90,0	91,4	-	-	-	111,3	90,9
mar.	94,1	89,5	90,9	-	-	-	110,0	89,9
apr.	94,8	90,0	91,6	-	-	-	110,6	90,2
maj	95,1	90,2	91,8	-	-	-	111,1	90,4
	<i>% sprememba glede na predhodni mesec</i>							
2016 maj	0,2	0,1	0,2	-	-	-	0,4	0,2
	<i>% sprememba glede na predhodno leto</i>							
2016 maj	3,8	2,6	3,6	-	-	-	6,1	4,5

Vir: ECB.

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

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

### 2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobj; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi	Hrvaška kuna	Češka krona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britan- ski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2013	8,165	7,579	25,980	7,458	296,873	129,663	4,197	0,849	4,4190	8,652	1,231	1,328
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2015 II	6,857	7,574	27,379	7,462	306,100	134,289	4,088	0,721	4,4442	9,300	1,041	1,105
III	7,008	7,578	27,075	7,462	312,095	135,863	4,188	0,717	4,4290	9,429	1,072	1,112
IV	7,000	7,623	27,057	7,460	312,652	132,952	4,264	0,722	4,4573	9,302	1,085	1,095
2016 I	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
2015 dec.	7,019	7,640	27,027	7,461	314,398	132,358	4,290	0,726	4,5033	9,245	1,083	1,088
2016 jan.	7,139	7,658	27,027	7,462	314,679	128,324	4,407	0,755	4,5311	9,283	1,094	1,086
feb.	7,266	7,636	27,040	7,463	310,365	127,346	4,397	0,776	4,4814	9,410	1,102	1,109
mar.	7,222	7,559	27,051	7,457	311,154	125,385	4,293	0,780	4,4666	9,285	1,092	1,110
apr.	7,346	7,495	27,031	7,443	311,462	124,287	4,311	0,792	4,4724	9,203	1,093	1,134
maj	7,386	7,498	27,026	7,439	314,581	123,214	4,404	0,778	4,4991	9,295	1,106	1,131
	<i>% sprememba glede na predhodni mesec</i>											
2016 maj	0,5	0,0	0,0	-0,1	1,0	-0,9	2,2	-1,8	0,6	1,0	1,2	-0,2
	<i>% sprememba glede na predhodno leto</i>											
2016 maj	6,8	-0,8	-1,4	-0,3	2,7	-8,6	7,9	7,8	1,2	-0,1	6,4	1,4

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.10 Plačilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj <sup>1</sup>			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</b>												
2015 I	22.500,8	23.313,7	-812,9	9.479,7	7.094,0	7.296,1	10.971,1	-67,3	5.101,9	5.248,6	690,4	13.190,0
II	22.094,2	22.748,5	-654,3	9.382,6	7.171,3	7.193,4	10.532,3	-26,1	4.885,9	5.044,9	658,5	12.815,0
III	21.653,1	22.261,8	-608,6	9.384,2	7.265,4	6.854,8	9.999,3	-33,6	4.803,5	4.997,1	644,2	12.660,8
IV	22.101,4	22.519,6	-418,2	9.694,9	7.521,1	7.169,5	10.157,5	-42,6	4.635,4	4.840,9	644,2	12.498,8
<b>Saldo kot odstotek BDP</b>												
2015 IV	212,5	216,5	-4,0	93,2	72,3	68,9	97,7	-0,4	44,6	46,5	6,2	120,2
<b>Transakcije</b>												
2015 II	95,8	3,1	92,7	123,9	130,7	135,9	8,7	-0,1	-161,5	-136,3	-2,4	-
III	87,3	35,8	51,5	119,3	131,9	24,3	-67,4	-0,8	-58,2	-28,8	2,7	-
IV	31,3	-149,9	181,2	114,7	77,7	106,2	-31,3	45,1	-239,3	-196,3	4,6	-
2016 I	354,5	288,3	66,2	94,3	67,0	116,0	-32,3	7,1	136,0	253,6	1,1	-
2015 okt.	235,4	109,0	126,3	119,5	62,6	63,4	24,4	8,0	50,6	22,1	-6,0	-
nov.	-74,3	-47,6	-26,7	-84,7	-14,3	23,7	1,9	17,9	-33,6	-35,2	2,5	-
dec.		-211,3	81,5	80,0	29,5	19,1	-57,5	19,3	-256,2	-183,3	8,1	-
2016 jan.	172,1	194,7	-22,6	1,8	32,8	23,8	-50,4	10,1	137,7	212,3	-1,1	-
feb.	169,8	132,4	37,4	66,5	22,0	44,4	-21,7	4,6	53,1	132,0	1,1	-
mar.	12,5	-38,8	51,3	25,9	12,1	47,8	39,8	-7,5	-54,8	-90,7	1,1	-
<b>Skupne 12-mesečne transakcije</b>												
2016 mar.	568,9	177,3	391,6	452,2	407,3	382,4	-122,1	51,3	-323,1	-107,8	6,0	-
<b>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</b>												
2016 mar.	5,5	1,7	3,8	4,3	3,9	3,7	-1,2	0,5	-3,1	-1,0	0,1	-

Vir: ECB.

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

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

	Bruto domači proizvod (BDP)										Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>		
		Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva									
	1				2	3	4	5	Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina	6	7	8
<i>Tekoče cene (v milijardah EUR)</i>														
2013	9.931,8	9.595,2	5.558,5	2.094,5	1.949,0	1.004,3	573,1	366,7	-6,8	336,6	4.373,4	4.036,7		
2014	10.106,4	9.732,9	5.631,1	2.128,5	1.984,6	1.007,5	595,7	376,3	-11,3	373,6	4.521,3	4.147,8		
2015	10.400,2	9.940,4	5.738,0	2.169,1	2.054,2	1.020,5	631,9	396,5	-20,8	459,7	4.751,0	4.291,3		
2015 I	2.573,8	2.462,9	1.421,0	538,3	509,0	255,8	154,9	97,0	-5,4	110,9	1.167,6	1.056,8		
II	2.591,7	2.473,5	1.433,0	540,4	510,1	253,4	155,6	99,8	-10,0	118,2	1.196,8	1.078,7		
III	2.606,9	2.490,4	1.439,4	543,0	513,6	253,8	156,7	101,7	-5,6	116,5	1.195,2	1.078,7		
IV	2.624,0	2.510,0	1.444,1	546,4	521,6	256,4	161,2	102,7	-2,1	114,0	1.192,5	1.078,4		
<i>Odstotek BDP</i>														
2015	100,0	95,6	55,2	20,9	19,8	9,8	6,1	3,8	-0,2	4,4	-	-		
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>														
<i>Četrtnete spremembe v odstotkih</i>														
2015 II	0,4	0,0	0,3	0,3	0,1	-1,0	0,2	2,7	-	-	1,7	1,0		
III	0,3	0,7	0,5	0,3	0,4	0,0	0,5	1,3	-	-	0,2	1,2		
IV	0,3	0,6	0,2	0,6	1,3	1,1	2,0	0,9	-	-	0,2	0,9		
2016 I	0,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.		
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-2,5	0,1	-	-	2,1	1,3		
2014	0,9	0,9	0,8	0,8	1,3	-0,5	4,1	2,1	-	-	4,1	4,5		
2015	1,6	1,8	1,7	1,3	2,7	0,7	5,2	4,2	-	-	5,0	5,7		
2015 II	1,6	1,4	1,7	1,2	2,6	0,4	4,6	5,2	-	-	6,0	5,8		
III	1,6	1,9	1,8	1,2	2,5	0,4	3,1	6,9	-	-	4,6	5,5		
IV	1,6	2,2	1,5	1,6	3,4	1,2	5,0	6,5	-	-	3,6	5,3		
2016 I	1,5	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.		
<i>Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>														
2015 II	0,4	0,0	0,2	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,4	-	-		
III	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,4	-	-		
IV	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,3	-	-		
2016 I	0,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-		
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>														
2013	-0,3	-0,7	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,2	0,4	-	-		
2014	0,9	0,9	0,4	0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-		
2015	1,6	1,7	0,9	0,3	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	-0,1	-	-		
2015 II	1,6	1,3	1,0	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	-0,4	0,3	-	-		
III	1,6	1,8	1,0	0,3	0,5	0,0	0,2	0,3	0,1	-0,2	-	-		
IV	1,6	2,2	0,8	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,3	-0,6	-	-		
2016 I	1,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-		

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.



## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode	
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Tekoče cene (v milijardah EUR)</b>													
2013	8.927,3	152,3	1.737,0	458,1	1.680,2	412,6	442,3	1	030,6	945,2	1.751,4	317,6	1.004,5
2014	9.073,5	146,7	1.756,9	461,6	1.711,1	417,6	453,9	1	051,0	968,0	1.781,8	324,8	1.033,0
2015	9.329,3	146,4	1.815,9	469,8	1.771,3	431,1	456,4	1	075,8	1.008,2	1.821,1	333,4	1.070,9
2015 I	2.312,6	36,1	451,1	117,1	438,5	106,3	114,9		265,7	247,8	452,5	82,5	261,2
II	2.324,2	36,2	453,6	116,4	441,1	107,4	114,5		267,6	250,9	453,5	83,0	267,4
III	2.337,7	36,7	454,3	117,0	444,4	108,3	113,7		270,5	253,3	456,0	83,6	269,2
IV	2.351,7	37,4	454,4	118,7	447,3	109,2	113,1		271,9	256,3	459,2	84,2	272,3
<b>Odstotek dodane vrednosti</b>													
2015	100,0	1,6	19,5	5,0	19,0	4,6	4,9		11,5	10,8	19,5	3,6	-
<b>Verižni obseg (cene preteklega leta)</b>													
<b>Četrtnete spremembe v odstotkih</b>													
2015 I	0,6	0,8	1,0	0,6	0,8	0,5	0,6		0,1	1,0	0,3	0,2	0,1
II	0,3	0,3	0,4	-0,5	0,4	0,9	0,1		0,1	0,9	0,1	0,3	1,0
III	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,5	0,5	-0,6		0,7	0,6	0,1	0,4	0,3
IV	0,2	0,5	-0,5	1,0	0,3	0,8	0,3		0,3	0,6	0,2	0,4	1,2
<b>Medletne spremembe v odstotkih</b>													
2013	-0,2	3,2	-0,6	-3,3	-0,8	2,5	-2,5		1,1	0,3	0,4	-0,5	-1,1
2014	0,9	3,1	0,6	-0,9	1,4	2,0	-0,6		1,3	1,4	0,5	1,2	0,8
2015	1,5	0,8	1,8	0,3	2,0	2,7	0,8		1,1	2,7	0,8	1,1	2,6
2015 I	1,2	0,6	1,2	-1,0	1,7	2,5	1,1		1,0	2,2	0,6	0,8	2,2
II	1,5	0,6	1,8	0,1	2,1	3,1	1,3		0,7	2,7	0,8	1,0	2,6
III	1,5	0,2	1,9	0,2	2,0	2,4	0,2		1,1	2,8	0,7	0,9	2,9
IV	1,5	2,2	1,1	0,9	1,9	2,7	0,4		1,2	3,1	0,7	1,3	2,7
<b>Prispevki k četrtnetim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</b>													
2015 I	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0		0,0	0,1	0,1	0,0	-
II	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0		0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0		0,1	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0		0,0	0,1	0,0	0,0	-
<b>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah</b>													
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1		0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,1	0,0		0,1	0,1	0,1	0,0	-
2015	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,0		0,1	0,3	0,1	0,0	-
2015 I	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,1		0,1	0,2	0,1	0,0	-
II	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1		0,1	0,3	0,2	0,0	-
III	1,5	0,0	0,4	0,0	0,4	0,1	0,0		0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV	1,5	0,0	0,2	0,0	0,4	0,1	0,0		0,1	0,3	0,1	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 3 Gospodarska aktivnost

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

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

	Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti									
		Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gos-podarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostin-stvo	Informa-cijske in komuni-kacijske dejavnosti	Finančne in zavaroval-niške dejavnosti	Poslo-vanje z nepre-mičninami	Stro-kovne, poslovne in podpor-nesoritve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Število zaposlenih</b>													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,0
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,1	7,1
2015	100,0	85,3	14,7	3,4	15,1	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,0	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,7	-0,6	-1,0	-1,6	-1,3	-4,2	-0,8	0,3	-1,0	-1,9	0,3	0,2	-0,2
2014	0,6	0,7	-0,2	0,7	-0,1	-1,8	0,7	0,8	-0,9	1,0	1,9	0,7	0,7
2015	1,0	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,2	1,3	1,0	-0,1	1,7	2,8	0,8	0,6
2015 I	0,9	1,0	-0,2	-0,3	0,2	-0,3	1,2	0,4	-0,5	1,4	2,6	0,7	0,5
II	0,9	1,1	0,1	0,4	0,1	0,5	1,0	0,8	0,2	2,1	2,8	0,7	0,4
III	1,0	1,3	-0,4	0,1	0,5	-0,6	1,3	1,4	-0,1	1,7	3,0	0,9	0,4
IV	1,2	1,5	-0,3	0,3	0,5	-0,4	1,6	1,5	0,0	1,2	3,0	0,9	1,3
<b>Opravljenе delovne ure</b>													
<i>v odstotkih</i>													
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,8	2,9	2,8	1,0	12,5	21,8	6,3
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,9	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,4	15,6	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	12,9	21,9	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-1,4	-1,4	-1,8	-1,4	-1,5	-5,5	-1,6	-0,1	-1,6	-3,1	-0,8	-0,4	-1,4
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,4	0,2	-1,7	0,6	1,0	-1,0	0,6	2,0	1,1	0,6
2015	1,2	1,4	0,1	0,9	0,7	0,4	1,0	1,9	-0,2	2,0	3,0	0,9	1,0
2015 I	0,7	0,9	-0,3	0,4	0,0	-0,6	0,6	0,7	-0,9	1,7	2,4	0,8	1,1
II	1,0	1,3	0,1	0,9	0,6	0,8	0,5	1,7	0,0	2,7	3,0	0,9	1,0
III	1,2	1,5	0,1	0,8	0,8	0,0	1,0	2,7	-0,4	2,9	3,5	1,1	1,1
IV	1,3	1,6	0,1	1,3	0,9	0,5	1,4	2,1	0,2	0,8	2,9	0,7	1,5
<b>Opravljenе delovne ure na zaposlenega</b>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2013	-0,8	-0,7	-0,8	0,2	-0,2	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-1,3	-1,1	-0,5	-1,2
2014	0,0	0,1	-0,1	-1,1	0,2	0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,1	0,4	-0,1
2015	0,1	0,2	0,3	0,8	0,4	0,6	-0,2	0,8	-0,1	0,3	0,2	0,1	0,3
2015 I	-0,2	-0,1	-0,1	0,7	-0,2	-0,2	-0,6	0,3	-0,4	0,3	-0,3	0,1	0,6
II	0,1	0,2	0,0	0,5	0,4	0,3	-0,5	0,8	-0,1	0,6	0,2	0,2	0,6
III	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3	0,6	-0,3	1,2	-0,3	1,2	0,5	0,2	0,7
IV	0,1	0,1	0,5	1,0	0,5	0,9	-0,1	0,6	0,2	-0,4	-0,1	-0,3	0,2

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

## 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod- zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost											Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>
			Skupaj		Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>1)</sup>	Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile		Odrasli		Mladi		Moški		Ženske		
						V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delov- ne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% od skupaj v letu 2013			100,0			81,3		18,7			53,6		46,4	
2013	159,334	4,6	19,217	12,0	5,9	15,623	10,7	3,594	24,4	10,299	11,9	8,918	12,1	1,4
2014	160,308	4,6	18,630	11,6	6,1	15,214	10,4	3,417	23,7	9,932	11,5	8,699	11,8	1,5
2015	160,556	4,5	17,438	10,9	5,6	14,293	9,8	3,145	22,3	9,252	10,7	8,187	11,0	1,6
2015 II	160,462	4,6	17,690	11,0	5,7	14,518	9,9	3,172	22,5	9,404	10,9	8,286	11,2	1,5
III	160,591	4,4	17,213	10,7	5,3	14,098	9,6	3,115	22,2	9,134	10,6	8,079	10,9	1,5
IV	161,081	4,4	16,909	10,5	5,4	13,838	9,4	3,071	22,0	8,939	10,3	7,971	10,7	1,6
2016 I	.	.	16,640	10,3	.	13,622	9,3	3,018	21,7	8,727	10,1	7,913	10,6	.
2015 nov.	-	-	16,878	10,5	-	13,821	9,4	3,057	21,9	8,903	10,3	7,975	10,7	-
dec.	-	-	16,824	10,5	-	13,770	9,4	3,054	21,9	8,894	10,3	7,930	10,7	-
2016 jan.	-	-	16,741	10,4	-	13,693	9,3	3,048	21,9	8,792	10,1	7,949	10,7	-
feb.	-	-	16,695	10,4	-	13,655	9,3	3,040	21,8	8,760	10,1	7,935	10,7	-
mar.	-	-	16,483	10,2	-	13,517	9,2	2,966	21,4	8,629	10,0	7,854	10,6	-
apr.	-	-	16,420	10,2	-	13,489	9,2	2,932	21,1	8,543	9,8	7,877	10,6	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva	
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Medletne spremembe v odstotkih													
2013	-0,7	-0,6	-0,9	-0,5	-0,4	-0,8	-2,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,5	-0,8	-4,4
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,4	1,7	3,2	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8
2015	1,6	1,7	0,9	2,1	2,0	0,5	-0,8	2,6	2,8	1,7	3,7	2,7	8,8
2015 II	1,4	1,8	1,0	2,7	1,0	-1,1	-0,9	5,3	2,7	1,7	3,6	2,8	7,0
III	1,9	2,2	1,0	2,8	2,8	0,0	-1,1	2,1	3,4	2,6	4,1	3,0	9,4
IV	1,3	1,7	1,6	1,7	1,7	-1,9	0,5	1,5	2,5	1,3	3,4	2,0	10,0
2016 I	1,5	2,2	2,0	3,3	1,5	-2,9	1,9	0,6	2,3	1,8	2,9	0,9	9,4
2015 nov.	1,8	2,0	2,3	2,0	1,5	-0,6	0,6	3,3	2,1	1,0	2,8	2,0	11,0
dec.	0,0	0,7	0,9	-0,5	2,4	-5,5	0,8	0,6	2,8	1,5	3,7	2,8	13,7
2016 jan.	3,5	4,6	2,5	5,3	6,8	-2,7	4,9	1,2	2,2	1,3	3,4	-0,6	10,8
feb.	1,0	2,1	2,4	3,4	0,8	-5,3	3,4	1,3	2,7	2,6	3,0	0,8	10,3
mar.	0,2	0,2	1,1	1,6	-2,5	-0,7	-0,5	-0,6	2,1	1,5	2,1	2,5	7,6
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,5
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2015 nov.	-0,2	-0,2	0,6	-1,3	0,2	-2,0	1,1	0,6	0,1	-0,1	-0,1	0,2	2,7
nov.	-0,5	-0,2	-0,2	-0,6	0,2	-2,7	-0,6	-0,2	0,6	0,7	0,6	1,4	3,9
2016 jan.	2,4	2,4	1,2	4,0	3,1	2,9	2,0	-0,6	0,3	0,3	0,5	-0,3	0,3
feb.	-1,2	-1,2	0,1	-1,1	-2,3	-1,3	-0,6	0,0	0,3	0,4	0,1	0,0	-0,4
mar.	-0,8	-1,1	-0,8	-1,1	-1,8	2,0	-0,9	-0,8	-0,5	-1,3	-0,5	-0,4	-1,5
apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2

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

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)						Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)					
	Kazalnik gospodar- ske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Predelovalne dejavnosti		Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradb- eništvu	Kazalnik zau- panja v trgovini na drob- no	Storitvene dejavnosti		Indeks vo- dij nabave (PMI) za predeloval- ne dejavnosti	Proiz- vodnja v predeloval- nih dejavnostih	Poslo- vanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proiz- vodnjo
		Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,0	-6,1	80,8	-12,8	-13,6	-8,6	6,9	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2013	93,5	-9,0	78,7	-18,8	-27,8	-12,2	-5,3	87,2	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,5	-3,8	80,5	-10,2	-26,4	-3,1	5,0	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2015 II	103,7	-3,1	81,2	-5,2	-24,4	-0,1	7,9	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
III	104,5	-2,9	81,4	-7,0	-22,5	3,0	10,6	88,5	52,3	53,6	54,0	53,9
IV	106,2	-2,4	81,8	-6,4	-18,4	5,0	12,7	88,7	52,8	54,0	54,2	54,1
2016 I	104,0	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	1,9	10,7	88,5	51,7	52,9	53,3	53,2
2015 dec.	106,6	-1,9	-	-5,7	-17,5	2,9	12,9	-	53,2	54,5	54,2	54,3
2016 jan.	105,0	-3,1	81,9	-6,3	-18,9	2,7	11,6	88,6	52,3	53,4	53,6	53,6
feb.	104,0	-4,1	-	-8,8	-17,5	1,3	10,9	-	51,2	52,3	53,3	53,0
mar.	103,0	-4,1	-	-9,7	-20,4	1,8	9,6	-	51,6	53,1	53,1	53,1
apr.	104,0	-3,6	81,5	-9,3	-19,2	1,3	11,7	88,3	51,7	52,6	53,1	53,0
maj	104,7	-3,6	-	-7,0	-17,5	3,2	11,3	-	51,5	52,4	53,1	52,9

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

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

	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja varčevanja (bruto) <sup>1)</sup>	Stopnja zadolže- nosti	Realni raz- položljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premože- nje <sup>2)</sup>	Premo- ženje v nepremič- ninah	Delež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varče- vanja (neto)	Stopnja zadolže- nosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinanč- ne nalož- be (bruto)	Finan- ciranje
	kot odstotek bruto razpoložljivega do- hodka			medletne spremembe v odstotkih				kot odstotek neto dodane vrednosti	kot od- stotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,3	96,5	-1,7	1,7	-5,3	-0,1	-3,0	30,9	1,3	132,9	1,4	-6,4	1,2
2013	12,6	95,0	-0,3	1,2	-4,1	0,6	-1,8	32,2	3,2	130,4	2,0	-1,4	0,9
2014	12,7	94,2	0,7	2,0	0,9	2,7	1,2	31,9	3,6	132,1	1,6	3,3	1,0
2015 I	12,6	93,8	1,8	2,0	-0,4	4,1	1,5	32,3	4,2	134,1	2,0	2,9	1,3
II	12,7	93,6	2,0	1,9	-0,4	2,9	1,6	33,1	5,0	133,3	2,4	5,3	1,4
II	12,6	93,5	1,6	2,0	1,3	2,6	2,0	33,0	5,2	132,2	2,6	3,7	1,6
IV	12,5	93,5	1,5	2,1	4,1	3,5	2,9	33,9	6,9	131,8	3,3	8,7	1,8

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.8 Plačilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalni račun

(v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalni račun <sup>1)</sup>	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek		Prejemki	Izdatki
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015 II	905,2	822,5	82,8	525,8	445,3	190,5	171,8	162,6	146,9	26,4	58,4	9,7	37,4
III	892,6	810,3	82,3	514,2	434,6	190,5	174,5	162,6	144,0	25,3	57,2	9,7	4,1
IV	894,9	810,6	84,3	515,8	431,9	195,3	180,5	157,7	140,8	26,0	57,4	15,4	8,9
2016 I	872,3	799,5	72,7	510,2	426,1	191,3	173,5	144,9	137,5	25,9	62,5	9,2	7,1
2015 okt.	300,8	272,9	27,9	172,8	144,8	64,8	60,6	54,3	48,0	8,8	19,5	4,9	1,8
nov.	299,1	269,5	29,5	172,0	144,2	65,4	59,7	52,9	46,3	8,8	19,3	4,3	1,9
dec.	295,0	268,2	26,9	170,9	142,9	65,1	60,1	50,5	46,6	8,5	18,6	6,3	5,2
2016 jan.	292,5	266,3	26,2	171,5	142,7	64,4	60,4	48,0	44,7	8,6	18,4	2,7	3,6
feb.	290,2	271,0	19,2	168,0	143,7	64,4	57,5	49,4	47,5	8,4	22,3	3,5	1,2
mar.	289,6	262,2	27,3	170,7	139,7	62,4	55,5	47,6	45,3	8,8	21,8	3,1	2,3
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2016 mar.	3.565,0	3.243,0	322,0	2.065,9	1.737,9	767,6	700,3	627,9	569,3	103,6	235,5	44,0	57,5
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2016 mar.	34,3	31,2	3,1	19,9	16,7	7,4	6,7	6,0	5,5	1,0	2,3	0,4	0,6

1) Ni desezonirano.

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)					Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			
			Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpca 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2015 II	8,2	4,2	514,1	242,4	106,0	153,5	429,5	453,9	265,2	71,0	110,8	318,3	59,9
III	4,5	0,7	507,7	234,9	105,7	153,7	423,5	445,8	253,9	71,4	113,3	317,8	50,6
IV	3,5	2,0	509,5	238,3	105,7	154,7	426,6	444,1	248,4	73,0	114,5	324,9	44,6
2016 I	-1,3	-3,0	499,1	.	.	.	418,6	435,3	.	.	.	323,8	.
2015 okt.	0,5	-0,7	168,2	79,8	35,2	50,8	143,0	148,4	84,0	25,0	37,6	107,4	15,9
nov.	6,2	4,1	170,8	78,8	35,2	51,7	141,1	147,7	82,3	24,0	38,3	107,8	14,2
dec.	4,0	3,1	170,5	79,7	35,4	52,2	142,6	148,0	82,1	24,0	38,7	109,8	14,4
2016 jan.	-2,0	-1,3	166,6	77,7	33,8	50,5	139,0	145,7	80,3	22,8	38,5	105,8	12,3
feb.	1,1	1,7	167,3	78,9	33,9	49,8	140,1	146,8	80,4	24,4	39,0	111,9	11,8
mar.	-2,7	-8,4	165,1	.	.	.	139,6	142,8	.	.	.	106,1	.
<i>Indeksi obsega (200 = 100; stolpca 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2015 II	2,9	2,4	117,2	113,6	119,1	121,6	118,2	104,3	104,1	104,6	104,7	107,4	99,3
III	1,3	2,8	116,8	111,8	118,9	122,5	117,0	105,9	105,4	107,1	106,7	107,8	99,2
IV	0,8	4,8	117,7	115,1	118,3	122,5	117,5	107,4	107,6	107,2	107,5	110,2	101,3
2016 I	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 sep.	-1,6	2,3	116,4	111,6	119,7	120,5	117,4	106,3	106,4	106,7	106,3	109,1	100,2
okt.	-1,6	3,1	117,0	115,3	119,1	121,9	118,9	107,3	107,7	112,2	106,0	110,0	102,6
nov.	3,7	7,0	118,4	114,2	118,7	122,3	116,7	107,1	106,6	106,9	107,9	110,3	94,7
dec.	0,5	4,3	117,8	115,8	117,2	123,5	116,9	107,7	108,6	102,6	108,5	110,3	106,7
2016 jan.	-3,7	0,9	116,5	114,3	113,5	120,6	114,9	108,8	109,2	102,7	107,3	107,6	108,6
feb.	1,1	6,6	117,7	116,5	114,4	119,9	116,7	110,2	110,9	108,8	109,1	114,1	110,7

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitvijo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

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

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

	Skupaj					Skupaj (desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje) <sup>2)</sup>						Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Indeks: 2005 =100	Skupaj			Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen	Nadzorovane cene
		Blago	Skupaj brez neprede- lane hrane in ener- gentov										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2016	100,0	100,0	70,7	55,8	44,2	100,0	12,1	7,4	26,5	9,7	44,2	86,5	13,5
2013	99,5	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2015 II	100,5	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,6	0,2	2,4	0,3	0,1	1,0
III	100,0	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,9
IV	100,2	0,2	1,0	-0,6	1,2	-0,1	0,1	1,0	0,1	-3,0	0,2	0,1	0,7
2016 I	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-0,8	0,2	-4,4	0,2	0,0	0,3
2015 dec.	100,2	0,2	0,9	-0,5	1,1	-0,2	0,0	-0,6	0,0	-1,8	0,1	0,2	0,7
2016 jan.	98,7	0,3	1,0	-0,3	1,2	-0,2	0,0	-0,4	0,2	-2,7	0,0	0,3	0,3
feb.	98,9	-0,2	0,8	-1,0	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,0	-1,3	0,0	-0,2	0,3
mar.	100,1	0,0	1,0	-1,1	1,4	0,2	0,0	0,5	-0,1	1,0	0,3	-0,1	0,3
apr.	100,1	-0,2	0,7	-1,1	0,9	0,0	0,2	0,2	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,1
maj <sup>3)</sup>	100,5	-0,1	0,8	.	1,0	0,3	0,0	0,3	0,0	1,6	0,2	.	.

	Blago						Storitve					
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobaknimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve		Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine					
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% od skupaj v letu 2016	19,5	12,1	7,4	36,3	26,5	9,7	10,7	6,4	7,1	3,2	15,2	8,0
2013	2,7	2,2	3,5	0,6	0,6	0,6	1,7	1,4	2,4	-4,2	2,3	0,7
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2
2015 II	1,1	0,7	1,8	-1,3	0,2	-5,3	1,2	1,2	1,2	-0,9	1,4	1,2
III	1,2	0,6	2,1	-1,8	0,4	-7,2	1,1	0,9	1,4	-0,4	1,7	1,0
IV	1,4	0,7	2,6	-1,7	0,5	-7,2	1,2	1,0	1,1	-0,1	1,5	1,2
2016 I	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2
2015 dec.	1,2	0,7	2,0	-1,3	0,5	-5,8	1,2	1,0	0,7	-0,1	1,5	1,2
2016 jan.	1,0	0,8	1,4	-1,0	0,7	-5,4	1,1	1,0	0,8	0,0	1,6	1,2
feb.	0,6	0,6	0,6	-1,9	0,7	-8,1	1,1	1,0	0,4	-0,1	1,0	1,3
mar.	0,8	0,4	1,3	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,7	0,1	2,1	1,3
apr.	0,8	0,5	1,2	-2,1	0,5	-8,7	1,1	1,0	0,5	0,1	0,9	1,2
maj <sup>3)</sup>	0,8	0,6	1,3	.	0,5	-8,1	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

## 4 Cene in stroški

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

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

	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva										Energenti	Gradbeništvo	Cene stanovanj <sup>1)</sup>	Eksperimentalni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>1)</sup>
	Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Industrija brez gradbeništva in energentov												
		Prede-lovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo			Proizvodi za široko porabo								
			Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Skupaj	Živila, pijača, tobaki izdelki	Neživila						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9				
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-1,9	-1,0	
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,0	
2015	104,0	-2,7	-2,3	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,1	0,2	1,6	3,8	
2015 II	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,3	4,0	
III	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,1	0,1	-8,3	0,2	1,6	3,5	
IV	102,7	-3,1	-2,5	-0,7	-2,0	0,6	-0,2	-0,3	0,2	-9,3	-0,1	2,3	4,9	
2016 I	100,5	-3,8	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,3	.	.	.	
2015 okt.	103,1	-3,2	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,3	0,2	-9,8	-	-	-	
nov.	102,9	-3,2	-2,5	-0,7	-2,1	0,6	-0,2	-0,4	0,2	-9,3	-	-	-	
dec.	102,1	-3,0	-2,2	-0,7	-1,9	0,5	-0,3	-0,4	0,2	-8,9	-	-	-	
2016 jan.	100,9	-3,0	-2,0	-0,7	-1,8	0,4	-0,2	-0,2	0,0	-9,0	-	-	-	
feb.	100,2	-4,2	-3,0	-0,8	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	-0,1	-12,7	-	-	-	
mar.	100,5	-4,2	-3,1	-1,1	-2,6	0,3	-0,6	-0,9	-0,1	-12,1	-	-	-	

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

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj (desezonirani indeks: 2010 = 100)	Skupaj	Domače povpraševanje				Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>		Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>			Tehtano s porabo <sup>2)</sup>		
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% od skupaj									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2013	103,7	1,3	0,9	1,1	1,2	0,4	-0,4	-1,3	81,7	-9,0	-13,3	-6,9	-8,2	-9,9	-6,9
2014	104,5	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,8	-12,1	-4,7	0,4	-8,7
2015	105,8	1,2	0,3	0,2	0,6	0,7	0,1	-2,1	48,3	-4,1	5,2	-9,0	-0,8	4,8	-5,6
2015 II	105,7	1,3	0,4	0,3	0,6	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,6	2,0	-2,0	3,9	5,4	2,6
III	106,0	1,3	0,3	0,3	0,5	0,7	0,1	-2,3	46,1	-6,5	6,4	-13,1	-3,3	5,7	-10,6
IV	106,4	1,3	0,4	0,3	0,6	0,7	-0,3	-2,4	40,7	-9,1	3,9	-16,2	-9,3	-3,0	-14,8
2016 I	.	.	.	.	.	.	.	.	32,5	-13,4	-4,9	-18,2	-13,7	-9,8	-17,2
2015 dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	35,7	-11,1	1,8	-18,5	-12,5	-8,0	-16,5
2016 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	29,7	-14,9	-3,8	-21,2	-14,7	-9,7	-19,3
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	31,0	-14,4	-5,5	-19,5	-14,1	-9,5	-18,3
mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	-10,9	-5,3	-14,1	-12,3	-10,2	-14,2
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	38,2	-10,1	-6,4	-12,2	-13,2	-12,9	-13,5
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	42,7	-9,7	0,1	-15,2	-12,0	-9,2	-14,6

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

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

2) Tehtano z uvozom: nanaša se na povprečno strukturo uvoza v obdobju 2004–2006; tehtano s porabo: nanaša se na povprečno strukturo domačega povpraševanja v obdobju 2004–2006.

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah

(desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,8	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	1,0	-17,2	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,7	1,4	2,5	-13,3	-1,1	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2015 II	-1,3	3,2	2,9	-15,1	-0,9	54,7	54,4	50,4	49,0	
III	-2,0	1,1	2,2	-12,5	-0,2	49,5	53,6	49,9	49,9	
IV	-2,1	1,9	3,7	-8,7	-0,8	45,6	53,6	49,2	49,6	
2016 I	-4,8	0,7	3,5	-9,3	-1,7	41,5	52,5	47,7	49,0	
2015 dec.	-3,2	1,4	2,4	-7,1	0,3	47,0	53,5	49,8	49,4	
2016 jan.	-4,1	0,2	3,3	-7,9	-0,9	42,1	52,7	48,3	49,1	
feb.	-5,6	1,4	3,5	-10,4	-1,4	40,8	52,4	47,6	48,9	
mar.	-4,6	0,4	3,7	-9,6	-2,9	41,6	52,5	47,1	49,1	
apr.	-2,8	1,6	4,0	-8,9	-2,9	45,2	52,7	47,4	48,7	
maj	-0,7	2,2	5,8	-8,0	-2,3	47,7	55,5	48,8	49,1	

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

### 4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah		Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač <sup>1)</sup>
			Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	Netržne dejavnosti	
	1	2	3	4	5	6	7
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2013	101,4	1,4	1,5	1,1	1,2	1,9	1,8
2014	102,7	1,3	1,3	1,2	1,3	1,2	1,7
2015	104,2	1,5	1,8	0,6	1,6	1,4	1,5
2015 II	108,3	1,7	2,2	0,4	1,8	1,6	1,5
III	101,6	1,1	1,5	0,2	1,2	0,9	1,6
IV	109,4	1,3	1,5	0,7	1,2	1,6	1,5
2016 I	.	.	.	.	.	.	1,4

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Poskusni podatki na podlagi neharmoniziranih virov (podrobnosti so na voljo na [www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/intro/html/experiment.en.html)).



## 4 Cene in stroški

### 4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela

(letne spremembe v odstotkih, če ni navedeno drugače; četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki niso desezonirani)

	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih										
	(Indeks: 2010=100)	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Stroški dela na enoto proizvoda</b>												
2013	103,7	1,2	-1,2	2,1	0,3	0,9	-1,6	3,6	-2,9	1,0	1,4	2,1
2014	104,7	1,0	-4,0	1,4	0,7	0,5	0,8	1,3	1,4	2,1	1,2	0,7
2015	105,4	0,6	0,3	0,1	0,4	0,6	0,6	0,1	3,3	1,6	1,1	0,9
2015 I	105,1	0,8	-0,3	0,6	1,2	0,6	-0,2	-0,1	3,4	2,3	1,2	1,0
II	105,3	0,7	0,6	0,3	0,9	0,4	0,3	0,1	3,3	1,4	1,1	1,2
III	105,6	0,7	0,8	0,0	0,3	0,6	1,3	1,1	3,1	1,9	1,2	0,8
IV	106,1	0,9	0,4	0,9	-0,2	1,4	0,8	0,5	3,3	1,1	1,5	0,7
<b>Sredstva za zaposlene</b>												
2013	105,2	1,6	3,7	2,7	1,2	0,8	0,6	2,0	0,0	1,1	1,6	1,8
2014	106,6	1,3	-1,6	2,0	1,7	1,2	2,0	1,7	1,6	1,6	1,0	1,2
2015	107,9	1,3	1,0	1,6	0,9	1,3	2,3	1,0	2,7	1,5	1,1	1,3
2015 I	107,7	1,2	0,5	1,6	0,5	1,0	1,9	1,5	3,0	1,9	1,2	1,4
II	107,9	1,4	0,8	1,9	0,6	1,4	2,6	1,3	1,9	1,4	1,2	1,8
III	108,2	1,3	0,9	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	2,5	1,7	1,0	1,4
IV	108,7	1,3	2,2	1,5	1,1	1,7	2,0	0,9	3,3	1,2	1,3	0,7
<b>Produktivnost dela na zaposlenega</b>												
2013	101,4	0,4	4,9	0,7	0,8	-0,1	2,2	-1,5	3,0	0,1	0,2	-0,3
2014	101,8	0,3	2,4	0,6	1,0	0,7	1,2	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,5
2015	102,4	0,6	0,7	1,5	0,5	0,7	1,7	0,9	-0,6	-0,1	0,0	0,4
2015 I	102,5	0,4	0,8	1,0	-0,6	0,5	2,1	1,6	-0,4	-0,4	0,0	0,3
II	102,5	0,7	0,2	1,6	-0,4	1,1	2,3	1,1	-1,3	0,0	0,1	0,6
III	102,5	0,6	0,1	1,4	0,8	0,7	1,0	0,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5
IV	102,5	0,4	1,9	0,6	1,3	0,3	1,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,0
<b>Sredstva za delovno uro</b>												
2013	107,2	2,3	3,7	2,9	2,6	1,8	0,8	2,5	1,5	2,2	2,1	3,0
2014	108,5	1,2	-0,4	1,8	1,5	1,3	1,8	1,7	1,2	1,2	0,7	1,3
2015	109,6	1,1	0,7	1,2	0,3	1,3	1,2	1,3	2,4	1,3	1,1	0,9
2015 I	109,5	1,4	1,0	1,9	0,5	1,5	1,1	2,1	2,8	2,1	1,0	0,4
II	109,6	1,2	0,2	1,5	0,3	1,7	1,5	1,5	0,7	1,1	1,0	1,1
III	109,7	1,0	0,6	1,0	0,5	1,4	1,1	1,8	1,9	1,3	0,9	0,4
IV	110,3	1,2	1,4	0,9	0,4	1,7	1,2	1,0	3,2	1,1	1,7	0,5
<b>Produktivnost dela na uro</b>												
2013	103,5	1,2	4,7	0,9	2,3	0,7	2,6	-1,0	4,4	1,2	0,7	0,9
2014	103,8	0,3	3,6	0,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,7	-0,6	-0,6	0,6
2015	104,3	0,5	-0,2	1,1	-0,1	1,0	0,9	1,0	-0,9	-0,3	-0,1	0,1
2015 I	104,4	0,6	0,1	1,2	-0,4	1,1	1,8	2,0	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3
II	104,4	0,6	-0,3	1,2	-0,7	1,6	1,5	1,3	-1,9	-0,2	-0,1	0,0
III	104,2	0,4	-0,6	1,1	0,3	1,0	-0,3	0,6	-1,7	-0,7	-0,3	-0,2
IV	104,2	0,3	0,9	0,2	0,4	0,5	0,5	0,2	0,4	0,2	0,0	-0,2

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3											12
	M2					M3-M2						
	M1		3	M2-M1		7	8	9	10	11		
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč		Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev						Repo posli	
1	2	4	5	6								
Stanja												
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,3	5.920,9	1.598,5	2.148,8	3.747,2	9.668,1	123,9	423,4	106,4	653,6	10.321,7
2015	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2015 II	1.014,0	5.298,7	6.312,6	1.480,1	2.160,5	3.640,7	9.953,3	90,3	436,8	100,6	627,6	10.580,9
III	1.028,2	5.425,1	6.453,3	1.449,3	2.164,4	3.613,7	10.067,0	98,4	452,8	75,2	626,4	10.693,4
IV	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 I	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
2015 nov.	1.037,4	5.544,1	6.581,6	1.448,3	2.162,6	3.610,8	10.192,4	91,5	480,6	83,8	655,9	10.848,3
dec.	1.034,5	5.569,7	6.604,1	1.448,1	2.160,6	3.608,6	10.212,8	77,1	474,2	72,9	624,3	10.837,0
2016 jan.	1.044,5	5.625,5	6.670,0	1.450,1	2.156,8	3.606,9	10.276,9	86,0	474,2	78,8	639,0	10.915,9
feb.	1.046,9	5.669,4	6.716,2	1.430,2	2.165,1	3.595,2	10.311,4	92,6	468,1	88,3	648,9	10.960,3
mar.	1.051,5	5.715,1	6.766,6	1.426,9	2.163,7	3.590,5	10.357,2	88,7	463,3	89,3	641,3	10.998,5
apr. <sup>(p)</sup>	1.047,5	5.747,5	6.795,0	1.408,7	2.162,7	3.571,4	10.366,4	93,5	472,2	98,0	663,7	11.030,1
Transakcije												
2013	45,6	250,4	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,4	437,5	-90,9	3,2	-87,7	349,8	1,0	10,8	12,8	24,6	374,4
2015	64,8	576,3	641,1	-143,3	12,0	-131,3	509,8	-47,8	48,9	-26,2	-25,2	484,6
2015 II	20,5	151,9	172,3	-47,6	10,9	-36,7	135,6	-35,2	4,0	4,0	-27,2	108,4
III	14,3	129,0	143,3	-35,3	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,3	-18,5	8,0	119,0
IV	6,3	128,8	135,0	-3,4	-4,0	-7,4	127,6	-21,5	21,4	-2,7	-2,8	124,8
2016 I	17,2	155,9	173,1	-17,0	3,3	-13,7	159,4	12,1	-10,9	14,3	15,4	174,8
2015 nov.	7,6	48,2	55,7	7,4	-1,9	5,5	61,2	-15,7	11,8	5,1	1,3	62,5
dec.	-3,0	31,3	28,4	1,3	-1,9	-0,6	27,8	-14,0	-6,5	-12,2	-32,7	-4,9
2016 jan.	10,1	57,6	67,8	2,5	-3,7	-1,3	66,5	9,0	0,6	4,6	14,1	80,6
feb.	2,4	43,1	45,5	-18,2	8,3	-10,0	35,5	6,4	-6,1	8,5	8,9	44,4
mar.	4,7	55,2	59,9	-1,2	-1,3	-2,5	57,4	-3,4	-5,4	1,2	-7,5	49,8
apr. <sup>(p)</sup>	-4,0	31,9	27,9	-18,6	-1,0	-19,5	8,3	4,7	8,6	8,9	22,3	30,6
Stopnje rasti												
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,4	8,1	-5,4	0,1	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,7	4,0	3,8
2015	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2015 II	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	24,2	0,6	4,9
III	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-0,7	0,7	4,9
IV	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 I	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
2015 nov.	8,0	11,7	11,1	-9,9	0,3	-4,0	5,2	-29,6	12,3	7,7	2,7	5,0
dec.	6,7	11,6	10,8	-9,0	0,6	-3,5	5,3	-38,2	11,5	-25,6	-3,9	4,7
2016 jan.	6,1	11,4	10,5	-7,4	0,7	-2,7	5,5	-29,3	10,1	-15,8	-1,2	5,1
feb.	5,7	11,2	10,3	-7,4	0,9	-2,6	5,4	-28,1	7,6	-12,2	-2,4	4,9
mar.	5,9	11,0	10,1	-6,8	0,6	-2,4	5,4	-28,9	7,6	-2,8	-1,0	5,0
apr. <sup>(p)</sup>	4,6	10,7	9,7	-7,3	0,4	-2,8	5,0	-26,9	6,5	-4,5	-1,6	4,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki <sup>2)</sup>	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Stanja</b>													
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,7	365,4	111,6	19,2	5.556,8	2.751,5	809,6	1.992,7	3,0	896,0	222,7	333,1
2015	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2015 II	1.858,2	1.410,7	322,6	112,8	12,2	5.647,3	2.911,4	735,1	1.998,0	2,8	955,1	228,0	340,9
III	1.901,1	1.451,1	324,0	115,8	10,1	5.695,3	2.987,9	707,4	1.997,0	3,0	966,6	218,0	356,2
IV	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 I	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
2015 nov.	1.934,2	1.486,9	321,4	116,9	9,1	5.727,8	3.033,2	698,5	1.992,2	3,9	990,3	222,4	371,7
dec.	1.927,4	1.480,8	321,8	116,5	8,2	5.750,9	3.060,9	694,3	1.993,1	2,6	990,0	224,5	362,5
2016 jan.	1.966,0	1.520,9	319,8	115,5	9,8	5.764,6	3.077,4	694,5	1.989,1	3,5	986,0	224,2	377,7
feb.	1.976,9	1.530,7	320,7	116,0	9,6	5.795,2	3.102,9	693,4	1.996,0	2,9	979,4	232,1	373,5
mar.	1.986,5	1.534,8	325,6	115,9	10,1	5.832,8	3.140,3	694,3	1.995,5	2,6	980,1	220,2	374,8
apr. <sup>(p)</sup>	2.008,9	1.561,7	322,9	115,7	8,6	5.849,2	3.158,8	693,1	1.994,0	3,3	963,3	213,8	377,1
<b>Transakcije</b>													
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,2	91,2	-25,9	1,5	2,4	140,7	210,0	-65,7	-1,8	-1,7	53,6	7,5	21,7
2015	100,1	140,1	-33,7	4,9	-11,2	194,5	302,4	-108,2	0,7	-0,4	76,5	-1,8	27,9
2015 II	13,6	32,0	-16,8	1,0	-2,6	50,9	73,5	-28,0	6,4	-1,0	11,8	2,8	0,9
III	42,5	41,0	0,4	3,1	-2,1	48,3	77,7	-27,7	-1,9	0,2	10,8	-10,1	13,4
IV	14,5	18,5	-2,8	0,7	-2,0	56,1	71,9	-11,4	-3,9	-0,5	19,0	4,2	6,1
2016 I	64,5	58,1	4,9	-0,5	2,0	84,0	80,5	1,0	2,5	0,1	-3,4	-4,1	13,3
2015 nov.	-7,6	-10,1	3,8	-0,1	-1,2	21,4	28,6	-5,5	-2,1	0,4	21,1	-2,4	5,5
dec.	-3,2	-3,4	1,3	-0,3	-0,8	24,1	28,3	-3,9	1,0	-1,3	2,5	2,1	-8,8
2016 jan.	40,2	41,2	-1,7	-0,9	1,6	14,1	16,5	0,6	-4,0	1,0	-3,5	-0,4	15,0
feb.	10,5	9,3	1,0	0,4	-0,2	30,6	25,4	-1,0	6,8	-0,6	-6,7	7,8	-2,7
mar.	13,8	7,6	5,6	0,0	0,6	39,4	38,7	1,4	-0,4	-0,3	6,8	-11,4	0,9
apr. <sup>(p)</sup>	22,1	26,7	-2,9	-0,2	-1,5	16,4	18,5	-1,3	-1,5	0,7	-17,2	-6,4	2,1
<b>Stopnje rasti</b>													
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,5	1,4	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2015 II	4,3	10,6	-13,9	1,3	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,6	-1,1	5,3
III	5,1	10,9	-12,3	2,4	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,0	-37,7	14,2	-4,9	5,8
IV	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 I	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
2015 nov.	5,0	10,0	-11,0	1,9	-31,7	3,3	10,9	-14,5	0,1	-18,1	9,6	-4,7	10,9
dec.	5,5	10,6	-9,4	4,4	-57,9	3,5	11,0	-13,4	0,0	-14,2	8,4	-0,8	8,3
2016 jan.	6,5	10,8	-9,0	4,3	-17,6	3,7	10,5	-11,3	0,2	-12,8	9,4	-3,1	9,8
feb.	6,5	10,5	-7,5	4,6	-29,2	4,0	10,5	-10,0	0,4	-26,4	6,9	1,8	7,8
mar.	7,3	10,8	-4,2	3,8	-30,8	4,3	10,7	-8,7	0,2	-30,7	4,1	-3,2	9,8
apr. <sup>(p)</sup>	8,4	12,0	-3,4	2,4	-23,5	4,3	10,5	-8,1	0,0	-6,6	0,8	-7,3	9,2

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju									Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila					Dolžniški vrednostni papirji			
					Skupaj	Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>	Zavarovalnicam in pokojninskim skladom				
											Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Stanja</b>													
2013	3.404,9	1.096,7	2.308,2	12.709,1	10.544,4	10.929,9	4.353,6	5.222,8	869,2	98,7	1.364,7	800,0	
2014	3.608,4	1.132,4	2.473,8	12.562,8	10.510,7	10.921,3	4.271,6	5.200,4	909,8	128,9	1.277,4	774,7	
2015	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4	
2015 II	3.683,5	1.138,0	2.543,1	12.636,8	10.592,2	10.986,4	4.291,3	5.258,5	906,8	135,5	1.255,3	789,4	
III	3.819,0	1.127,8	2.688,9	12.653,0	10.564,8	10.963,0	4.274,9	5.277,6	891,1	121,2	1.310,9	777,3	
IV	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4	
2016 I	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3	
2015 nov.	3.880,9	1.119,0	2.759,5	12.736,5	10.650,2	11.046,6	4.307,5	5.310,1	908,2	124,4	1.288,1	798,2	
dec.	3.896,6	1.110,2	2.784,0	12.680,7	10.591,7	10.989,6	4.273,5	5.307,3	887,3	123,6	1.301,7	787,4	
2016 jan.	3.967,6	1.117,2	2.848,0	12.689,5	10.617,2	11.013,4	4.289,1	5.311,7	890,8	125,5	1.306,1	766,3	
feb.	4.007,3	1.117,6	2.887,3	12.728,7	10.659,0	11.044,3	4.302,2	5.329,9	900,5	126,4	1.309,0	760,7	
mar.	4.049,1	1.115,2	2.920,8	12.708,8	10.645,3	11.029,1	4.290,3	5.338,3	908,1	108,6	1.312,2	751,3	
apr. <sup>(p)</sup>	4.095,6	1.122,8	2.959,6	12.716,7	10.652,0	11.035,6	4.293,3	5.343,7	901,4	113,6	1.317,2	747,6	
<b>Transakcije</b>													
2013	-25,0	-73,5	48,5	-305,7	-248,1	-270,7	-132,9	-4,0	-120,9	9,7	-72,7	15,1	
2014	72,1	16,0	56,1	-103,9	-50,2	-33,8	-60,8	-15,4	14,3	11,7	-90,0	36,2	
2015	284,2	-20,7	304,6	100,1	71,4	51,4	3,4	98,1	-24,7	-5,5	24,3	4,4	
2015 II	58,1	-10,7	68,6	2,8	10,3	5,1	1,6	31,5	-23,8	1,0	-14,1	6,7	
III	112,2	-10,1	122,3	54,8	-7,9	-3,7	-6,0	24,7	-12,2	-14,4	64,4	-1,6	
IV	73,5	-16,4	89,8	8,3	23,8	18,4	-0,5	22,8	-1,0	2,6	-22,4	6,9	
2016 I	123,2	2,7	120,5	68,3	84,0	74,5	38,4	36,0	24,5	-14,9	14,2	-29,9	
2015 nov.	36,6	-1,5	38,1	18,6	35,3	31,3	12,4	8,4	14,6	0,0	-20,4	3,7	
dec.	26,9	-7,1	33,9	-26,6	-38,9	-38,3	-19,9	-0,7	-17,8	-0,5	17,1	-4,8	
2016 jan.	61,2	5,1	56,2	26,0	35,6	32,8	22,2	6,6	4,8	2,0	7,0	-16,6	
feb.	36,2	0,0	36,1	45,0	43,5	41,0	15,6	18,2	8,9	0,8	4,1	-2,7	
mar.	25,8	-2,4	28,3	-2,6	4,9	0,7	0,6	11,2	10,7	-17,7	3,2	-10,6	
apr. <sup>(p)</sup>	51,2	5,9	45,2	12,7	11,7	10,3	5,5	5,8	-4,6	5,0	4,5	-3,5	
<b>Stopnje rasti</b>													
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,4	-0,3	1,5	11,9	-6,6	4,5	
2015	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2015 II	5,1	1,6	6,7	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,2	3,0	
III	7,2	0,5	10,2	0,8	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,0	-1,4	1,0	1,9	
IV	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2016 I	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3	
2015 nov.	7,8	-0,7	11,7	1,2	1,2	1,0	0,7	2,0	-0,2	-1,4	-0,7	3,4	
dec.	7,9	-1,8	12,3	0,8	0,7	0,5	0,1	1,9	-2,7	-4,2	1,9	0,5	
2016 jan.	8,7	-2,5	13,7	0,9	0,8	0,6	0,5	1,9	-2,5	-9,6	2,4	-0,3	
feb.	10,1	-2,4	15,9	1,2	1,2	0,9	0,7	2,2	-1,4	-6,9	2,9	-1,4	
mar.	10,1	-3,0	16,0	1,1	1,0	0,9	0,8	2,2	-1,3	-19,1	3,3	-2,3	
apr. <sup>(p)</sup>	10,4	-2,6	16,3	1,2	1,1	0,9	0,9	2,2	-1,7	-16,4	4,1	-2,4	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

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

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

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Petrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
		Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>4)</sup>					Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Stanja</b>										
2013	4.353,6	4.408,4	1.065,7	740,9	2.547,0	5.222,8	5.547,4	573,6	3.853,7	795,5
2014	4.271,6	4.330,9	1.080,7	720,5	2.470,4	5.200,4	5.546,2	563,3	3.861,1	776,0
2015	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2015 II	4.291,3	4.347,6	1.080,8	743,1	2.467,3	5.258,5	5.589,0	578,7	3.908,9	771,0
III	4.274,9	4.333,8	1.058,3	745,9	2.470,7	5.277,6	5.611,3	582,4	3.926,5	768,7
IV	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 I	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
2015 nov.	4.307,5	4.365,8	1.076,6	755,4	2.475,4	5.310,1	5.638,8	596,8	3.944,8	768,5
dec.	4.273,5	4.333,8	1.038,5	758,2	2.476,8	5.307,3	5.639,1	595,6	3.948,0	763,7
2016 jan.	4.289,1	4.352,2	1.048,9	765,6	2.474,6	5.311,7	5.642,8	596,4	3.953,2	762,1
feb.	4.302,2	4.361,5	1.049,4	774,1	2.478,7	5.329,9	5.650,5	601,4	3.966,7	761,8
mar.	4.290,3	4.352,3	1.045,2	767,7	2.477,3	5.338,3	5.657,0	603,4	3.972,9	762,0
apr. <sup>(p)</sup>	4.293,3	4.357,0	1.044,3	772,3	2.476,7	5.343,7	5.662,6	604,5	3.979,9	759,3
<b>Transakcije</b>										
2013	-132,9	-144,0	-44,3	-44,6	-44,0	-4,0	-17,2	-18,2	27,4	-13,2
2014	-60,8	-64,3	-14,2	2,3	-48,9	-15,4	4,7	-3,0	-3,4	-9,0
2015	3,4	8,8	-44,9	32,7	15,7	98,1	75,9	21,8	80,0	-3,6
2015 II	1,6	3,7	-2,7	7,7	-3,5	31,5	21,6	9,4	22,8	-0,7
III	-6,0	-0,8	-19,1	4,0	9,2	24,7	25,7	5,2	19,8	-0,3
IV	-0,5	1,4	-22,1	13,5	8,1	22,8	18,1	5,1	20,0	-2,4
2016 I	38,4	43,4	15,6	12,7	10,2	36,0	23,0	9,1	27,0	-0,1
2015 nov.	12,4	9,3	15,5	-2,4	-0,7	8,4	8,8	2,7	3,6	2,1
dec.	-19,9	-18,1	-32,0	5,9	6,1	-0,7	1,6	-0,6	3,9	-4,0
2016 jan.	22,2	23,9	13,2	6,5	2,5	6,6	5,7	1,3	6,3	-1,0
feb.	15,6	18,6	1,4	10,0	4,2	18,2	8,9	5,1	13,1	-0,1
mar.	0,6	0,9	0,9	-3,8	3,5	11,2	8,4	2,8	7,5	1,0
apr. <sup>(p)</sup>	5,5	6,4	0,0	5,1	0,5	5,8	5,6	0,9	7,1	-2,2
<b>Stopnje rasti</b>										
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2015 II	-0,2	-0,3	-1,1	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
III	0,1	0,2	-2,6	3,6	0,3	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,4
IV	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 I	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
2015 nov.	0,7	0,8	-0,8	3,6	0,5	2,0	1,4	3,6	2,1	-0,1
dec.	0,1	0,2	-4,1	4,5	0,6	1,9	1,4	3,8	2,1	-0,5
2016 jan.	0,5	0,7	-3,0	4,8	0,8	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,5
feb.	0,7	1,0	-3,0	6,2	0,7	2,2	1,5	5,0	2,3	-0,3
mar.	0,8	1,1	-2,6	5,2	1,0	2,2	1,6	5,1	2,3	-0,5
apr. <sup>(p)</sup>	0,9	1,2	-2,8	5,7	1,1	2,2	1,5	5,3	2,3	-0,8

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Obveznosti DFI						Sredstva DFI				
	Enote centralne ravni države <sup>2)</sup>	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno			
		Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
									Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
	Stanja										
2013	261,7	7.311,0	2.371,2	91,5	2.507,2	2.341,1	1.146,5	150,2	183,8	121,9	
2014	264,6	7.187,7	2.248,9	92,2	2.380,9	2.465,8	1.378,2	224,8	184,5	139,7	
2015	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6	
2015 II	265,2	7.168,6	2.223,1	86,7	2.329,7	2.529,0	1.453,9	240,5	224,6	147,1	
III	287,6	7.100,6	2.223,8	83,7	2.263,4	2.529,7	1.356,0	253,7	213,6	140,0	
IV	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6	
2016 I	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1	
2015 nov.	296,0	7.122,9	2.189,4	80,3	2.283,4	2.569,9	1.380,0	269,8	217,7	146,0	
dec.	278,6	7.065,8	2.184,2	79,8	2.253,1	2.548,8	1.325,0	279,1	205,9	135,6	
2016 jan.	306,1	7.046,6	2.174,2	78,6	2.221,8	2.571,9	1.313,8	297,7	215,0	141,7	
feb.	294,6	7.073,5	2.185,7	77,6	2.193,4	2.616,7	1.288,2	304,2	246,6	142,5	
mar.	318,8	7.027,0	2.182,9	76,8	2.174,8	2.592,6	1.279,8	306,7	247,1	152,1	
apr. <sup>(p)</sup>	316,9	7.047,9	2.183,6	75,4	2.173,2	2.615,7	1.283,2	299,3	237,0	140,0	
	Transakcije										
2013	-44,9	-80,8	-19,0	-14,3	-137,3	89,8	362,0	-53,6	32,2	43,7	
2014	-5,7	-161,3	-122,3	2,0	-151,4	110,3	238,4	0,9	0,7	17,8	
2015	7,8	-218,7	-104,0	-13,5	-203,8	102,5	-98,5	-12,1	21,4	-4,0	
2015 II	-18,0	-86,1	-34,7	-3,9	-50,5	3,0	0,6	-57,1	-11,8	-13,6	
III	22,0	-37,7	6,1	-3,1	-58,6	17,9	-64,8	1,0	-11,0	-7,1	
IV	-11,7	-57,9	-47,5	-3,9	-42,3	35,8	-36,9	10,4	-7,7	-4,3	
2016 I	40,1	-61,5	1,4	-2,9	-49,9	-10,1	-70,9	32,8	41,3	17,3	
2015 nov.	-51,8	-11,2	-21,1	-1,9	-6,2	18,1	-15,3	-40,4	21,3	1,1	
dec.	-17,9	-12,8	-3,0	-0,5	-18,5	9,2	-32,4	-3,5	-11,7	-10,4	
2016 jan.	27,6	-33,8	-9,3	-1,1	-22,5	-0,8	-24,2	11,4	9,1	6,9	
feb.	-11,4	-13,0	11,9	-1,0	-30,8	6,9	-74,1	13,0	31,6	0,9	
mar.	23,9	-14,7	-1,2	-0,8	3,4	-16,2	27,4	8,4	0,7	9,5	
apr. <sup>(p)</sup>	-2,2	8,7	0,8	-1,4	-3,8	13,1	-13,5	-13,2	-10,1	-12,0	
	Stopnje rasti										
2013	-14,7	-1,1	-0,8	-13,5	-5,1	3,8	-	-	10,3	23,3	
2014	-2,2	-2,2	-5,2	2,2	-6,0	4,6	-	-	0,4	14,6	
2015	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9	
2015 II	-6,0	-3,0	-5,3	-3,4	-8,1	4,4	-	-	31,0	23,5	
III	11,8	-3,4	-3,7	-9,1	-9,3	3,1	-	-	30,5	15,0	
IV	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9	
2016 I	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8	
2015 nov.	10,3	-3,4	-4,9	-11,4	-8,8	3,6	-	-	18,0	11,7	
dec.	3,2	-3,0	-4,6	-14,4	-8,4	4,1	-	-	11,6	-2,9	
2016 jan.	3,4	-3,4	-4,4	-15,3	-8,8	3,3	-	-	5,7	7,0	
feb.	10,0	-3,4	-3,5	-15,4	-9,4	3,0	-	-	8,2	-1,8	
mar.	11,4	-3,3	-3,3	-15,2	-8,4	1,9	-	-	4,6	-4,8	
apr. <sup>(p)</sup>	17,4	-2,8	-2,7	-15,3	-7,8	2,4	-	-	12,0	4,7	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

## 6 Državne finance

### 6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 I	-2,5	.	.	.	.	0,1
II	-2,4	.	.	.	.	0,1
III	-2,1	.	.	.	.	0,4
IV	-2,1	.	.	.	.	0,3

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

### 6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Odhodki						
	Skupaj	Tekoči prihodki			Skupaj		Tekoči odhodki				Investicijski odhodki		
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki			Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	23,0	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,3	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	4,0
2015	46,6	46,1	12,6	13,1	15,4	0,5	48,6	44,7	10,2	5,2	2,4	23,0	3,9
2015 I	46,7	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
II	46,6	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,0	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
III	46,6	46,1	12,5	13,2	15,4	0,5	48,7	45,0	10,2	5,2	2,5	23,1	3,8
IV	46,6	46,1	12,6	13,2	15,4	0,5	48,7	44,8	10,2	5,3	2,4	23,0	3,9

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik			Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	DFI	Drugi upniki	Do 1 leta	Nad 1 leto	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,9	11,3	78,0	19,7	31,6	38,0	87,2	2,2
2013	91,1	2,6	17,2	71,3	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,5	89,0	2,1
2014	92,0	2,8	16,9	72,4	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	19,0	32,0	41,0	89,9	2,1
2015	90,7	2,8	16,1	71,7	45,7	27,5	45,0	9,4	81,3	17,8	31,8	41,1	88,6	2,1
2015 I	93,0	2,7	16,9	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	92,4	2,8	16,3	73,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	91,8	2,8	16,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	90,8	2,8	16,1	71,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Državne finance

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememba dolga <sup>2)</sup>	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga								Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti		Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu		Razno			
	1	2	3	4	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	9	10	11	12
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,8	0,2	-0,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	0,9	-0,1	0,0	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,2	1,0	2,6
2015	-1,4	-0,3	-0,8	-0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	1,4
2015 I	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	-0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,6
II	-0,6	-0,1	-0,9	-1,0	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,0	0,5	1,4
III	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	0,1	1,6
IV	-1,3	-0,3	-0,8	-0,4	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	1,3

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

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

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

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

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

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>						
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje				Transakcije		
		Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev		Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 I	15,1	13,1	4,5	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
II	15,1	13,0	4,8	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
III	15,1	13,1	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
IV	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015 nov.	15,6	13,6	4,5	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
dec.	14,9	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016 jan.	15,1	13,2	5,4	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,3	1,2
feb.	15,4	13,5	4,9	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	3,0	0,3	1,2
mar.	15,6	13,7	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1
apr.	15,0	13,2	4,2	1,9	0,5	6,8	2,7	1,2	0,0	3,2	2,8	0,4	1,3

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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



## 6 Državne finance

### 6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irška 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2012	-4,2	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-2,9	-5,8	
2013	-3,0	-0,1	-0,2	-5,7	-13,0	-6,9	-4,0	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,8	-3,8	-3,6	-5,9	-4,0	-3,0	-8,9	
2015	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
2015 I	-3,2	0,4	0,5	-3,4	-4,3	-6,0	-3,9	-2,9	-0,2	
II	-3,1	0,4	0,6	-2,5	-4,7	-5,4	-4,0	-2,9	-0,4	
III	-2,9	0,9	0,7	-1,9	-4,4	-5,3	-3,9	-2,6	-0,9	
IV	-2,6	0,7	0,4	-2,3	-7,2	-5,1	-3,5	-2,6	-1,0	
Javni dolg										
2012	104,1	79,6	9,5	120,1	159,6	85,4	89,6	123,3	79,3	
2013	105,2	77,2	9,9	120,0	177,7	93,7	92,4	129,0	102,5	
2014	106,5	74,7	10,4	107,5	180,1	99,3	95,4	132,5	108,2	
2015	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	95,8	132,7	108,9	
2015 I	110,8	74,4	10,0	104,6	170,5	100,2	97,6	135,4	107,5	
II	109,4	72,6	9,9	101,6	169,4	99,8	97,8	136,0	110,7	
III	108,9	72,0	9,8	98,3	171,8	99,7	97,1	134,5	110,2	
IV	106,0	71,2	9,7	93,8	176,9	99,2	96,1	132,7	108,9	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,5	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3	-2,2
2013	-0,9	-2,6	0,8	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,7	-2,6
2014	-1,6	-0,7	1,7	-2,0	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,7	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
2015 I	-1,9	-0,7	1,1	-2,4	-2,1	-2,2	-7,1	-4,6	-2,9	-3,5
II	-2,1	0,4	1,3	-2,0	-2,1	-2,2	-6,4	-4,5	-2,9	-3,1
III	-2,1	0,1	1,2	-1,7	-2,0	-2,5	-3,1	-4,1	-2,6	-3,0
IV	-1,3	-0,2	1,2	-1,5	-1,8	-1,2	-4,4	-2,9	-3,0	-2,7
Javni dolg										
2012	41,4	39,8	22,0	67,5	66,4	81,6	126,2	53,9	52,4	52,9
2013	39,1	38,8	23,3	68,6	67,9	80,8	129,0	71,0	55,0	55,5
2014	40,8	40,7	22,9	67,1	68,2	84,3	130,2	81,0	53,9	59,3
2015	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1
2015 I	35,6	38,0	22,3	68,6	69,3	85,3	130,2	82,0	54,4	60,5
II	35,3	37,6	21,7	67,2	67,1	86,4	128,4	81,0	54,7	62,3
III	36,4	38,1	21,5	66,0	66,2	86,4	130,3	84,4	53,9	61,0
IV	36,4	42,7	21,4	63,9	65,1	86,2	129,0	83,2	52,9	63,1

Vir: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2016**

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 1. junij 2016.

ISSN 2363-3417 (spletna izdaja)  
EU kataloška številka QB-BP-16-004-EN-N (pdf)