



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 4/2026



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	8
2 Gospodarska aktivnost	14
3 Cene in stroški	24
4 Gibanja na finančnih trgih	32
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	37
6 Javnofinančna gibanja	42
Okvirji	46
1 Umetna inteligenca in trg dela v ZDA: vpliv na rast zaposlenosti	46
2 Odziv finančnih trgov v ZDA na geopolitične šoke, ki vplivajo na dobavo nafte	51
3 Spremembe v državni pomoči v EU	57
4 Višje cene nafte zaradi vojne na Bližnjem vzhodu: ocena dejavnikov zaviranja rasti v euroobmočju	63
5 Spremljanje gibanj na trgu dela v euroobmočju na podlagi napovedi o prestrukturiranju	69
6 Zakaj je blagovna inflacija ostala nizka? Vloga uvozne izpostavljenosti do Kitajske	74
7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 11. februarja do 5. maja 2026	81
8 Poslabšanje salda tekočega računa euroobmočja v letu 2025	87
Članek	93
1 Five years of the ECB Survey of Monetary Analysts: evolution and insights	93
Box 1 The SMA and private data provider polls: comparing panel composition and survey design	96
Box 2 What Taylor rules reveal about SMA-based monetary policy expectations	99

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je odločen izvajati denarno politiko tako, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni. Skladno s to zavezo je na seji 11. junija 2026 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Vojna na Bližnjem vzhodu ustvarja inflacijske pritiske, odločitev o zvišanju obrestnih mer pa je pravšnja tudi po več scenarijih, ki kažejo, kako bi se šok lahko razvijal in vplival na srednjeročne obete v euroobmočju.

Strokovnjaki Eurosistema v junijskih osnovnih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje pričakujejo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 3,0% v letu 2026, 2,3% v letu 2027 in 2,0% v letu 2028. Kar zadeva inflacijo brez energentov in hrane, osnovne projekcije napovedujejo, da bo v povprečju znašala 2,5% v letih 2026 in 2027 ter 2,2% v letu 2028. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami ECB za euroobmočje so strokovnjaki osnovno projekcijo inflacije za leti 2026 in 2027 popravili navzgor zaradi višjih cen energentov, ki se bodo do določene mere prelile v inflacijo v skupinah hrane, proizvodov in storitev. Po osnovnih projekcijah bo gospodarska rast v povprečju znašala 0,8% v letu 2026, 1,2% v letu 2027 in 1,5% v letu 2028. Rast je bila za leti 2026 in 2027 popravljena navzdol zaradi izrazitejšega vpliva vojne na trge surovin, realne dohodke in zaupanje.

Obeti ostajajo negotovi ob tveganju, da bo inflacija višja in gospodarska rast nižja. Celotne posledice vojne za srednjeročno inflacijo in gospodarsko rast bodo odvisne od intenzivnosti in trajanja energetskega cenovnega šoka ter od velikosti posrednih in sekundarnih učinkov. Negotovost se kaže tudi v širokem razponu napovedi o inflaciji in rasti, ki izhajajo iz najnovejših ilustrativnih scenarijev, ki so jih pripravili strokovnjaki Eurosistema. Ti so kot del [junijskih projekcij](#) objavljeni na spletnem mestu ECB.

Z odločitvijo 11. junija ostaja Svet ECB v dobrem položaju, da prebrodi negotovost, ki jo je povzročila vojna. Razmere bo natančno spremljal ter se o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, pri čemer bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju je v prvem četrtletju 2026 zabeležilo rast (prilagojeno za začasni dejavnik na Irskem), k čemur sta prispevala domače povpraševanje in

izvoz. Vseeno gospodarsko aktivnost zavira vojna na Bližnjem vzhodu, anketni rezultati pa nakazujejo upočasnitev, še posebno v storitvenih dejavnostih. Predelovalne dejavnosti se dobro držijo. Deloma je to posledica dejstva, da podjetja kopičijo zaloge, da bi se pripravila na pritiske iz dobavnih verig, obenem pa je tudi rezultat višjih izdatkov za obrambo.

Trg dela ostaja odporen. Stopnja brezposelnosti, ki je aprila 2026 znašala 6,3%, ostaja blizu zgodovinsko najnižjih ravni. V prvem četrtletju so bila ustvarjena nova delovna mesta, čeprav je bila dinamika počasnejša kot v zadnjem četrtletju 2025. Povpraševanje po delovni sili se je nadalje umirilo, podjetja in gospodinjstva pa pričakujejo, da bo trg dela oslabel.

Kar zadeva prihodnje obdobje, strokovnjaki pričakujejo, da bo domače povpraševanje šibkejše, kot je bilo napovedano marca 2026, saj vojna spodkopava zaupanje, višji energetske stroški pa znižujejo realne dohodke. Obenem je finančno stanje gospodinjstev na splošno trdno in potrošnja naj bi ostala glavno gonilo rasti. Kratkoročno bodo višji energetske stroški in nižje zaupanje zavrla zasebne naložbe, ki pa naj bi jih vseeno spodbujala podjetja z investiranjem v nove digitalne tehnologije. K javnim naložbam naj bi prispevali večji izdatki države za obrambo in infrastrukturo. Ti dejavniki naj bi v določeni meri blažili negativne posledice vojne.

Svet ECB je poudaril, da je treba nujno okrepiti gospodarstvo v euroobmočju ter hkrati ohraniti vzdržne javne finance. Javnofinančna vzdržnost je ključno sidro širše gospodarske stabilnosti. Javnofinančni odzivi na energetske cenovni šok bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni razmeram, kot je Evropska komisija opozorila v pomladanskem svežnju evropskega semestra 2026. Bolj kot kadarkoli prej so nujno potrebne reforme, da se poveča sposobnost euroobmočja za rast ter pospeši energetske prehod, s čimer se bo zmanjšala odvisnost od fosilnih goriv. Dokončanje unije prihrankov in naložb je ključno za financiranje inovacij, spodbujanje zelenega in digitalnega prehoda ter izboljšanje produktivnosti. Digitalni euro in tokeniziran grosistični centralnobančni denar bosta povečala evropsko strateško avtonomijo, konkurenčnost in finančno integracijo ter spodbudila inovacije na področju plačil. Zato je nujno, da se hitro sprejme uredba o uvedbi digitalnega eura. S poenostavitvijo in harmonizacijo pravil na enotnem trgu EU bodo lahko evropska podjetja rasla hitreje.

Inflacija

Inflacija je porasla s 3,0% v aprilu 2026 na 3,2% v maju. Inflacija v skupini energentov se je rahlo zvišala na 10,9%, v primerjavi z 10,8% aprila, medtem ko se je inflacija v skupini hrane znižala z 2,4% na 2,0%. Inflacija brez energentov in hrane se je povzpela z 2,2% v aprilu na 2,5% v maju, saj se je blagovna inflacija rahlo zvišala na 0,9%, storitvena inflacija pa se je povečala s 3,0% na 3,5%.

Domači stroškovni pritiski so v prvem četrtletju 2026 popustili, k čemur je prispevala počasnejša rast plač in dobičkov. Plačni kazalnik ECB in rezultati anket o plačnih pričakovanjih še naprej nakazujejo, da se bo rast plač med letom umirila. Toda podjetja imajo vse več stroškov z nabavo drugih proizvodnih dejavnikov, zato

pričakujejo, da bodo zvišala svoje prodajne cene. Poleg tega je energetski šok nekatere kazalnike osnovne inflacije že potisnil navzgor. Inflacijska pričakovanja v krajših časovnih razponih ostajajo precej nad ravnmi, ki so bile zabeležene pred izbruhom vojne na Bližnjem vzhodu. Obenem pa je večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni v srednjeročnem obdobju.

Zvišanje cen energentov bo inflacijo poleti nadalje potisnilo navzgor ter jo zadrževalo precej nad ciljno ravnijo tudi v prvi polovici leta 2027. To bo vplivalo tudi na inflacijo v skupini hrane, proizvodov in storitev. Nato naj bi se inflacija v drugi polovici leta 2027 vrnila na ciljno raven, k čemur bodo prispevale vse nižje cene energentov in počasnejše naraščanje drugih cen. Vseeno ostaja vojna na Bližnjem vzhodu glavni vir negotovosti. Dlje ko bodo cene energentov ostale visoke, bolj verjetno je, da se bo širša inflacija zvišala zaradi posrednih in sekundarnih učinkov. Zato bo Svet ECB natančno spremljal velikost in vztrajnost porasta cen energentov ter kako to vpliva na oblikovanje cen in plač, inflacijska pričakovanja in splošno gospodarsko dinamiko.

Ocena tveganj

Tveganja, ki spremljajo gospodarsko rast, so nagnjena navzdol, in sicer predvsem zaradi vojne na Bližnjem vzhodu, ki še zaostre okolje volatilnih globalnih ekonomskih politik. Daljše motnje v dobavi energentov bi lahko cene energentov še bolj potisnile navzgor, in to za dalj časa, kot se trenutno pričakuje. Ti dejavniki bi lahko še bolj zmanjšali realne dohodke, podjetja in gospodinjstva pa bi lahko manj investirala in trošila. Zaviralni vpliv na rast bi se še okrepil, če bi zaprtje glavnih pomorskih poti povzročilo akutno pomanjkanje ključnih proizvodnih dejavnikov, kar bi podjetja v euroobmočju prisililo v zmanjšanje proizvodnje. Na povpraševanje bi lahko negativno vplivalo poslabšanje razpoložanja na svetovnih finančnih trgih ali zaostritev ponudbe kreditov. Nadaljnja trenja v mednarodni trgovinski menjavi bi lahko dodatno ovirala tudi dobavne verige, zmanjšala izvoz ter oslabila potrošnjo in naložbe. Druge geopolitične napetosti, zlasti ruska neupravičena vojna proti Ukrajini, ostajajo pomemben vir negotovosti. Nasprotno bi bila lahko rast višja, če bi se gospodarstvo in energetski trgi hitreje prilagodili na motnje, ki jih povzroča vojna na Bližnjem vzhodu, kot se trenutno pričakuje, ali če bi se vojna končala takoj in trajno. Poleg tega bi lahko načrtovani izdatki za obrambo in infrastrukturo, reforme za večjo produktivnost in uvajanje novih tehnologij v podjetjih v euroobmočju spodbudili rast bolj, kot se pričakuje. Rast bi lahko na višjo raven od trenutno pričakovane pospešila tudi globlja integracija enotnega trga.

Tveganja, ki spremljajo inflacijske obete, so nagnjena navzgor. Če bi cene energentov rasle bolj in dalje, kot se trenutno pričakuje, bi se inflacija v euroobmočju nadalje zvišala. Ta trend bi se lahko okrepil in postal bolj vztrajen, če bi se višje cene energentov v večji meri prelile v druge cene in plače, kot se pričakuje, če bi se dolgoročnejša inflacijska pričakovanja zaradi tega zvišala ali če bi prišlo do širših motenj v globalnih dobavnih verigah. Sedanje trgovinske napetosti bi lahko povzročile tudi bolj fragmentirane globalne dobavne verige, okrnile dobavo kritičnih surovin ter povečale omejitve proizvodnih zmogljivosti v gospodarstvu euroobmočja.

Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov ter splošnejšega napredovanja krize v zvezi s podnebjem in naravo bi se cene hrane lahko zvišale bolj, kot je pričakovano. Nasprotno bi bila lahko inflacija nekoliko nižja, če bi se izkazalo, da so gospodarske posledice vojne na Bližnjem vzhodu bolj kratkotrajne, kot se trenutno pričakuje, ali če bi bili posredni ali sekundarni učinki nazadnje manj izraziti, kot je bilo pričakovano. Bolj volatilni finančni trgi z večjim odporom do tveganja bi lahko zavirali povpraševanje in s tem zniževali tudi inflacijo.

Finančne in denarne razmere

Pogoji financiranja so od seje Sveta ECB, ki je potekala 30. aprila 2026, ostali večinoma nespremenjeni, vendar ostajajo strožji kot pred vojno. Stroški tržnega dolžniškega financiranja so se povečali s 3,9% v marcu na 4,0% v aprilu. Bančne obrestne mere za posojila podjetjem so aprila ostale na ravni 3,6%, hipotekarne obrestne mere pa na ravni 3,4%.

Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem se je povečala s 3,2% v marcu na 3,4% v aprilu, medtem ko se je stopnja rasti izdajanja podjetniških obveznic povečala na 4,6%. Obseg hipotekarnih posojil se je aprila zopet povečal za 3,0%.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju so odporne, k čemur prispevajo močni kapitalski in likvidnostni količniki, solidna kakovost aktive in okrepljena dobičkonosnost. Toda tveganje za finančno stabilnost predstavlja nenaden in strm upad cen finančnega premoženja, ki bi ga še okrepil nebančni finančni sektor in vse slabša kakovost aktive, zlasti v energetsko in trgovinsko občutljivih sektorjih. Ta tveganja se bodo povečevala, dlje ko bodo sedanji geopolitični konflikti trajali. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti ter tako prispeva k večji odpornosti in ohranjanju makrobonitetnega manevrskega prostora.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na seji 11. junija 2026 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so se tako zvišale na 2,25%, 2,40% oziroma 2,65%, z začetkom veljavnosti 17. junija 2026.

Portfelja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji se zmanjšujeta postopno in predvidljivo, saj je Eurosistem prenehal ponovno investirati plačila glavnice zapadlih vrednostnih papirjev.

Zaključek

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

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

1 Zunanje okolje

Svetovno gospodarstvo je v začetku leta 2026 ohranilo odpornost, vendar dolgotrajna vojna na Bližnjem vzhodu poslabšuje obete zaradi višjih cen energentov, zaostrenih finančnih pogojev in povečane negotovosti. Na začetku leta sta svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo poganjali močna proizvodnja v predelovalnih dejavnostih ter naložbe, povezane z umetno inteligenco. Poleg tega je gospodarsko aktivnost dodatno krepilo preventivno kopičenje zalog energetske občutljivega blaga, kar je bilo še posebej opazno v ZDA, na Kitajskem in v drugih azijskih gospodarstvih v vzponu. Neposredni vpliv vojne na Bližnjem vzhodu na trgovino z blagom razen energentov in pomorski promet so bili doslej omejeni, vendar so se okrepili pritiski pri ponudbi nafte, naftnih derivatov in drugega energetske občutljivega blaga. Hkrati se je svetovna inflacija zvišala, saj so višji stroški energentov začeli sprožati širše cenovne pritiske. Zato makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje iz junija 2026 kažejo na šibkejšo svetovno gospodarsko rast v letu 2026 kot v prejšnjem krogu projekcij, obenem pa višjo svetovno inflacijo tako v letu 2026 kot v letu 2027.

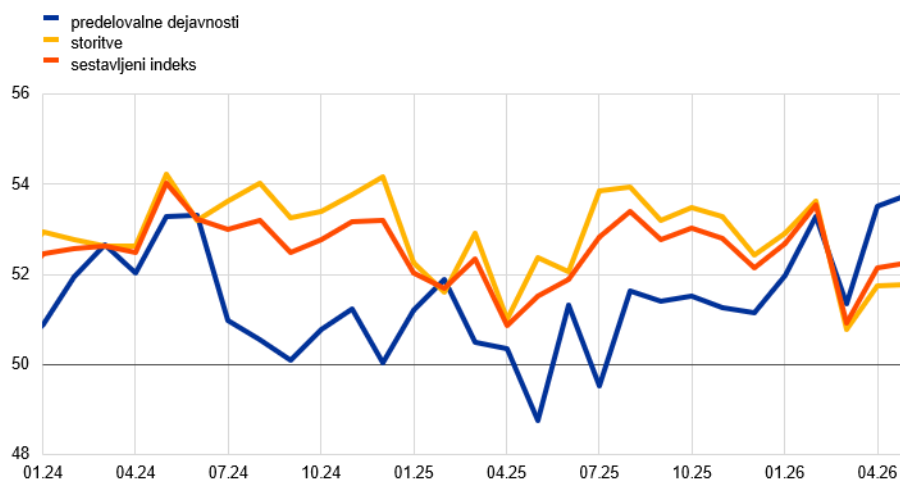
Svetovna gospodarska aktivnost je na začetku leta 2026 ohranila zagon, k čemur sta prispevala proizvodnja v predelovalnih dejavnostih in preventivno kopičenje zalog energetske občutljivega blaga. Najnovejši podatki iz nacionalnih računov nakazujejo, da se je svetovna gospodarska aktivnost v prvem četrtnem letju 2026 glede na prejšnje četrtno leto povečala za 0,7% v primerjavi z 0,8% v zadnjem četrtnem letju 2025. Anketni kazalniki kažejo na nadaljnji zagon na začetku drugega četrtnega leta 2026, saj se je svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti po izrazitem upadu v marcu 2026 v aprilu in maju ponovno zvišal (graf 1, slika a). K izboljšanju so prispevale predvsem predelovalne dejavnosti, medtem ko je bilo okrevanje v storitvenih dejavnostih bolj zmerno. Pogostost navajanja izrazov, kot so »vnaprejšnje kopičenje zalog«, »varnostne zaloge« in sorodni izrazi, se je v telekonferencah ob objavi poslovnih rezultatov v energetske in energetske intenzivnih sektorjih znatno povečala, kar nakazuje, da podjetja oblikujejo varnostne rezerve kot odziv na večjo negotovost, povezano z vojno na Bližnjem vzhodu in morebitnimi motnjami v oskrbi (graf 1, slika b). V makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje iz junija 2026 krepka rast v prvem četrtnem letju 2026 in začasni dejavniki, ki spodbujajo svetovno gospodarsko aktivnost, kratkoročno delno ublažijo neugodne učinke vojne na Bližnjem vzhodu, vendar po pričakovanjih ne bodo preprečili splošne upočasnitve aktivnosti v letu 2026.

Graf 1

Svetovni indeks PMI o gospodarski aktivnosti (brez euroobmočja) in navedbe v telekonferencah svetovnih podjetij ob objavi poslovnih rezultatov

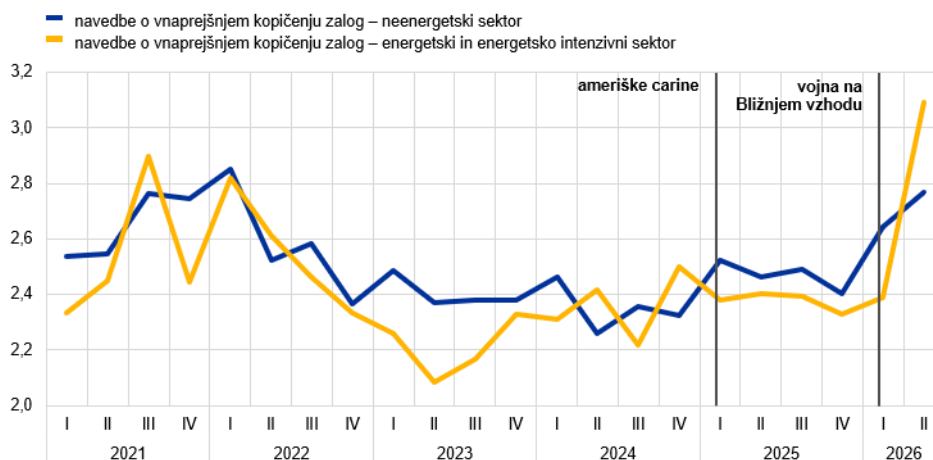
a) Indeksi PMI

(difuzijski indeksi)



b) Telekonference podjetij ob objavi poslovnih rezultatov

(število stavkov na telekonferenco ob objavi poslovnih rezultatov)



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

Opombe: Na sliki a vodoravna črta pri vrednosti 50 označuje nevtralno izhodišče, ki razmejuje rast in krčenje. Na sliki b se telekonference ob objavi poslovnih rezultatov nanašajo na povprečno število primerov, ko podjetja po vsem svetu med telekonferencami omenijo »vnaprejšnje kopičenje zalog« in sorodne izraze. Energetski in energetsko intenzivni sektorji vključujejo fosilna goriva, obnovljive vire energije, uran, kemikalije, promet, trgovino na drobno s hrano in zdravili ter uporabne surovine. Izraz ameriške carine se nanaša na prvo večjo uveljavitev carinskih ukrepov, uvedenih v drugem mandatu predsednika Trumpa. Vojna na Bližnjem vzhodu se nanaša na začetek konflikta. Zadnji podatki na sliki a se nanašajo na maj 2026, na sliki b pa na 15. maj 2026.

Obeti za svetovno gospodarsko rast so se poslabšali, saj konflikt na Bližnjem vzhodu neugodno vpliva na cene energentov in finančne pogoje ter s tem povečuje negotovost. Zaradi motenj na območju Hormuške ožine in nesklentitve dokončnega mirovnega sporazuma se pritiski na zvišanje cen energentov, zlasti nafte, še naprej krepijo. Čeprav močne naložbe, povezane z umetno inteligenco, odporni trgovinski tokovi in spodbudni ukrepi politik prinašajo določeno olajšanje, bodo višji stroški energentov in zaostreni finančni pogoji v prihodnje po pričakovanih vse bolj obremenjevali zasebno povpraševanje. Rast svetovnega realnega BDP brez

euroobmočja naj bi se po projekcijah upočasnila s 3,6% v letu 2025 na 3,0% v letu 2026, nato pa naj bi postopoma okrevala na 3,2% v letu 2027 in 3,3% v letu 2028.¹

Cene surovin ostajajo zelo volatilne, energetski trgi pa so še naprej pod vplivom blokade Hormuške ožine in spreminjajočih se pričakovanj glede morebitnega dokončnega mirovnega sporazuma.

Cene nafte so se v obravnavanem obdobju (od 19. marca do 10. junija 2026) znižale za 15%, na 94 USD za sod, vendar so še vedno 32% višje od ravni pred vojno. Začetni upad je sledil napovedi prekinitve ognja med ZDA in Iranom aprila, poznejše znižanje cen nafte pa je odražalo ponovna pričakovanja, da bi lahko podaljšana prekinitve ognja odprla pot širšemu mirovnemu sporazumu med državama. Kljub temu so cene nafte v celotnem obravnavanem obdobju ostale zelo volatilne, saj so se pri izvozu energentov skozi Hormuško ožino še naprej pojavljale resne motnje. Dolgotrajne omejitve plovbe skozi Hormuško ožino neposredno zaostreje razmere na področju svetovne oskrbe z energenti in s tem ohranjajo pritiske na zvišanje cen energije. Cene plina v Evropi so se prav tako izrazito znižale, in sicer za 21%. Tako kot na trgih nafte so bila pričakovanja glede podaljšane prekinitve ognja glavni dejavnik znižanja cen plina v obravnavanem obdobju. Poleg tega je šibkejši uvoz utekočinjenega zemeljskega plina (UZP) v Azijo marca in aprila 2026 omejil pritiske na zvišanje cen plina, kar gre pripisati milejšim vremenskim razmeram in večjemu nadomeščanju plina s premogom na Kitajskem. Vendar pa razmere ostajajo zelo volatilne in negotove, saj so še naprej moteni tudi tokovi UZP.² Cene hrane so v splošnem ostale pretežno stabilne, saj so nižje cene kave – h katerim je prispeval velik obseg proizvodnje v Braziliji – v veliki meri izravnale višje cene kakava zaradi zaskrbljenosti glede morebitnega močnega pojava El Niña pozneje v letu. Cene kovin so se zvišale za 13%, kar je bila posledica motenj v oskrbi z aluminijem na Bližnjem vzhodu in pričakovanj o manjši proizvodnji bakra v Čilu.

Pritiski v dobavnih verigah so se povečali, vendar podatki kažejo le na pomanjkanje nekaterih vhodnih surovin, ne pa na širše motnje v svetovnih logističnih verigah.

Dobavni roki dobaviteljev v anketah PMI so se aprila podaljšali, zlasti v euroobmočju in Združenem kraljestvu, podjetja pa so poročala o vse večjem pomanjkanju nafte, polimerov in kemikalij. Čeprav pomanjkanje še naprej presega običajne ravni, podatki še ne kažejo na širše motnje v svetovnih logističnih verigah. Kontejnerski ladijski promet zunaj Hormuške ožine je potekal večinoma nemoteno. Glede na to trenutne razmere bolj spominjajo na omejene motnje pri dobavi vhodnih surovin kot na splošne zastoje v svetovnih logističnih verigah iz let 2021 in 2022. Vendar pa bi se fizično pomanjkanje lahko zaostri, če se bo zaprtje Hormuške ožine nadaljevalo, zlasti pri nafti, naftnih derivatih in drugih energetsko intenzivnih vhodnih surovinah. To še naprej pomeni znatno tveganje tako za znižanje gospodarske aktivnosti kot tudi za zvišanje svetovne inflacije.

¹ Glej okvir 1 v »Junjskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki so bile bila 11. junija 2026 objavljene na spletnem mestu ECB.

² Opozoriti je treba, da to poglavje obravnava spremembe promptnih cen med marcem in junijem 2026. Te se lahko razlikujejo od sprememb tehničnih predpostavk med marčnim in junjskim krogom projekcij zaradi razlik v presečnih datumih za tržne podatke ter zaradi uporabe promptnih in terminskih cen nafte, izračunanih kot povprečje za več delovnih dni v postopku priprave projekcij.

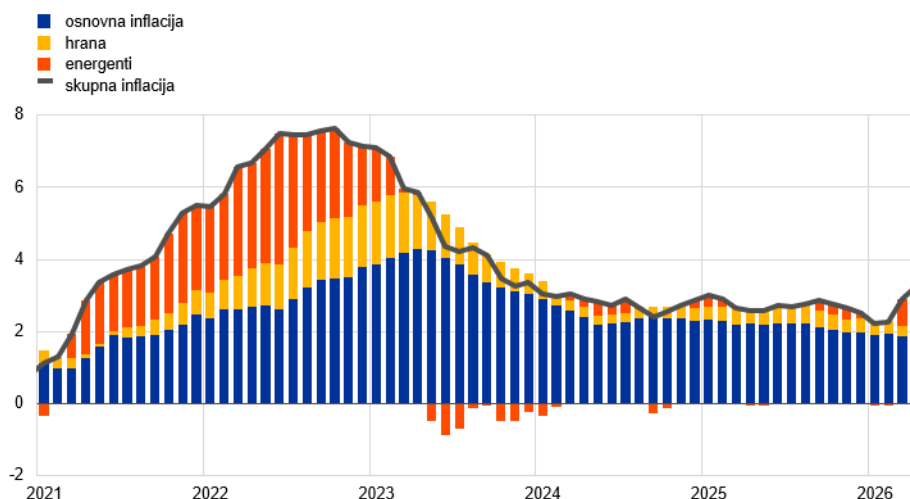
Svetovna inflacija se je aprila zvišala, cenovni pritiski v zgodnejših fazah cenovne verige pa so se od takrat okrepili, saj se je energetska šok začel širiti.

Svetovna skupna inflacija v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) brez Turčije se je zvišala s 3,3% v marcu 2026 na 3,5% v aprilu, kar je odražalo predvsem višjo inflacijo v skupini energentov (graf 2).³ Energetska šok bo predvidoma zaradi višjih proizvodnih stroškov prispeval tudi k zvišanju osnovne inflacije. Svetovne vhodne cene v predelovalnih dejavnostih po kazalniku PMI so se v aprilu zvišale, kar nakazuje, da je več podjetij poročalo o naraščanju vhodnih stroškov, medtem ko so se kazalniki vhodnih cen v storitvenih dejavnostih zvišali zmerneje. Ker kazalniki PMI ne merijo obsega cenovnih sprememb, ampak delež sodelujočih v anketi, ki poročajo o zvišanju, ti podatki kažejo na širše cenovne pritiske v zgodnejših fazah cenovne verige. Svetovna inflacija brez euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2026 zvišala na 3,5%, nato pa se bo v letu 2027 znižala na 3,0% in v letu 2028 na 2,5%.

Graf 2

Inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Agregat OECD zajema države euroobmočja, ki so članice te organizacije, in ne vključuje Turčije. Izračuna se z uporabo letnih uteži OECD za indeks cen življenjskih potrebščin (CPI). Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

Svetovna rast uvoza je v prvem četrtletju presegla pričakovanja, vendar bo predvidoma izgubila zagon, ko bodo izzveneli učinki kopičenja zalog. Podatki iz nacionalnih računov kažejo na močno rast v prvem četrtletju 2026, ki jo spodbuja živahen uvoz v ZDA, na Kitajskem, v Južni Koreji in drugih razvitih azijskih gospodarstvih. V močni rasti uvoza so se odražali odporna gospodarska aktivnost, trgovinska menjava, povezana z umetno inteligenco, in preventivno oblikovanje zalog energetske občutljivega blaga, saj naj bi se učinki slednjega v naslednjih nekaj četrtletjih zmanjšali. Vendar naj bi se dinamika svetovnega uvoza v drugem četrtletju umirila, saj vojna na Bližnjem vzhodu zaradi višjih stroškov energije, prevoza in zavarovanja zavira energetske intenzivna gospodarstva. Rast svetovnega uvoza

³ Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za skupno inflacijo zajemajo širši nabor držav – med njimi velika gospodarstva v vzponu, kot so Kitajska, Indija, Brazilija in Rusija – ki niso upoštevane v izračunu inflacije OECD.

brez euroobmočja naj bi se po projekcijah v letu 2026 znižala na 4,2%, v letih 2027 in 2028 pa še dodatno umirila. To odraža ugodnejše najnovejše podatke in odpornejšo osnovno dinamiko trgovinske menjave, ki jo poganja živahnejše trgovanje z vhodnimi komponentami, povezanimi z umetno inteligenco in tehnologijo.

V ZDA se je realna rast BDP v prvem četrtnem letu 2026 znova okrepila, vendar je osnovna dinamika zasebnega povpraševanja oslabela. Četrtna rast BDP se je zvišala z 0,1% v zadnjem četrtnem letu 2025 na 0,4%, saj se je gospodarska aktivnost po začasnem zaprtju zvezne vlade znova okrepila. K okrevanju so prispevali javna potrošnja in naložbe, medtem ko se je zasebna potrošnja upočasnila. Zasebne naložbe v osnovna sredstva so se ohranile na visoki ravni, k čemur so pomembno prispevali izdatki za računalniško opremo in programsko opremo za umetno inteligenco, vendar pa je neto prispevek aktivnosti na področju umetne inteligence k rasti BDP zaradi visoke uvozne komponente ostal skromen. Gospodarska rast v ZDA naj bi v prihodnjem obdobju ostala blizu potencialne ravni. Višje cene nafte in zaostreni finančni pogoji bodo predvidoma zavirali zasebno potrošnjo, vendar naj bi ta učinek nevtralizirale močne naložbe v umetno inteligenco.

Kljub upočasnjenemu prenosu carin se je inflacija v ZDA aprila zvišala, saj se je vpliv višjih cen nafte razširil. Inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je zvišala s 3,3% v marcu 2026 na 3,8% aprila, ker je inflacija v skupini energentov močno porasla na 17,9% (marca 12,5%). Cene pogonskih goriv na drobno so se zviševale tudi maja in se približale ravnem, ki so bile nazadnje zabeležene sredi leta 2022, kar nakazuje nadaljnje kratkoročne pritiske v smeri zvišanja inflacije v skupini energentov. Cenovni pritiski so se prav tako širili, k čemur so prispevale višje cene tovarnega prometa in potniškega letalskega prevoza. Inflacija CPI brez energentov in osnovna inflacija sta prav tako beležili blago rast. Do zvišanja je prišlo kljub upočasnjenemu prenosu carin na končne cene, inflacija v skupini proizvodov za široko porabo (razen hrane, energentov ter rabljenih osebnih in tovornih vozil) pa je, kot kaže, že marca 2026 dosegla vrh. Dvig cen nafte je zvišal tudi inflacijska pričakovanja potrošnikov. Ankete PMI kažejo na naraščanje cenovnih pritiskov, zlasti v predelovalnih dejavnostih. Po projekcijah naj bi se inflacija, merjena z izdatki za osebno porabo, še naprej zviševala do prvega četrtnega leta 2027, proti 2-odstotnemu cilju ameriške centralne banke pa naj bi se vrnila šele leta 2028.

Na Kitajskem je gospodarski zagon na začetku drugega četrtnega leta 2026 po krepki rasti v prvem četrtnem letu nekoliko oslabil. Realni BDP se je v prvem četrtnem letu 2026 glede na predhodno četrtno leto okrepil za 1,3%, k čemur sta prispevala odporen izvoz in podporni ukrepi politik. Vendar so podatki za april kazali na splošno upočasnitev. To odraža oslabitev trgovine na drobno in naložb, medtem ko se je medletna rast industrijske proizvodnje upočasnila na 4,1% – kar je najšibkejša rast od sredine leta 2023 – saj so višje cene nafte zavirale aktivnost v energetsko intenzivnih panogah. Nepremičninski sektor je še naprej zaviral gospodarsko aktivnost, cene stanovanjskih nepremičnin so vztrajno upadale, širši kazalniki na tem področju pa so ostali umirjeni. Izvoz je še naprej krepil gospodarsko aktivnost, predvsem po zaslugi trgovinske menjave na področju umetne inteligence (na primer s polprevodniki) in konkurenčnih cen, medtem ko je domače povpraševanje ostalo šibko. Inflacijski pritiski zaradi energetskega šoka so bili do zdaj izrazitejši pri cenah

proizvajalcev kot pri cenah življenjskih potrebščin. Skupna inflacija (CPI) se je aprila medletno zmerno zvišala na 1,2%, medtem ko je inflacija, merjena s cenami pri proizvajalcih, strmo narasla na 2,8%. To nakazuje, da višji stroški energije bolj neposredno obremenjujejo industrijo in energetske intenzivne sektorje kot pa gospodinjstva. Na splošno naj bi se gospodarska aktivnost postopoma umirila, saj odporen izvoz le delno blaži šibko domače povpraševanje in nadaljnje prilagajanje v nepremičninskem sektorju.

Gospodarska aktivnost v Združenem kraljestvu se je v prvem četrtletju 2026 močno okrepila, vendar naj bi bilo okrevanje le začasno. Četrtna rast BDP se je okrepila na 0,6%, k čemur sta prispevali tako zasebna kot tudi državna potrošnja, medtem ko so se naložbe zmanjšale, neto izvoz pa je zaviral rast. Najnovejši kratkoročni kazalniki nakazujejo umirjanje zagona na začetku drugega četrtletja, saj so višje cene energentov in negotovost negativno vplivale na zaupanje. Skupna inflacija se je aprila znižala, kar je predvsem odraz nižje rasti cen storitev, vendar naj bi se znova zvišala, saj se bodo višji stroški energentov prenesli na račune gospodinjstev ob novi določitvi najvišje cene energentov. Dinamika rasti naj bi se po okrevanju v prvem četrtletju na splošno umirila, v prihodnjih mesecih pa se bodo predvidoma znova pojavili inflacijski pritiski.

2 Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo v euroobmočju (brez upoštevanja volatilnih podatkov za Irsko) je v prvem četrtletju 2026 dosegalo zmerno rast, k čemur sta prispevala domače povpraševanje in izvoz. Trg dela ostaja odporen, pri čemer so se v prvem četrtletju ustvarjala dodatna delovna mesta, čeprav počasneje kot v zadnjem četrtletju 2025. Ob izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu so se kratkoročni kazalniki gospodarske aktivnosti od marca znižali, kar pomeni, da se je zasebna potrošnja zmanjšala, gospodarska klima poslabšala in dobavni roki dobaviteljev podaljšali. V celoti gledano ta gibanja nakazujejo, da vojna na Bližnjem vzhodu zaviralno vpliva na sedanjo in pričakovano aktivnost. K slabšanju splošne gospodarske klime večinoma prispevajo gospodinjstva in storitvene dejavnosti. V srednjeročnem obdobju naj bi na domače povpraševanje spodbudno vplivalo povečevanje realnega dohodka zaradi zniževanja cen energentov, odpornega trga dela ter povečevanja državne potrošnje za infrastrukturo in obrambo. Te dejavnike naj bi po pričakovanjih dopolnjevale večje naložbe, povezane z umetno inteligenco in energetske prehodom.

Take obete na splošno kažejo tudi junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi povprečna medletna realna rast BDP v letu 2026 znašala 0,8%, v letu 2027 1,2% in v letu 2028 1,5%. To pomeni, da je bila rast BDP za leti 2026 in 2027 popravljena nekoliko navzdol, ker je bil vpliv vojne na trge surovin, realne dohodke in zaupanje izrazitejši, kot je bilo prvotno pričakovano. Zaradi vojne na Bližnjem vzhodu so obeti precej bolj negotovi, kar prinaša tveganja zvišanja inflacije in upada gospodarske rasti. Zaradi zelo velike negotovosti glede vpliva vojne, ki bo močno odvisen od njenega trajanja in intenzivnosti, osnovne projekcije spremljajo ilustrativni alternativni scenariji, ki so v okviru projekcij objavljeni na spletnem mestu ECB.⁴

Gospodarstvo v euroobmočju (brez upoštevanja volatilnih podatkov za Irsko) je v prvem četrtletju 2026 dosegalo zmerno rast. Po Eurostatovi najnovejši oceni se je realni BDP v euroobmočju v prvem četrtletju 2026 medčetrtletno zmanjšal za 0,2%, potem ko se je v zadnjem četrtletju 2025 glede na četrtletje prej povečal za 0,2%. Vendar pa se je brez upoštevanja podatkov za Irsko realni BDP povečal za 0,3%, kar je rahlo manj od 0,4-odstotnega povečanja v zadnjem četrtletju 2025. Dinamika komponent domačega povpraševanja se je v prvem četrtletju upočasnila (graf 3). Rast zasebne in javne potrošnje se je upočasnila, naložbe pa so se zmanjšale. Hkrati so se spremembe zalog rahlo zmanjšale, kar je negativno prispevalo k rasti BDP. Čeprav je bila neto trgovinska menjava v osnovnih podatkih negativna, je ob izključitvi volatilnih irskih trgovinskih tokov postala pozitivna. K proizvodnji v prvem četrtletju so prispevale predvsem storitvene dejavnosti, ki jih je podpiral sektor informacijskih in komunikacijskih storitev. Zagon v gradbeništvu je oslabil zaradi neugodnih vremenskih razmer v nekaterih delih Evrope, zaradi česar se je gradbena aktivnost po štirih četrtletjih rasti zmanjšala. Gibanja v predelovalnih dejavnostih so bila v euroobmočju precej različna, nanje pa je močno vplivala volatilitnost v nekaterih državah, zlasti 35-odstotni upad na Irskem. Čeprav je sektor še vedno izpostavljen zaviralnim dejavnikom, ki izhajajo iz višjih carin in geopolitične

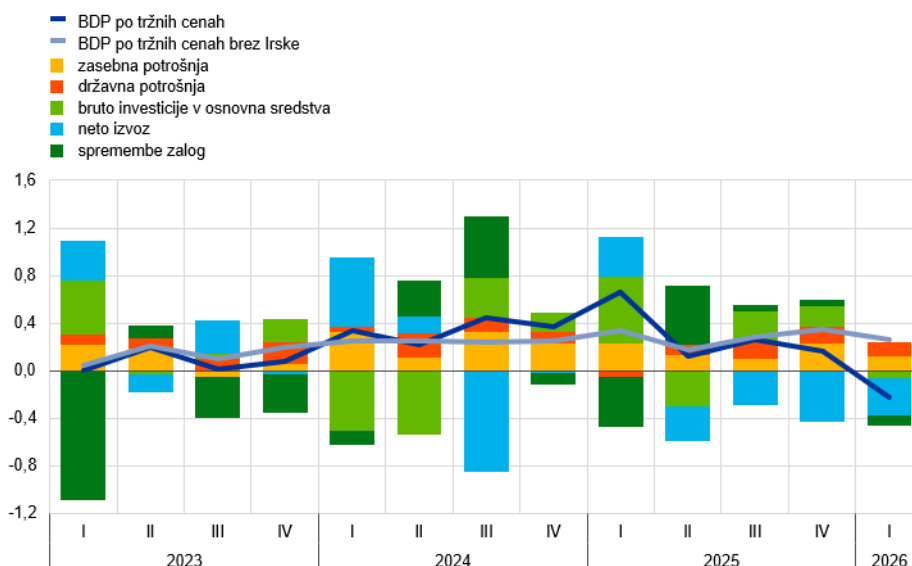
⁴ Glej »[Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, objavljene 11. junija 2026 na spletnem mestu ECB.

negotovosti, pa hkrati nanj spodbudno vpliva proizvodnja, povezana z obrambno industrijo. Ne glede na precejšnje razlike med državami je bila v prvem četrletju 2026 rast BDP v večini držav članic pozitivna.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje tudi BDP brez upoštevanja Irske, saj so irski podatki še posebno volatilni. Pri podkomponentah pa je prikazana razčlenitev BDP, ki vključuje Irsko. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2026.

Kratkoročni kazalniki so se od marca znižali, kar jasno kaže, da vojna na Bližnjem vzhodu negativno vpliva na gospodarsko aktivnost.

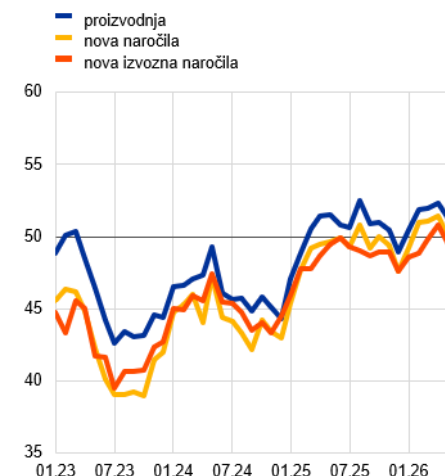
Predhodni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti v euroobmočju se je maja dodatno znižal, tako da že dva meseca zapored ostaja v območju krčenja. Skupno znižanje z 51,9 na 48,6 med februarjem in majem 2026 poudarja, da vojna na Bližnjem vzhodu negativno vpliva na ocene glede proizvodnje. Medtem ko so k znižanju prispevale predelovalne in storitvene dejavnosti, je bilo kumulativno znižanje v storitvenih dejavnostih precej izrazitejše, pri čemer je indeks o gospodarski aktivnosti v storitvenih dejavnostih dosegel raven, ki je bila nazadnje dosežena na začetku leta 2021 (graf 4). Podobno sliko kažejo ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov, pri čemer večina poslabšanja splošne gospodarske klime izvira iz gospodinjestev in storitvenih dejavnosti. Iz podatkov indeksa PMI je tudi razvidno, da so se dlje v prihodnost usmerjeni rezultati anket o novih naročilih poslabšali hkrati z gospodarsko aktivnostjo, medtem ko so se dobavni roki dobaviteljev dodatno podaljšali, pri čemer so zamude pri dobaviteljnih najdaljše od junija 2022.

Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

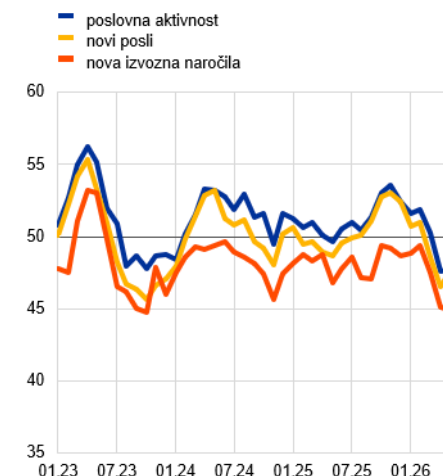
a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)



b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2026.

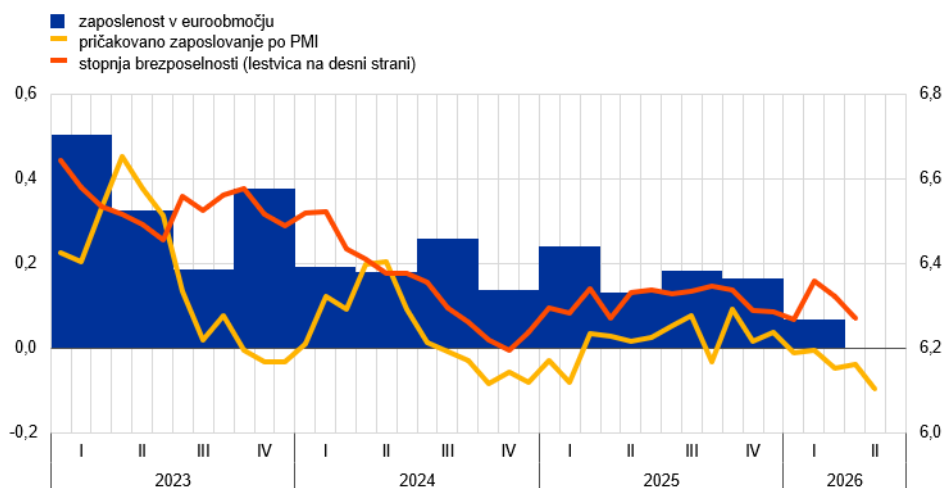
Stopnja brezposelnosti ostaja nizka, vendar se je ustvarjanje delovnih mest upočasnilo, povpraševanje po delavcih pa se še naprej umirja.

Stopnja brezposelnosti je v marcu in aprilu znašala 6,3%, pri čemer približno stabilna na tej ravni ostaja od sredine leta 2024 (graf 5). Medtem ko se je skupno število opravljenih delovnih ur v prvem četrtletju 2026 medčetrletno zmanjšalo za 0,2%, se je zaposlenost še naprej povečevala, k čemur je prispevala rast delovne sile. Zato se je povprečno število opravljenih delovnih ur na zaposlenega zmanjšalo. Vseeno se je ustvarjanje novih delovnih mest na začetku leta 2026 dodatno upočasnilo, in sicer medčetrletno na 0,1% in medletno na 0,5%, potem ko se je v letu 2025 povečalo za 0,7%, v letu 2024 za 0,8% in v letu 2023 za 1,4%. Postopno umirjanje rasti zaposlenosti je delno posledica nadaljnega umirjanja povpraševanja po delavcih. Stopnja prostih delovnih mest se znižuje od druge polovice leta 2022. Potem ko se je ob koncu leta 2025 zaradi gibanj v gradbeništvu rahlo zvišala, se je v prvem četrtletju 2026 znižala na 2,2%. Gibanja v posameznih sektorjih so bila v zadnjem letu različna, pri čemer se je število prostih delovnih mest v gradbeništvu povečevalo, v tržnih storitvenih dejavnostih in industriji pa se je še naprej zmanjševalo.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



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

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtrletne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrletna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtrletje 2026 pri zaposlenosti v euroobmočju, na maj 2026 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na april 2026 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da je dinamika zaposlovanja v drugem četrtrletju 2026 šibka.

Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju je na začetku leta padel pod nevtralni prag 50 točk. Nato se je še naprej zniževal in se znižal z 49,6 v aprilu na 49,0 v maju, kar kaže, da je zaposlenost v drugem četrtrletju leta ostala večinoma nespremenjena. Kazalnik je zdaj na najnižji ravni od novembra 2020. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se je maja 2026 pomaknil v območje krčenja in je dosegel 49,4, kazalnik PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih pa se je še znižal na 47,8. Poleg tega je mogoče na podlagi napovedi prestrukturiranja na ravni podjetij, o katerih poročajo mediji, sklepati, da je dinamika zaposlovanja v drugem četrtrletju 2026 umirjena, zlasti v predelovalnih dejavnostih (glej okvir 5).

Zasebna potrošnja se je v prvem četrtrletju 2026 zmanjšala, v bližnji prihodnosti pa bo verjetno izgubila še več zagona.

Zasebna potrošnja se je v prvem četrtrletju leta medčetrletno povečala za 0,2%, potem ko se je v prejšnjem četrtrletju medčetrletno povečala močneje, in sicer za 0,4% (graf 6, slika a). Domačo potrošnjo je poganjala predvsem potrošnja storitev, na katero je spodbudno vplival turizem, delno pa jo je izravnala potrošnja izdelkov, ki jo je zavirala potrošnja netrajnega blaga. Kar zadeva drugo četrtrletje, visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo, da se bo dinamika potrošnje ob postopnem razgrinjanju gospodarskih posledic vojne na Bližnjem vzhodu občutno upočasnila (glej okvir 4). Prodaja v trgovini na drobno se je aprila medmesečno zmanjšala za 0,4%, tako da je nekoliko manjša od povprečne ravni v prvem četrtrletju (graf 6, slika b). Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je aprila in maja v povprečju izrazito znižal, predvsem zaradi pričakovanih gospodinjstev glede posameznih večjih nakupov in splošnih gospodarskih obetov. Glede na ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah v posameznih sektorjih se je aprila in maja občutno zmanjšala tudi pričakovana

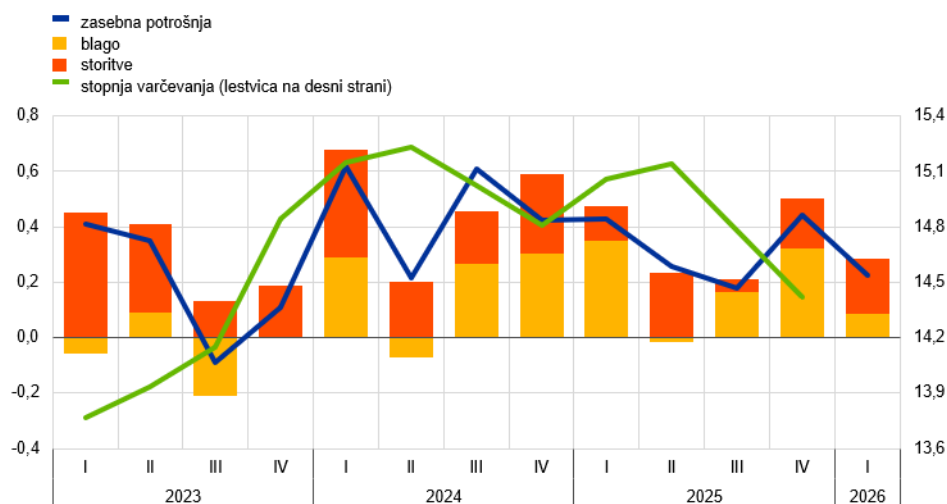
potrošniška aktivnost, k čemur so prispevale trgovina na drobno, nastanitvene in gostinske storitve ter potovalne storitve. To je potrdila anketa o pričakovanjih potrošnikov, ki je pokazala, da je v aprilu zaupanje potrošnikov strmo padlo, trošenje za počitnice in luksuzne proizvode pa je izgubilo zagon, saj so gospodinjstva z višjimi dohodki diskrecijsko potrošnjo odložila na poznejši čas. V prihodnjem obdobju bosta skokovit porast cen energentov in negotovost, ki ju je sprožila vojna na Bližnjem vzhodu, verjetno negativno vplivala na zasebno potrošnjo. Negativne učinke na potrošnjo bi lahko ublažile trdne bilance, ki so v veliki meri nadoknadile izgube realnega neto premoženja, nastale po skokovitem povečanju inflacije leta 2022. Vendar pa so te izgube še vedno velike pri likvidnem finančnem premoženju, kot so vloge, in pri gospodinjstvih na dnu porazdelitve premoženja, kjer je mejna nagnjenost k trošenju običajno večja. Zato bi bili lahko blažitevni učinki bilanc na zasebno potrošnjo tokrat manjši kot leta 2022.

Graf 6

Potrošnja in prihranki gospodinjstev; zaupanje potrošnikov, pričakovana aktivnost in negotovost ter prodaja v trgovini na drobno

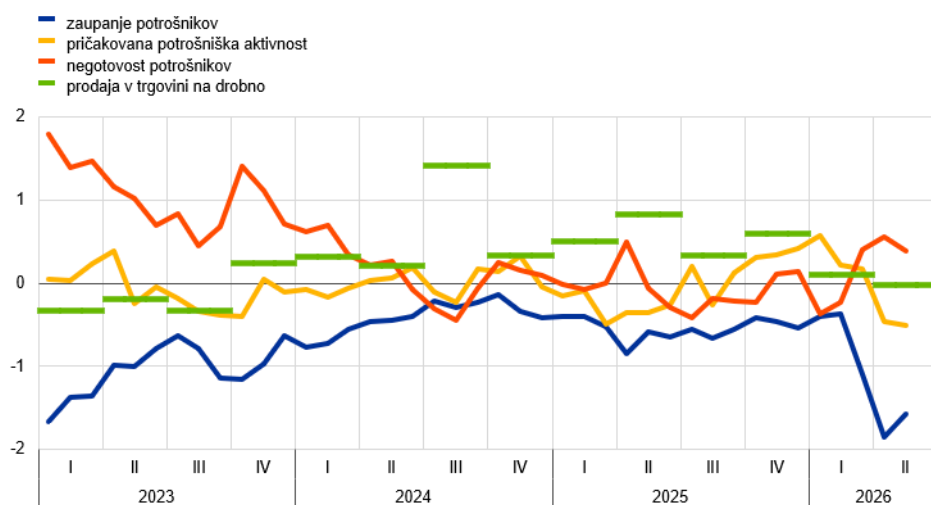
a) Potrošnja in prihranki gospodinjstev

(medčetrletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah; odstotek bruto razpoložljivega dohodka)



b) Zaupanje potrošnikov, pričakovana aktivnost in negotovost ter prodaja v trgovini na drobno

(standardizirana ravnotežja v odstotkih; prodaja v trgovini na drobno: medčetrletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a je raven realne domače potrošnje blaga in storitev prilagojena tako, da se ujema z ravniyo realne zasebne potrošnje v glavnih nacionalnih računih. Na sliki b se »pričakovana potrošniška aktivnost« nanaša na povprečje poslovnih pričakanj za naslednje tri mesece glede proizvodnje pri predelovalnih dejavnostih, zaposlenosti pri gradbeništvu, poslovanja pri trgovini in povpraševanja pri storitvah na podlagi ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah, tehtano glede na deleže posameznih sektorjev v zasebni potrošnji v euroobmočju iz input-output tabel FIGARO za leto 2023. »Negotovost potrošnikov« pomeni indeks Evropske komisije o ekonomski negotovosti potrošnikov. Vse časovne vrste so standardizirane za celotni vzorec od januarja 1999, razen časovne vrste za negotovost potrošnikov, ki je standardizirana za celotni vzorec od aprila 2019 zaradi razpoložljivosti podatkov. Zadnji podatki se na sliki a nanašajo na prvo četrletje 2026 ter na sliki b na drugo četrletje 2026 (na podlagi podatkov za april 2026) pri prodaji v trgovini na drobno in na maj 2026 pri vseh drugih postavkah.

Podjetniške naložbe so se v prvem četrletju 2026 zmerno povečevale, vendar naj bi v drugem četrletju vojna na Bližnjem vzhodu nanje vplivala močnejše.

Negradbene naložbe (brez upoštevanja volatilnih irskih proizvodov intelektualne lastnine) so se v prvem četrletju leta medčetrletno povečale za 0,4%, k čemur so pozitivno prispevali neopredmetena sredstva ter stroji in oprema (graf 7, slika a).

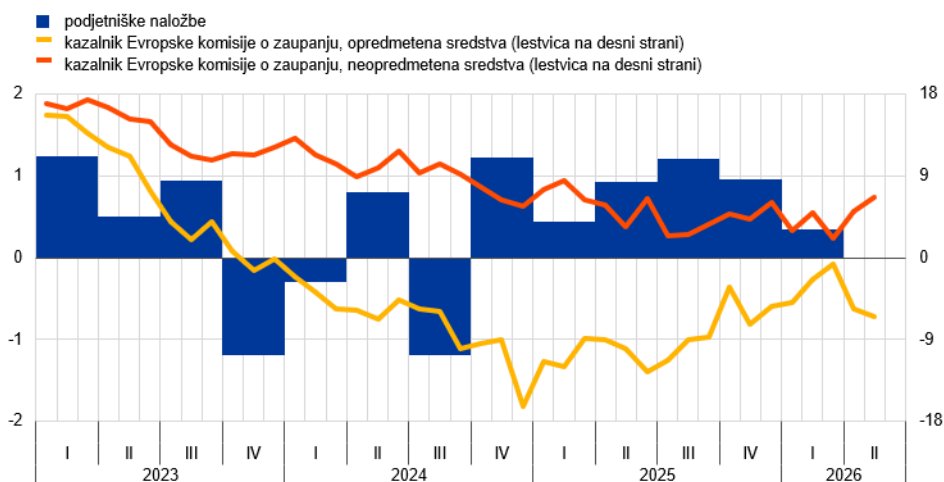
Vendar pa agregatni rezultat prikriva precejšnje razlike med državami, tudi med največjimi gospodarstvi (v Nemčiji so se denimo negradske naložbe medčetrtno zmanjšale za 0,7%, v Italiji pa povečale za 1,8%). Glede prihodnjih gibanj naj bi podjetniške naložbe v drugem četrtletju oslabele, saj bo povečana negotovost, povezana z vojno, zavirala zaupanje v sektorju proizvodov za investicije ter negativno vplivala na pričakovanja proizvajalcev opredmetenih in neopredmetenih sredstev glede gospodarske aktivnosti in proizvodnje. Skladno s tem so se nova naročila po PMI v obeh segmentih maja zmanjšala pod prag rasti. Z nadaljevanjem vojne se bodo tveganja poslabšanja naložbenih obetov leta 2026 verjetno okrepila. Polletna anketa o naložbah, ki jo je marca in aprila opravila Evropska komisija, je pokazala, da bo medletna rast v letu 2026 šibka, a pozitivna. V času ankete so podjetja večinoma pričakovala, da bodo motnje zaradi vojne le začasne, pri čemer so svoje naložbe za tekoče leto načrtovala na podlagi trdnih predvojnih temeljev (vključno s povečevanjem podjetniškega dobička, zdravimi bilancami in nizkim razmerjem med dolgom in servisiranjem dolga). Vendar pa se bodo z nadaljevanjem vojne ob veliki negotovosti, šibki rasti povpraševanja, naraščajočih stroških in strožjih pogojih financiranja ta tveganja verjetno povečala. Kljub temu še vedno obstajajo temeljni pogoji za okrevanje podjetniških naložb, ko bo konflikt razrešen. Ti vključujejo nadaljnje digitalne potrebe ter višje izdatke za obrambo in infrastrukturo, podprte z nadaljnjimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije« (glej tudi poglavje 6 te številke Ekonomskega biltena o javnofinančnih gibanjih).

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki

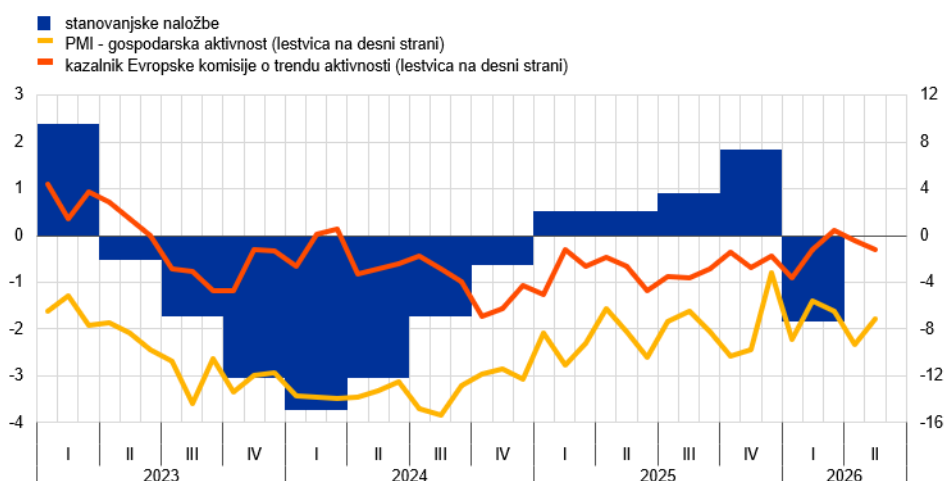
a) Podjetniške naložbe

(medčetrletne spremembe v odstotkih; ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeks)



b) Stanovanjske naložbe

(medčetrletne spremembe v odstotkih; ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeks)



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Pri kazalnikih zaupanja se »opredmetena sredstva« nanašajo na sektor proizvodov za investicije (proizvajalce strojev in opreme), »neopredmetena sredstva« pa na tehtano povprečje podsektorjev, ki izvajajo naložbe, povezane s proizvodi intelektualne lastnine, tj. založništvo (NACE J58), računalniško programiranje, svetovanje in druge s tem povezane dejavnosti (NACE J62) ter druge informacijske dejavnosti (NACE J63). Na sliki b se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu aktivnosti, nanaša na tehtano povprečno oceno sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v prejšnjih treh mesecih, prilagojeno tako, da ima enak standardni odklon kot indeks PMI. Črta, ki označuje PMI o gospodarski aktivnosti, se nanaša na aktivnost na stanovanjskem trgu. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtrletje 2026 pri naložbah, na maj 2026 pri PMI o gospodarski aktivnosti in na maj pri kazalnikih Evropske komisije.

Stanovanjske naložbe so se v prvem četrtrletju 2026 precej zmanjšale, vendar naj bi se v bližnji prihodnosti vrnilo k pozitivni rasti. Stanovanjske naložbe so se v prvem četrtrletju 2026 medčetrletno zmanjšale za 1,8%, potem ko so se v prejšnjih štirih četrtrletjih povečevale (graf 7, slika b). Zmanjšanje je bilo delno povezano z neugodnimi vremenskimi razmerami, kar se je pokazalo tudi v nenavadno visokem deležu vodstvenih delavcev v sektorju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del, ki so v anketi Evropske komisije kot dejavnik omejevanja gradbene aktivnosti v prvih

dveh mesecih leta navedli omejitve, povezane z vremenom. Ob normalizaciji vremenskih razmer glede na prvo četrletje so se stanovanjske naložbe v drugem četrletju verjetno ponovno povečale. Takšno oceno podpira nadaljnji trend povečevanja števila gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe, ki je bilo januarja in februarja v povprečju za okrog 5% višje od povprečne ravni v zadnjem četrletju 2025, kar pomeni, da se bo stanovanjska gradbena aktivnost krepila. Hkrati se zdi, da vojna na Bližnjem vzhodu s povečevanjem pritiskov na strani ponudbe in šibkejšim povpraševanjem zavira okrevanje stanovanjskih naložb. Anketni kazalniki gospodarske aktivnosti, vključno s kazalnikom Evropske komisije o najnovejših trendih glede aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del ter kazalnikom PMI za stanovanjsko gradbeno aktivnost, so se po izbruhu vojne znižali. Poleg tega podatki iz ankete med vodji nabave (PMI) nakazujejo občutno povečanje pritiskov s strani vhodnih stroškov, medtem ko je iz ankete Evropske komisije razvidno, da so se namere gospodinjstev glede nakupa ali gradnje stanovanj in glede prenove stanovanj v naslednjih 12 mesecih zmanjšale. Ta gibanja bodo verjetno zaviralno vplivala na kratkoročno dinamiko stanovanjskih naložb. Kljub temu razpoložljivi kazalniki trenutno ne nakazujejo ponovnega upada stanovanjskih naložb.

Po pozitivnih rezultatih v prvem četrletju 2026 so se izvozni obeti v euroobmočju poslabšali, k čemur so prispevali storitvene dejavnosti in pojemajoči spodbujevalni učinki previdnostnega kopičenja zalog. Skupni izvoz euroobmočja (brez Irske) se je v prvem četrletju 2026 povečal za 0,7%. K povečanju izvoza sta prispevala zmernejše zmanjševanje blagovnega izvoza, ki se je upočasnilo na 0,1%, in močna rast izvoza storitev, katere medčetrletna stopnja je znašala 2,7%. Iz anketnih kazalnikov za izvozna naročila predelovalnih dejavnosti je razvidno, da se je izvoz na začetku drugega četrletja povečal, in sicer deloma zaradi previdnostnega kopičenja zalog, ki je podpiralo blagovni izvoz v marcu. Hkrati so se storitvena izvozna naročila v euroobmočju zmanjševala najhitreje po oktobru 2023, k čemur je prispevalo še posebno izrazito zmanjšanje obsega novih naročil v turizmu in prevozu. Rast uvoza euroobmočja je v prvem četrletju ob manjšem uvozu iz ZDA stagnirala, medtem ko se je uvoz iz Kitajske še naprej povečeval, čeprav se je uvoz iz drugih azijskih gospodarstev zmanjšal. Slabšanje pogojev menjave je bilo v prvem četrletju še vedno zmerno, vendar naj bi se ob zviševanju uvoznih cen energentov in popuščanju dezinflacijskih pritiskov iz Kitajske okrepilo, pri čemer naj bi po napovedih največja izguba v letu 2026 znašala približno 0,4% BDP, v primerjavi z 1,7% BDP v letu 2022.

Gospodarski obeti za euroobmočje so ob negativnih učinkih vojne na Bližnjem vzhodu, blokadi Hormuške ožine in veliki volatilnosti cen nafte še vedno zelo negotovi. Nekatera tveganja, opredeljena v letošnjih marčnih projekcijah, so se deloma uresničila ob višjih cenah nafte, nastajajočih ozkih grlih v dobavnih verigah in sedanjem pričakovanju trgov, da bo vpliv vojne dolgotrajnejši.

Po osnovnih projekcijah bo medletna realna rast BDP znašala 0,8% v letu 2026, 1,2% v letu 2027 in 1,5% v letu 2028. Rast BDP je bila za leti 2026 in 2027 zaradi močnejšega vpliva vojne na Bližnjem vzhodu od prvotno pričakovanega popravljena rahlo navzdol, za leto 2028 pa rahlo navzgor, saj naj bi ta vpliv oslabil. Ob

alternativnih predpostavkah o obsegu in vztrajnosti vojne na Bližnjem vzhodu in energetske cenovne šoku, njenem vplivu na mednarodno okolje in negotovost ter o širjenju vpliva prek posrednih in sekundarnih inflacijskih učinkov bi bili makroekonomski rezultati izrazito drugačni. Za ponazoritev te negotovosti so strokovnjaki Eurosistema pripravili tri alternativne scenarije: blažji scenarij, neugodni scenarij in zaostreni scenarij (glej »[Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«).

3 Cene in stroški

Medletna skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je 1,2 odstotne točke višja od 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Zvišala se je s 3,0% v aprilu na 3,2% v maju, k čemur je prispeval porast inflacije v skupini energentov in inflacije brez energentov in hrane, medtem ko je inflacija v skupini hrane upadla.⁵ Inflacija brez energentov in hrane se je okrepila z 2,2% aprila na 2,5% maja, in sicer zaradi zvišanja blagovne in storitvene inflacije. Kazalniki osnovne inflacije so se v zadnjem času nekoliko zvišali. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je znižala s 3,7% v zadnjem četrtletju 2025 na 3,5% v prvem četrtletju 2026.

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v letu 2026 v povprečju znašala 3,0%, nato pa se bo v letu 2027 znižala na 2,3% in v letu 2028 na 2,0%. V primerjavi z letošnjimi marčnimi makroekonomskimi projekcijami ECB za euroobmočje je bila skupna inflacija za leti 2026 in 2027 popravljena navzgor zaradi višjih cen energentov, ki se bodo do določene mere prelile v inflacijo v skupinah hrane, proizvodov in storitev. Tveganja, da bo inflacija višja, odražajo posledice vojne na Bližnjem vzhodu. Ker so inflacijski obeti odvisni od intenzivnosti in trajanja energetskega cenovnega šoka ter od velikosti posrednih in sekundarnih učinkov, so osnovne projekcije dopolnjene z najnovejšimi ilustrativnimi scenariji, ki so kot del junijskih projekcij objavljeni na spletnem mestu ECB.⁶

Inflacija v euroobmočju je porasla s 3,0% v aprilu na 3,2% v maju (graf 8). K zvišanju sta prispevali višja inflacija v skupini energentov in inflacija brez energentov in hrane, medtem ko se je inflacija v skupini hrane znižala. Medletna stopnja rasti cen energentov se je malenkostno zvišala z 10,8% aprila na 10,9% maja, kar odraža močne navzgor delujoče bazne učinke, medtem ko se je inflacija v skupini energentov medmesečno znižala za 1,1%. Inflacija v skupini hrane je upadla z 2,4% v aprilu na 2,0% v maju. V komponenti hrane se je v istem obdobju znižala inflacija tako v skupini predelane kot tudi v skupini nepredelane hrane. Medletna stopnja rasti cen predelane hrane se je znižala s 4,6% na 4,2%, medletna stopnja rasti cen nepredelane hrane pa je upadla z 1,6% na 1,1%. Inflacija brez energentov in hrane se je okrepila z 2,2% v aprilu na 2,5% v maju, in sicer zaradi zvišanja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in storitvene inflacije. Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov se je rahlo zvišala z 0,8% v aprilu na 0,9% v maju, storitvena inflacija pa je v istem obdobju porasla s 3,0% na 3,5%. Čeprav podrobna razčlenitev še ni na voljo, pa pospešitev storitvene inflacije najverjetneje odraža močnejše cenovne pritiske v prevoznih in potovalnih storitvah, kjer je prenos višjih cen energentov običajno izrazitejši.

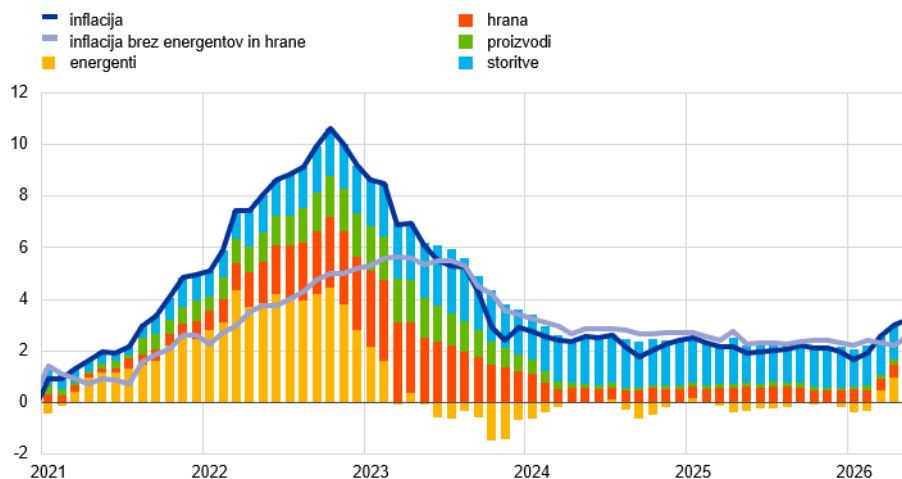
⁵ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 10. junij 2026. V skladu z vsemi podatki o indeksu HICP, ki jih je Eurostat objavil 17. junija 2026, je medletna inflacija v euroobmočju maja 2026 znašala 3,2%.

⁶ Glej »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki so bile 11. junija 2026 objavljene na spletnem mestu ECB.

Graf 8

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Izraz »proizvodi« se nanaša na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2026 (prva ocena).

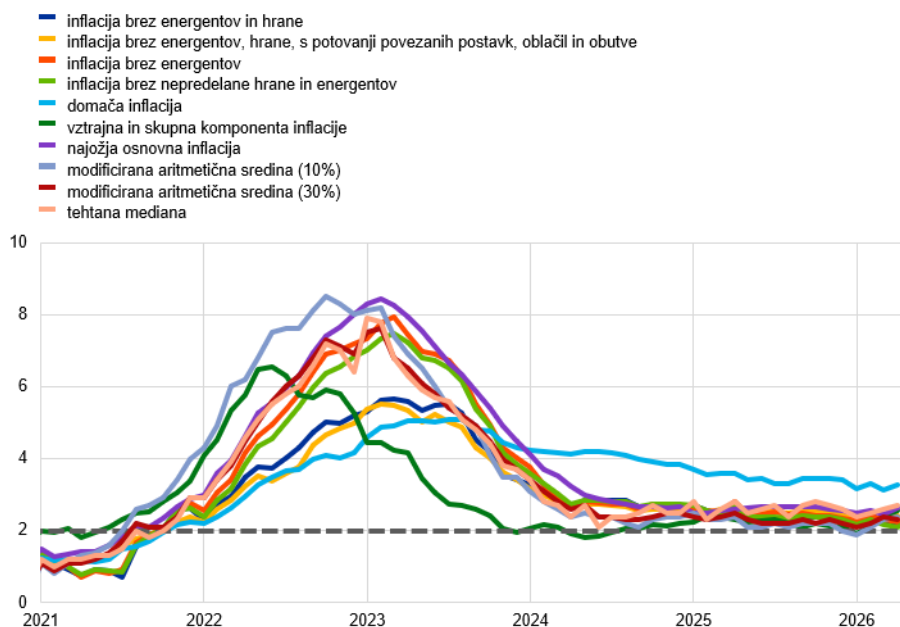
Merila osnovne inflacije so se v zadnjem času nekoliko zvišala (graf 9).⁷ Po mešanih signalih v aprilu 2026 so se razpoložljiva merila z izključitvijo maja zvišala. Aprila so kazalniki osnovne inflacije znašali med 2,1% in 2,6%, pri čemer so se vsa modelska merila osnovne inflacije zvišala. Vztrajna in skupna komponenta inflacije je porasla z 2,4% v marcu na 2,6% v aprilu. Obenem se je kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije brez energentov zvišal z 2,2% na 2,3%. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je v istem obdobju rahlo zvišal z 2,5% na 2,6%.

⁷ Podatki o kazalnikih osnovne inflacije zdaj temeljijo na različici 2 evropske klasifikacije individualne potrošnje po namenu (ECOICOP 2), ki vključuje spremenjene uteži za pretekle podatke in igre na srečo, ki so dodane kot nova postavka proizvodov, ki so zajeti v indeksu HICP. Zaradi teh metodoloških sprememb se bo nekoliko zmanjšala primerljivost s prejšnjimi podatki, vendar bo pri glavnih agregatih to po pričakovanjih omejeno. Več podrobnosti je v dokumentu Eurostata, [Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#), Evropska komisija, Luksemburg, 25. februar 2026. Dopolnjena je bila tudi metodologija za pripravo kazalnika najožje osnovne inflacije.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. HICPX stands for HICP excluding energy and food; HICPXX stands for HICP excluding travel-related items, clothing and footwear. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2026 (prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk, oblačil in obutve in inflaciji brez energentov ter na april 2026 pri preostalih merilih.

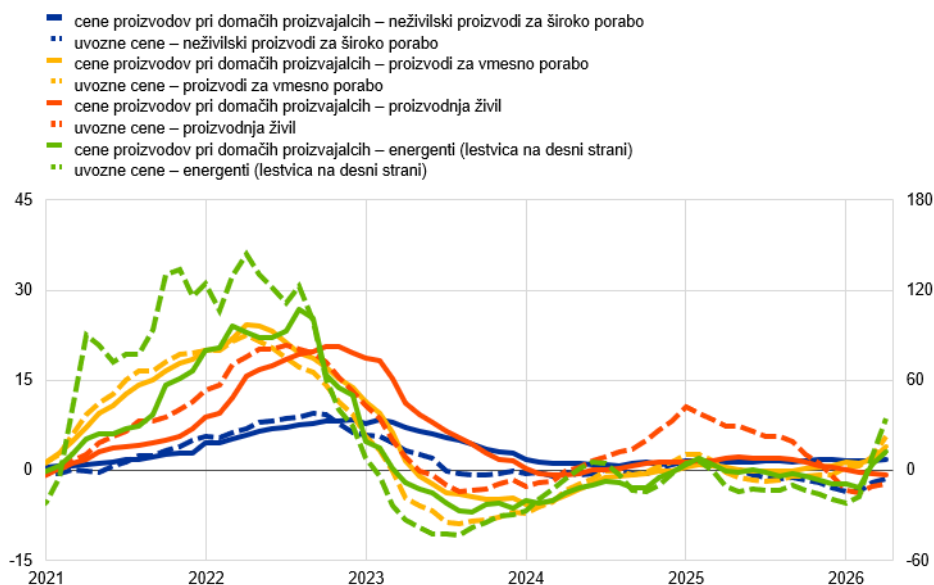
Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige so aprila nakazovali krepitev inflacijskih pritiskov v večini faz cenovne verige (graf 10).

V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov strmo zvišala s 4,0% v marcu 2026 na 12,3% v aprilu, rast uvoznih cen energentov pa se je početverila z 8,7% v marcu na 34,8% v aprilu. Pritiski ostajajo povečani v skupini proizvodov za vmesno porabo, in sicer zaradi velikega zvišanja cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih in uvoznih cen, ki so poskočile na 3,9% oziroma 5,7%. Na splošno so v poznejših fazah cenovne verige kazalniki pritiskov iz proizvodne verige na proizvode za široko porabo kazali na močnejše inflacijske pritiske, saj sta se zvišali tako rast uvoznih cen (-1,4%) kot tudi rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo (1,9%). Hkrati so bili pritiski iz proizvodne verige na cene hrane še naprej šibki. Kar zadeva skupino proizvodnje živil, je medletna stopnja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih še naprej upadala in dosegla -0,8%, s čimer se je še podaljšal trend postopnega zniževanja, ki traja od septembra 2025, medtem ko se medletna stopnja rasti uvoznih cen zvišuje od marca 2026 dalje in je aprila dosegla -2,2%, potem ko je februarja znašala -3,6%. Zaradi sedanje vojne na Bližnjem vzhodu pozorno spremljamo gibanja cen energentov in hrane ter bolj na splošno pritiske iz proizvodne verige.

Graf 10

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

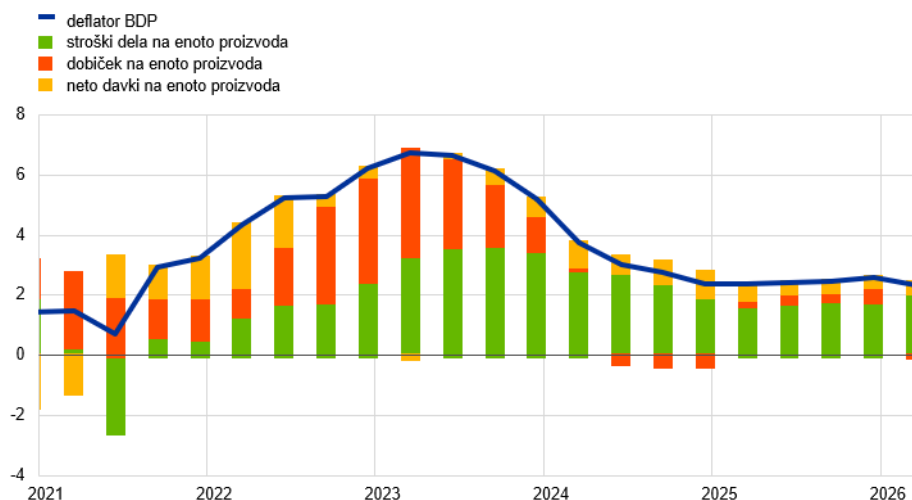
Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so se znižali z 2,6% v zadnjem četrletju 2025 na 2,3% v prvem četrletju 2026 (graf 11). To odraža upad prispevka dobička na enoto proizvoda (z 0,5% na -0,1%), medtem ko sta prispevek stroškov dela na enoto proizvoda in prispevek neto davkov na enoto proizvoda ostala nespremenjena. K zvišanju medletne stopnje rasti stroškov dela na enoto proizvoda (s 3,2% na 3,7%) je prispevalo znižanje rasti produktivnosti dela (z 0,5% na -0,2%). Vseeno pa se je zvišanje deloma izravnalo z znižanjem medletne stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega (s 3,7% na 3,5%). Znižanje je odražalo upad stopnje rasti dogovorjenih plač, ki se je upočasnila z 2,9% v zadnjem četrletju 2025 na 2,5% v prvem četrletju 2026, pri čemer se je znižanje deloma odtehtalo s povečanjem prispevka komponente dodatkov na osnovno plačo z 1,1 odstotne točke na 1,4 odstotne točke v istem obdobju. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni kazalnik ECB, ki je bil posodobljen s podatki o plačnih dogovorih do konca maja 2026, nakazuje, da se bodo pritiski na dogovorjene plače umirili v prvi polovici leta 2026, nato pa se bodo stabilizirali na nižji ravni in bodo konec leta znašali okrog 2,6%, potem ko so leta 2025 dosegli 3,0%.⁸ Po junijskih projekcijah se bo medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega upočasnila s 3,9% v letu 2025 na 3,2% v letu 2026, nato pa bo v letih 2027 in 2028 ostala okrog te ravni, kar je skladno z znaki popuščanja plačni pritiskov, ki se odraža v najnovejših podatkih in plačnih dogovorih.

⁸ Več podrobnosti je v »[New data release: ECB wage tracker points to stable negotiated wages pressures in 2026](#)«, sporočilo za javnost, ECB, 17. junij 2026.

Graf 11

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Sredstva za zaposlene na zaposlenega pozitivno prispevajo k spremembam stroškov dela na enoto proizvoda, produktivnost dela pa negativno. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2026.

V obravnavanem obdobju od 19. marca do 10. junija 2026 so se kratkoročna tržna merila nadomestila za inflacijo na splošno le malo spremenila kljub občutni volatilnosti znotraj obdobja zaradi nihanja cen nafte, povezanega z vojno na Bližnjem vzhodu, medtem ko so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja ostala trdno zasidrana okrog 2-odstotne ravni (graf 12, slika a).

Obeti za inflacijo v bližnji prihodnosti pri vlagateljih so se v obravnavanem obdobju močno razlikovali. Vseeno pa so se sčasoma spet približali ravni, ki je bila zabeležena v času seje Sveta ECB 19. marca 2026, ker so se cene nafte maja umirile v upanju, da bo mirovni sporazum končal vojno na Bližnjem vzhodu. Do konca obravnavanega obdobja se je termimska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto le malenkostno zvišala na 2,2%. Pri srednjih in daljših ročnostih je bila dinamika meril nadomestila za inflacijo razmeroma stabilna, pri čemer je termimska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena na ravni okrog 2,2%. Ko so bila prilagojena za premije za inflacijsko tveganje – tj. nadomestilo, ki ga vlagatelji zahtevajo, ker nosijo tveganje, da bi se prihodnja inflacija lahko razlikovala od inflacijskih pričakovanj – so bila tržna merila srednjeročnih in dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj še bližje 2-odstotnemu inflacijskemu cilju. Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrtletje 2026 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za april 2026 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%.

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

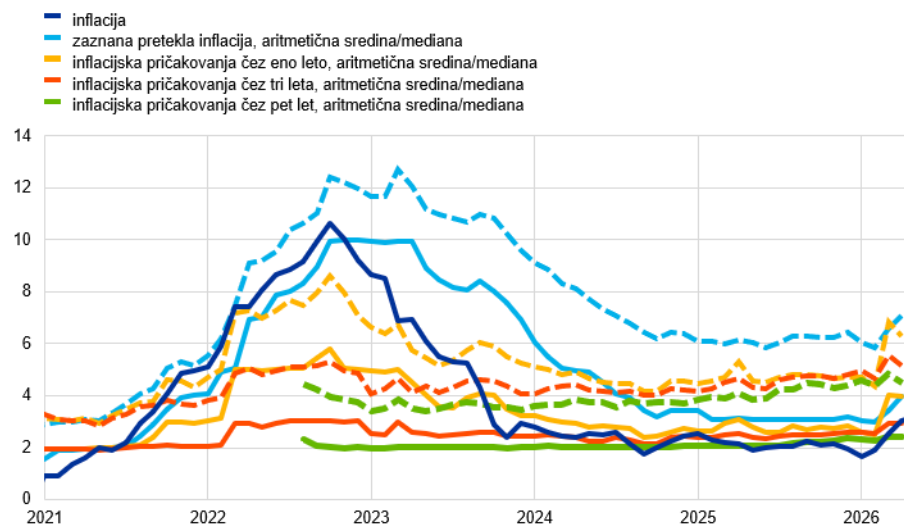
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v dveh različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (19. marec 2026). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 10. junij 2026 pri sliki a in sliki b, na maj 2026 pri inflaciji (prva ocena) in na april 2026 pri preostalih merilih.

Kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja potrošnikov so aprila 2026 ostala večinoma nespremenjena, zaznavanje pretekle inflacije pa se je okrepilo (graf 12, slika b). Po anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov za april 2026 se je mediana stopnje zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih zvišala na 4,0%, potem ko je marca znašala 3,5%.⁹ Mediana inflacijskih pričakovanj v naslednjih 12 mesecih je ostala stabilna na ravni 4,0%, medtem ko se je mediana pričakovanj čez

⁹ Terensko zbiranje podatkov v okviru ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov za april 2026 je bilo dokončano 4. maja 2026.

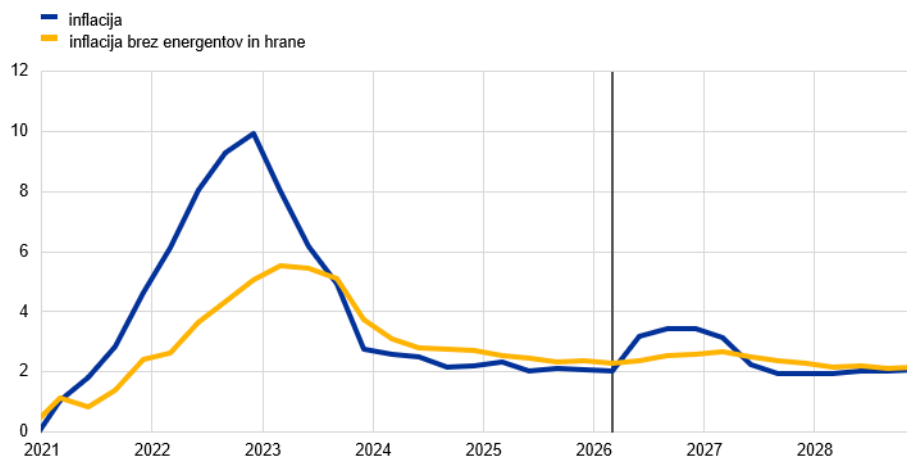
tri leta rahlo znižala na 2,9%, potem ko je marca znašala 3,0%. Mediana pričakovanj čez pet let je ostala nespremenjena na 2,4-odstotni ravni.

Po junijskih projekcijah se bo skupna inflacija zvišala z 2,1% v letu 2025 na 3,0% v letu 2026, nato se bo v letu 2027 znižala na 2,3% in se zatem v letu 2028 vrnila na 2,0% (graf 13). Skupna inflacija bo po pričakovanjih dosegla najvišjo vrednost (3,4%) v tretjem in zadnjem četrtletju 2026 in bo do začetka leta 2027 ostala višja od 3,0%, k čemur bo prispeval skokovit porast inflacije v skupini energentov zaradi konflikta na Bližnjem vzhodu. V drugem četrtletju 2027 bo predvidoma strmo upadla na 2,3% in se v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ravni okrog 2,0%. Znižanje cen energetskih surovin, kot izhaja iz terminskih cen, in veliki bazni učinki nakazujejo, da bi se inflacija v skupini energentov znižala in leta 2027 postala negativna, nato pa bi se leta 2028 nekoliko zvišala zaradi uvedbe 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS2). Inflacija v skupini hrane se bo kratkoročno predvidoma zvišala, nato pa se bo pozneje v obdobju projekcij znižala proti 2-odstotni ravni. Podobno bo inflacija brez energentov in hrane po projekcijah dosegla najvišjo vrednost (2,7%) na začetku leta 2027, k čemur bo prispevalo predvsem izrazito zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, nato pa se bo od drugega četrtletja tistega leta umirjala in se v letu 2028 znižala na 2,2%. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila skupna inflacija popravljena navzgor za 0,4 odstotne točke za leto 2026 in 0,3 odstotne točke za leto 2027. Za leto 2028 je bila popravljena za 0,1 odstotne točke navzdol. Inflacija brez energentov in hrane je bila popravljena navzgor za 0,2, 0,3 in 0,1 odstotne točke za leto 2026, 2027 oziroma 2028, kar odraža višjo storitveno inflacijo in inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Zaradi negotovosti glede vojne na Bližnjem vzhodu ter njenega vpliva na cene energentov in gospodarstvo projekcije dopolnjuje sklop najnovejših ilustrativnih scenarijev, ki se razlikujejo v treh glavnih vidikih: velikosti energetskega šoka, stopnji negotovosti in intenzivnosti prenosa energetskega šoka v druge cene razen energentov.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in [Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#).

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2026 (pretekli podatki) in na zadnje četrletje 2028 (projekcije). Junjske projekcije so bile dokončane 27. maja 2026, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 21. maj 2026. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

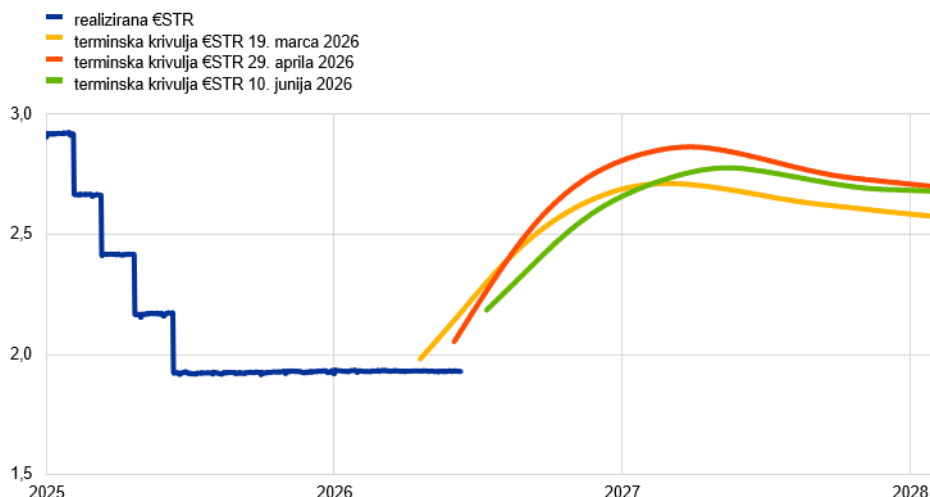
Na finančnih trgih v euroobmočju je bila v obravnavanem obdobju od 19. marca 2026 do 10. junija 2026 zabeležena povišana volatilitnost, saj so udeleženci na trgu ocenjevali potek vojne na Bližnjem vzhodu in gospodarske posledice. Netvegane obrestne mere in donosnost državnih obveznic so se v prvi polovici obravnavanega obdobja zvišale, ker so cene nafte zaradi konflikta dosegle najvišjo raven od junija 2022, nato pa so se v splošnem vrnile na izhodiščne ravni, ko so se cene energije zaradi upanja na mirovni sporazum ponovno znižale. Ob koncu obravnavanega obdobja je terminska krivulja eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) vračunala približno 70 bazičnih točk kumulativnega zvišanja ključnih obrestnih mer do konca leta 2026, kar se ni bistveno spremenilo glede na raven 19. marca. Medtem so se dolgoročne netvegane obrestne mere v obravnavanem obdobju zvišale. Trgi državnih obveznic v euroobmočju so ostali odporni, saj so se donosnosti večinoma gibale v razmerju ena proti ena z netveganimi obrestnimi merami. Delnice v euroobmočju so zabeležile znatno rast zaradi uspešne sezone objav poslovnih rezultatov, zlasti v tehnološkem in finančnem sektorju. Vseeno so zaostajale za ameriškimi delnicami, na katere je precej bolj pozitivno vplivala rast tečajev delnic, povezanih z umetno inteligenco (UI). Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zmanjšali tako v segmentu obveznic naložbenega razreda kot v segmentu visoko donosnih obveznic. Na deviznih trgih je bil tečaj eura na splošno stabilen v primerjavi z ameriškimi dolarjem (+0,4%) in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (-0,1%).

Kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so ob koncu obravnavanega obdobja ob volatilitnosti zaradi vojne na Bližnjem vzhodu, ki še vedno traja, ostale večinoma nespremenjene, medtem ko so se dolgoročne netvegane obrestne mere zvišale (graf 14). Referenčna obrestna mera €STR je ob koncu obravnavanega obdobja znašala 1,93%, potem ko je Svet ECB na sejah 19. marca 2026 in 30. aprila 2026 sklenil, da pusti vse tri ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 148 milijard EUR na 2.216 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica nadaljnega krčenja portfeljev vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike. Zelo kratkoročne terminske obrestne mere so se med marčno in aprilsko sejo Sveta ECB zvišale zaradi zaskrbljenosti glede morebitnega zaostrovanja vojne na Bližnjem vzhodu, najvišjo raven pa so dosegle 29. aprila. Nato so se ponovno znižale, ko se je pojavilo upanje, da se bodo napetosti na Bližnjem vzhodu razrešile, svetovne cene energentov pa umirile. Terminska krivulja €STR je ob koncu obravnavanega obdobja nakazovala kumulativno zvišanje obrestnih mer za približno 70 bazičnih točk do konca leta, kar je podobno ravni, vračunani 19. marca. Kar zadeva obdobje po letu 2026, so bile terminske obrestne mere €STR ob koncu obravnavanega obdobja nekoliko višje od marčnih. Nominalna obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč se je v obravnavanem obdobju zvišala za skoraj 15 bazičnih točk in ob koncu obdobja znašala 2,9%.

Graf 14

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



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

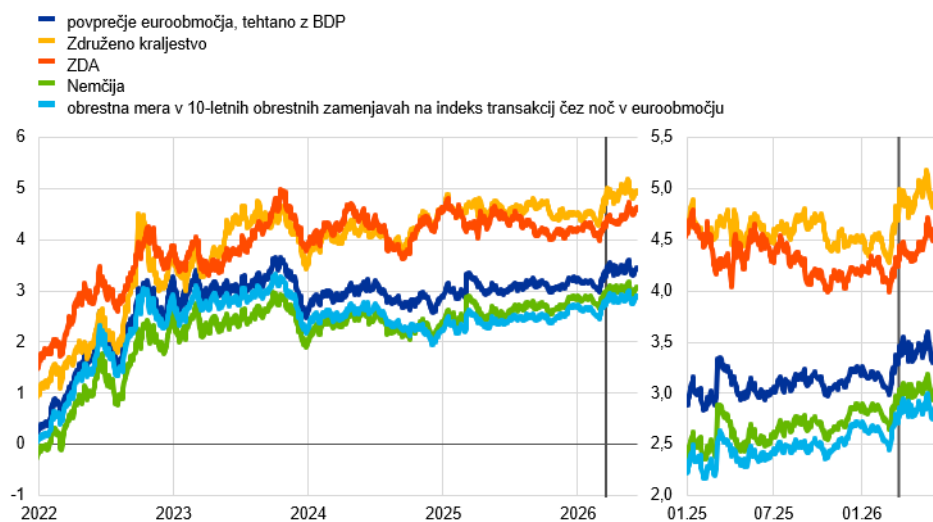
Opomba: Terminalska krivulja je ocenjena na podlagi promptnih obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč (€STR).

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju na splošno nekoliko zvišala, medtem ko se razmiki do netveganih obrestnih mer niso veliko spremenili, bolj zadolžene države pa so zabeležile določeno volatilnost (grafa 15 in 16). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je nekoliko zvišala in ob koncu obravnavanega obdobja znašala približno 3,5%. Donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju so na splošno sledile netvegani obrestni meri v obrestnih zamenjavah, razpršenost razmikov med donosnostjo državnih obveznic in netveganimi obrestnimi merami po državah pa je ostala na zgodovinsko nizki ravni. Države, ki so posebej izpostavljene energetskega šoku z Bližnjega vzhoda ali imajo višjo stopnjo zadolženosti, so v tem obdobju beležile nekoliko izrazitejšo volatilnost. Donosnost 10-letnih državnih obveznic ZDA se je zvišala za približno 30 bazičnih točk in je znašala 4,6%. Donosnost 10-letnih britanskih državnih obveznic je v obravnavanem obdobju močno nihala in preseгла 5,0%, ob koncu pa je bila višja za približno 10 bazičnih točk (4,9%).

Graf 15

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

(v odstotkih na leto)



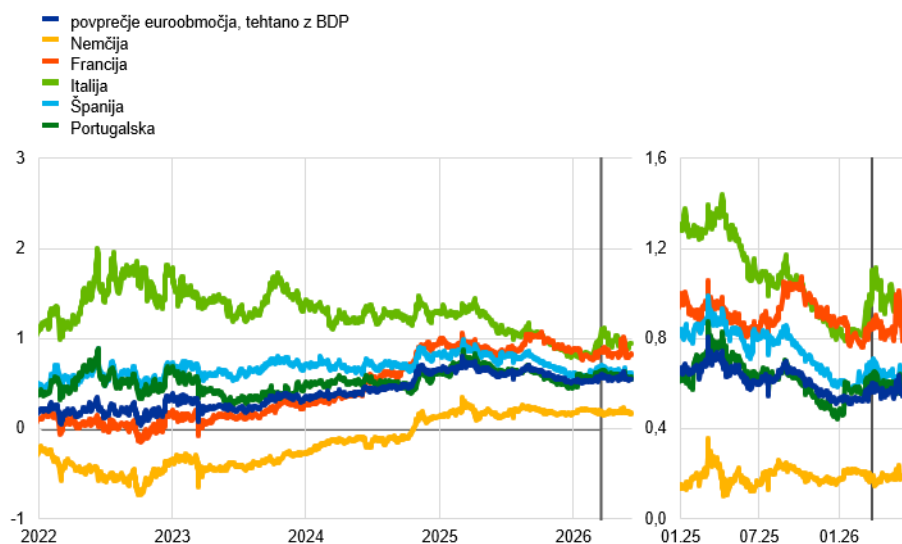
Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (19. marec 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 10. junij 2026.

Graf 16

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (19. marec 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 10. junij 2026.

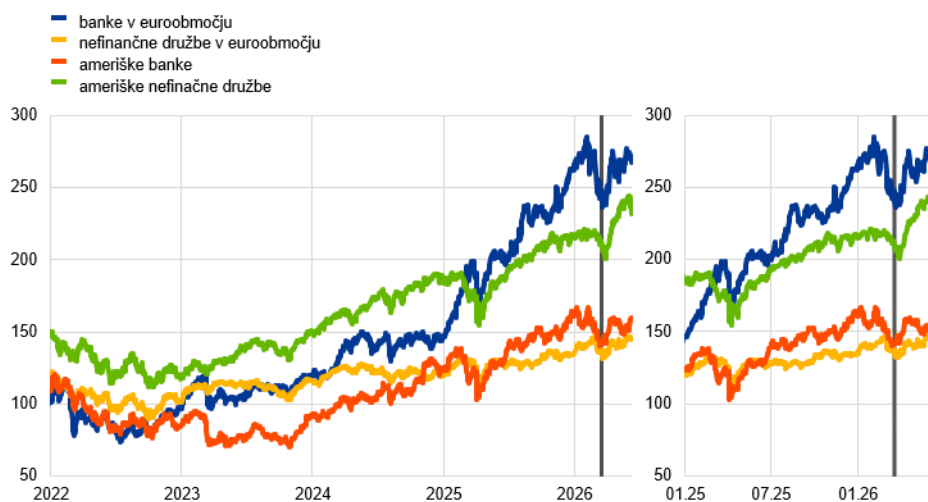
Tečaji delnic v euroobmočju so v obravnavanem obdobju okrevali in s tem nadomestili izgube, zabeležene v prvem mesecu vojne na Bližnjem vzhodu, saj so dobički podjetij ostali stabilni, nagnjenost k prevzemanju tveganja pa se je

po napovedi prekinitve ognja 8. aprila izboljšala (graf 17). Tečaji na delniških trgih v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju na splošno zvišali za 7,7%, in sicer se je podindeks za nefinančne družbe zvišal za 7,5%, tečaji bančnih delnic pa za 11%. V ZDA se je širši delniški indeks zvišal za 10%, nefinančne družbe in banke pa so zabeležile 10,4-odstotno oziroma 11,5-odstotno rast. Družbe, ki kotirajo na borzi na obeh straneh Atlantika, so poročale o visokih dobičkih, zlasti v tehnološkem sektorju, kar je okrepilo optimizem glede svetovne širitve infrastrukture za umetno inteligenco. Vendar pa so optimistična pričakovanja glede dolgoročne rasti dobička podjetij, povezanih z umetno inteligenco, v ZDA prispevala k večji donosnosti ameriških delnic v primerjavi z delnicami v euroobmočju.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 2. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (19. marec 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 10. junij 2026.

Na trgih podjetniških obveznic v euroobmočju so se razmiki v donosnosti tako v segmentu obveznic naložbenega razreda kot v segmentu visoko donosnih obveznic v obravnavanem obdobju zmanjšali in ponovno dosegli raven pred začetkom vojne. Zmanjšanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju je odražalo večjo nagnjenost k prevzemanju tveganj po začetnem poslabšanju, ki ga je povzročil izbruh vojne. Razmiki v donosnosti so se najbolj zmanjšali v segmentu visoko donosnih obveznic, in sicer za približno 40 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda so se za nefinančne in finančne družbe znižali za približno 10 bazičnih točk.

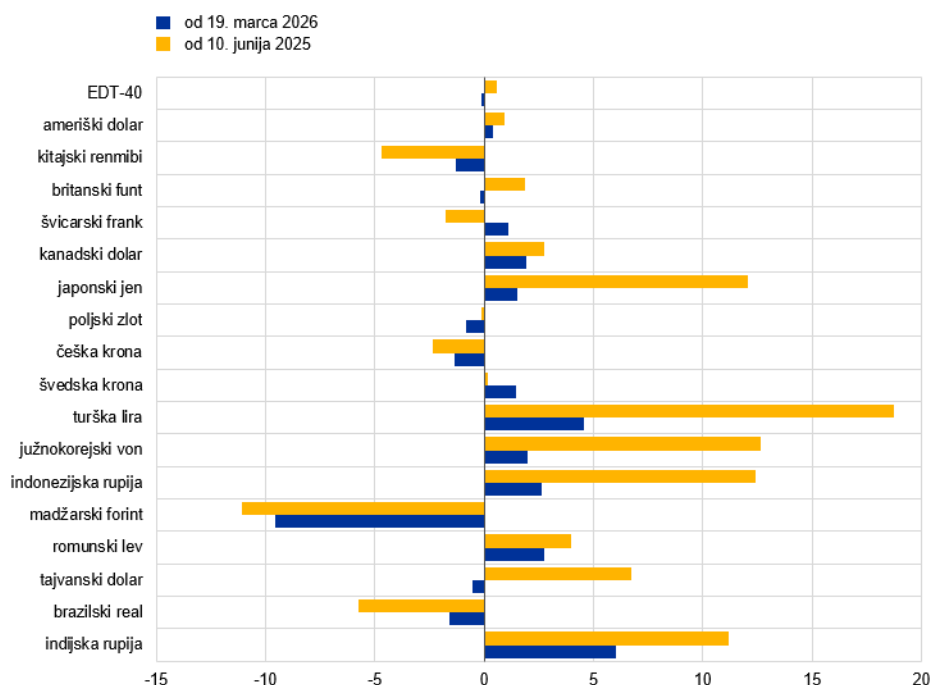
Na deviznih trgih je bil tečaj eura na splošno stabilen v primerjavi z ameriškim dolarjem in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 18). Nominalni efektivni tečaj eura – merjen v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja – je bil v obravnavanem obdobju na splošno stabilen (-0,1%). Tečaj eura se v razmerju do ameriškega dolarja ni veliko spremenil in je ob koncu obdobja znašal 1,15 USD za euro (+0,4%). Tečaj eura se je po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu v razmerju do ameriškega dolarja sprva znižal, po dogovoru o

prekinitvi ognja v začetku aprila pa se je začel krečiti. Tečaj eura se je pozneje zaradi negotovosti glede morebitnega mirovnega sporazuma ponovno znižal, kar je še naprej povzročalo pritiske na zvišanje cen energije. Od tedaj se je tečaj eura v razmerju do ameriškega dolarja gibal v ozkem razponu med 1,15 USD in 1,18 USD. Tečaj eura se je zvišal v razmerju do japonskega jena (+1,5%), ki je v celotnem obdobju neprekinjeno slabel in se je le začasno okrepil po deviznih intervencijah japonskih oblasti. Nasprotno pa se je tečaj eura znižal v razmerju do madžarskega forinta (−9,6%) po parlamentarnih volitvah na Madžarskem, ki so prispevale k njegovi krepitvi, oslabil pa je tudi v razmerju do brazilskega reala (−1,6%) in kitajskega renminbija (−1,3%).

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-40 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev z dne 10. junija 2026.

5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja

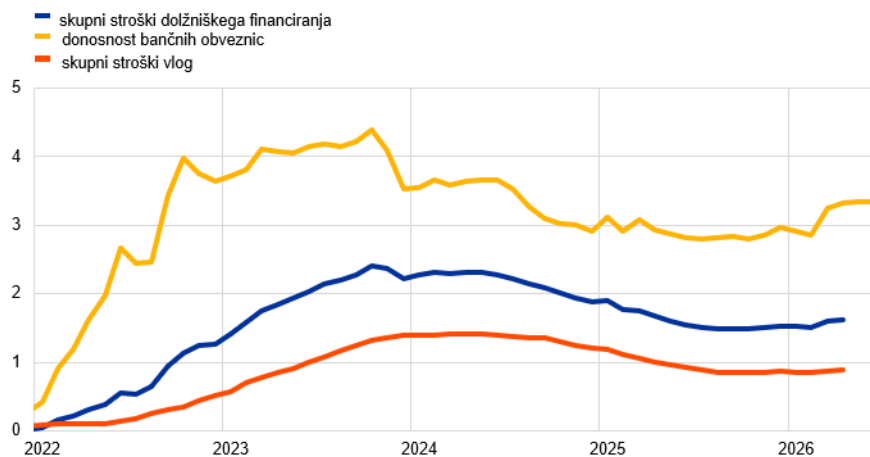
Po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu so se pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva zaostri. Aprila so obrestne mere bank za posojila podjetjem ostale nespremenjene na ravni 3,6%, obrestne mere za hipotekarna posojila pa na ravni 3,4%. V obravnavanem obdobju (od 19. marca do 10. junija 2026) se stroški tržnega dolžniškega financiranja za nefinančne družbe niso veliko spremenili, medtem ko so se stroški lastniškega financiranja povečali zaradi vse višje premije za tveganje lastniškega kapitala in višjih netveganih obrestnih mer. Rast posojil podjetjem se je aprila še povečala na 3,4%, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala nespremenjena na ravni 3%. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je zmanjšala na 2,7%.

Stroški bančnega financiranja so se po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu rahlo zvišali. Razmeroma zmerno zvišanje skupnih stroškov dolžniškega financiranja bank v euroobmočju – z 1,5% februarja na 1,6% aprila (graf 19) – je bilo predvsem posledica gibanja netveganih obrestnih mer. Po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu 28. februarja je donosnost bančnih obveznic porasla za približno 70 bazičnih točk, do konca aprila pa se je ustalila. Hkrati je sestavljena obrestna mera za vloge aprila ostala nespremenjena na ravni 0,9%. Obrestne mere za vloge čez noč in hranilne vloge so ostale nespremenjene, prav tako medbančne obrestne mere, obrestne mere za vezane vloge pa so se od marca rahlo zvišale.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški dolžniškega financiranja so povprečje bančnih stroškov za novo sklenjene vloge čez noč, vloge na odpoklic z odpovednim rokom, vezane vloge, obveznice in medbančna posojila, tehtano s stanjem. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na april 2026 pri skupnih stroških dolžniškega financiranja in skupnih stroških vlog ter na 10. junij 2026 pri donosnosti bančnih obveznic.

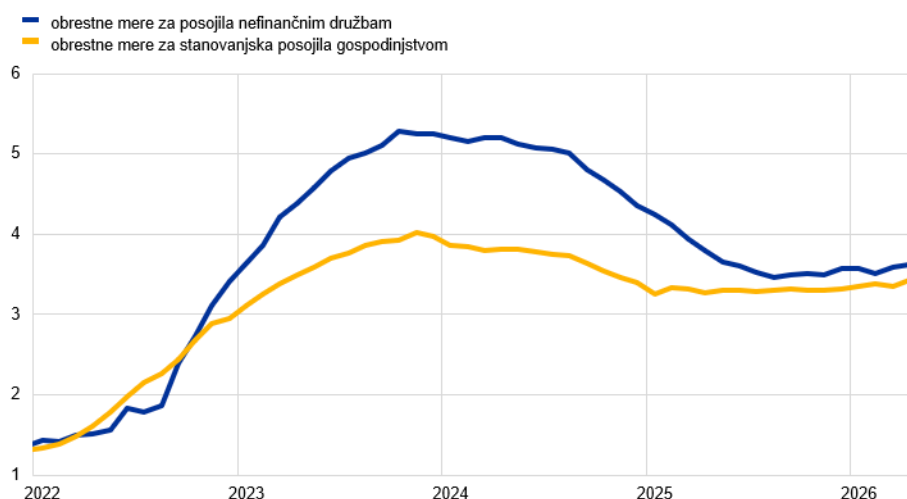
Obrestne mere bank za posojila podjetjem so se po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu na splošno nekoliko zvišale, rahlo pa so se zvišale tudi za posojila gospodinjstvom (graf 20). Stroški bančnih posojil nefinančnim družbam so se od februarja zvišali za 11 bazičnih točk in aprila znašali 3,6%, kar je približno 170 bazičnih točk manj kot oktobra 2023, ko so bili najvišji. Obrestne mere za posojila s srednjeročnim obdobjem fiksiranja (med enim in petimi leti) so se zvišale,

za posojila s kratkoročnejšimi (manj kot eno leto) in posojila z dolgoročnejšimi obdobji fiksiranja (več kot pet let) pa so ostale približno nespremenjene. Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem je v splošnem ostal pretežno stabilen na nizki ravni. Stroški najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva so se od februarja nekoliko zvišali, in sicer za 7 bazičnih točk, ter aprila znašali 3,4%, kar je približno 60 bazičnih točk manj od najvišje ravni, dosežene novembra 2023. To odraža zvišanje obrestnih mer pri vseh obdobjih fiksiranja, pri čemer so se obrestne mere za srednje- in dolgoročnejša posojila zvišale bolj kot pri kratkoročnih posojilih.

Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

V obravnavanem obdobju (od 19. marca do 10. junija 2026) se stroški tržnih dolžniških instrumentov, ki so jih izdala podjetja, niso veliko spremenili, medtem ko so se stroški lastniškega financiranja zvišali.

Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, so aprila 2026 že drugi mesec zapored znašali 6,2% (graf 21).¹⁰ Po izrazitem zvišanju marca so se stroški lastniškega financiranja aprila še povečali. Vpliv zvišanja stroškov lastniškega financiranja in hkratnega zvišanja stroškov dolgoročnega zadolževanja pri bankah v aprilu na skupne stroške financiranja je bil izravnal z znižanjem stroškov tržnega dolžniškega financiranja, kar je bilo posledica zmanjšanja razmikov pri obveznicah, ki so jih izdale nefinančne družbe. V obravnavanem obdobju v celoti so stroški tržnega dolžniškega financiranja ostali skoraj nespremenjeni, saj so nižji razmiki v donosnosti podjetniških obveznic odtehtali višje netvegane obrestne mere (glej razdelek 4 »Gibanja na finančnih trgih«). Zvišanje stroškov lastniškega financiranja je mogoče pripisati zlasti višji premiji za tveganje lastniškega kapitala, k čemur so

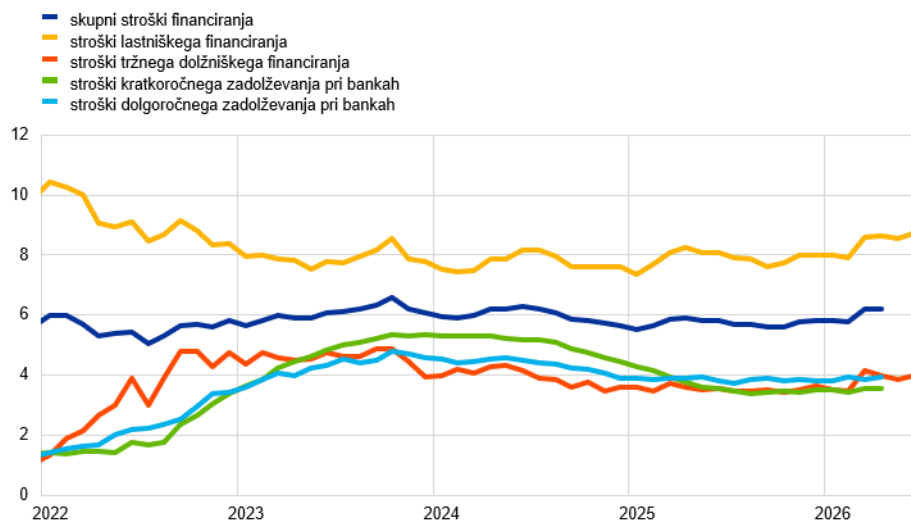
¹⁰ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do aprila 2026.

prispevale tudi naraščajoče dolgoročne netvegane obrestne mere, vendar v manjši meri.

Graf 21

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

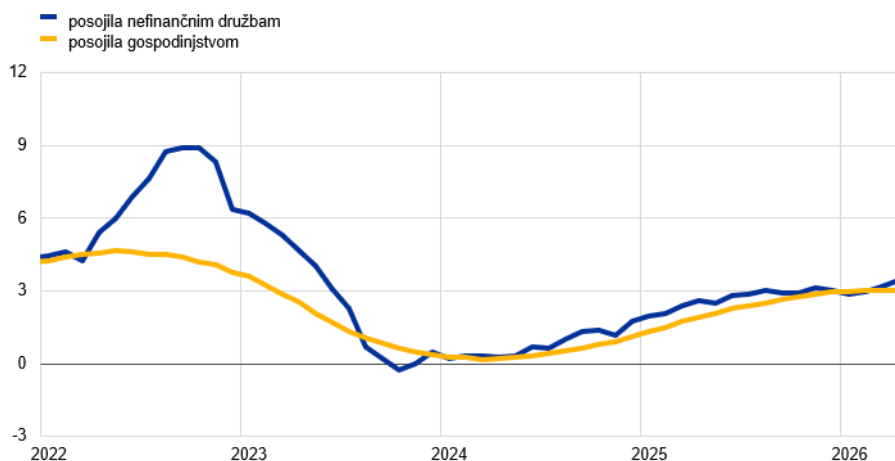
Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca), tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na 10. junij 2026 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na april 2026 pri skupnih stroških financiranja in stroških dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Rast posojil podjetjem se je aprila še povečala, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala nespremenjena (graf 22). Zunanje financiranje nefinančnih družb se je od izbruha vojne na Bližnjem vzhodu okrepilo, k čemur sta prispevala zadolževanje pri bankah, zlasti v obliki kratko- in srednjeročnih posojil, ter ponovno povečanje neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev. Medletna stopnja rasti bančnih posojil nefinančnim družbam se je zvišala s 3,2% marca na 3,4% aprila, vendar je ostala pod dolgoročnim povprečjem, ki od začetka leta 1999 znaša 4,3%. Medtem se je medletna stopnja rasti dolžniškega financiranja podjetij zvišala s 3,4% marca na 3,7% aprila, v primerjavi z 2,8% januarja. Nasprotno je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom aprila ostala nespremenjena na ravni 3,0%, kar je bilo prav tako pod dolgoročnim povprečjem, ki od začetka leta 1999 znaša 4,1%. Rast posojil gospodinjstvom je podpirala predvsem močna rast potrošniških posojil, v manjši meri pa tudi hipotekarnih posojil. Nasprotno pa je bila rast drugih oblik kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, še vedno šibka. Iz najnovejše ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov za april 2026 je razvidno, da je vojna na Bližnjem vzhodu negativno vplivala na pričakovanja gospodinjstev glede dostopa do posojil, ki so bila aprila na najnižji ravni po vrhuncu v zadnjem ciklu zviševanja ključnih obrestnih mer, doseženem decembra 2023.

Graf 22

Posojila DFI v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

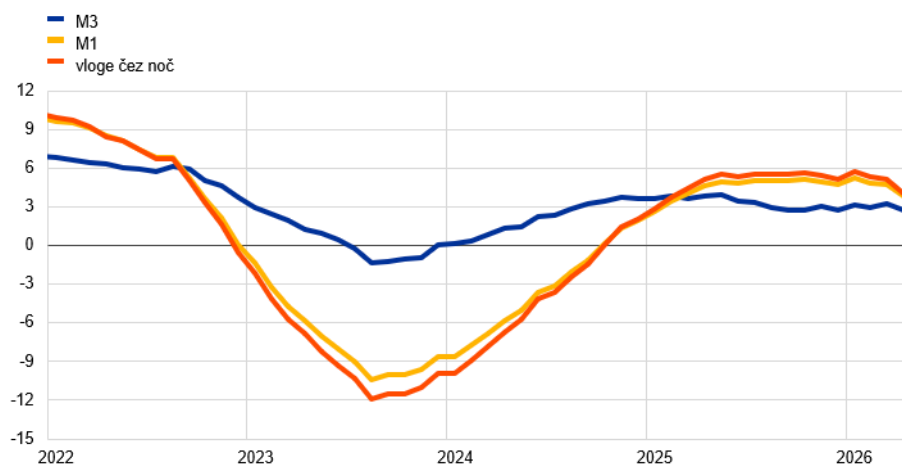
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je aprila zmanjšala ob znatnih odlivih vlog pri nebančnih finančnih posrednikih (graf 23). Medletna rast agregata M3 se je zmanjšala s 3,2% marca na 2,7% aprila, s čimer se je vrnila na raven, ki je prevladovala večino druge polovice leta 2025, in ostala precej pod dolgoletnim povprečjem, ki od začetka leta 1999 znaša 5,2%. Medletna stopnja rasti ožjega denarnega agregata (M1), ki zajema najbolj likvidne instrumente, in sicer gotovino v obtoku in vloge čez noč, se je ob znatnih odlivih vlog pri nebančnih finančnih posrednikih znižala s 4,7% marca na 3,8% aprila, s čimer so se izničili prilivi iz prejšnjega meseca. Z vidika protipostavk so ustvarjanje denarja podpirala bančna posojila, medtem ko so neto denarni odlivi iz euroobmočja v tujino in zmanjševanje bilance stanja Eurosistema zavirali rast agregata M3.

Graf 23

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

6 Javnofinančna gibanja

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se primanjkljaj sektorja država v euroobmočju, ki je leta 2025 znašal 2,9% BDP, leta 2026 občutno povečal (na 3,6% BDP), leta 2027 pa dosegel najvišjo raven (3,7%). Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se leta 2026 zrahljala, nato pa se v letih 2027 in 2028 ponovno zaostрила. Predvideno rahljanje javnofinančne politike v letu 2026 je mogoče pripisati predvsem državnim naložbam in fiskalnim transferjem, povečanje naložb pa je predvsem odraz visokih izdatkov za obrambo in infrastrukturo ter projektov v okviru programa »EU naslednje generacije«. Zaostrovanje v letih 2027 in 2028 je mogoče pojasniti predvsem z nediskrecijskimi dejavniki. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se postopno povečeval in leta 2028 dosegel 90% BDP, saj naj bi vztrajni primarni primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom odtehtala ugodne, čeprav vse manjše razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Evropska komisija v spomladanskem svežnju evropskega semestra, ki je bil objavljen 3. junija, navaja, da bi lahko ukrepi za krepitev energetske varnosti in zmanjšanje odvisnosti od fosilnih goriv izkoristili obstoječo fleksibilnost okvira.

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi se proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju poslabšal, primanjkljaj pa naj bi leta 2027 dosegel najvišjo raven, precej nad 3-odstotnim pragom (graf 24).¹¹ Če se ozremo nazaj, se je proračunski primanjkljaj v euroobmočju nekoliko zmanjšal, in sicer s 3,0% BDP v letu 2024 na 2,9% BDP v letu 2025. V prihodnje naj bi se primanjkljaj po napovedih izrazilo povečal na 3,6% BDP v letu 2026, dosegel najvišjo raven leta 2027 pri 3,7%, nato pa se leta 2028 malenkostno zmanjšal na 3,6%. Večina poslabšanja proračunskega salda v obdobju projekcij je posledica vztrajnega povečevanja plačil obresti. Poleg tega izrazitejše povečanje proračunskega primanjkljaja v letu 2026 odraža rahljanje naravnosti javnofinančne politike – merjene s ciklično prilagojenim primarnim saldonom, prilagojenim za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije« – ter rahlo poslabšanje ciklične komponente, ki odraža gibanje proizvodne vrzeli.¹² Ciklična komponenta naj bi se v letu 2027 še naprej rahlo poslabševala in tako prispevala k večjemu primanjkljaju, leta 2028 obrnila, kar bo prispevalo k višjemu primanjkljaju, nato pa se bo trend leta 2028 obrnil in skupaj z napovedanim zaostrovanjem fiskalne politike privedel do rahlega izboljšanja fiskalnega položaja. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje iz marca 2026 je bila stopnja proračunskega primanjkljaja leta 2025 za 0,1 odstotne točke nižja, za

¹¹ Glej »[Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, objavljene 11. junija 2026 na spletnem mestu ECB.

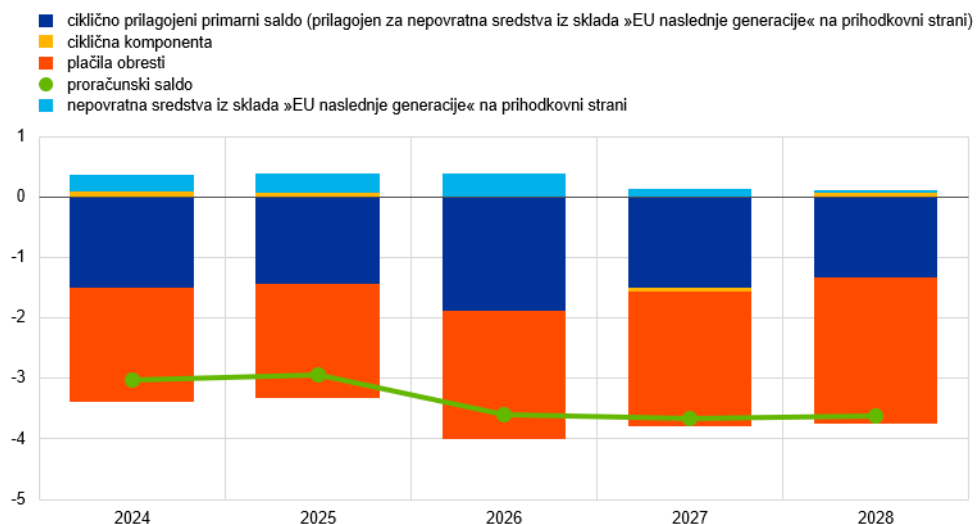
¹² Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2016.

leto 2026 pa je napovedana za 0,2 odstotne točke višja, medtem ko za leti 2027 in 2028 ostaja večinoma nespremenjena.

Graf 24

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: Izračuni ECB in Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2026.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 21 državah euroobmočja.

Po rahlem zaostrovanju v letu 2025 naj bi se agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju leta 2026 sprostila, nato pa se bo v letih 2027 in 2028 ponovno nekoliko zaostрила.

Rahljanje v letu 2026 naj bi znašalo 0,5 odstotne točke BDP, k čemur naj bi prispevali predvsem višje državne naložbe in transferji gospodinjstvom. Povečanje naložb je odraz višjih izdatkov za obrambo in infrastrukturo v Nemčiji ter v več drugih manjših državah, pa tudi izdatkov, financiranih iz sklada »EU naslednje generacije«, čeprav naj bi se slednji v naslednjih letih večinoma zmanjšali. Zaostritev naravnosti javnofinančne politike, predvidena za leti 2027 in 2028, je mogoče pojasniti predvsem z nediskrecijskimi dejavniki, zlasti z zaviralnim vplivom obdavčitve in ločevanjem davčne osnove od BDP.¹³ V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz marca 2026 naj bi bila naravnost fiskalne politike leta 2026 nekoliko bolj ohlapna, leta 2027 pa v podobni meri bolj zaostrena, medtem ko leta 2028 ostaja nespremenjena. Popravki odražajo predvsem nove začasne ukrepe energetske podpore, ki so jih vlade sprejele od začetka vojne na Bližnjem vzhodu (v višini približno 0,1% BDP), pa tudi gibanje javne porabe.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se v obdobju projekcij povečeval in leta 2028 dosegel 90% BDP (graf 25).

Občutno zmanjševanje deleža javnega dolga v razmerju do BDP med letoma 2021 in 2023, ki je bilo skoraj v celoti posledica ugodnih razlik med obrestnimi merami in stopnjo rasti BDP, se je leta 2024 končalo. Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se po

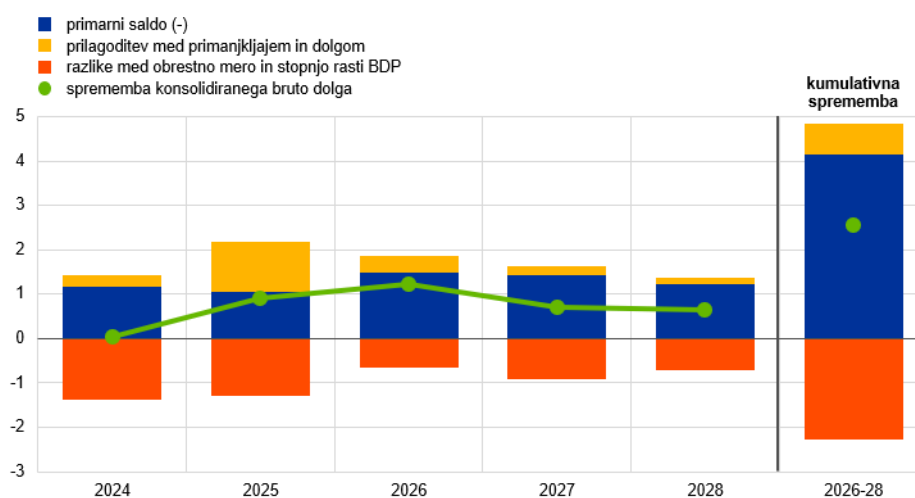
¹³ Fiskalni zaviralni učinki pomenijo povečanje davčnih prihodkov, ki nastanejo, kadar se nominalne davčne osnove povečujejo, parametri progresivnega davčnega sistema pa se temu ustrezno ne prilagodijo.

sedanjih pričakovanih povečal s 87,4% v letu 2025 na 90,0% v letu 2028. Povečanje odraža vztrajen primarni primanjkljaj in majhne, vendar pozitivne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, ki jih le deloma izravnavajo še vedno ugodne, čeprav vse manjše razlike med obrestnimi merami in stopnjo rasti BDP. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz marca 2026 je bil delež javnega dolga v celotnem obdobju projekcij popravljen navzgor, predvsem zaradi manj ugodnih razlik med obrestnimi merami in stopnjo rasti BDP ter višjih prilagoditev med primanjkljajem in dolgom.

Graf 25

Gonila sprememb deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP

(odstotne točke BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: Izračuni ECB in Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2026.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v vseh 21 državah euroobmočja.

Komisija je 3. junija objavila spomladanski sveženj evropskega semestra za leto 2026.¹⁴

Svet je doslej odobril aktivacijo nacionalne odstopne klavzule za 14 držav v euroobmočju, pri čemer je bila zahteva Španije odobrena na seji Sveta 12. junija.¹⁵ Svet je zaključil tudi postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Malti. Komisija ob upoštevanju fleksibilnosti, ki jo po potrebi omogoča nacionalna odstopna klavzula, meni, da so države v euroobmočju, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, sprejele učinkovite ukrepe.¹⁶ Komisija medtem preučuje, ali naj postopek uvede proti Bolgariji. Poleg tega Komisija ugotavlja, da se lahko za ukrepe za krepitev strukturne odpornosti evropskega energetskega sistema in pospešitev opuščanja fosilnih goriv uporabi obstoječa fleksibilnost znotraj okvira. Tako predlaga razširitev področja uporabe nacionalne odstopne klavzule, da bi zajemala začasne ukrepe za zmanjšanje odvisnosti od uvoženih fosilnih goriv, hkrati pa bi se ohranila obstoječa fleksibilnost izdatkov za obrambo. Predlaga, da se v

¹⁴ Za več podrobnosti glej [spomladanski sveženj evropskega semestra za leto 2026](#).

¹⁵ Nacionalna odstopna klavzula je bila aktivirana za Belgijo, Bolgarijo, Nemčijo, Estonijo, Grčijo, Španijo, Hrvaško, Latvijo, Litvo, Avstrijo, Portugalsko, Slovenijo, Slovaško in Finsko. Več informacij o [nacionalni odstopni klavzuli za obrambne izdatke](#) je na voljo na spletnem mestu Sveta.

¹⁶ Države v euroobmočju, za katere trenutno velja postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem, so Belgija, Francija, Italija, Avstrija, Slovaška in Češka. Komisija pričakuje, da bo Italija čezmerni primanjkljaj odpravila leta 2026, skladno z rokom, ki ga je določil Svet.

okviru obstoječe zgornje meje 1,5% BDP za dodatne obrambne izdatke na podlagi nacionalne odstopne klavzule za podporne ukrepe, povezane z energijo, v obdobju 2026–2028 uporablja posebna letna zgornja meja v višini 0,3% BDP, pri čemer bi kumulativna zgornja meja v istem obdobju znašala 0,6% BDP.

Okvirji

1 Umetna inteligenca in trg dela v ZDA: vpliv na rast zaposlenosti

Pripravila Isabella Moder in Til Pommer

Z uvajanjem orodij umetne inteligence (UI) v podjetjih po vsem svetu se vse bolj krepijo razprave o njenem vplivu na trge dela.¹ Čeprav bi umetna inteligenca lahko močno pretresla trge dela, se njeni učinki na skupno zaposlenost zaenkrat zdijo omejeni. Kljub temu pa je vse več informacij, da UI negativno vpliva na zaposlenost v nekaterih poklicnih podskupinah, predvsem pri mlajših zaposlenih v najbolj izpostavljenih poklicih.² V tem okvirju je analiziran vpliv umetne inteligence na rast zaposlenosti v zadnjih letih, s poudarkom na ZDA, kjer so ti učinki verjetno postali opazni prej kot v drugih večjih gospodarstvih, saj tam delujejo nekatera najnaprednejša podjetja, ki med prvimi uvajajo nove tehnologije, država pa ima tudi razmeroma fleksibilen trg dela.

Vpliv UI na rast zaposlenosti je lahko tako pozitiven kot tudi negativen, kar izpostavlja tudi novejša literatura s tega področja. Uveljavljeni teoretični okvir, ki sta ga razvila Acemoglu in Restrepo (2018), razlikuje med pozitivnim vplivom novih tehnologij na rast zaposlenosti zaradi večje produktivnosti ter negativnim vplivom zaradi izpodrivanja delovnih mest, pri čemer je končni vpliv na zaposlenost v posamezni državi odvisen od relativnega pomena obeh dejavnikov. Empirična ocena vpliva umetne inteligence na zaposlenost v zgodnji fazi je zahtevna (Lane, 2026). Hampole et al. (2025) ugotavljajo, da uvajanje umetne inteligence na ravni podjetij v ZDA sicer prinaša pozitiven vpliv na zaposlenost, vendar to prikriva znatno heterogenost med poklicnimi skupinami. Prve ugotovitve za Evropsko unijo kažejo, da podjetja, ki uvajajo tehnologije umetne inteligence, beležijo večjo rast produktivnosti, ne da bi ta tehnologija kratkoročno nadomeščala delovno silo (Aldasoro in sod., 2026). Ti podatki so skladni tudi z ugotovitvami nedavne analize ECB, ki kažejo, da podjetja z visoko stopnjo uporabe umetne inteligence ali naložbami v UI pogosteje zaposlujejo dodatne sodelavce (Lebastard in Sondermann, 2026).

V ZDA se je število delovnih mest v poklicih z visokim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco v zadnjih letih zmanjšalo. S pomočjo indeksa, ki meri tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco (razvili so ga Pizzinelli et al. (2023)), je vsak poklic razvrščen v eno od treh skupin, ki predstavljajo nizko,

¹ V tem okvirju je obravnavan vpliv uvajanja umetne inteligence na povpraševanje na trgu dela, medtem ko niso izrecno zajete morebitne pozitivne posledice za zaposlenost, ki izhajajo iz ponudbene strani – denimo ustvarjanje delovnih mest, povezano z naložbami v razvoj in uporabo umetne inteligence.

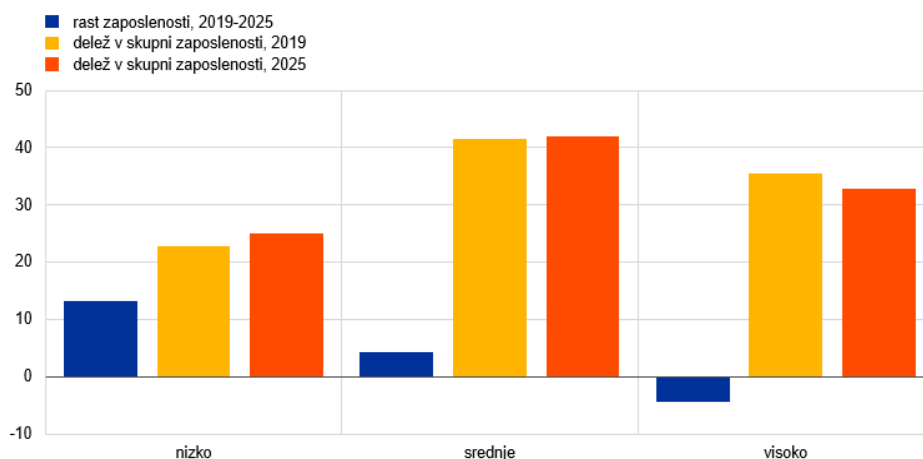
² Glej na primer Brynjolfsson et al. (2025), kjer je analiza podatkov o izplačanih plačah v ZDA. Opozoriti velja, da Lambert in Schindler (2026) dvomita o ugotovitvi, da generativna umetna inteligenca nadomešča mlajše zaposlene. Ugotavljata namreč, da je izpostavljenost generativni umetni inteligenci močno povezana z drugim šokom po pandemiji, tj. z delom od doma.

srednje veliko in visoko tveganje.³ Izračun povprečne rasti zaposlenosti za vsako od teh skupin v ZDA kaže, da se je zaposlenost na delovnih mestih z visokim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco (npr. ekonomisti, grafični oblikovalci) med letoma 2019 in 2025 v povprečju zmanjšala za več kot 4% (graf A).⁴ Nasprotno se je zaposlenost na delovnih mestih z nizkim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco (npr. električarji, učitelji v srednjih šolah) v istem obdobju povečala za 13%. Posledično se je struktura zaposlenosti v ZDA spremenila. Delež delovnih mest z nizkim tveganjem v skupni zaposlenosti v ZDA se je zvišal s 23% na 25%, medtem ko se je delež delovnih mest z visokim tveganjem znižal s 35% na 33%.

Graf A

Rast zaposlenosti in delež v skupni zaposlenosti po poklicih, razvrščenih glede na tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco – ZDA

(v odstotkih)



Viri: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) in izračuni strokovnjakov ECB.

Empirična analiza potrjuje, da je umetna inteligenca že privedla do prerazporeditve delovnih mest na ameriškem trgu dela. Vpliv tveganja nadomeščanja z umetno inteligenco na rast zaposlenosti je ocenjen z enako razvrstitvijo poklicev glede na tveganje kot prej. Analiza temelji na metodi razlike v razlikah in ločeno ocenjuje vpliv tveganja nadomeščanja na rast zaposlenosti v posameznem poklicu za posamezno leto (2020–2025) v primerjavi z izhodiščnim letom (2019). Vključuje tudi konstanto in fiksne učinke na ravni trimesčnih podsektorjev severnoameriškega sistema klasifikacije dejavnosti (NAICS), s čimer se kontrolira za vpliv šokov (npr. COVID-19), sektorskih gibanj in neopažene

³ Pizzinelli et al. (2023) so prilagodili splošno uveljavljeni indeks, ki so ga oblikovali Felten et al. (2021), tako da so upoštevali komplementarnost poklicev z umetno inteligenco in predpostavili, da nizka komplementarnost z umetno inteligenco v kombinaciji z visoko izpostavljenostjo tej tehnologiji prinaša večje tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco in s tem tveganje izgube zaposlitve. Po razširjenem indeksu sta na primer računalniški programer in učitelj računalništva enako izpostavljeni umetni inteligenci. Vendar pa umetna inteligenca bolje dopolnjuje delo učitelja, zato je pri njem tveganje nadomeščanja zaposlitve manjše kot pri računalniškem programerju. Pizzinelli et al. svoj indeks imenujejo »indeks izpostavljenosti poklicev umetni inteligenci, prilagojen za komplementarnost«. V nadaljevanju se v tem okvirju uporablja krajši izraz »tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco«. Opozoriti velja tudi, da umetna inteligenca ne vključuje le velikih jezikovnih modelov, temveč tudi druge – že prej dostopne – aplikacije, kot sta prepoznavanje slik in strojno prevajanje.

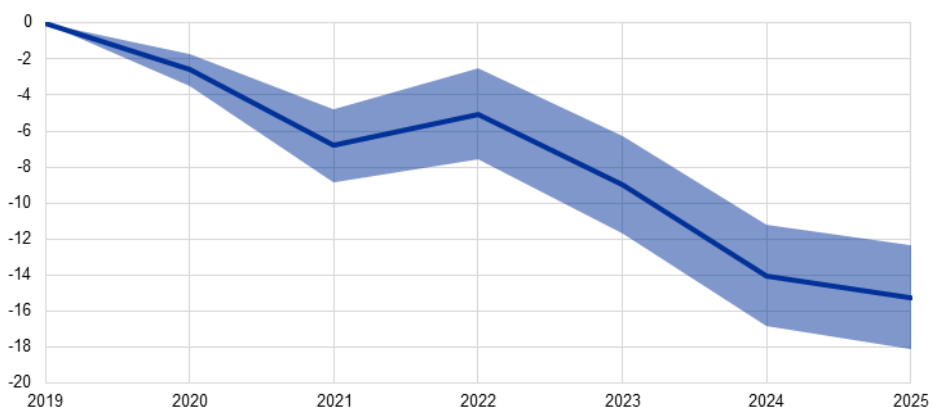
⁴ Ker so v ospredju nedavna gibanja, je kot izhodiščno leto analize določeno zadnje leto pred pandemijo (2019). Vendar pa je umetna inteligenca na ameriški trg dela verjetno vplivala že pred letom 2019.

heterogenosti.⁵ Rezultati kažejo na vse večji razkorak med rastjo števila delovnih mest v poklicih z visokim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco in v poklicih z nizkim tveganjem (graf B).⁶ Če vse drugo ostane nespremenjeno, je bila med letoma 2019 in 2025 rast števila delovnih mest z visokim tveganjem nadomeščanja za približno 15 odstotnih točk nižja kot pri tistih z nizkim tveganjem. To je skladno s študijami, ki kažejo, da umetna inteligenca vpliva na rast zaposlenosti v nekaterih poklicnih podskupinah. Čeprav posledice umetne inteligence za skupno zaposlenost do danes ostajajo nejasne, iz analize izhaja, da ima UI od leta 2019 opazen relativni vpliv na rast zaposlenosti v ZDA.⁷ Ta se je po uvedbi ChatGPT konec leta 2022 še okrepil.

Graf B

Vpliv umetne inteligence na rast zaposlenosti v ZDA – razlika med visokim in nizkim tveganjem nadomeščanja

(v odstotnih točkah)



Viri: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Črta prikazuje ocenjeni relativni vpliv izpostavljenosti umetni inteligenci na rast zaposlenosti za posamezno leto v primerjavi z letom 2019. Model temelji na metodi razlike v razlikah, z njim pa se ločeno ocenjuje vpliv tveganja nadomeščanja z umetno inteligenco na rast zaposlenosti v posameznem poklicu za posamezno leto (2020–2025) v primerjavi z izhodiščnim letom (2019). Zgornji in spodnji 1% rasti zaposlenosti sta bila winsorizirana, da se kontrolira za osamelce. Model vključuje tudi konstanto in fiksne učinke na ravni trimesnih podsektorjev klasifikacije NAICS. Rezultati so preračunani tako, da prikazujejo razliko med visokim in nizkim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco. Osenčeno območje prikazuje 95-odstotni interval zaupanja.

Relativni vpliv umetne inteligence na rast zaposlenosti se še ni odrazil v znatnih razlikah v rasti plač. Podobno kot pri vplivu na zaposlenost so empirične informacije o tem skope, čeprav je vpliv umetne inteligence na plače in neenakost predmet intenzivnih razprav v literaturi. Z uporabo enake metodologije kot prej analiza rasti mediane urne postavke po poklicih razkriva, da tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco od leta 2019 ni imelo pomembnega vpliva na rast plač

⁵ Tako na primer upad števila delovnih mest v predelovalnih dejavnostih morda ni povezan z umetno inteligenco, temveč je posledica drugih strukturnih gibanj, kot je selitev dejavnosti v tujino. Ker pri nekaterih delovnih mestih v predelovalnih dejavnostih obstaja veliko tveganje nadomeščanja z umetno inteligenco (npr. pri upravljanju zalog ali komisioniranju), bi takšen upad lahko napačno pripisali vplivu umetne inteligence.

⁶ Opozoriti velja, da v uporabljenem modelu dejansko uvajanje umetne inteligence ni izrecno zajeto.

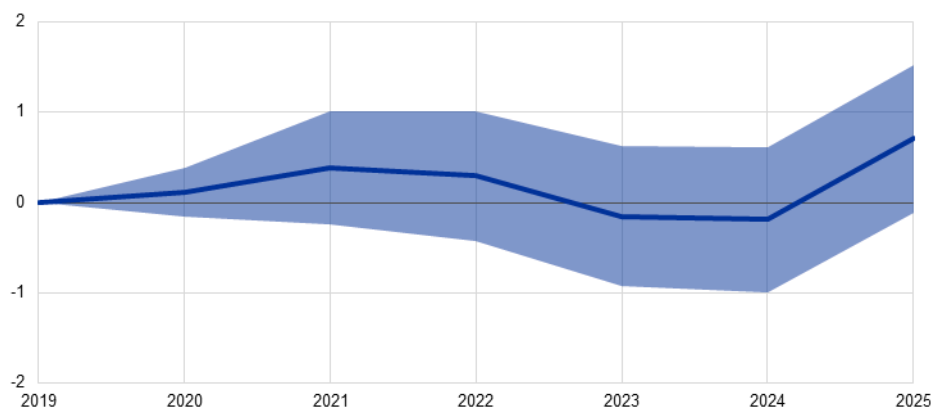
⁷ Massenkoff in McCrory (2026) izvajata podobno analizo stopenj brezposelnosti v ZDA in ugotavljata, da ni prišlo do znatnega porasta brezposelnosti med zaposlenimi v najbolj izpostavljenih poklicih. To bi lahko kazalo tudi na prerazporeditev delovnih mest na ameriškem trgu dela.

(graf C).⁸ Sčasoma, ko se bo trg dela še naprej prilagajal, orodja umetne inteligence pa bodo postajala vse bolj generativna, bi dohodkovni učinki utegnili biti izrazitejši.⁹

Graf C

Vpliv umetne inteligence na rast plač v ZDA – razlika med visokim in nizkim tveganjem nadomeščanja

(v odstotnih točkah)



Viri: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli et al. (2023) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Črta prikazuje ocenjeni relativni vpliv izpostavljenosti umetni inteligenci na rast mediane urne postavke za posamezno leto v primerjavi z letom 2019. Model uporablja pristop razlike v razlikah ter ločeno ocenjuje vpliv tveganja nadomeščanja posameznega poklica z umetno inteligenco na rast plač v tem poklicu za vsako leto (2020–2025) v primerjavi z izhodiščnim letom (2019). Model vključuje tudi konstanto in fiksne učinke na ravni trimesčnih podsektorjev klasifikacije NAICS. Rezultati so preračunani tako, da prikazujejo razliko med visokim in nizkim tveganjem nadomeščanja z umetno inteligenco. Osenčeno območje prikazuje 95-odstotni interval zaupanja.

Viri

Acemoglu, D. in Restrepo, P. (2018), »The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment«, *American Economic Review*, American Economic Association, letnik 108(6), str. 1488–1542.

Aldasoro, I., Gambacorta, L., Pal, R., Revoltella, D., Weiss, C. in Wolski, M. (2026), »AI Adoption, Productivity and Employment: Evidence from European Firms«, *BIS Working Papers*, št. 1325, Banka za mednarodne poravnave.

Brynjolfsson, E., Chandar, B. in Chen, R. (2025), »Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence«, Stanford Digital Economy Lab.

Felten, E., Raj, M. in Seamans, R. (2021), »Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses«, *Strategic Management Journal*, 42(12), str. 2195–2217.

⁸ Vpliv umetne inteligence na plače je odvisen tudi od dinamike ponudbe in povpraševanja po delovni sili, česar pa v uporabljenem modelu ni mogoče ločeno obravnavati.

⁹ V eni od redkih razpoložljivih empiričnih študij na tem področju Hui et al. (2024) ocenjujejo vpliv generativnih modelov umetne inteligence od leta 2022 na samostojne izvajalce, registrirane na veliki spletni platformi za posredovanje dela, ter ugotavljajo zmanjšanje tako zaposlenosti kot tudi plač v najbolj izpostavljenih poklicih.

Hampole, M., Papanikolaou, D., Schmidt, L. D. W. in Seegmiller, B. (2025), »[Artificial Intelligence and the Labor Market](#)«, *NBER Working Papers*, št. 33509, National Bureau of Economic Research.

Hui, X., Reshef, O. in Zhou, L. (2023), »[The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#)«, *CESifo Working Paper Series*, št. 10601, CESifo.

Lane, P.R. (2026), »[AI and the euro area economy](#)«, osrednji govor na mednarodni konferenci ECB-SAFE-RCEA o stičišču podnebja, makroekonomije in financ (3CMFI), Evropska centralna banka, Frankfurt, 23. marec.

Lambert, P. and Schindler, Y. (2026), »[The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#)«, maj, SSRN.

Lebastard, L. in Sondermann, D. (2026), »[Artificial Intelligence: Friend or Foe for Hiring in Europe Today?](#)«, *blog ECB*, Evropska centralna banka, 4. marec.

Massenkoff, M. in McCrory, P. (2026), »[Labor Market Impacts of AI: A New Measure and Early Evidence](#)«, Anthropic Economic Research.

Pizzinelli, C., Panton, A. J., Mendes Tavares, M., Cazzaniga, M. in Longji, L. (2023), »[Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#)«, *IMF Working Papers*, št. 2023/216, Mednarodni denarni sklad.

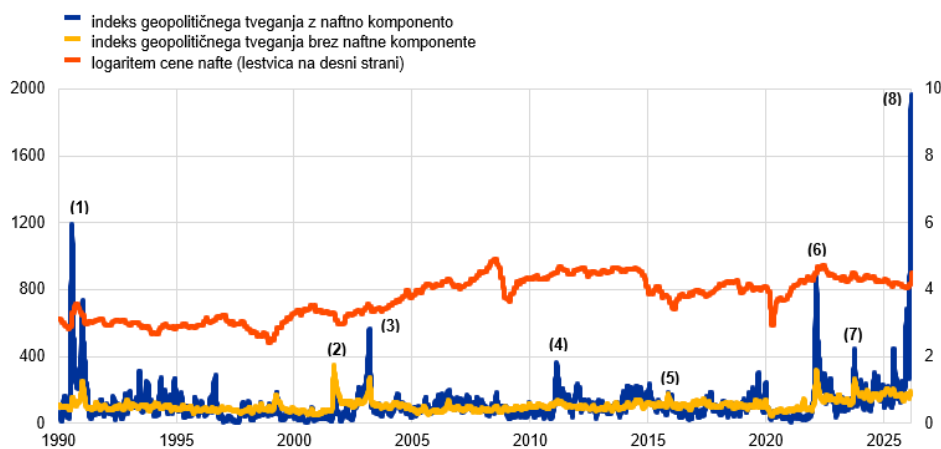
2 Odziv finančnih trgov v ZDA na geopolitične šoke, ki vplivajo na dobavo nafte

Pripravili Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon in Viktória Vidaházy

Nedavni geopolitični šoki so povzročili precejšnje motnje na svetovnih energetskih trgih. Največja geopolitična šoka v zadnjih letih – ruska invazija na Ukrajino in trenutna vojna na Bližnjem vzhodu – sta v dveh tednih po izbruhu konflikta sprožila strm porast cen energentov, cene nafte pa so se zvišale za približno 30% oziroma 50% (graf A). Geopolitični šoki sicer praviloma negativno vplivajo na gospodarsko rast (Caldara in Iacoviello, 2022), njihovi inflacijski učinki pa so manj enoznačni (Ferrari Minesso et al., 2023; Brignone et al., 2024).¹⁰ Vseeno šoki, ki vključujejo motnje v svetovni oskrbi z energijo, kot je zaprtje Hormuške ožine, zvišujejo cene nafte. To spodbuja inflacijo, kar verjetno še dodatno zavira gospodarsko rast in vpliva na odzive finančnih trgov. S poudarkom na ZDA ta okvir preučuje omenjene odzive s pomočjo novega kazalnika naftnih geopolitičnih šokov avtorjev Iacoviella in Tonga (2026).

Graf A
Geopolitično tveganje in cene nafte

(lestvica na levi strani: indeks; lestvica na desni strani: logaritem cene v ameriških dolarjih za sod)



Viri: Iacoviello in Tong (2026), Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Oštevilčeni vrhovi se nanašajo na naslednje geopolitične dogodke: (1) zalivska vojna; (2) teroristični napadi 11. septembra; (3) invazija na Irak; (4) arabska pomlad in državljanska vojna v Libiji; (5) teroristični napadi v Parizu; (6) ruska invazija na Ukrajino; (7) vojna med Izraelom in Hamasom; (8) trenutna vojna na Bližnjem vzhodu. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2026.

Novi indeks, razvit s pomočjo umetne inteligence (UI), identificira geopolitične dogodke, povezane s svetovnimi energetskimi trgi. Iacoviello in Tong (2026) s pomočjo umetne inteligence analizirata več kot pet milijonov člankov iz ameriških časopisov, s čimer sta izboljšala pristop na podlagi ključnih besed, ki sta ga Caldara in Iacoviello (2022) uporabila za merjenje geopolitičnih tveganj. S svojo metodo identificirata geopolitične dogodke, ki vplivajo na oskrbo z energijo (npr. zalivsko vojno ali trenutno vojno na Bližnjem vzhodu), in jih ločujeta od tistih brez

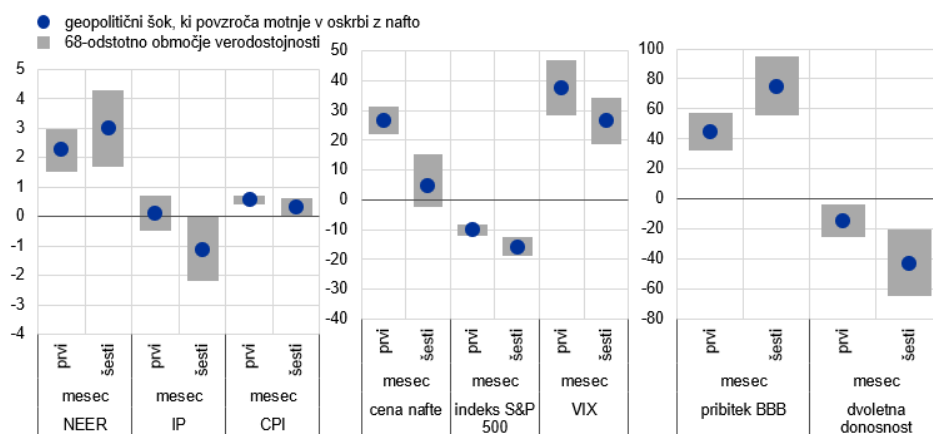
¹⁰ Ferrari Minesso et al. (2023) izpostavljajo mešan vpliv geopolitičnega tveganja na cene nafte in inflacijo. Brignone et al. (2024) ugotavljajo, da šoki, ki jih spodbuja negotovost, zvišujejo cene nafte in inflacijo, medtem ko konkretni negativni dogodki delujejo deflacijsko.

neposrednih motenj na energetskih trgih (npr. terorističnih napadov v Parizu leta 2015). Trenutna vojna na Bližnjem vzhodu je povzročila izrazit porast indeksa geopolitičnih tveganj z naftno komponento, ki izstopa bolj kot katerikoli dogodek doslej. Z identificiranjem specifičnih dogodkov, ki povzročajo motnje v oskrbi z energijo, novi kazalnik nadgrajuje obstoječe okvire preučevanja povezav med geopolitičnim dogajanjem in naftnim trgom.^{11, 12} Podobno kot Iacoviello in Tong (2026) se tudi mi osredotočamo na dneve, ko indeks za dva standardna odklona preseže svoje povprečje. Mesečne vsote sprememb cen nafte na tiste dni se uporabljajo kot instrumenti za naftne geopolitične šoke v Bayesovem modelu vektorske avtoregresije (BVAR) za ameriške finančne trge, ki je dopoljen s ključnimi makroekonomskimi kazalniki.

Graf B

Odziv ameriških kazalnikov na geopolitične šoke, ki povzročajo motnje v oskrbi z nafto

(sliki na levi strani in v sredini: odstotki; slika na desni strani: odstotne točke)



Viri: Iacoviello in Tong (2026), Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje, kako se obravnavani kazalniki odzivajo na geopolitični šok, ki povzroča motnje v oskrbi z nafto, pri čemer so odzivi umerjeni na 10-odstotni padec indeksa S&P 500 ob nastopu šoka. Model BVAR vključuje: indeks geopolitičnega tveganja z naftno komponento (Iacoviello in Tong, 2026), ceno nafte brent, donosnost 2-letnih državnih obveznic ZDA, indeks S&P 500, nominalni efektivni tečaj ameriškega dolarja (NEER), indeks pričakovane volatilnosti VIX, pribitek na ameriške podjetniške obveznice z bonitetno oceno BBB, obseg industrijske proizvodnje v ZDA (IP) in indeks cen življenjskih potrebščin v ZDA (CPI). Vsi kazalniki, razen donosnosti in kreditnega pribitka, so v model vključeni v mesečnih logaritemskih vrednostih. Za identifikacijo šokov se kot instrument za indeks uporabi vsota mesečnih sprememb cene nafte v dneh, ko je indeks za dva standardna odklona nad svojim povprečjem (Iacoviello in Tong, 2026). Model je ocenjen za obdobje od februarja 1990 do februarja 2026.

Geopolitični šoki, ki povzročajo motnje v oskrbi z nafto, zmanjšujejo

gospodarsko aktivnost, zvišujejo cene in so povezani z višjimi premijami za tveganje. Po naftnem geopolitičnem šoku, ki je kalibriran na 10-odstotni padec cen ameriških delnic v prvem mesecu, se cene nafte zvišajo za okoli 30% in ostanejo nad ravniyo pred šokom približno dve četrtletji (graf B). Dvig cen nafte se sicer v omejenem obsegu prenese na cene življenjskih potrebščin v ZDA, medtem ko se industrijska proizvodnja s časovnim zamikom skrči (po šestih mesecih upade za do

¹¹ Verduzco-Bustos in Zanetti (2026) s pomočjo indeksa geopolitičnih tveganj, ki sta ga prva razvila Caldara in Iacoviello (2022), na primer ugotavljata, da geopolitične napetosti, ki vplivajo na naftne trge, delujejo zaviralno in inflacijsko, pri čemer izpostavljata vlogo zalog. Ugotovitve, ki jih navaja Pinchetti (2025), so skladne z modelom splošnega ravnovesja, ki so ga zasnovali Kilian et al. (2024).

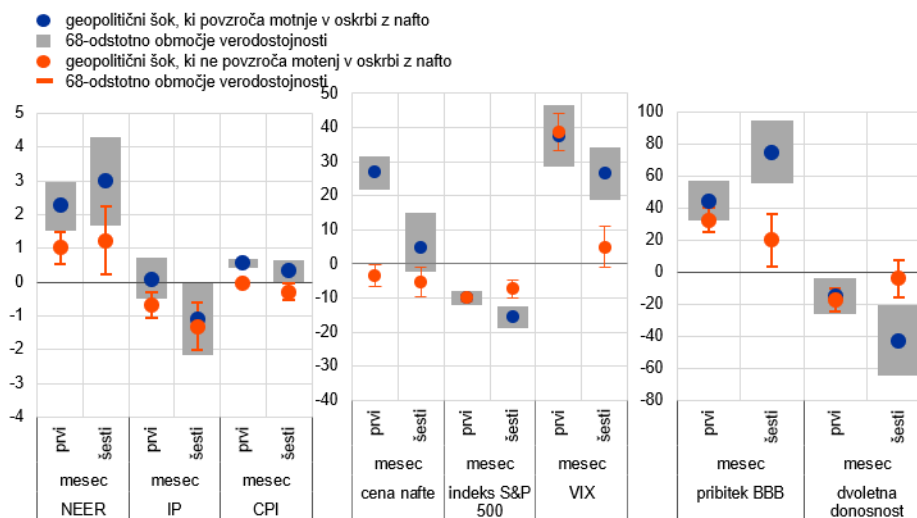
¹² Novi pristop ločeno obravnava dogodke, ki zmanjšujejo ponudbo nafte, medtem ko se v obstoječi literaturi vsi geopolitični šoki obravnavajo skupaj. Ta pristop omogoča natančnejšo opredelitev vpliva geopolitičnih napetosti na naftnem trgu, saj šoki, ki niso povezani z nafto, cene nafte praviloma znižujejo.

1%). Po drugi strani pa je vpliv na finančne trge močnejši. Cene delnic so po dveh četrletjih še vedno za približno 20% pod ravniyo pred šokom. Dolar se vztrajno krepi, kar odraža tako višje cene nafte kot tudi dinamiko varnega zavetja.¹³ Zvišajo se kazalniki tveganja, kot so indeks pričakovane volatilitnosti VIX in pribitki na podjetniške obveznice. Netvegane obrestne mere se znižajo, kar odraža bodisi težnjo po iskanju varnega zavetja bodisi pričakovanja, da se bo denarna politika zrahljala, saj se gospodarska aktivnost znižuje bolj vztrajno, kot narašča inflacija.

Graf C

Primerjava geopolitičnih šokov z motnjami in brez motenj v oskrbi z nafto

(sliki na levi strani in v sredini: odstotki; slika na desni strani: odstotne točke)



Viri: Iacoviello in Tong (2026), Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na grafu je prikazano, kako na obravnavane kazalnike vpliva geopolitični šok, ki povzroča motnje v oskrbi z nafto (modra), v primerjavi s šoki, ki ne vplivajo na oskrbo z nafto (rdeča), pri čemer sta oba vpliva umerjena na 10-odstotni padec indeksa S&P 500 in ocenjena z istim modelom BVAR. Geopolitični šoki, ki so neodvisni od oskrbe z nafto, se identificirajo na podlagi indeksa geopolitičnega tveganja brez nafte komponente avtorjev Iacoviello in Tonga (2026), pri čemer se kot instrument uporabijo spremembe cene zlata (Georgiadis et al., 2024; Piffer in Podstawski, 2018).

Dinamika cen nafte je ključni kanal krepitve vpliva, ki ga imajo geopolitični šoki.

Vpliv geopolitičnih dogodkov na finančne trge je precej blažji, kadar šoki ne vplivajo na svetovno oskrbo z nafto, kot takrat, kadar vplivajo (graf C). Cene nafte se ne zvišajo, ampak nekoliko upadejo, saj povečano geopolitično tveganje zavira industrijsko proizvodnjo in agregatno povpraševanje, s tem pa se zmanjšuje tudi povpraševanje po nafti. To spodbuja gospodarsko okrevanje, saj se nižje cene nafte odrazijo v višjih realnih dohodkih gospodinjstev ter nižjih proizvodnih stroških in nižji inflaciji, kar ublaži negativne učinke na gospodarsko aktivnost. Posledično je padec tečajev delnic sčasoma manj izrazit. Donosnosti v ZDA se sicer znižajo, vendar se upad po šestih mesecih v celoti izniči. Dolar se brez ugodnega vpliva višjih cen nafte – ki mu običajno dajejo zagon – krepi manj, saj so ZDA od leta 2019 neto izvoznica primarne energije, velik del trgovine z nafto pa se obračunava v dolarjih (Ricci, 2024). Čeprav se kazalniki tveganja začasno zvišajo, se po dveh četrletjih ravno tako umirijo. V realnem gospodarstvu industrijska proizvodnja po šestih mesecih

¹³ Z nafto se na splošno trguje v dolarjih, zato višje cene nafte že same po sebi povečujejo povpraševanje po dolarjih in povzročajo krepitev ameriške valute. V obdobjih povečanega tveganja lahko svetovni vlagatelji kupujejo ameriške državne obveznice, ki na splošno veljajo za varno naložbo, kar prav tako povečuje povpraševanje po ameriškem dolarju.

hitreje okreva, cene življenjskih potrebščin pa namesto zvišanja srednjeročno upadejo. Ti rezultati kažejo, kako cene nafte krepijo geopolitične šoke, kar ustvarja pritiske predvsem na zvišanje inflacije.

Odziv finančnih trgov na vojno na Bližnjem vzhodu je bil v primerjavi z zgodovinskimi vzorci omejen.

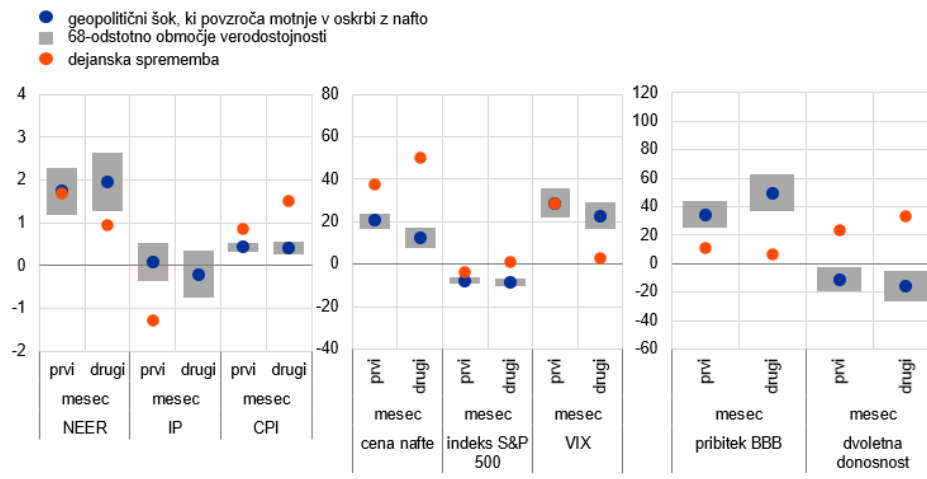
V grafu D je prikazana primerjava odziva finančnih trgov na konflikt z modelskimi elastičnostmi.¹⁴ Ta šok je bil dejansko precejšen. Dnevni pretok nafte skozi Hormuško ožino praviloma znaša okoli 20 milijonov sodov, neto izpad oskrbe pa je kljub nekaterim blažilnim dejavnikom (npr. preusmeritev tokov prek naftovodnih omrežij), dosegal od 10 do 15 milijonov sodov na dan (10–15% svetovne oskrbe). Cene nafte so se sečasno zvišale na skoraj 120 USD za sod, kar presega ravni, ki bi jih na podlagi preteklih dogajanj pričakovali za tako velik naften geopolitičen šok. Nasprotno je bil odziv drugih finančnih kazalnikov umirjen. Tečajji delnic so sicer upadli, vendar so po približno mesecu dni znova začeli rasti, dolar pa se je v marcu okrepil in se do aprila vrnil na skoraj enako raven kot na začetku leta. Pribitki za tveganje so se ob izbruhu konflikta nekoliko zvišali, vendar le na približno polovico ravni, ki bi jih pričakovali na podlagi preteklih dogajanj, nato pa so se vrnil na ravni pred konfliktom. Netvegane obrestne mere se niso znižale, ampak so se zvišale, kar morda odraža bojzani glede inflacije po šoku takšnega obsega. Razmeroma umirjen skupni odziv je mogoče pojasniti z močnimi ameriškimi makroekonomskimi temelji, izvozom nafte iz ZDA ter velikim zanimanjem vlagateljev za delnice, povezane z umetno inteligenco. Kljub temu je omejena prilagoditev tržnih cen glede na razsežnost naftnega šoka še vedno presenetljiva. Trgi morda motnjo razumejo kot sečasno, zato ne pričakujejo, da bi ta upravičevala nadaljnje izrazito prilagajanje ocen tveganja. Če bi se konflikt nadaljeval ali bi se denarna politika odzvala bolj agresivno, kot se trenutno pričakuje, bi to lahko povzročilo nenadne prilagoditve cen finančnega premoženja in potencialno hitre razprodaje.

¹⁴ Impulzne odzive modela BVAR prilagodimo tako, da odražajo šok geopolitičnega tveganja, ki moti oskrbo z nafto in je po odzivu indeksa VIX primerljiv z začetkom vojne na Bližnjem vzhodu med februarjem in marcem 2026.

Graf D

Trenutno tržno vrednotenje geopolitičnega tveganja

(sliki na levi strani in v sredini: odstotki; slika na desni strani: odstotne točke)



Viri: Iacoviello in Tong (2026), Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje odzive izbranih spremenljivk na modelsko ocenjeni šok geopolitičnega tveganja, ki povzroča motnje v oskrbi z nafto (modra). Velikost šoka je prilagojena tako, da ustreza odzivu indeksa VIX ob začetku vojne na Bližnjem vzhodu februarja 2026. Dejanske spremembe (rdeča) predstavljajo spremembe finančnih spremenljivk med februarjem in marcem 2026 (prvi mesec) ter februarjem in aprilom 2026 (drugi mesec). Pri IP in CPI se najnovejši podatki nanašajo na marec 2026.

Viri

Brignone, D., Gambetti, L. in Ricci, M. (2025), »[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)«, *Working Paper Series*, št. 2972, ECB, maj (revidirano).

Caldara, D. in Iacoviello, M. (2022), »[Measuring geopolitical risk](#)«, *American Economic Review*, letnik 112, št. 4, april, str. 1194–1225.

Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. in Rößler, D. (2023), »[Geopolitično tveganje in cena nafte](#)«, *Ekonomski bilten*, št. 8, ECB.

Georgiadis, G., Müller, G. J. in Schumann, B. (2024), »[Global risk and the dollar](#)«, *Journal of Monetary Economics*, letnik 144, 103549.

Iacoviello, M. in Tong, J. (2026), »[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)«, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Kilian, L., Plante, M. D. in Richter, A. W. (2024), »[Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#)«, *Working Paper*, št. 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, maj.

Piffer, M. in Podstawski, M. (2018), »[Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#)«, *The Economic Journal*, letnik 128, št. 616, str. 3266–3284.

Pinchetti, M. (2025), »[Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#)«, *Working Paper*, št. 1005, Banque de France.

Ricci, M. (2024), »[The link between oil prices and the US dollar: evidence and economic implications](#)«, *Economic Bulletin*, št. 7, ECB.

Verduzco-Bustos, G. in Zanetti, F. (2026), »[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)«, *CESifo Working Papers*, 12606, april.

Pripravili Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh in Lucia Quaglietti

Izdatki za državno pomoč v EU so se v zadnjih letih izrazito povečali, k čemur so prispevali gospodarski šoki in ponoven vzpon intervencionistične industrijske politike na svetovni ravni. To je sprožilo širšo razpravo, v kateri zagovorniki poudarjajo nujnost javne intervencije, s katero bi odpravili tržne nepopolnosti in strateške ranljivosti (Evenett et al., 2024), kritiki pa svarijo pred tveganji neučinkovitosti, iskanja rent in fragmentacije enotnega trga (Hodge et al., 2024). Z vidika ECB je treba državni pomoči nameniti pozornost zaradi posledic za fiskalno politiko, alokacijo virov in konkurenco. Glede na vse večje geopolitične napetosti in nov začasni okvir EU za državno pomoč, ki dovoljujejo fleksibilnejše dodeljevanje pomoči (v zadnjem času v podporo sektorjem, prizadetim zaradi krize na Bližnjem vzhodu), v tem okvirju obravnavamo spreminjajočo se vlogo in dodeljevanje državne pomoči.

Državna pomoč zajema javne intervencije, s katerimi se podjetjem zagotovi finančna podpora ali podeli selektivna prednost. Taki ukrepi so v skladu s členom 107 Pogodbe o delovanju Evropske unije na splošno prepovedani, saj lahko izkrivljajo konkurenco na enotnem trgu. Vendar pa Pogodba omogoča več izjem. Da bi bila državna pomoč združljiva z enotnim trgom, mora prispevati k razvoju gospodarske aktivnosti in ne sme negativno vplivati na pogoje trgovanja med državami članicami v obsegu, ki je v nasprotju s skupnim interesom.¹

Kljub pravnim omejitvam sta se področje uporabe in obseg državne pomoči sčasoma občutno povečala. Med letoma 2000 in 2013 so bili izdatki za državno pomoč večinoma stabilni (0,5%–0,8% BDP). Od leta 2014 so reforme, s katerimi so se razširile kategorije pomoči, za katere ni potrebna odobritev Evropske komisije, državam članicam omogočile, da so pomoč zagotavljale bolj fleksibilno, pri čemer so se izdatki do leta 2019 skoraj podvojili.² Pomoč se je v letih 2020 in 2021 še povečala in dosegla najvišjo vrednost (330 milijard EUR oz. 2%–2,5% BDP), k čemur je prispeval začasni okvir, ki je bil uveden med pandemijo COVID-19, po obsežni invaziji Rusije na Ukrajino pa je bila njegova veljavnost podaljšana. Čeprav se je državna pomoč v letu 2024 zmanjšala na 1% BDP, je še vedno večja od dolgoročnega povprečja (graf A, slika a). Kar zadeva novejšo obdobje, je Komisija zaradi konflikta na Bližnjem vzhodu sprejela nov začasni okvir, s katerim je omilila pogoje, pod katerimi lahko države članice EU dodelijo pomoč hudo prizadetim sektorjem.³

¹ V členih od 107 do 109 Pogodbe je opredeljena državna pomoč, določene so prepovedi in navedene možne izjeme.

² [Uredba o splošnih skupinskih izjemah](#) določa pogoje, pod katerimi je mogoče državno pomoč dodeliti brez predhodne odobritve Komisije. S poznejšimi revizijami je bilo njeno področje uporabe razširjeno.

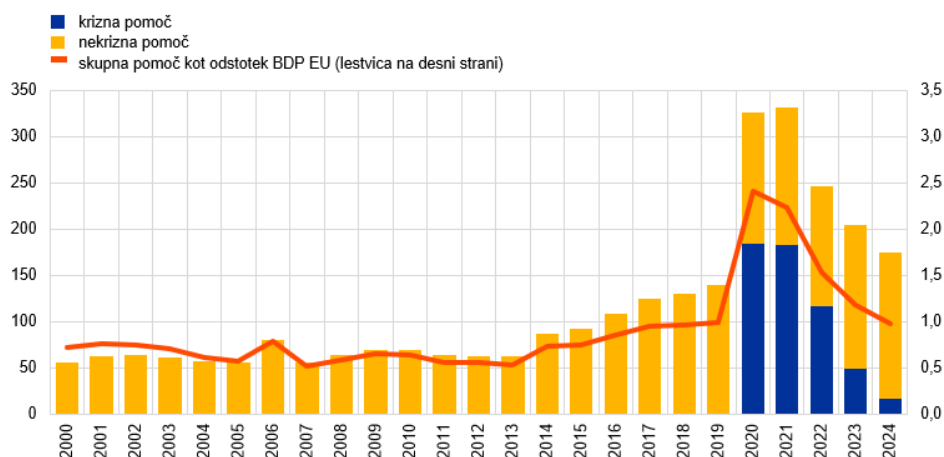
³ [Začasni okvir za državno pomoč zaradi krize na Bližnjem vzhodu](#) bo veljal do decembra 2026. Okvir dovoljuje podporo kmetijstvu, ribištvu in akvakulturi, kopenskemu prevozu in pomorskemu prevozu na kratke razdalje znotraj EU. Dodeli se lahko pomoč za kritje do 70% dodatnih stroškov, ki so posledica omenjene krize.

Graf A

Izdatki za državno pomoč po ciljnih politike

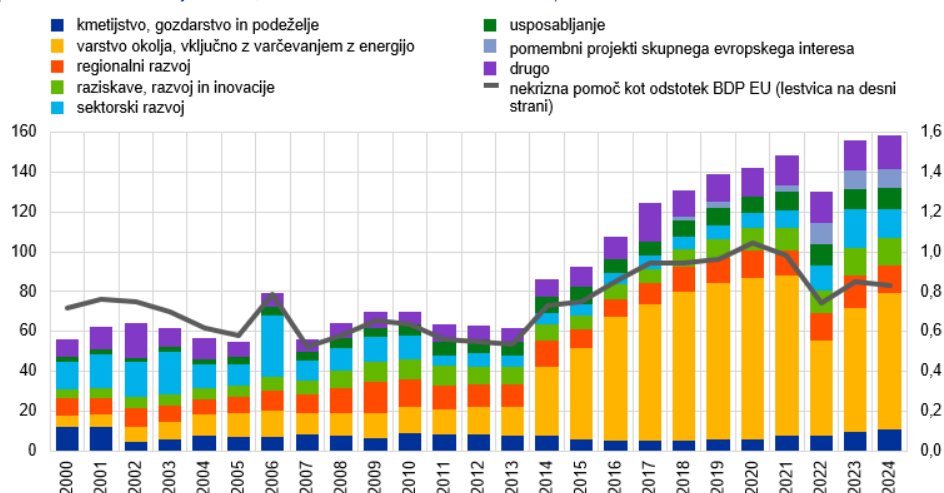
a) Krizna in nekrizna državna pomoč v EU

(lestvica na levi strani: milijarde EUR; lestvica na desni strani: odstotki BDP EU)



b) Nekrizna pomoč

(lestvica na levi strani: milijarde EUR; lestvica na desni strani: odstotki BDP EU)



Viri: poročilo o državnih pomočeh, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Sliki prikazujeta nominalne izdatke za pomoč, ki jo je odobrila Evropska komisija ali je bila dodeljena po pravilih o izjemah, kar odraža gospodarske prednosti upravičencev. Na sliki a je državna pomoč razčlenjena na krizno in nekrizno pomoč. Na sliki b je nekrizna pomoč nadalje razčlenjena.

Spremenila se je tudi usmerjenost državne pomoči, med drugim je zdaj usmerjena tudi v širše industrijske prednostne naloge.

V preteklosti je bila pomoč usmerjena na inovacije, regionalno kohezijo in omejeno financiranje za manjša podjetja. V novejšem času postaja vse bolj povezana z varstvom okolja, vključno z razogljičenjem, ter industrijsko konkurenčnostjo in strateško odpornostjo (graf A, slika b). S pobudami politik EU, kot so [evropski akt o čipih](#), [akt o neto ničelni industriji](#) ter v novejšem času [dogovor o čisti industriji](#) in predlagani [akt o pospeševanju industrijske proizvodnje](#), je bil okvir za državno pomoč spremenjen tako, da podpira razogljičenje, energetska varnost in konkurenčnost. Pomoč,

povezana z energijo, se je zaradi strateškega pomena ob visokih cenah energentov in hudih šokih, ki so prizadeli gospodarstvo EU, precej povečala.⁴

Rast izdatkov za pomembne projekte skupnega evropskega interesa od leta 2018 nakazuje spremembo v smeri bolj strateške uporabe državne pomoči. Ti projekti omogočajo državam članicam, da financirajo obsežne, čezmejne projekte, s katerimi se odpravljajo tržne nepopolnosti in zmanjšuje odvisnost v strateških sektorjih, kot so baterije, vodik, mikroelektronika in zdravstvene tehnologije.⁵ Pomembni projekti skupnega evropskega interesa, ki združujejo javna in zasebna sredstva, obsegajo kompleksne vrednostne verige v več državah. Z odobreno pomočjo in s povezanimi zasebnimi naložbami, ki so do leta 2024 dosegle približno 90 milijard EUR (0,45% BDP), so zdaj med najpomembnejšimi usklajenimi instrumenti industrijske politike EU, Komisija pa je v okviru [Evropskega sklada za konkurenčnost](#) za [večletni finančni okvir za obdobje 2028–2034](#) predlagala nove namenske finančne instrumente na ravni EU.

Državna pomoč je zaradi razlik v fiskalni zmogljivosti, strukturnih značilnostih in prednostnih nalogah politik neenakomerno porazdeljena po državah in sektorjih. Med pandemijo so se razlike med državami precej povečale, pri čemer je v letih 2020 in 2021 več držav EU dodeljevalo pomoč v višini, ki je presegala 3% BDP, medtem ko je pomoč v drugih državah ostala bolj omejena (graf B). Do leta 2019 so visoko zadolžene države za državno pomoč običajno porabile manj, vendar so se razlike od takrat zmanjšale. Spreminjalo se je tudi dodeljevanje pomoči posameznim sektorjem: iz podatkov na ravni podjetij je razvidno, da so v preteklosti energetska podjetja prejela večino pomoči (graf C, slika a), vendar se je med pandemijo podpora usmerila v storitvene dejavnosti, po pandemiji pa so postale pomembnejše predelovalne dejavnosti. Medtem ko je standardna državna pomoč na splošno porazdeljena po vseh tehnoloških ravneh, so pomembni projekti skupnega evropskega interesa osredotočeni na visoko in srednje visoko tehnološke predelovalne dejavnosti (graf C, slika b), kar poudarja njihovo vlogo pri spodbujanju strateških vrednostnih verig.

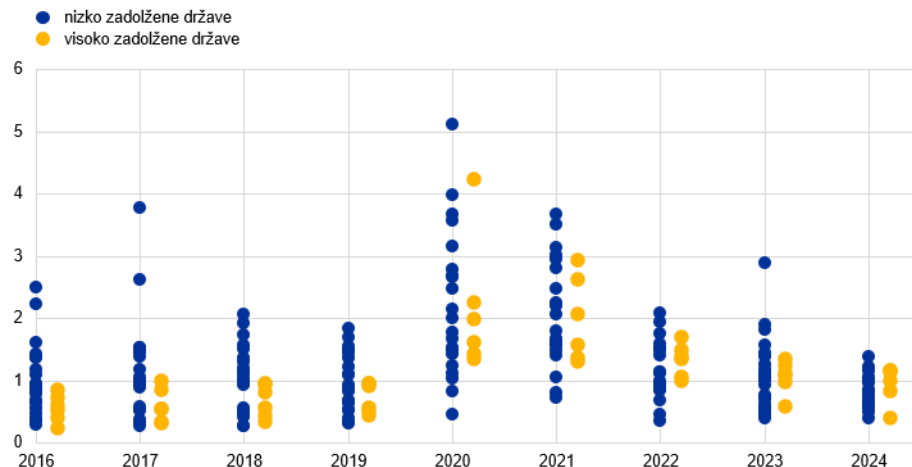
⁴ Evropska komisija je leta 2025 sprejela [okvir za državno pomoč v okviru dogovora o čisti industriji](#), s katerim je nadomestila [začasni okvir za krizne razmere in prehod](#) iz leta 2022 ter veljavnost fleksibilnih pravil podaljšala do leta 2030.

⁵ Pomembni projekti skupnega evropskega interesa morajo vključevati več držav članic, ustvarjati znatne pozitivne učinke prelivanja in prispevati k vseevropskim ciljem.

Graf B

Porazdelitev izdatkov za državno pomoč v državah EU

(v odstotkih BDP)



Viri: poročilo o državnih pomočeh, Eurostat in izračuni ECB.

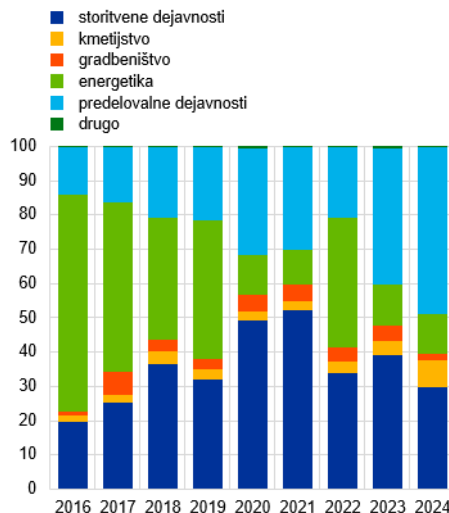
Opomba: Visoko zadolžene države so države, katerih raven dolga presega 90% BDP v letu 2024.

Graf C

Izdatki za državno pomoč po sektorjih in tehnoloških ravneh

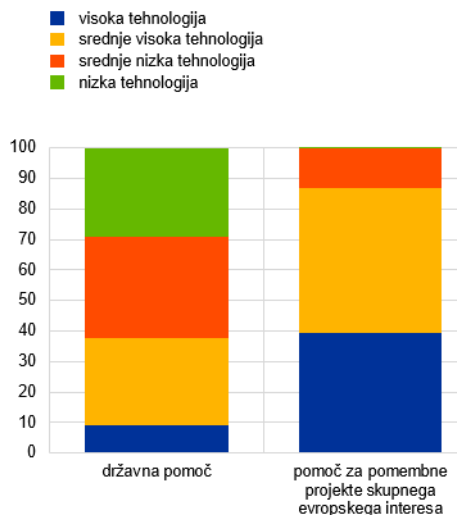
a) Izdatki za državno pomoč po sektorjih

(v odstotkih)



b) Izdatki za državno pomoč po tehnoloških ravneh in vrstah pomoči

(v odstotkih)



Viri: podatkovna zbirka State Aid Transparency, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Številke temeljijo na podatkih na ravni podjetij in predstavljajo pomoč, dodeljeno v 23 državah EU (brez Španije, Poljske, Romunije in Slovenije). Kategorija »storitvene dejavnosti« ne vključuje informacijske in komunikacijske tehnologije. Podatki na sliki a se nanašajo na okrog 70% skupne pomoči, predstavljene v grafu A. Slika b prikazuje razčlenitev splošne državne pomoči in pomoči, dodeljene podjetjem v predelovalnih dejavnostih v okviru pomembnih projektov skupnega evropskega interesa, po tehnoloških ravneh (glej visokotehnološko klasifikacijo predelovalnih dejavnosti).

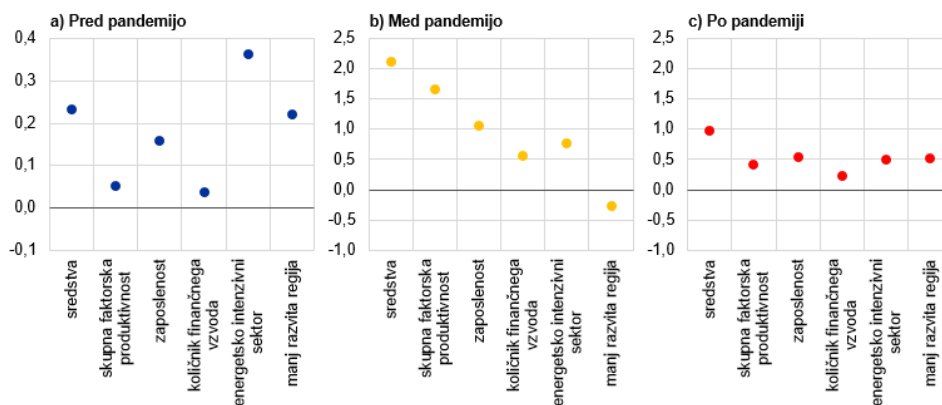
Po pandemiji se je dodeljevanje državne pomoči preusmerilo s krizne likvidnostne podpore v bolj selektivno, na konkurenčnost osredotočeno dodeljevanje. Novi cilji državne pomoči se kažejo tudi v sestavi podjetij, ki jo prejemajo. S pomočjo vzorca petih milijonov podjetij v EU v obdobju 2016–2024 smo

na podlagi značilnosti podjetij ocenili verjetnost, da bodo prejela pomoč.⁶ Pred pandemijo je bilo verjetneje, da bodo pomoč prejela velika podjetja, podjetja v energetsko intenzivnih sektorjih in podjetja v manj razvitih regijah, pri čemer se je verjetnost po ocenah povečala za od 0,2 do 0,4 odstotne točke (graf D, slika a).⁷ Med pandemijo sta bila velikost in produktivnost še vedno pomembni, vendar so se kot ključni dejavniki pojavile finančne omejitve, pri čemer je bilo precej verjetneje, da bodo pomoč prejela podjetja z visokim finančnim vzvodom. Hkrati je postalo manj verjetno, da bodo pomoč prejela podjetja v manj razvitih regijah (graf D, slika b). Velikost in produktivnost sta bila pomembna dejavnika dodeljevanja pomoči tudi v obdobju po pandemiji. V nasprotju s tem je vloga finančnega vzvoda postala manj izrazita kot v obdobju pandemije, znova pa se je povečala verjetnost, da bodo pomoč prejela podjetja v manj razvitih regijah (graf D, slika c).

Graf D

Verjetnost prejetja državne pomoči na podlagi značilnosti podjetja

(v odstotnih točkah)



Viri: podatkovna zbirka State Aid Transparency, podatkovna zbirka Orbis in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje ocenjene mejne učinke iz linearnega verjetnostnega modela. Koefficienti so spremembe verjetnosti prejetja pomoči glede na podjetja, ki je ne prejema, v odstotnih točkah. Vsaka točka ponazarja ocenjeni učinek spremembe posamezne značilnosti podjetij za en standardni odklon. Intervali zaupanja so ozki in zato niso prikazani.

Državna pomoč v EU se je povečala ter postaja vse bolj fleksibilna in bolj usklajena s spreminjajočimi se prednostnimi nalogami politik v EU.

Medtem ko se pomen industrijske politike na svetovni ravni krepi, EU pa sprejema novi večletni finančni okvir za obdobje 2028–2034, ta gibanja sprožajo kritična vprašanja o tem, kako se lahko z državno pomočjo učinkovito podpirajo skupni cilji EU in nove prednostne naloge politik, hkrati pa varuje konkurenca na notnem trgu in ohranja fiskalna vzdržnost. Za celovito preučitev teh vprašanj je potrebna nadaljnja analiza.

⁶ Podatki na ravni podjetij iz podatkovne zbirke Orbis so vzporejeni s podatkovno zbirko State Aid Transparency. Delež podjetij, ki prejema državo pomoč, se s časom spreminja (0,2% v obdobju 2016–2019, 2,5% v obdobju 2020–2021 in 1,2% po letu 2021). Uporabljen je linearni verjetnostni model. Značilnosti podjetij so interagirane s slepimi spremenljivkami za časovna obdobja, da bi se zajel spremenljiv vzorec dodeljevanja pomoči. Model vključuje fiksne učinke interakcije med državo in letom ter med sektorjem in letom, pri čemer so standardne napake združene v skupine na ravni podjetij.

⁷ Kot približek za velikost podjetja se uporablja aktiva (opredeljena kot vsota kratkoročnih sredstev, osnovnih sredstev in neopredmetenih sredstev) in zaposlenost (merjena s številom zaposlenih). Količnik finančnega vzvoda je izračunan kot razmerje med dolgoročnim dolgom in bilančno vsoto. Manj razvite regije so opredeljene skladno s klasifikacijami Evropske komisije za obdobje 2014–2020 in obdobje 2021–2027.

Viri

Evenett, S., Jakubik, A., Martin, F., in Ruta, M. (2024), »[The Return of Industrial Policy in Data](#)«, *IMF Working Papers*, 2024, št. 001, Mednarodni denarni sklad, januar.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A., in Wong, Y. C. (2024), »[Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective](#)«, *IMF Working Papers*, 2024, št. 249, Mednarodni denarni sklad, december.

Višje cene nafte zaradi vojne na Bližnjem vzhodu: ocena dejavnikov zaviranja rasti v euroobmočju

Pripravil Johannes Gareis

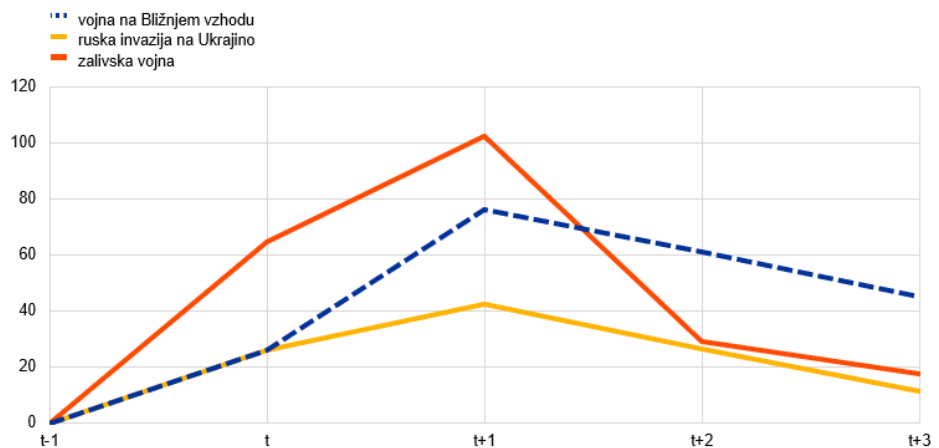
Vojna na Bližnjem vzhodu je povzročila strmo rast cen nafte in bo najverjetneje močno obremenila gospodarsko aktivnost v euroobmočju.

Cene surove nafte Brent so se po izbruhu vojne konec februarja 2026 izrazito zvišale zaradi prekinitvev v tokovih nafte skozi Hormuško ožino in zmanjšanja obsega proizvodnje nafte na Bližnjem vzhodu. Videti je, da je trenutni šok v primerjavi s preteklimi večjimi geopolitičnimi motnjami v oskrbi z nafto srednje jakosti (graf A). Čeprav so bile najvišje ravni cen nafte precej podobne tistim po invaziji Rusije na Ukrajino na začetku leta 2022, je njihovo zvišanje zaradi trenutnega šoka za zdaj večje od zvišanja po invaziji. Takratni šok je bil posledica motenj v oskrbi in velike negotovosti glede ruskega izvoza nafte ob vztrajno močnem povpraševanju po nafti po pandemiji COVID-19 ter precej izrazitejšem zvišanju cen zemeljskega plina.¹ Zvišanje cen nafte zaradi trenutnega šoka je kljub vsemu manjše od tistega med zalivsko vojno v začetku 1990-ih let, ko je zaradi iraške invazije na Kuvajt s trga izginila velika količina nafte.

Graf A

Dinamika cen surove nafte Brent ob geopolitičnih motnjah v oskrbi z nafto

(spremembe v odstotkih glede na četrletje pred šokom)



Viri: U.S. Energy Information Administration (EIA) in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje odstotno spremembo cene surove nafte Brent na podlagi četrletnih povprečij mesečnih cen v ameriških dolarjih. Za vojno na Bližnjem vzhodu t ustreza prvemu četrletju 2026; za invazijo Rusije na Ukrajino t ustreza prvemu četrletju 2022; za zalivsko vojno pa t ustreza tretjemu četrletju 1990. Prekinjena modra črta prikazuje gibanje cen nafte na podlagi junijskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, ki temeljijo na cenah naftnih terminskih pogodb na presečni datum, tj. 21. maj 2026.

Vir gibanj cen nafte je ključni dejavnik pri ocenjevanju njihovih

makroekonomskih posledic. Za razliko od povečanja cen zaradi povpraševanja, ki običajno odraža močnejšo globalno rast in podpira gospodarsko aktivnost, povečanje cen zaradi ponudbe negativno vpliva na aktivnost v gospodarstvih

¹ Za primerjavo trenutnega šoka s šokom, ki ga je sprožila invazija Rusije na Ukrajino, ter razpravo o verjetnem vplivu na inflacijo glej Arce et al. (2026).

uvoznikih nafte, kot je euroobmočje. To se kaže v višjih stroških proizvodnje, nižjih realnih dohodkih gospodinjstev, šibkejšem globalnem povpraševanju in povečani negotovosti. Slednji dejavnik je običajno izrazitejši v primeru geopolitičnih šokov.² V tem okvirju je kvantificiran makroekonomski vpliv nedavnega zvišanja cen nafte na euroobmočje, pri čemer se za oceno preteklih in sedanjih motenj v oskrbi z nafto uporablja empirični model z identificiranimi geopolitičnimi šoki v oskrbi z nafto.³

Makroekonomske posledice geopolitičnih šokov v oskrbi z nafto za euroobmočje je mogoče oceniti s pomočjo Bayesovega vektorskega avtoregresijskega (BVAR) modela. Model vključuje vrsto identificiranih geopolitičnih šokov v oskrbi z nafto skupaj s svetovno realno ceno nafte, kazalnikom svetovne gospodarske aktivnosti, realnim BDP v euroobmočju, zasebno potrošnjo, naložbami, cenami življenjskih potrebščin ter kratko- in dolgoročnimi obrestnimi merami. Šoki so povzeti iz študije avtorjev Verduzco-Bustosa in Zanettija (2026) in so oblikovani z uporabo visokofrekvenčne instrumentalne spremenljivke, ki izolira gibanja cen nafte v času geopolitičnih motenj v oskrbi.⁴ Ti šoki so običajno povezani z močno rastjo cen nafte in vztrajnim upadanjem proizvodnje nafte, zaradi česar so zelo primerni za analizo vpliva vojne na Bližnjem vzhodu.⁵ Model je ocenjen za obdobje od prvega četrletja 1985 do zadnjega četrletja 2023.⁶ Ker se naftna intenzivnost gospodarstva v euroobmočju od začetka 1990-ih let stalno zmanjšuje (graf B), je model ponovno ovrednoten na podlagi vzorca krajšega obdobja, ki se začne v tretjem četrletju 2003, po začetni fazi vojne v Iraku, da bi tako preverili, ali se je prenos šokov v oskrbi z nafto spremenil.⁷

² Verduzco-Bustos in Zanetti (2026) sta pokazala, da imajo gibanja cen nafte, povezana z geopolitičnimi tveganji, specifično dinamiko in makroekonomske posledice, ki jih deloma spodbujata predvidevanje prihodnjih dogodkov ter strmo in vztrajno povečevanje makroekonomske in finančne negotovosti. V primerjavi s konvencionalnimi šoki v oskrbi z nafto to še dodatno okrepi negativne učinke na gospodarsko aktivnost. Ta mehanizem je tesno povezan z ugotovitvami, ki so jih predstavili Brignone et al. (2025), namreč, da veliki šoki na področju geopolitičnega tveganja sprožijo nesorazmerno povečanje negotovosti in stresa na finančnih trgih.

³ Analiza, kako se geopolitični šoki, povezani z motnjami v dobavi energentov, prenašajo na ameriške finančne trge, je v okvirju z naslovom »Odziv finančnih trgov v ZDA na geopolitične šoke, ki vplivajo na dobavo nafte« v tej številki Ekonomskega biltena.

⁴ Instrument izrecno meri spremembo cen enomesečnih terminkih pogodb za surovo nafto West Texas Intermediate (WTI) na dneve, ko se zviša indeks geopolitičnega tveganja pri oskrbi z nafto, ki sta ga razvila Iacoviello in Tong (2026). Identificirani dogodki so tako omejeni na tiste, ki so neposredno povezani z motnjami v oskrbi z nafto.

⁵ Svetovna realna cena nafte je cena surove nafte WTI, deflacirana z ameriškim indeksom cen življenjskih potrebščin; svetovna gospodarska aktivnost se meri z indeksom industrijske proizvodnje, ki sta ga razvila Baumeister in Hamilton (2019). Oba indeksa sta skladna z izbiro spremenljivk, ki sta jih za prepoznavanje geopolitičnih šokov v oskrbi z nafto uporabila Verduzco-Bustos in Zanetti (2026).

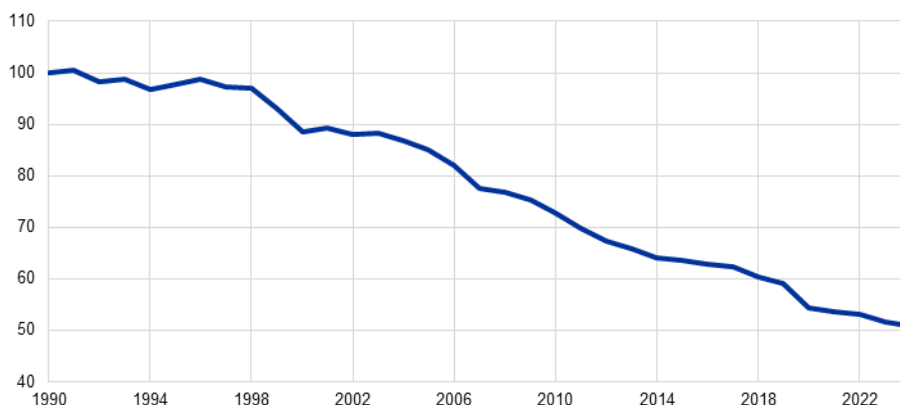
⁶ Geopolitični šoki v oskrbi z nafto so združeni na četrletno frekvenco kot enostavna povprečja mesečnih podatkov. Da bi lahko spremljali njihove dinamične učinke, so v modelu BVAR najprej razvrščeni v okvirju rekurzivnega identifikacijskega postopka.

⁷ Model vključuje pandemijske slepe spremenljivke, s čimer se zagotovi, da na rezultate ocenjevanja ne vpliva povečana volatilitnost med pandemijo COVID-19.

Graf B

Naftna intenzivnost realnega BDP v euroobmočju skozi čas

(indeks: 1990 = 100)



Viri: Eurostat, podatkovna zbirka novega modela za celotno euroobmočje in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Naftna intenzivnost se meri v kilogramih naftnega ekvivalenta na euro realnega BDP in je indeksirana na 100 v letu 1990. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2024.

Neugoden geopolitični šok v oskrbi z nafto ima trajen negativen učinek na rast realnega BDP v euroobmočju, in sicer prek zasebne potrošnje in naložb.

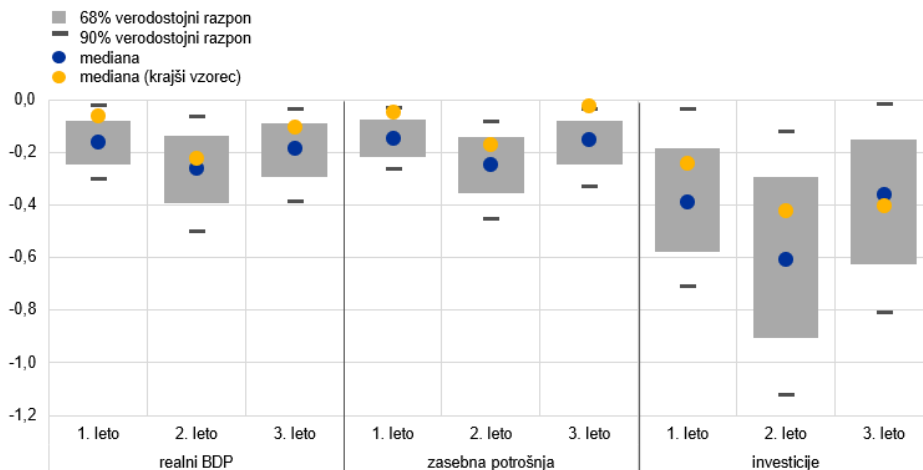
Po geopolitičnem šoku v oskrbi z nafto, ki ob nastanku povzroči 10-odstotno zvišanje realne cene nafte, naj bi bila rast realnega BDP v euroobmočju v vsakem od prvih treh let po šoku za približno 0,2 do 0,3 odstotne točke nižja (graf C).⁸ Rast zasebne potrošnje in naložb se upočasni, čeprav so učinki na naložbe izrazitejši, saj so te na splošno bolj občutljive na povečano negotovost, ki sledi geopolitičnim motnjam v oskrbi z nafto. Ocene podvzorcev za obdobje od leta 2003 kažejo, da so se učinki sčasoma verjetno nekoliko zmanjšali, zlasti zaradi šibkejšega odziva zasebne potrošnje. Po drugi strani pa je odziv naložb v vseh podvzorcih na splošno stabilen, pri čemer ocene za krajše vzorce padejo v verodostojne razpone odziva celotnega vzorca. To bi lahko pomenilo manj izrazito oslabitev kanala naftne intenzivnosti pri naložbah ali pa izravnavo okrepitve drugih kanalov – zlasti zaradi povečane negotovosti, ki jo prinašajo geopolitični šoki v oskrbi z nafto.

⁸ Rezultati so kvalitativno robustni tudi ob uporabi širše serije podatkov o šokih v oskrbi z nafto, ki sta jo izdelala Mori in Peersman (2026). Ta širša serija podatkov natančneje določa šoke, ki jih je ocenil Känzig (2021) in temeljijo na napovedih Organizacije držav izvoznic nafte (OPEC). Z uporabo širše serije podatkov so kvantitativni učinki nekoliko manjši, kar je skladno s širšo identifikacijo, ki vključuje šoke v oskrbi z nafto, ki nimajo geopolitičnega izvora.

Graf C

Vpliv neugodnega geopolitičnega šoka v oskrbi z nafto na medletno rast

(v odstotnih točkah)



Viri: Verduzco-Bustos in Zanetti (2026), Baumeister in Hamilton (2019), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, podatkovna zbirka novega modela za celotno euroobmočje, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

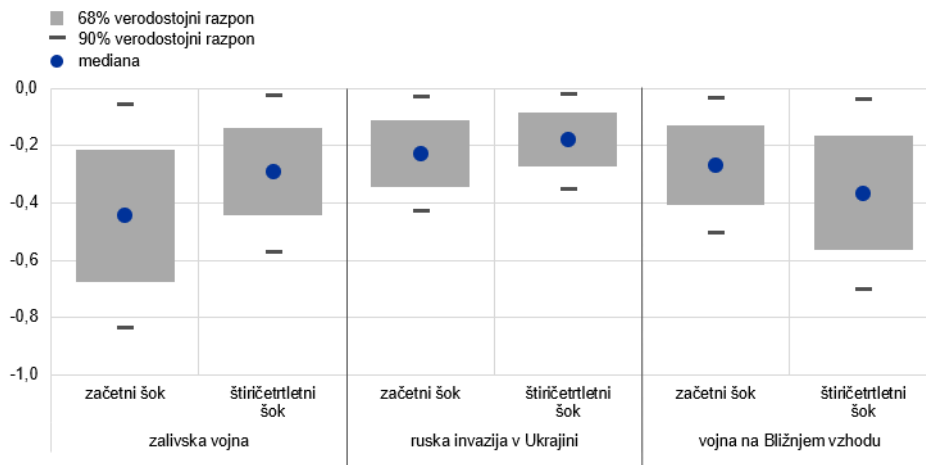
Opombe: Graf prikazuje ocenjeni vpliv začasnega geopolitičnega šoka v oskrbi z nafto, ki povzroči 10-odstotno zvišanje realne cene nafte, na medletno rast realnega BDP v euroobmočju, zasebno potrošnjo in naložbe v prvih treh letih po šoku. Ocene temeljijo na celotnem vzorcu (od prvega četrletja 1985 do zadnjega četrletja 2023) in na krajšem vzorcu, ki se začne v tretjem četrletju 2003.

Učinki preteklih geopolitičnih motenj v oskrbi z nafto – zlasti zalivske vojne in invazije Rusije na Ukrajino – so bili v prvem letu veliki, vojna na Bližnjem vzhodu pa naj bi imela letos večinoma podoben vpliv na rast v euroobmočju. Z združitvijo ocenjenih impulznih odzivov in ocenjenih šokov je mogoče kvantificirati makroekonomske posledice preteklih motenj v oskrbi z nafto in oceniti vpliv trenutnega šoka. Med zalivsko vojno in rusko vojno v Ukrajini naj bi geopolitični šoki v oskrbi z nafto v prvem letu določali večino gibanja realnih cen nafte. Na podlagi ocen za celoten vzorec – ki zaradi vse manjše naftne intenzivnosti verjetno predstavljajo zgornjo mejo za nedavne dogodke (vključno s trenutnim šokom) – je neto upočasnitev rasti BDP v prvem letu znašala približno 0,3 odstotne točke med zalivsko vojno in 0,2 odstotne točke med rusko vojno v Ukrajini (graf D, štiričetrletni šok). Upočasnitev zgolj zaradi začetnega šoka je bila večja. Gibanje cen nafte se je relativno hitro obrnilo, poznejši padec pa je delno izravnal začetno upočasnitev rasti BDP (graf D, začetni šok). Ob uporabi trenutne krivulje terminskih pogodb za nafto in ob predpostavki, da geopolitični šoki v oskrbi z nafto predstavljajo večino implicitnih sprememb cen nafte v letu 2026, se ocenjuje, da se bo zaradi vojne na Bližnjem vzhodu realna rast BDP v euroobmočju v prvem letu zmanjšala za približno 0,4 odstotne točke. Za razliko od drugih primerov se bo vpliv verjetno postopoma povečeval skozi leto. V drugem četrletju 2026 se zato pričakuje nadaljnje znatno povečanje cen nafte ter bolj vztrajno gibanje, ki ga nakazuje krivulja terminskih pogodb.

Graf D

Ocenjen vpliv geopolitičnih šokov v oskrbi z nafto na realno rast BDP v prvem letu

(v odstotnih točkah)



Viri: Verduzco-Bustos in Zanetti (2026), Baumeister in Hamilton (2019), EIA, BLS, Eurostat, podatkovna zbirka novega modela za celotno euroobmočje, ECB in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje ocenjeni vpliv na realno rast BDP v euroobmočju v prvem letu po dogodku po dveh scenarijih: začetni šok, ki upošteva le geopolitični šok v oskrbi z nafto na začetku dogodka, in zaporedje šokov v štirih četrtletjih, ki upošteva šoke, ki se pojavijo v prvem polnem letu po začetku dogodka. Za zalivsko vojno in invazijo Rusije na Ukrajino so šoki izpeljani iz ugotovljenih zgodovinskih serij šokov. Za vojno na Bližnjem vzhodu so izpeljani iz dejanskega gibanja cen nafte in krivulje terminskih pogodb za nafto.

Gledano v celoti je velikost vpliva trenutnega šoka na splošno še vedno zelo negotova ter bo odvisna od velikosti in trajanja višjih cen nafte.

Učinki na gospodarsko aktivnost ponavadi trajajo dlje kot obrat v cenah nafte, zato bi tudi hitro znižanje cen nafte še vedno pomenilo nezanemarljiv izpad proizvodnje v euroobmočju. Če bi se izkazalo, da bo šok trajal dlje, bi bil lahko kumulativni zaviralni vpliv na rast večji od tukaj predstavljenih ocen. Poleg tega bi lahko večje motnje v dobavnih verigah in prelivanje posledic na trg plina še dodatno okrepili vpliv, ki bi s tem presegel zgodovinske ocene. Cene plina so do zdaj ostale relativno stabilne, kar bi bilo lahko posledica omejene odvisnosti Evrope od zemeljskega plina z Bližnjega vzhoda.

Viri

Arce, Ó., Battistini, N., Bouabdallah, O., Lis, E., in Mohr, M. (2026), »A tale of two energy crises – initial conditions matter«, *Blog ECB*, 3. junij.

Baumeister, C., in Hamilton, J. D. (2019), »Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks«, *American Economic Review*, 109, št. 5, maj, str. 1873–1910.

Brignone, D., Gambetti, L., in Ricci, M. (2025), »Geopolitical risk shocks: when size matters«, *Working Paper Series*, št. 2972, ECB, maj (revidirano).

Iacoviello, M., in Tong, J. (2026), »The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence«, *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

Känzig, D. R. (2021), »[The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#)«, *American Economic Review*, 111, št. 4, april, str. 1092–1125.

Ferrari Minesso, M., Lopes Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A., in Vidaházy, V. (2026), »Odziv finančnih trgov v ZDA na geopolitične šoke, ki vplivajo na dobavo nafte«, v tej številki Ekonomskega biltena, ECB.

Mori, L., and Peersman, G. (2026), »[Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#)«, mimeo.

Verduzco-Bustos, G., in Zanetti, F. (2026), »[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)«, *CESifo Working Papers*, št. 12606, april.

5 Spremljanje gibanj na trgu dela v euroobmočju na podlagi napovedi o prestrukturiranju

Pripravila Claudia Foroni in Nikolaos Papadatos

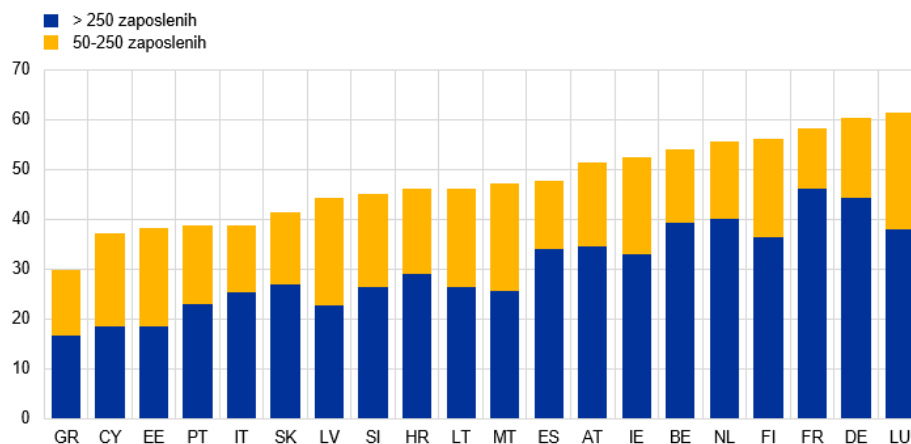
V tem okvirju preučujemo, v kolikšni meri je mogoče na podlagi napovedi podjetij o prestrukturiranju, o katerih poročajo mediji – zadevajo tako zmanjšanje števila delovnih mest kot tudi ustvarjanje delovnih mest – dobiti bolj pravočasne signale glede dinamike trga dela v euroobmočju kot na podlagi standardnih statističnih meril. Pri tem se opiramo na podatke ERM (European Restructuring Monitor), tj. podatkovni niz na ravni podjetij, ki ga od leta 2002 pripravlja Evropska fundacija za izboljšanje življenjskih in delovnih razmer (Eurofound) z dnevnim pregledovanjem nacionalnih poslovnih medijev in spletnih mest podjetij v vseh državah članicah EU in na Norveškem. Dogodek prestrukturiranja se evidentira, kadar je prizadetih vsaj 100 delovnih mest ali kadar prizadeti delavci predstavljajo vsaj 10% podjetja, ki zaposluje več kot 250 ljudi.¹ Dogodki se morajo zgoditi v devetih mesecih od napovedi in se razvrstijo glede na vrsto (npr. notranje prestrukturiranje, širitev, selitev v tujino, združitve ali stečaj), pri čemer se zagotovijo informacije o naravi osnovnega šoka, ki v standardnih agregatnih statistikah niso na voljo. ERM lahko torej še pred objavo uradnih podatkov omogoči pravočasen vpogled v gibanja na trgu dela, ki je na voljo z veliko pogostostjo.

Kar zadeva sestavo, se pri obravnavi napovedi o prestrukturiranju, o katerih poročajo mediji, daje prednost večjim podjetjem, kar je posledica tako pragov poročanja kot tudi medijske pozornosti. Takšna pristranskost pomeni, da ERM ni reprezentativen za skupno zaposlenost, zlasti v državah, v katerih je gospodarska aktivnost skoncentrirana v manjših podjetjih. V euroobmočju podjetja z vsaj 250 zaposlenimi predstavljajo manj kot 1% vseh podjetij, vendar zaposlujejo približno 36% vseh zaposlenih. Z razširitvijo praga poročanja na podjetja z vsaj 50 zaposlenimi se ta delež poveča na okrog 50% (graf A). Skladno s tem ERM zajema napovedi o prestrukturiranju v podjetjih, ki zaposlujejo med eno tretjino in eno polovico vseh zaposlenih v euroobmočju, čeprav je število zaposlenih, ki so zaradi napovedi o prestrukturiranju neposredno prizadeti, precej nižje. Obravnava napovedi o prestrukturiranju se razlikuje tudi med državami, in sicer zaradi razlik v industrijski strukturi in porazdelitvi zaposlenosti glede na velikost podjetja. Nemčija in Francija skupaj predstavljata približno 40% vseh napovedanih dogodkov prestrukturiranja v euroobmočju, evidentiranih v ERM. Sorazmerno manjše število dogodkov, evidentiranih v Španiji in Italiji, je večinoma posledica manjšega deleža zaposlenosti v večjih podjetjih. Zato ERM zajema le prestrukturiranje pri večjih delodajalcih, medtem ko večinoma ne obravnava dinamike zaposlenosti v manjših podjetjih in vidikov, kot so stopnja aktivnosti in opravljene delovne ure. Zato ga je treba razlagati kot dopolnilni in ne izčrpen kazalnik razmer na trgu dela.

¹ Opis podatkovnega niza in metodologije je v Litardi in Brattlund (2025).

Graf A**Delež zaposlenosti v velikih podjetjih v državah euroobmočja**

(odstotni delež vseh zaposlenih)



Vir: Eurostatova strukturna poslovna statistika.

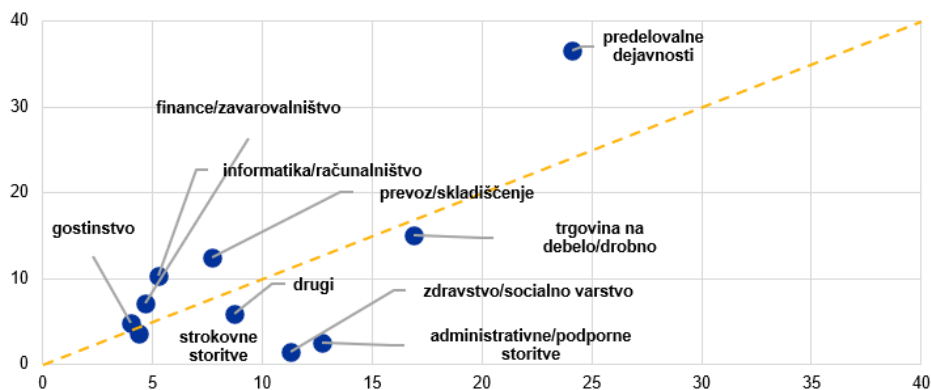
Opombe: Graf prikazuje delež zaposlenosti v podjetjih z več kot 250 zaposlenimi in v podjetjih s 50 do 250 zaposlenimi po državah v euroobmočju. Prikazane vrednosti se nanašajo na povprečja v obdobju od leta 2021 do leta 2024. Države so razvrščene po vrstnem redu glede na skupni delež.

Na podlagi porazdelitve dogodkov, evidentiranih v ERM, po sektorjih dobimo informacije o tem, kje v segmentu gospodarstva, zajetem v podatkovnem nizu, je obsežno prestrukturiranje najbolj skoncentrirano, s čimer dobimo opisno dimenzijo, ki dopolnjuje standardno agregatno statistiko trga dela (graf B). Če kot referenčno merilo uporabimo podatke o sektorski sestavi zaposlenosti v večjih podjetjih iz Eurostatove strukturne poslovne statistike, kot sektor, v katerem je prestrukturiranje najbolj intenzivno, izstopajo predelovalne dejavnosti. Sektor predstavlja 37% vseh delovnih mest, prizadetih zaradi dogodkov prestrukturiranja, v primerjavi s 24-odstotnim deležem zaposlenosti v podjetjih s 50 ali več zaposlenimi.² Nasprotno je v zdravstvenih, socialnih in administrativnih storitvenih dejavnostih delež prizadetih delovnih mest, evidentiranih v ERM, občutno manjši od deleža zaposlenosti v večjih podjetjih v teh sektorjih. Ker ERM temelji na dogodkih, o katerih poročajo mediji, je verjetno, da daje prednost večjim, očitnim primerom prestrukturiranja in bolj nenadnim oblikam prilagajanja. Glede na to, da se lahko taka pristranskost poročanja med sektorji razlikuje, bi si bilo treba te razlike razlagati previdno.

² Prag 50 zaposlenih se uporablja kot najbližji razpoložljivi Eurostatov približek, saj se za mejno vrednost 100 zaposlenih razčlenitev ne objavlja. ERM zajema vsa podjetja z več kot 250 zaposlenimi in podskupino podjetij s 50 do 250 zaposlenimi.

Graf B

Sektorska porazdelitev napovedanih dogodkov prestrukturiranja in zaposlenosti v velikih podjetjih



Viri: Eurofound, Eurostatova strukturna poslovna statistika in izračuni strokovnjakov ECB.

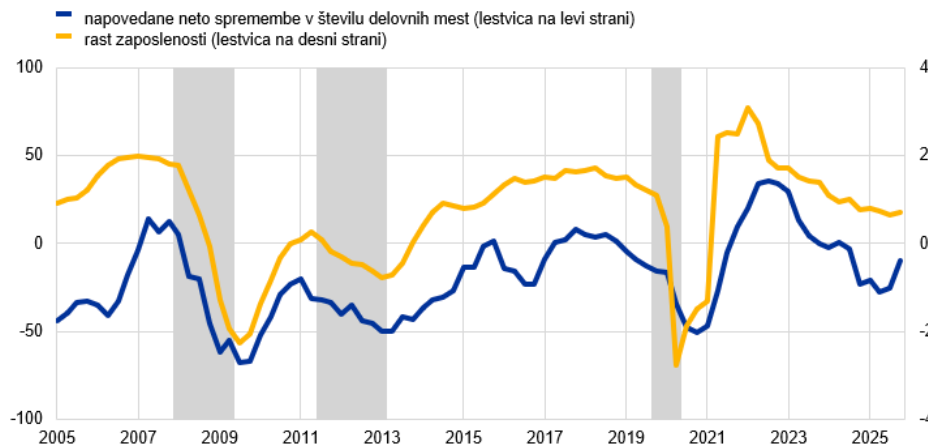
Opombe: Navpična os prikazuje sektorsko porazdelitev delovnih mest, prizadetih zaradi dogodkov prestrukturiranja, evidentiranih v ERM, pri čemer so zajete vse vrste prestrukturiranja. Vodoravna os prikazuje sektorsko porazdelitev zaposlenosti v podjetjih s 50 ali več zaposlenimi. Prikazanih je deset največjih sektorjev, vsi preostali sektorji pa so upoštevani kot »drugi«. Prekinjena črta je 45-stopinjska črta, na kateri je delež dogodkov prestrukturiranja sektorja enak njegovemu deležu zaposlenosti v večjih podjetjih; sektorji nad to črto so preveč zastopani v dejavnosti prestrukturiranja glede na njihov delež zaposlenosti. Podatki se nanašajo na povprečje v obdobju od leta 2021 do leta 2024, ki je zadnje obdobje, za katero so podatki iz Eurostatove strukturne poslovne statistike o zaposlenosti v posameznih sektorjih stalno na voljo ter primerljivi med državami in sektorji po spremembah v statističnih kvalifikacijah in pokritosti podatkov v prejšnjih letih.

Na podlagi razlike med ustvarjenimi in izgubljenimi delovnimi mesti je mogoče izračunati kazalnik neto sprememb delovnih mest, ki se giblje večinoma skladno z rastjo zaposlenosti v euroobmočju. Kazalnik neto sprememb delovnih mest je opredeljen kot razlika med sezonsko prilagojenim napovedanim številom ustvarjenih delovnih mest in napovedanim številom izgubljenih delovnih mest, evidentiranih v ERM. Z uporabo podatkov od leta 2005 dalje vzorec vsebuje v povprečju okrog 190 primerov na četrtletje, kar ustreza približno 52.000 napovedanim izgubljenim delovnim mestom in 33.000 napovedanim ustvarjenim delovnim mestom. Število izgubljenih delovnih mest je v povprečju višje od števila ustvarjenih delovnih mest, čeprav se je skupna zaposlenost v vzorčnem obdobju povečala. To je posledica sestave podatkovne zbirke, saj je obsežno zmanjšanje števila delovnih mest običajno v obliki ločenih, medijsko precej izpostavljenih dogodkov, ki zlahka presežejo prag poročanja v ERM, medtem ko je zaposlovanje običajno bolj postopno, obenem pa je manj verjetno, da bo sprožilo upoštevanja vreden dogodek, in privablja manj medijske pozornosti. Kljub temu se kazalnik neto sprememb delovnih mest, kadar je izražen kot drseča sredina štirih četrtletij, giblje večinoma skladno z rastjo zaposlenosti v euroobmočju in je, kar je še pomembnejše, usklajen z glavnimi prelomnimi točkami v vzorčnem obdobju (graf C).

Graf C

Rast zaposlenosti v euroobmočju in napovedane neto spremembe delovnih mest

(lestvica na levi strani: tisoči delovnih mest; lestvica na desni strani: odstotki)



Viri: Eurofound, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Desezonirane neto spremembe delovnih mest, evidentirane v ERM, so prikazane kot v preteklost usmerjena drseča sredina štirih četrtletij. Rast zaposlenosti v euroobmočju je prikazana medletno. Osenčena območja označujejo recesije v euroobmočju, kot jih je opredelila mreža za raziskovanje poslovnega cikla v euroobmočju v okviru Centra za raziskave ekonomskih politik. Podatki zajemajo obdobje od prvega četrtletja 2005 do prvega četrtletja 2026.

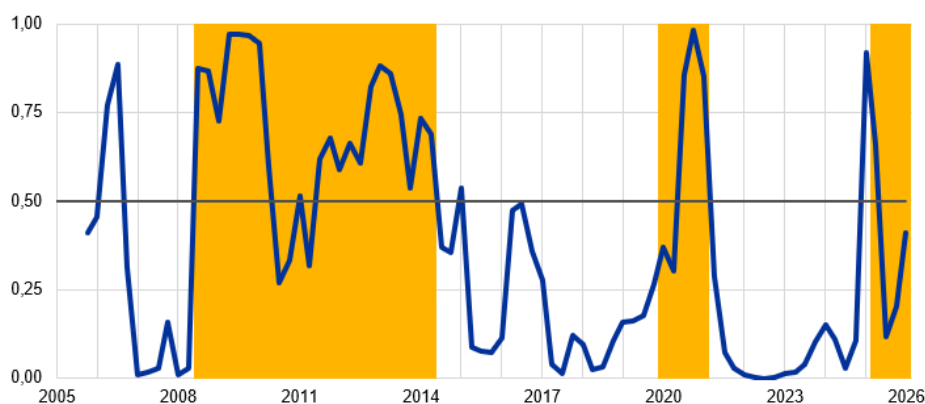
Iz modelske analize je razvidno, da napovedi o prestrukturiranju vsebujejo pomembne zgodnje informacije o gibanju rasti zaposlenosti v euroobmočju.

Na podlagi modela probit, pri katerem so uporabljene napovedane neto spremembe delovnih mest, se oceni verjetnost, da se bo medletna rast zaposlenosti v euroobmočju zmanjšala pod povprečje zgodovinskega vzorca. Omenjeni model je s tem, ko vključuje odložene vrednosti kazalnika neto sprememb delovnih mest, pravočasen in komplementaren vir informacij o razmerah na trgu dela poleg uradnih statističnih podatkov o zaposlenosti, s čimer prispeva k spremljanju vračanja rasti zaposlenosti na nadpovprečno raven (graf D).

Graf D

Napovedana verjetnost podpovprečne rasti zaposlenosti v euroobmočju

(verjetnost)



Viri: Eurofound, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje napovedano verjetnost podpovprečne rasti zaposlenosti v euroobmočju, izpeljano iz modela probit, pri katerem so uporabljene sočasne napovedane neto spremembe delovnih mest skupaj s tremi odlogi kazalnika. Podpovprečna rast je opredeljena kot medletna rast zaposlenosti, nižja od dolgoročnega povprečja vzorca, ki znaša 0,7%. Rumeno osenčena območja označujejo četrtletja, v katerih je bila realizirana podpovprečna rast zaposlenosti. Vodoravna črta označuje prag verjetnosti 0,5. Podatki zajemajo obdobje od prvega četrtletja 2005 do prvega četrtletja 2026.

Najnovejše napovedi o prestrukturiranju kažejo, da bi lahko rast zaposlenosti v prvi polovici leta 2026 ostala pod dolgoročnim povprečjem. Rast zaposlenosti v euroobmočju se je od sredine leta 2025 zmanjšala na raven okrog dolgoročnega povprečja ali pod povprečjem, med letom pa se je povečala tudi modelska verjetnost povprečne rasti zaposlenosti. Čeprav je ta verjetnost nekoliko volatilna, nakazuje, da je podpovprečna rast zaposlenosti verjetna tudi v prvem četrletju 2026, kar je skladno z realizirano medletno stopnjo rastjo zaposlenosti, ki znaša 0,6%. Iz podatkov za april in maj je mogoče sklepati, da se bo šibka rast zaposlenosti verjetno nadaljevala tudi v drugem četrletju, čeprav bodo napovedi o prestrukturiranju nekoliko bolj pozitivno uravnotežene. Na ravni posameznih držav k izboljšanju najbolj prispevata Francija in Španija, pri čemer so neto spremembe delovnih mest v obeh gospodarstvih pozitivne. V Nemčiji je zmanjševanje števila delovnih mest še naprej močnejše od ustvarjanja delovnih mest. Kar zadeva posamezne sektorje, sektor informatike in računalništva ter javna uprava in obramba še naprej prispevajo pozitivno. Nasprotno pa se predelovalne dejavnosti pomikajo v bolj negativen neto položaj, pri čemer ustvarjena delovna mesta vse bolj zaostajajo za izgubljenimi delovnimi mesti glede na približno nevtralno ravnovesje v prvem četrletju.

Viri

Evropska fundacija za izboljšanje življenjskih in delovnih razmer (Eurofound) (2025), »[European Restructuring Monitor \(ERM\)](#)«.

Litardi, C., in Brattlund, E. (2025), »[European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#)«, *Working Paper*, št. WPEF25058, Evropska fundacija za izboljšanje življenjskih in delovnih razmer (Eurofound), 18. september.

Evropska komisija, Generalni direktorat za zaposlovanje, socialne zadeve in vključevanje (2025), »[Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#)«, Urad za publikacije Evropske unije, Luxembourg.

6 Zakaj je blagovna inflacija ostala nizka? Vloga uvozne izpostavljenosti do Kitajske

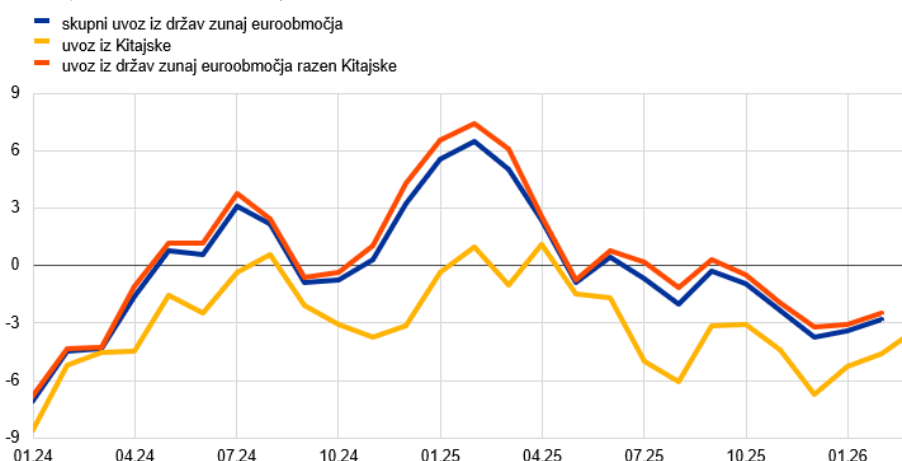
Pripravili Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández in Giacomo Pongetti

Cene uvoza iz Kitajske se od druge polovice leta 2025 medletno znižujejo in s tem ustvarjajo pritiske na znižanje blagovne inflacije v euroobmočju. Cene uvoza iz Kitajske so marca 2026 medletno upadle za 3,3%, potem ko so se februarja znižale za 4,6%. Znižanje je bilo veliko večje od znižanja cen skupnega uvoza iz držav zunaj euroobmočja in cen uvoza iz drugih držav razen Kitajske, pri čemer so se slednje februarja 2026 medletno znižale za 2,4% (graf A). Obenem se je delež Kitajske v uvozu iz držav zunaj euroobmočja od leta 2024 zvišal s 14% na 17%, k čemur prispeva povečevanje konkurenčnosti kitajskih proizvodov. Velika izpostavljenost do uvoza iz Kitajske in upad cen nekaterih proizvodov za široko porabo sta prispevala k temu, da je inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v euroobmočju ostala umirjena. V tem okvirju analiziramo, kako povečanje uvoza euroobmočja iz Kitajske in razmeroma nizke cene tega uvoza, ki se še znižujejo, vplivajo na blagovno inflacijo v euroobmočju.¹

Graf A

Uvozne cene v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2026 pri skupnem uvozu iz držav zunaj euroobmočja in uvozu iz držav zunaj euroobmočja razen Kitajske ter na marec 2026 pri uvozu iz Kitajske.

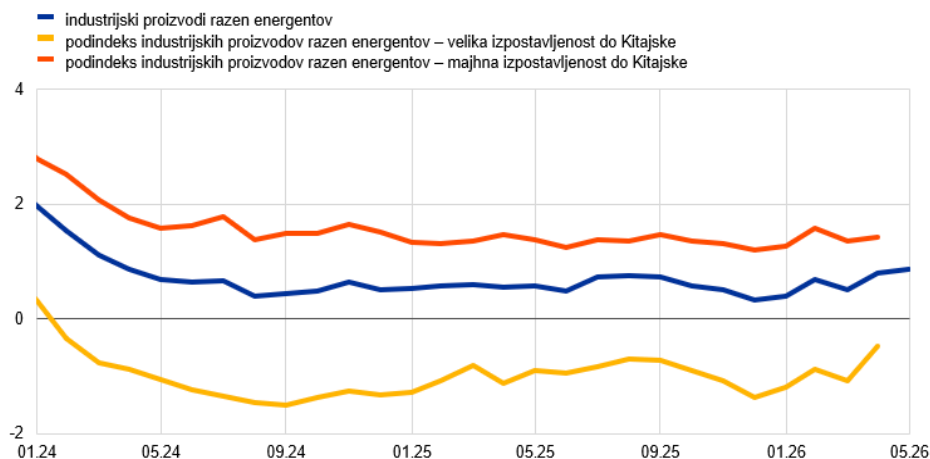
Cenovna dinamika proizvodov za široko porabo v euroobmočju, ki so močno odvisni od uvoza iz Kitajske, je bila v zadnjem času razmeroma umirjena. Trend umirjanja se odraža v podindeksu industrijskih proizvodov razen energentov, ki se osredotoča na postavke z razmeroma veliko izpostavljenostjo do uvoza iz Kitajske, torej na postavke z deležem uvoza iz Kitajske, ki je večji od mediane. Inflacija v skupini proizvodov, ki so izpostavljeni do Kitajske, je vztrajno nižja od skupne

¹ Glej Di Sano et al. (2023), Boeckelmann et al. (2025) in Al-Haschimi et al. (2025).

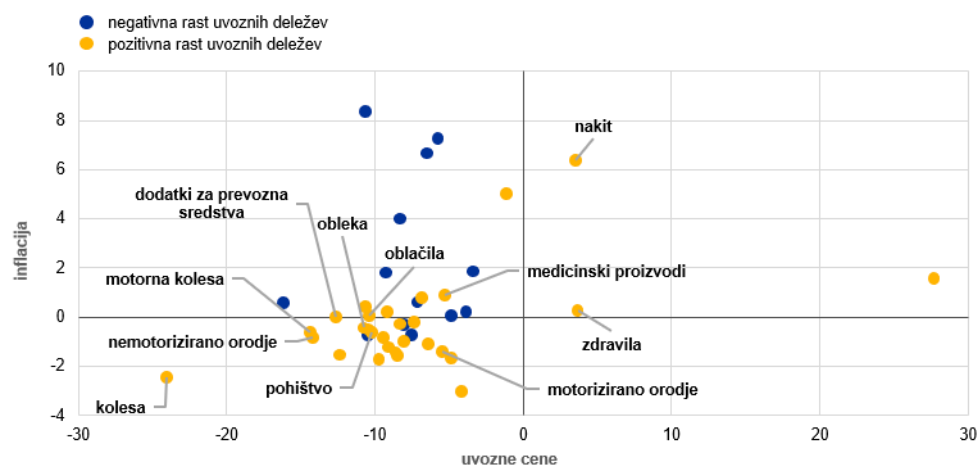
blagovne inflacije, kar je v nasprotju z višjo inflacijsko dinamiko v podindeksu industrijskih proizvodov razen energentov, v katerem so zajeti proizvodi z majhno izpostavljenostjo do Kitajske (graf B, slika a). Leta 2025 so se uvozne cene postavk, pri katerih se je delež uvoza iz Kitajske povečal, kot so na primer kolesa, orodje, naprave, pohištvo, tekstil ter proizvodi informacijske in komunikacijske tehnologije, še posebej izrazito znižale. Stopnja inflacije v teh postavkah (rumene pike v grafu B, slika b) je bila v povprečju nižja v primerjavi z drugimi proizvodi in je večinoma ostala nižja od dolgoročnega povprečja. Vseeno pa pri kategorijah proizvodov ni jasne sočasne korelacije med rastjo cen uvoza iz Kitajske in inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, najverjetneje zaradi trenj, kot so na primer zapoznili učinki deviznega tečaja, prilagoditve marž, regulirane cene in togost povpraševanja, ki na različne načine vplivajo na trge proizvodov. Da bi upoštevali to heterogenost, se v analizi uporablja podroben pristop za vsako postavko posebej, pri katerem se stopnja blagovne inflacije v vsaki postavki industrijskih proizvodov razen energentov modelira ločeno.

Graf B**Povezava med blagovno inflacijo v euroobmočju in uvozom iz Kitajske****a) Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov in postavke z veliko izpostavljenostjo do Kitajske**

(medletna stopnja rasti)

**b) Inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, uvozni deleži in rast uvoznih cen**

(v odstotkih)



Viri: slika a: Eurostat, Trade Data Monitor in izračuni ECB. Slika b: Trade Data Monitor, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: slika a: podindeksi industrijskih proizvodov razen energentov so tehtana vsota blagovne inflacije v teh postavkah z bodisi veliko bodisi majhno uvozno izpostavljenostjo do Kitajske (nad/pod mediano). Zadnji podatki se nanašajo na april 2026. Slika b: na obeh oseh je prikazan medletni odklon od dolgoročnega trenda pred pandemijo. V graf so vključene vse postavke inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov z izjemo oskrbe z vodo, pri kateri ni uvoza. Spremembe deleža uvoza iz Kitajske so izračunane na podlagi zadnjih 12 mesecev v primerjavi z letom 2023. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2026 (prva ocena) pri inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, na april 2026 pri podindeksih industrijskih proizvodov razen energentov in na februar 2026 pri uvoznih deležih in uvoznih cenah.

Empirični podatki kažejo, da se prenos cen uvoza iz Kitajske zelo razlikuje po postavkah inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Pri 39 postavkah v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, pri katerih so na voljo podatki o cenah uvoza iz Kitajske, se uporabi Bayesov vektorski avtoregresijski model, ki pri pripadajočih postavkah industrijskih proizvodov razen energentov

ugotavlja uvozne cenovne šoke po posameznih sektorjih.² Sektorji so razvrščeni kot »občutljivi na Kitajsko«, kadar se stopnja inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov izrazito odziva na takšne šoke. Od 39 postavk proizvodov so na sliki A ponazorjeni učinki pri 21 postavkah, ki se izrazito odzivajo na uvozne cenovne šoke iz Kitajske in predstavljajo približno polovico košarice industrijskih proizvodov razen energentov na podlagi uteži v indeksu HICP za leto 2026. Naši rezultati kažejo, da je 10-odstoten upad rasti cen uvoza iz Kitajske na ravni sektorjev povezan z najvišjim učinkom znižanja blagovne inflacije v višini 0,1–0,7 odstotne točke v najbolj občutljivih sektorjih (podčrtane postavke na sliki A), in sicer pohištvo, male električne naprave, tekstil za gospodinjstvo, stekleni izdelki in namizni pribor ter velike električne naprave. Pri mnogih od teh gre za postavke z razmeroma veliko izpostavljenostjo do deleža uvoza iz Kitajske. Vseeno pa so na uvozne cenovne šoke iz Kitajske občutljive tudi druge postavke z manjšo izpostavljenostjo, kar nakazuje, da bi vpliv Kitajske na oblikovanje cen v euroobmočju lahko potekal prek posrednih kanalov, kot so na primer nižje cene zaradi preusmeritve trgovinske menjave iz drugih držav, ali prek močnejše konkurence kitajskih proizvajalcev na svetovnih trgih. Zgornji konec teh ocen je večinoma skladen z grobo oceno o vplivu gibanj uvoznih cen na Kitajskem, če se upošteva delež uvoza Kitajske v košarici industrijskih proizvodov razen energentov in ob predpostavljene popolnem prenosu.³ Hitrost prilagoditev se razlikuje po postavkah, pri čemer se odzivi krepijo postopno, najmočnejši negativen vpliv pa nastane po obdobju med 9 in 18 mesecev.

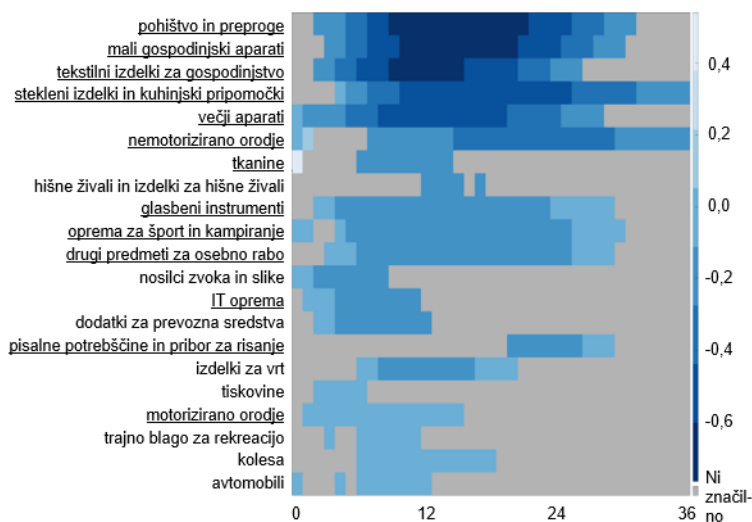
² Vsak podroben Bayesov vektorski avtoregresijski model z apriornimi vrednostmi Minnesota in širokim repom vključuje cene nafte v eurih, svetovne gospodarske razmere (iz [Baumeister et al. 2022](#)), devizni tečaj USD/EUR, podrobne indekse povprečnih uvoznih vrednosti iz Kitajske, industrijsko proizvodnjo in podrobno košarico industrijskih proizvodov razen energentov. Podrobni uvozni cenovni šok se ugotavlja z rekurzivno identifikacijsko shemo, ki sledi zgornjemu vrstnemu redu. Uporabljenih je zgolj 39 od 44 postavk industrijskih proizvodov razen energentov na ravni klasifikacije COICOP4, ker povprečne vrednosti uvoza iz Kitajske niso na voljo za oskrbo z vodo, naprave za mobilno telefonijo, avdiovizualne medije, časopise in periodični tisk ali za obredne predmete. Izključene postavke skupaj predstavljajo 4,6% košarice industrijskih proizvodov razen energentov.

³ Ker je s skupnim uvozom iz držav zunaj euroobmočja mogoče pojasniti okrog 18% skupne košarice industrijskih proizvodov razen energentov (okrog 32%, če se upoštevajo neposredni in posredni prispevki) in ker uvoz iz Kitajske predstavlja približno 24% uvoza industrijskih proizvodov razen energentov iz držav zunaj euroobmočja, bi se 10-odstotni upad cen uvoza iz Kitajske pretvoril v znižanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v višini 0,4–0,7 odstotne točke.

Slika A

Toplotna karta impulznih odzivov postavk industrijskih proizvodov razen energentov, ki so občutljive na podrobne uvozne cenovne šoke iz Kitajske

(v odstotnih točkah)



Viri: izračuni strokovnjakov ECB, Eurostat, skladišče statističnih podatkov ECB, Trade Data Monitor, Baumeister et al. (2022) za kazalnik svetovnih gospodarskih razmer.

Opombe: Toplotna karta prikazuje mediano impulznih odzivov postavk industrijskih proizvodov razen energentov v obdobju do treh let. Odzivi so normalizirani na 1-odstotno znižanje medletne rasti uvoznih cen pripadajoče postavke industrijskih proizvodov razen energentov. Negativne številke so ponazorjene z lestvico v modri barvi, neznakični segmenti impulznih odzivov pa so prikazani v sivi barvi, na podlagi 68-odstotnega razpona verodostojnosti. Postavke z velikim deležem uvoza iz Kitajske so podčrtane.

Ocene o vplivu uvoznih cenovnih šokov iz Kitajske, ki izhajajo iz te podrobne analize, kažejo na vse bolj negativen, a omejen prispevek k inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v letu 2025 in na začetku leta 2026.

Zgodovinska razčlenitev skupne inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov je narejena z agregiranjem ocenjenega vpliva takšnih uvoznih cenovnih šokov na rast cen posameznih proizvodov in z uporabo uteži v indeksu HICP. Ocenjen učinek uvoznih cenovnih šokov iz Kitajske je bil vztrajno negativen in naj bi prispeval k upadu inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov v drugi polovici leta 2025 in v prvem četrtletju 2026 (graf C). To je skladno s tem, da so cene uvoza iz Kitajske ostale nižje od cen uvoza iz drugih držav in da je bila inflacija v tistih postavkah industrijskih proizvodov razen energentov, ki so izpostavljene do Kitajske, večino leta 2025 negativna (grafa A in B). Zgodovinska razčlenitev kaže, da se je zaradi uvoznih cenovnih šokov iz Kitajske inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov aprila 2026 znižala za okrog 0,27 odstotne točke.⁴ Nasprotno je bil prispevek teh šokov v januarju 2024 zmerno pozitiven (okrog 0,01 odstotne točke).⁵ Eden od zadržkov v tej analizi je, da bi uvozni cenovni šoki iz Kitajske deloma lahko odražali gibanja deviznega tečaja. V modelu se to tveganje pri

⁴ Medtem ko so podrobni podatki o indeksu HICP na voljo do aprila 2026, pa so podrobni podatki o uvoznih cenah za Kitajsko na voljo le do februarja 2026. Da bi zapolnili to vrzel so bili manjkajoči podatki za februar in marec 2026 ekstrapolirani s Kalmanovim filtrom, vključenim v vsakega od podrobnih modelov (glej opombo 2).

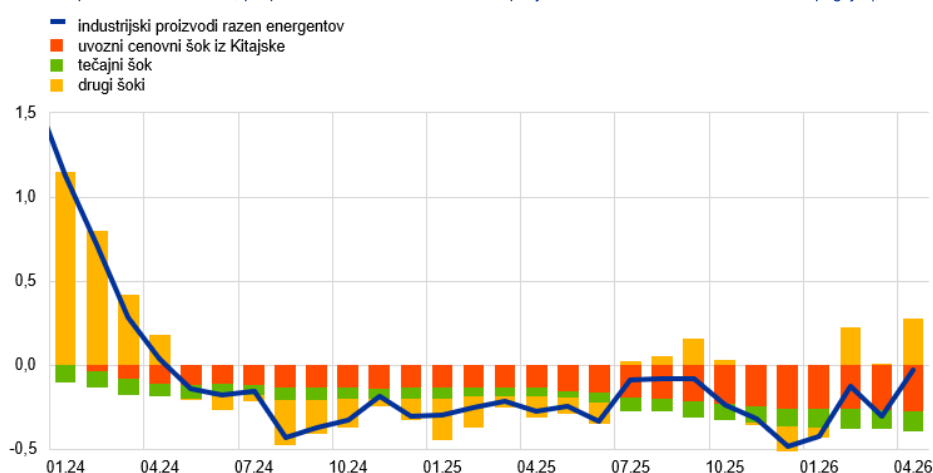
⁵ Drugi šoki vključujejo šoke za cene nafte, svetovne gospodarske razmere, industrijsko proizvodnjo in inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Vsi so ugotovljeni z razčlenitvijo po Choleskyju. Izraz »konstanta« odraža prispevek vrednosti stabilnega stanja k inflaciji v skupini industrijskih proizvodov razen energentov.

merjenju zmanjša tako, da je devizni tečaj USD/EUR v modelu pozicioniran pred cenami uvoza iz Kitajske, zato so spremembe uvoznih cen, ki so povezane z gibanjem ameriškega dolarja, najprej zajete s posameznim tečajnim šokom. To je pomembno, ker je velik delež uvoza euroobmočja iz Kitajske fakturiran v ameriških dolarjih. Ocenjen tečajni šok naj bi absorbiral učinke deviznega tečaja, ki izhajajo iz gibanj tečaja USD/EUR. Zato preostali uvozni cenovni šok iz Kitajske zajema spremembe cen, ki jih ni mogoče pojasniti z gibanji deviznega tečaja.⁶

Graf C

Zgodovinska razčlenitev skupne inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov

(medletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah kot odstopanje od aritmetične sredine in izhodiščnih pogojev)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB na podlagi podrobnih Bayesovih vektorskih avtoregresijskih modelov za komponente industrijskih proizvodov razen energentov.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2026.

Gledano v celoti cene uvoza iz Kitajske ostajajo pomemben vir zunanjih cenovnih pritiskov v euroobmočju, čeprav je njihov ocenjen vpliv na inflacijo v skupini proizvodov za široko porabo omejen. Takšne uvozne cene vse bolj zavirajo inflacijo v skupini industrijskih proizvodov razen energentov, še posebej od leta 2025. Več dejavnikov nakazuje, da bi bili ti dezinfacijski pritiski lahko vztrajni. Cene uvoza iz Kitajske bi lahko ostale razmeroma umirjene zaradi vztrajnih presežnih zmogljivosti, šibkega domačega povpraševanja in deprecije renminbija. Vztrajna bi bila lahko tudi določena preusmeritev kitajskega izvoza od ZDA, zato bi se lahko povečala ponudba kitajskih proizvodov na drugih trgih, vključno z euroobmočjem. Vseeno pa se pojavljajo znaki pritiskov na zvišanje cen, ki izhajajo iz višjih cen nafte in višjih cen pri proizvajalcih na Kitajskem, ki bi lahko prispevali k reflaciji.

⁶ Po francoskih carinskih podatkih na ravni podjetij je delež uvoza iz Kitajske, ki je fakturiran v renminbijih, razmeroma majhen (11% v letu 2024).

Viri

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J. in Spital, T. (2025), »[China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB.

Baumeister, C., Korobilis, D. in Lee, T. K. (2022), »[Energy Markets and Global Economic Conditions](#)«, *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), str. 828-848.

Boeckelmann, L., Emter, L., Gunnella, V., Klieber K. in Spital T. (2025), »[China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#)«, *Blog ECB*, ECB, 30. julij.

Di Sano, M., Pongetti, G., Schuler, T. in Toh, S. G. (2023), »[Spillovers to the euro area from recent negative inflation in China](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB.

7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 11. februarja do 5. maja 2026

Pripravila Samuel Bieber in Christelle Puyo

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2026. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 11. februarja do 5. maja 2026 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu v euroobmočju se je še naprej zmanjševala. Zagotavljanje likvidnosti se je v obravnavanem obdobju zmanjšalo predvsem zaradi nižjih Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji po prenehanju ponovnega investiranja v okviru prvega programa v začetku julija 2023 in ponovnega investiranja v okviru slednjega programa ob koncu decembra 2024. Zmanjšanje zagotavljanja likvidnosti je bilo delno izravnano z zmanjšanjem neto avtonomnih dejavnikov, ki so povečali likvidnost v bančnem sistemu.

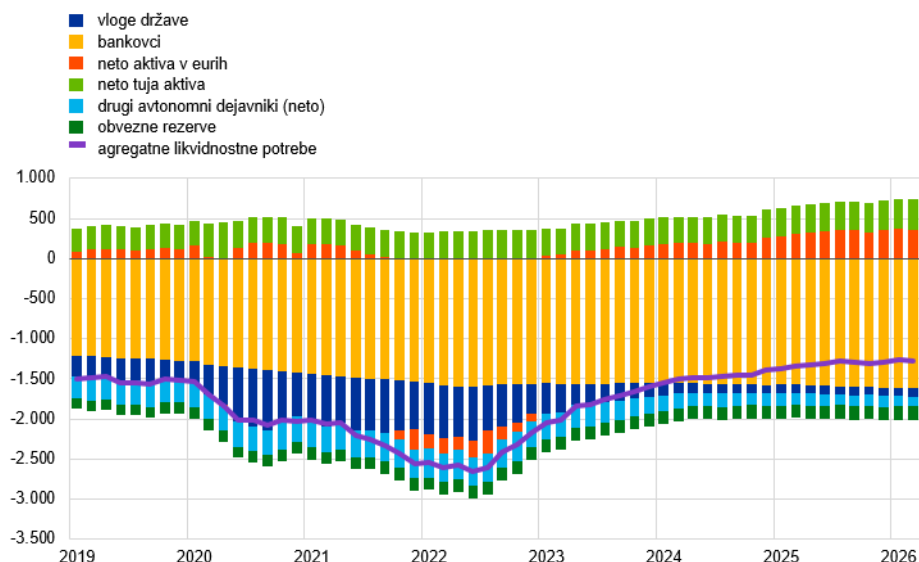
Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema v euroobmočju, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 33 milijard EUR na 1.273 milijard EUR (tabela A). To je bilo posledica zmanjšanja neto avtonomnih dejavnikov zaradi povečanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti in ohranitve avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti na nespremenjeni ravni (graf A). Vseeno se je zaradi povečanja obveznih rezerv za 3 milijarde EUR na 172 milijard EUR vpliv na likvidnostne potrebe rahlo zmanjšal.

Graf A

Agregatne likvidnostne potrebe po obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Opombe: Vsak stolpec prikazuje povprečje za vsako obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv. V vsakem letu je osem obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv, pri čemer se osmo obdobje nadaljuje v naslednje koledarsko leto. Zadnji podatki se nanašajo na drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2026.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so v obravnavanem obdobju porasli za 35 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto aktive v eurih za 28 milijard EUR. Povečanje je bilo posledica zmanjšanja vlog v eurih, ki niso povezane z denarno politiko – so dejavnik umikanja likvidnosti – in povečanja naložb v eurih, ki niso povezane z denarno politiko – so dejavnik povečevanja likvidnosti. Poleg tega so se imetja neto tuje aktive povečala za 8 milijard EUR.

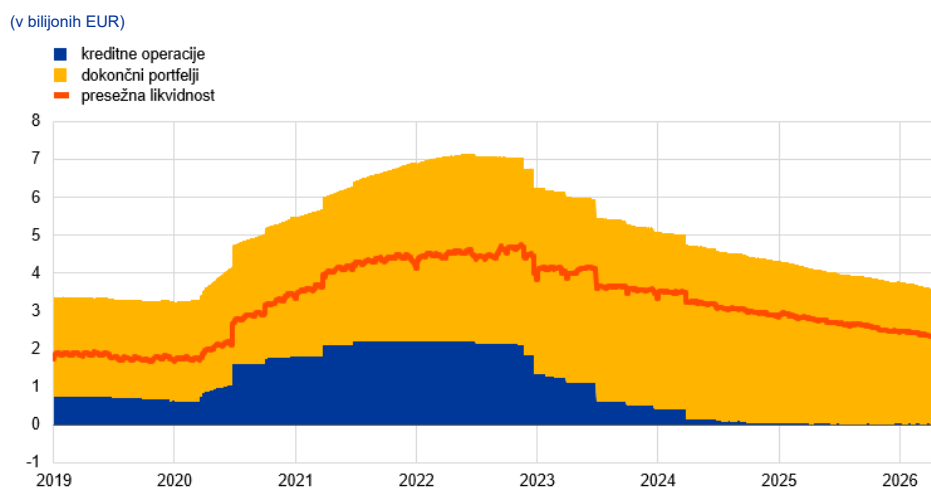
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so v obravnavanem obdobju ostali stabilni. Rahlo povečanje povprečne vrednosti bankovcev v obtoku (za 5 milijard EUR) in vlog države pri Eurosistemu (za 2 milijardi EUR) je bilo odtehtano z zmanjšanjem drugih neto avtonomnih dejavnikov za 8 milijard EUR.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 145 milijard EUR na 3.632 milijard EUR (graf B). Zmanjšanje je bilo skoraj izključno posledica znižanja Eurosistemovih imetij v dokončnih portfeljih za namene denarne politike za 144 milijard EUR, potem ko so se ob prenehanju ponovnega investiranja imetja v okviru izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej unovčevala. Zaradi tega se je znesek likvidnosti, zagotovljene s temi portfelji, v obravnavanem obdobju znižal na 3.608 milijard EUR.

Graf B

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2026.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, je v obravnavanem obdobju ostal stabilen na ravni 24 milijard EUR. Povprečno stanje operacij glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja je ostalo nespremenjeno (13 milijard EUR oziroma 11 milijard EUR). Sodelovanje v rednih operacijah ostaja omejeno, kar je odraz dobrega likvidnostnega položaja bank in dobre razpoložljivosti alternativnih tržnih virov financiranja. Vendar pa se število bank, ki preizkušajo izvedljivost sodelovanja, v letu 2026 povečuje, kar pomeni, da banke krepijo svojo operativno pripravljenost za dostop do teh operacij ob nadaljnjem zmanjšanju bilance stanja Eurosistema.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 112 milijard EUR na 2.358 milijard EUR (graf B). Presežna likvidnost je seštevek rezerv, ki jih imajo banke na svojem tekočem računu in presegajo obvezne rezerve, in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu z instrumenti denarne politike, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Presežna likvidnost se je – potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR) – nato postopoma zmanjševala.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju vse tri ključne obrestne mere ECB ohranil nespremenjene, tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike. Obrestna mera za

odprto ponudbo mejnega depozita je tako ostala na ravni 2,00%, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja na ravni 2,15% in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila na ravni 2,40% (tabela B).

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju malenkostno zvišala, zaradi česar je razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita postal nekoliko manj negativen. €STR je v povprečju znašala 6,8 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, medtem ko je v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025 ta razmik znašal 7,0 bazične točke.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je v obravnavanem obdobju ostala na ravni bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita kot obrestni meri €STR. Repo obrestna mera je bila od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v povprečju višja za 0,7 bazične točke, kar je malenkost več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 11. februar–5. maj 2026						Prejšnje obravnavano obdobje: 5. november 2025–10. februar 2026	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. februar–24. marec 2026		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 25. marec–5. maj 2026		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Dejavniki povečevanja likvidnosti								
Avtonomi dejavniki	740	(+35)	746	(+23)	735	(–11)	705	(–8)
- neto tuja aktiva	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
- neto aktiva v eurih	369	(+28)	377	(+19)	361	(–16)	341	(–16)
Operacije denarne politike	3.632	(–145)	3.671	(–86)	3.592	(–79)	3.776	(–125)
- operacije glavnega refinanciranja	13	(–0)	11	(–4)	14	(+4)	13	(+4)
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja	11	(+0)	11	(–1)	12	(+1)	11	(–1)
- dokončni portfelji	3.608	(–144)	3.650	(–81)	3.566	(–84)	3.752	(–128)
- drugo povečevanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Dejavniki umikanja likvidnosti								
Avtonomi dejavniki	1.842	(–0)	1.844	(–9)	1.840	(–4)	1.842	(+9)
- bankovci v obtoku	1.612	(+5)	1.607	(–8)	1.616	(+9)	1.607	(+15)
- vloge države	104	(+2)	105	(+3)	103	(–3)	102	(–9)
- drugi avtonomi dejavniki (neto)	126	(–8)	132	(–4)	121	(–11)	134	(+2)
Operacije denarne politike								
- drugo umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidnost in odprti ponudbi								
- tekoči računi kreditnih institucij	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
- obvezne rezerve ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
- odprta ponudba mejnega posojila	0	(–0)	0	(–0)	0	(+0)	0	(+0)
- odprta ponudba mejnega depozita	2.353	(–112)	2.397	(–56)	2.308	(–89)	2.465	(–143)
- presežna likvidnost ²⁾	2.358	(–112)	2.402	(–56)	2.315	(–87)	2.470	(–143)
Druge informacije o likvidnosti								
- agregatne likvidnostne potrebe ³⁾	1.273	(–33)	1.269	(–30)	1.277	(+8)	1.306	(+18)
- neto avtonomi dejavniki ⁴⁾	1.102	(–35)	1.098	(–32)	1.105	(+7)	1.137	(+17)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. Pretekle časovne vrste za likvidnostne razmere v Eurosistemu so na voljo na podatkovnem portalu ECB pod zavihkom »Table« v poglavju »Liquidity«.

1) Pojasnjevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

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

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

4) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive.

Tabela B

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 11. februar–5. maj 2026				Prejšnje obravnavano obdobje: 5. november 2025–10. februar 2026			
	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. februar– 24. marec 2026		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 25. marec– 5. maj 2026		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. november– 22. december 2025		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. december 2025 10. februar 2026	
Operacije glavnega refinanciranja	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega posojila	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega depozita	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(–0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(–0,00)	2,00	(+0,01)	2,00	(–0,00)

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

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

8 Poslabšanje salda tekočega računa euroobmočja v letu 2025

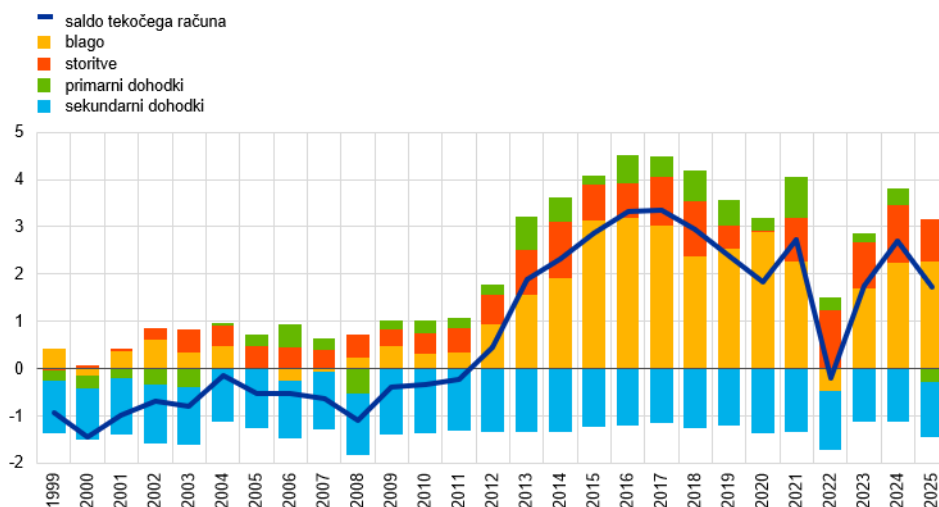
Pripravili Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris in Martin Schmitz

Presežek na tekočem računu euroobmočja se je v letu 2025 izrazilo zmanjšal pod vplivom ameriških carin, aktivnosti ameriških multinacionalk, strukturnih sprememb v svetovni blagovni menjavi ter povečevanja digitalnih naložb in naložb v umetno inteligenco. Presežek se je zmanjšal z 2,7% BDP v letu 2024 na 1,7% v letu 2025 (graf A). Brez upoštevanja obdobja 2022–2023, ki ga je zaznamoval energetski šok po obsežni invaziji Rusije na Ukrajino, je bil to najnižji presežek po letu 2012, ko je saldo tekočega računa euroobmočja po državni dolžniški krizi iz stanja primanjkljaja prešel v stanje presežka.¹ V tem okvirju obravnavamo glavne dejavnike zmanjšanja presežka na tekočem računu euroobmočja v letu 2025.

Graf A

Saldo tekočega računa euroobmočja in komponente

(v odstotkih BDP)



Vir: ECB.

K zmanjšanju presežka na tekočem računu euroobmočja v letu 2025 so prispevala predvsem gibanja v storitveni menjavi in tokovih prihodkov, ne pa blagovna menjava. Blagovni presežek se je malenkostno povečal, in sicer z 2,2% BDP v letu 2024 na 2,3% BDP v letu 2025. Zmanjšanje presežka na tekočem računu euroobmočja je bilo tako predvsem posledica sprememb v neblagovnih komponentah, zlasti premika v saldu primarnih dohodkov iz stanja presežka v višini 0,4% BDP v stanje primanjkljaja v višini 0,3% BDP ter zmanjšanja presežka storitev z 1,2% na 0,9% BDP.

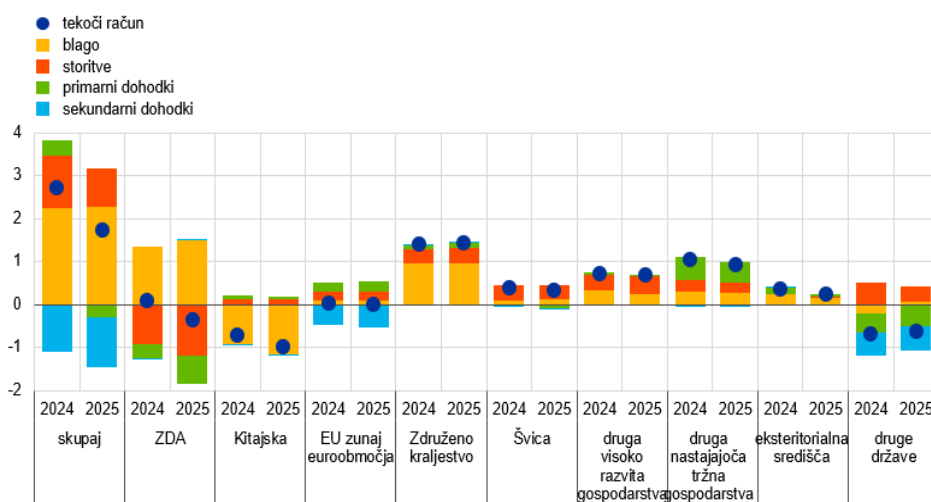
¹ Glej Emter et al. (2023).

Zmanjšanje presežka na tekočem računu euroobmočja v letu 2025 je bilo predvsem posledica gibanj v razmerju do ZDA in Kitajske (graf B). Saldo tekočega računa v razmerju do ZDA se je kljub večjemu blagovnemu presežku izrazito spremenil, in sicer je s presežka v višini 0,1% BDP leta 2024 prešel v primanjkljaj v višini 0,4% BDP leta 2025, kar je bilo posledica večjega primanjkljaja v euroobmočju pri storitvah in primarnih dohodkih. Primanjkljaj tekočega računa euroobmočja v razmerju do Kitajske se je skladno s povečanjem blagovnega primanjkljaja povečal z 0,7% BDP v letu 2024 na 1,0% BDP v letu 2025.

Graf B

Saldo tekočega računa euroobmočja: geografska razčlenitev

(v odstotkih BDP)



Vir: ECB.

Opombe: »EU zunaj euroobmočja« obsega države članice EU zunaj euroobmočja ter tiste institucije in organe EU, za katere se šteje, da so zunaj euroobmočja, na primer Evropska komisija in Evropska investicijska banka. »Druga visoko razvita gospodarstva« vključujejo Avstralijo, Japonsko, Južno Korejo, Kanado in Norveško. »Druga nastajajoča tržna gospodarstva« vključujejo Argentino, Brazilijo, Indijo, Indonezijo, Južno Afriko, Mehiko, Rusijo, Saudovo Arabijo in Turčijo. »Druge države« vključujejo vse države, ki sicer niso prikazane na grafu, ter nedodeljene transakcije.

Premik od presežka k primanjkljaju na tekočem računu euroobmočja v razmerju do ZDA v letu 2025 je povezan z aktivnostmi ameriških multinacionalk, katerih povezana podjetja v euroobmočju so prispevala k večjemu neto izvozu blaga, a so ustvarila večji primanjkljaj pri storitvah in primarnih dohodkih. Povečanje presežka v blagovni menjavi z ZDA je bilo predvsem posledica izvoza farmacevtskih izdelkov (graf C), katerega velik del je povezan s povezanimi podjetji ameriških multinacionalk, ki so rezidenti v euroobmočju, zlasti na Irskem.² Upoštevati je treba, da je bila rast izvoza delno tudi posledica pogodbenih dogovorov o proizvodnji, v skladu s katerimi je blago v statistiki plačilne bilance skladno z mednarodnimi statističnimi standardi evidentirano kot izvoz euroobmočja, čeprav ni bilo fizično proizvedeno v euroobmočju. Proizvodne strukture povezanih podjetij ameriških multinacionalk v euroobmočju – v farmacevtskem in tehnološkem sektorju – so pogosto odvisne od intelektualne lastnine v lasti ameriških matičnih družb. Pri tem nastali stroški se evidentirajo kot uvoz storitev iz ZDA v euroobmočje, medtem ko dobiček, ki ga ustvarijo povezana podjetja v ameriški lasti, prispeva k prejemkom od neposrednih tujih naložb v

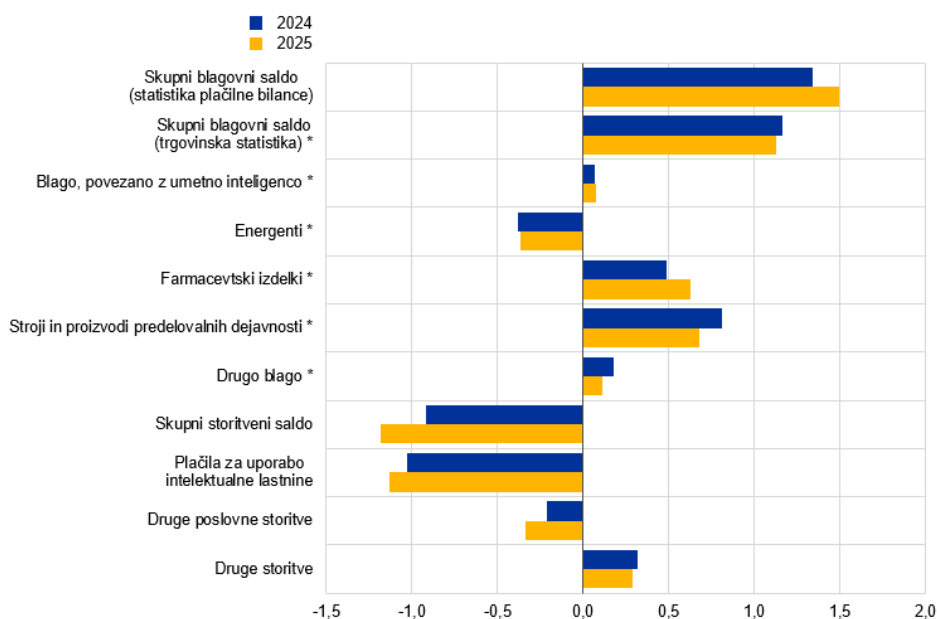
² Glej Emter et al. (2025).

kategoriji primarnih dohodkov. Po ocenah na podlagi Emter et al. (2025) je leta 2025 okrog 40% presežka v blagovni menjavi euroobmočja z ZDA vključevalo trgovinsko menjavo s strani povezanih podjetij ameriških multinacionalk v euroobmočju, hkrati pa so ta podjetja ustvarila skoraj 90% primanjkljaja v storitveni menjavi euroobmočja. Irska, ki ima visok delež aktivnosti ameriških multinacionalk, je k zmanjšanju presežka euroobmočja med letoma 2024 in 2025 prispevala 0,3 odstotne točke BDP, saj se je njen primanjkljaj pri storitvah, ki se izvajajo zunaj euroobmočja, in primarnih dohodkih povečal bolj kot njen blagovni presežek. Hkrati se je izvoz strojev in proizvodov predelovalnih dejavnosti iz euroobmočja v ZDA v letu 2025 zmanjšal, kar je bilo delno posledica vpliva ameriških carin, napovedanih aprila 2025.³ Na splošno je na podlagi teh gibanj mogoče sklepati, da vpliva carin in sprememb v trgovinski politiki na tekoči račun euroobmočja ni mogoče oceniti zgolj na podlagi blagovne menjave, zlasti kadar na trgovinsko menjavo vplivajo dobavne verige in dogovori multinacionalk glede intelektualne lastnine.

Graf C

Trgovinska bilanca euroobmočja v razmerju do ZDA

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatkovne vrste, označene z zvezdico (*), se nanašajo na mednarodno trgovinsko statistiko, druge podatkovne vrste pa na statistiko plačilne bilance. Razčlenitev salda blagovne menjave po kategorijah proizvodov sledi Standardni mednarodni trgovinski klasifikaciji, revizija 3. »Blago, povezano z umetno inteligenco«, odraža košarico izdelkov, povezanih z gradnjo in delovanjem infrastrukture podatkovnih centrov za umetno inteligenco, in ga strokovnjaki ECB na podlagi metodologije, predstavljene v Waugh (2026), ocenjujejo s pomočjo podatkov iz Eurostatove podatkovne zbirke COMEXT, razvrščenih skladno s kombinirano 8-mestno nomenklaturo (CN8).

Drugi največji dejavnik zmanjšanja presežka na tekočem računu euroobmočja je povezan z vse večjo konkurenco iz Kitajske. Povečanje primanjkljaja tekočega računa euroobmočja v razmerju do Kitajske je bilo predvsem posledica večjega trgovskega primanjkljaja pri strojih in proizvodih predelovalnih dejavnosti (graf D). Povečanje primanjkljaja je bilo skladno z močnim položajem Kitajske v svetovnih dobavnih verigah, presežnimi zmogljivostmi zaradi šibkega domačega

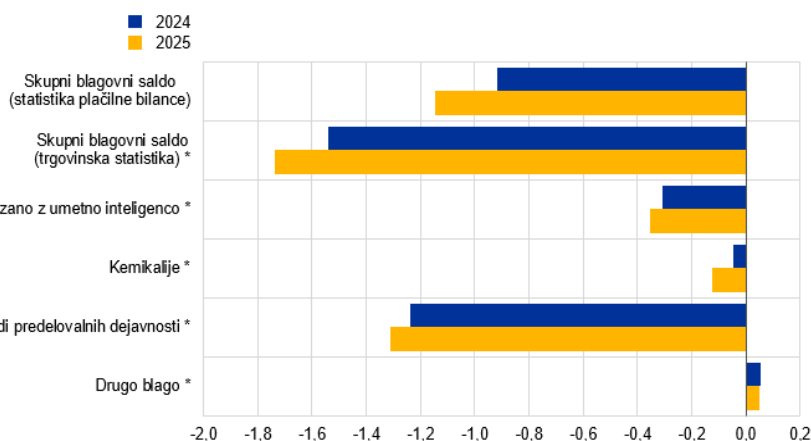
³ Glej Schaefer et al. (2026).

povpraševanja in industrijskimi politikami, ki ne temeljijo na trgu.⁴ Ti dejavniki so povzročili znižanje kitajskih cen proizvodov pri proizvajalcih, s čimer se je povečala konkurenčnost Kitajske na evropskih trgih, pri tem pa se je obseg uvoza v letu 2025 povečal za skoraj 10%. Vse večji konkurenčni pritiski, med drugim tudi zaradi kitajskih strukturnih politik, ki spodbujajo samozadostnost, zlasti v srednje in visoko tehnoloških sektorjih, so prav tako zaviralno vplivali na konkurenčnost izvoza euroobmočja na Kitajsko, ki se je zmanjšal za 0,3 odstotne točke BDP euroobmočja, in na tretje trge, na katerih euroobmočje vse bolj izgublja izvozni delež v korist kitajskih podjetij, zlasti v srednje tehnoloških sektorjih.⁵

Graf D

Trgovinska bilanca euroobmočja v razmerju do Kitajske

(v odstotkih BDP)



Viri: ECB, Eurostat in izračuni ECB.
Opomba: Glej opombe h grafu C.

Trgovina z blagom, povezanim z umetno inteligenco, je imela relativno omejen vpliv na blagovni saldo euroobmočja, medtem ko je verjetno, da so potrošniki v euroobmočju z intenzivnejšim uvajanjem rešitev, povezanih z umetno inteligenco, prispevali k povečanju uvoza storitev v euroobmočje. Euroobmočje je neto uvoznik blaga, potrebnega za izgradnjo in delovanje infrastrukture podatkovnih centrov za umetno inteligenco, pri čemer se je deloma zaradi večjega uvoza iz Kitajske primanjkljaj pri takih proizvodih povečal z 0,2% BDP v letu 2024 na skoraj 0,3% BDP v letu 2025 (graf D).⁶ Blago, povezano z umetno inteligenco, je v letu 2025 predstavljalo približno 13% uvoza blaga v euroobmočje in približno 9% izvoza blaga iz euroobmočja, pomen takih proizvodov pa se v zadnjih letih postopno povečuje.⁷ Uvajanje umetne inteligence vpliva na tekoči račun tudi prek uvoza digitalnih storitev, zlasti iz ZDA, saj uporaba UI sistemov zahteva tudi programsko opremo, zmogljivosti za računalništvo v oblaku, obdelavo podatkov, dostop do modelov in intelektualno lastnino. Povečevanje primanjkljaja v razmerju do ZDA pri

⁴ Glej Amicucci et al. (2026).

⁵ Glej Al-Haschimi et al. (2025).

⁶ Opredelitev blaga, povezanega z umetno inteligenco, temelji na Waugh (2026).

⁷ Waugh (2026) ocenjuje, da je blago, povezano z umetno inteligenco, predstavljalo 23% skupnega blagovnega uvoza v ZDA v letu 2025, medtem ko Rice in Scally (2026) ocenjujeta, da je to blago predstavljalo 13% skupnega blagovnega uvoza na Irsko v letu 2025.

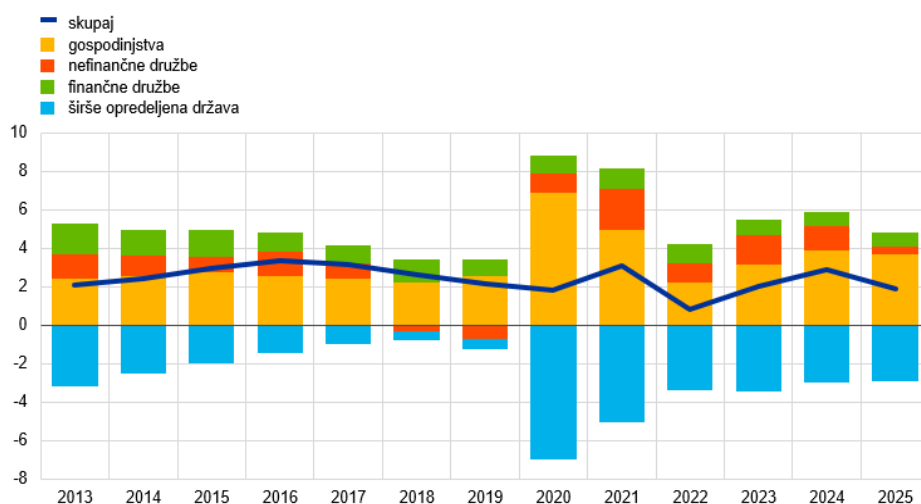
stroških za uporabo intelektualne lastnine in druge poslovne storitve je skladno z višjimi plačili za digitalne storitve, ki omogočajo uporabo umetne inteligence.⁸ Kitajska in Tajvan sta po drugi strani ključna dobavitelja programske opreme, povezane z umetno inteligenco.

Z vidika varčevanja in naložb je bilo poslabšanje zunanega salda euroobmočja posledica upada neto posojanja nefinančnih družb v skladu s povečevanjem domačih naložbenih potreb (graf E). Bruto varčevanje podjetij se je zmanjšalo z 12,3% BDP v letu 2024 na 11,7% BDP v letu 2025, bruto investicije podjetij v osnovna sredstva pa so se povečale z 12,0% na 12,3% BDP. Zaradi tega se je neto posojanje podjetniškega sektorja zmanjšalo.⁹ To deloma pomeni, da se prihranki euroobmočja v večji meri preusmerjajo v domače naložbe. Ker so se digitalne naložbe v euroobmočju leta 2025 pospešile, so naložbe, povezane z umetno inteligenco, verjetno del te preusmeritve.¹⁰ Nekateri izdatki podjetij v euroobmočju, povezani z umetno inteligenco, so evidentirani kot domače naložbe, zaradi česar se povečajo bruto investicije in zmanjša neto posojanje. Druga plačila, kot so ponavljajoča se nadomestila za dostop do modelov, računalništvo v oblaku in licence za programsko opremo, bi se lahko po drugi strani obravnavala kot vmesna potrošnja, s čimer bi se zmanjšali tako dobički kot prihranki podjetij.

Graf E

Neto posojanje/izposojanje v euroobmočju

(v odstotkih BDP)



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: »Gospodinjstva« vključujejo nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva.

Presežek na tekočem računu euroobmočja naj bi bil v srednjeročnem obdobju še vedno manjši kot leta 2024. Po junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje naj bi se zaradi višjih uvoznih cen energentov, ki so posledica vojne na Bližnjem vzhodu, presežek v letu 2026 dodatno zmanjšal na okrog 1,3% BDP,

⁸ Glej Lane (2026).

⁹ Čeprav so bruto investicije v osnovna sredstva v letu 2025 presegle bruto prihranke, so nefinančne družbe v euroobmočju leta 2025 zaradi neto kapitalskih transferjev v višini 0,9% BDP in neto prodaje neproizvedenih nefinančnih sredstev v višini 0,1% BDP ostale neto posojilodajalke.

¹⁰ Glej Andersson et al. (2026).

nato pa naj bi se do leta 2028 povečal na okrog 1,5% BDP. Nadaljnje naložbene potrebe, med drugim v zvezi z digitalizacijo, umetno inteligenco, obrambo in energetske prehodom, naj bi negativno vplivale na zunanji saldo. Negotovost glede trgovinskih politik, med drugim zaradi ameriških carin, in nadaljnji konkurenčni pritiski iz Kitajske bodo verjetno še naprej pomemben zaviralni dejavnik za tekoči račun euroobmočja.

Viri

Al-Haschimi, A., Dvořáková, N., Le Roux, J., in Spital, T. (2025), »[China's growing trade surplus: why exports are surging as imports stall](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB.

Amicucci, A., Gnoco, N., Gunnella, V., Lindemann, C., Merendino, A., in Montes-Galdón, C. (2026), »[The impact of China's industrial rise on the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB.

Andersson, M., Colombo, S., Jarvis, V., in Morris, R. (2026), »[Iz fizičnega v spletno okolje: ocena digitalnih naložb v euroobmočju](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., in Schmitz, M. (2023), »[The euro area current account after the pandemic and energy shock](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB.

Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M., in Schuler, T. (2025), »[Trgovinske politike ZDA in poslovanje ameriških multinacionalk v euroobmočju](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

Lane, P. R. (2026), »[AI and the euro area economy](#)«, osrednji govor na mednarodni konferenci ECB-SAFE-RCEA o stičišču podnebja, makroekonomije in financ (3CMFI), 23. marec.

Rice, J., in Scally, J. (2026), »[AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#)«, *Quarterly Bulletin*, št. 2, Central Bank of Ireland.

Schaefer, S., Gerland, L., in Tirpák, M. (2026), »[Kdo plača stroške višjih ameriških carin?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB.

Waugh, M. E. (2026), »[Trade in AI-Related Products](#)«, *NBER Working Paper*, št. 35053, april.

Članek

1 Five years of the ECB Survey of Monetary Analysts: evolution and insights

Prepared by Felix Hammermann and Martin Strukat

1 Introduction

The European Central Bank's (ECB's) Survey of Monetary Analysts (SMA) is a valuable information set for monitoring the expectations of financial market participants regarding monetary policy and the macroeconomic outlook in the euro area. Launched as a pilot in April 2019 and placed on a fully operational footing in June 2021, the SMA is conducted ahead of each monetary policy meeting of the Governing Council. It provides structured information on the views of a representative panel of financial market institutions.¹

Over the past five years, the SMA has helped the ECB to understand how market participants interpret macroeconomic, financial and geopolitical developments. SMA information proved to be particularly valuable during the post-pandemic surge in inflation and the subsequent disinflation phase. The systematic collection of forecasts for the economy, the ECB policy rate and the ECB balance sheet across horizons, together with questions on the likelihood of outcomes and qualitative risk assessments, has given the SMA a central role in analysing expectations to inform the regular monetary policy assessment. The questionnaire and the aggregate results of each round are published on the [ECB's website](#).

This article takes stock of how the SMA has evolved over the past five years and how it is used at the ECB. First, it documents the evolution of the survey panel and questionnaire. Second, it outlines the analytical use of SMA information, both for regular economic and policy analysis and from a more structural perspective in enhancing the understanding of expectation formation. Third, it evaluates forecasting performance, disagreement among respondents and dispersion of expectations for key macroeconomic variables.

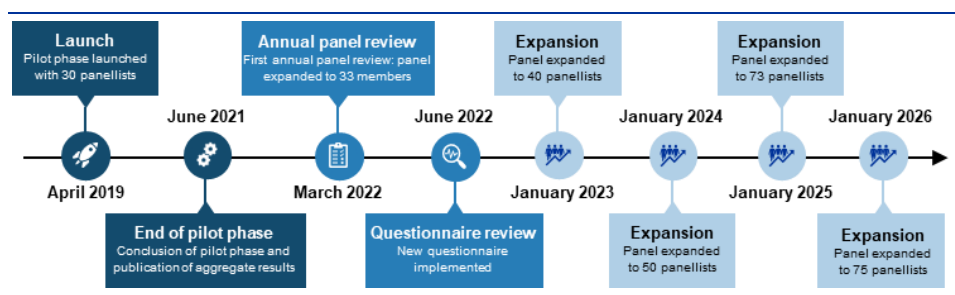
2 Evolution of the SMA panel

The SMA panel is designed to capture the expectations of a representative sample of financial market participants. Through the SMA, the ECB gathers market perspectives in a systematic way that is similar to surveys conducted by other major central banks, such as the [Bank of Canada](#), the [Bank of England](#) and the

¹ For a description of the design and governance of the SMA and the initial experience during the pilot phase, see Brand and Hutchinson (2021).

Federal Reserve Bank of New York. Building on the initial survey framework, subsequent refinements have focused on strengthening representativeness, maintaining respondent engagement and enhancing the robustness of survey-based insights. Figure 1 summarises the development milestones since the launch of the survey.

Figure 1
SMA timeline



Source: ECB.
Note: The new panel becomes active in the January of the year following the panel review.

Ensuring that the panel remains representative of the views of financial market participants is central to the design of the SMA. In practice, this involves selecting a representative sample from a broad set of financial institutions based on established criteria that capture their market relevance and active engagement in areas covered by the survey while maintaining sufficient continuity to permit comparability across survey rounds.

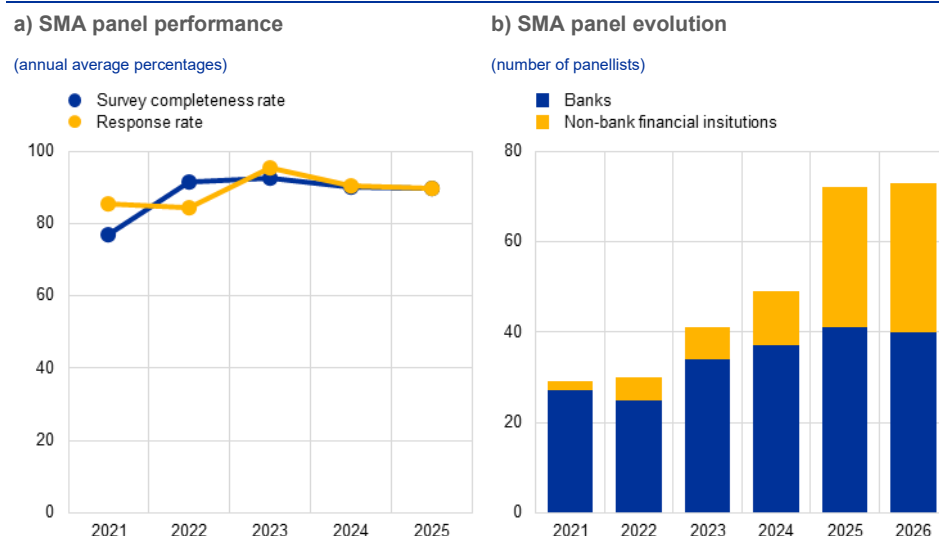
Maintaining high and regular participation of respondents is essential for the reliability of survey results. As a core governance mechanism, the annual panel review monitors participation and response behaviour to facilitate appropriate adjustments to the panel composition. As shown in Chart 1 (panel a), the response rate (share of panellists participating in individual rounds) and the survey completeness rate (proportion of questions answered by respondents) have reached consistently high levels: both were around 90% in 2025, compared with 85% and 76% respectively in 2021.²

The size of the panel contributes to the statistical robustness and analytical value of the survey. The number of panellists has increased from 30 in 2021 to 75 in 2026 (Chart 1, panel b). As the panel becomes larger, the relative influence of individual responses decreases, improving the accuracy of aggregate statistics. A larger sample also enhances the analysis of cross-sectional heterogeneity, including disagreement among respondents and differences across types of institution.

² Inclusion in the survey panel is not permanent: panellists may leave or be removed for a variety of reasons, including non-response, institutional mergers or resource constraints.

Chart 1

SMA panel performance and evolution



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Panel a): The response rate is the share of invited respondents participating in a given survey round, while the completeness rate is the proportion of questions answered by participating respondents. The response rate and completeness rate are calculated retrospectively for each year by first averaging across respondents within each survey round and then across rounds. Panel b): The annual panel review takes place between September and December, with the new panel composition taking effect from the January of the following year.

The composition of the panel has gradually been broadened to better reflect the diversity of financial market participants. While banks formed the core of the initial panel, expanding the participation has strengthened representativeness. The greater coverage of non-bank financial institutions – such as asset managers (including those that are part of banks), insurance companies, pension funds and hedge funds – provides a more balanced cross-section of market perspectives. These institutions, which also play a central role in the transmission of monetary policy in the euro area, now account for 47% of panellists, while banks account for 53%.

The questionnaire has been refined to ensure greater clarity and consistency of responses. A comprehensive revision in June 2022 streamlined the wording of questions and simplified the visual layout, reducing ambiguity and the burden on respondents while preserving the overall structure of the survey. A key advantage of the ECB conducting its own survey of market analysts is that the questions are formulated from a monetary policy perspective.

These developments have strengthened the SMA as a reliable source of information on financial market expectations and ensured that it provides insights that complement similar surveys conducted by private data providers (Box 1). Private polls provide timely and flexible snapshots of near-term market views from a broad respondent base, while the SMA offers systematic and comprehensive information based on a representative panel of institutions that are central to the transmission of the ECB's monetary policy.

Box 1

The SMA and private data provider polls: comparing panel composition and survey design

Prepared by Martin Strukat

The SMA and polls from private data providers serve complementary but methodologically distinct roles in gathering information on financial sector expectations regarding monetary policy and macroeconomic developments. Both Bloomberg and Thomson Reuters conduct regular polls of market participants ahead of Governing Council monetary policy meetings, and their results are widely used for analytical and benchmarking purposes. While the SMA and private polls share the objective of gauging the sentiment and expectations of market participants, they differ in three important respects: the timing of data collection, the scope of the questionnaire and the composition of the panel.

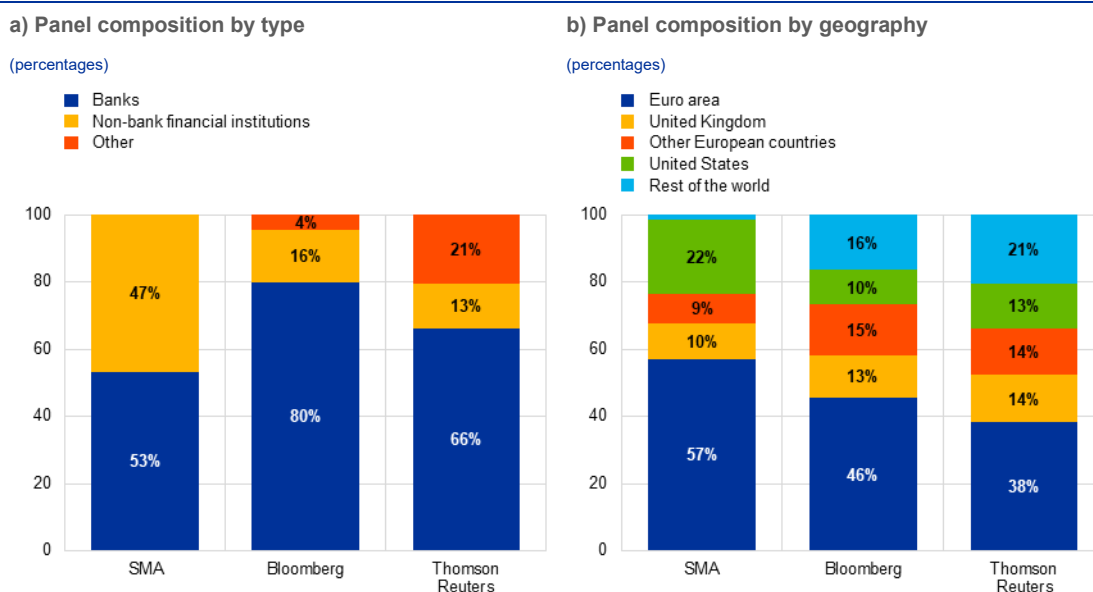
On timing, the SMA follows a fixed schedule aligned with the monetary policy meetings of the Governing Council, with the response period ending two weeks prior to each meeting and results published on the Monday following the meeting. By contrast, private polls are generally conducted one week before the meeting, and the results are released in the same week.

In terms of scope, the SMA questionnaire is distinguished by its breadth, standardisation and long-term analytical design, covering monetary policy instruments, financial conditions and the macroeconomic outlook in a coherent and consistent framework. Questions are formulated to ensure consistency and comparability across survey rounds and thereby enable tracking of expectation dynamics over time. Consequently, SMA data facilitate the study of the interplay between individual macroeconomic expectations and policy expectations. Private polls usually contain only a question on policy rate expectations, which is complemented by ad hoc questions on current topics and developments.

The composition of the SMA panel is specifically designed to capture the views of financial institutions active in the euro area, with a higher share of non-bank financial institutions than either of the private polls (Chart A, panel a). Banks constitute the largest group of respondents across all three surveys. However, in the Bloomberg and Thomson Reuters polls, non-bank financial institutions, on average, account for only 16% and 13% of respondents respectively, compared to 47% in the SMA. In contrast to the SMA, the two private polls also include brokers and research or advisory institutions under the category "Other". In terms of geographical coverage, the SMA panel is more heavily concentrated on institutions headquartered in the euro area and Europe, complemented by a representative selection of global financial institutions (Chart A, panel b). This composition reflects the SMA's deliberate focus on institutions with the most direct exposure to, and familiarity with, euro area monetary policy.

Chart A

Panel composition by type and geography



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters, ECB and ECB calculations.

Notes: The Bloomberg and Thomson Reuters columns reflect the average composition in 2025. Panel a): "Other" denotes research institutions and economic advisors or consultants. Panel b): "Other European countries" includes the Czech Republic, Denmark, Sweden, Liechtenstein, Norway and Switzerland.

3 What the SMA reveals about monetary policy expectations

The SMA gathers market perspectives to support monetary policy analysis, including via an understanding of expectation formation. The views of market participants matter because their expectations play a key role in the transmission of monetary policy. The SMA serves two main purposes. First, it provides an indication of the views of a representative sample of financial market participants on the economy and the monetary policy outlook, and this is used to inform the analytical work underpinning the preparation of Governing Council monetary policy meetings. The focus is typically on comparing the results with the previous survey round. Second, using multiple rounds, the SMA helps the ECB to analyse and identify systematic patterns in how financial market participants assess the development of the financial, macroeconomic and monetary policy environment and what drives revisions of their assessments. This perspective improves, at a more structural level, the understanding of expectations and the role they play in the transmission of monetary policy.

3.1 SMA-based insights into monetary policy expectations

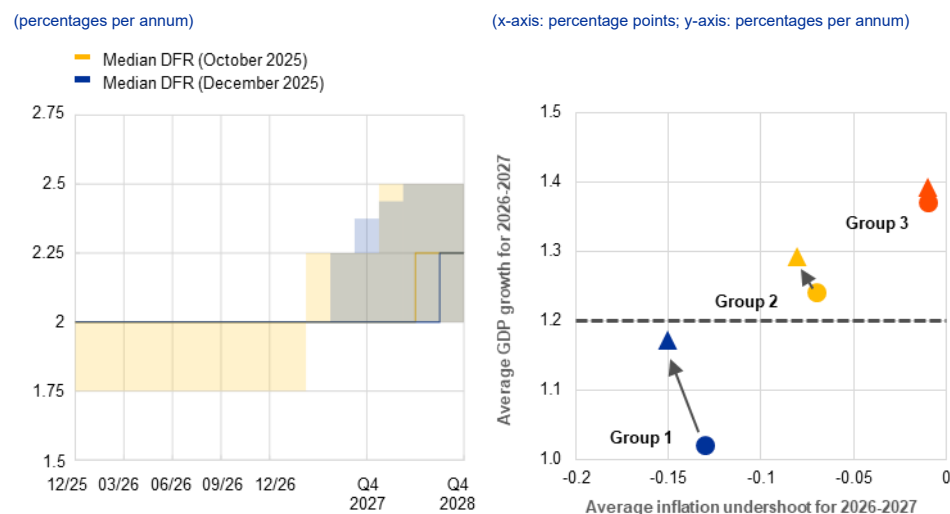
SMA data provide valuable insights that serve as analytical inputs for the Governing Council's monetary policy meetings. The focus of the first reading of incoming SMA data is on the median forecasts for interest rates and key macroeconomic variables. The evidence derived from the SMA complements

information extracted from financial market instruments and serves as a valuable cross-check against [Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections](#). Material changes in the median relative to the previous survey round shed light on the shifting views of market participants on the economic outlook and monetary policy.

In addition, the distribution of expectations can provide important information beyond movements in the median. The December 2025 SMA is a useful example. While the median path for the expected deposit facility rate (DFR) remained broadly unchanged relative to the previous round in October 2025, the surrounding distribution narrowed (Chart 2, panel a). The interquartile range (between the 25th and 75th percentiles), which serves as a measure of disagreement, collapsed to the median in the short term, indicating a substantial reduction in disagreement among respondents. Taken together, the combination of a stable median and a narrowing distribution pointed to greater consensus on policy expectations, highlighting how measuring distribution can enrich the interpretation of aggregate statistics.

Chart 2
Evolution of DFR expectations

a) Median DFR expectations from consecutive SMA rounds in October and December 2025 b) Expected deviation of inflation from target and expected GDP growth by evolution of DFR rate expectation between July and December 2025



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Panel a): Shaded areas indicate the interquartile range (the blue shaded area denotes the December round and the yellow shaded area the October round). The expected DFR path is given at Governing Council frequency until the end of 2026, and at quarterly frequency thereafter. Panel b): The coloured dots and triangles represent the positions in the July 2025 and December 2025 SMA rounds respectively for three groups of respondents: those anticipating cuts in the DFR in both rounds (Group 1, blue); those who anticipated cuts in the July 2025 round but not in the December 2025 round (Group 2, yellow); and those who not anticipating rate cuts in either round (Group 3, red). The dashed grey line represents long-run average GDP growth.

To gain deeper insights into the underlying drivers of individual interest rate expectations, the December 2025 SMA can be compared with the July 2025 SMA round. Looking at the evolution of expectations over a longer period, such as half a year instead of just the previous survey round, can uncover changes in the views of market analysts. Although the aggregate results of the December 2025 SMA suggested a consensus regarding the path of the DFR, detailed analysis linking policy rate expectations to the economic forecasts of individual respondents revealed

notable differences across three groups (Chart 2, panel b). Respondents who still anticipated a cut in the DFR over the forecast horizon (Group 1, blue markers) expected weaker inflation outcomes and subdued GDP growth prospects, despite their growth outlook having improved much more than for the other two groups. Respondents who did not expect rate cuts in December 2025 but had done so half a year earlier in July 2025 (Group 2, yellow markers) took an intermediate position: they maintained their slightly subdued inflation outlook while revising their growth outlook up a little. Finally, respondents maintaining expectations of no further rate cuts (Group 3, red markers) projected inflation broadly at target and growth well above the long-run average. Overall, these groups differed in their expectations for inflation, GDP growth and policy rates, highlighting how the SMA can uncover heterogeneity in macroeconomic assessments that shape policy expectations, even when aggregate indicators suggest a broadly stable outlook.

The joint behaviour of inflation, growth and policy rates embedded in SMA expectations can be benchmarked against simple policy reaction functions, such as Taylor rules, to assess whether market participants form expectations consistent with systematic monetary policy. Box 2 makes this comparison, showing that median expectations in the SMA interact in the direction that typical monetary policy rules would suggest – most notably, policy rate expectations rise with inflation expectations. However, the strength of this relationship varies over time, reflecting the size and nature of the shocks factored into survey expectations.

Box 2

What Taylor rules reveal about SMA-based monetary policy expectations

Prepared by Michael Dobrew and Martin Strukat

Taylor rules provide a simple and widely used framework for summarising stylised relationships between policy rates and macroeconomic conditions. In their standard formulation, they describe the level of the policy rate as a function of the deviation of inflation from its target and of economic activity from its potential, thereby encoding key trade-offs that central banks face (Taylor, 1993). In empirical work, such rules are often used as simple analytical benchmarks for examining how expected policy rate paths co-move with macroeconomic conditions.

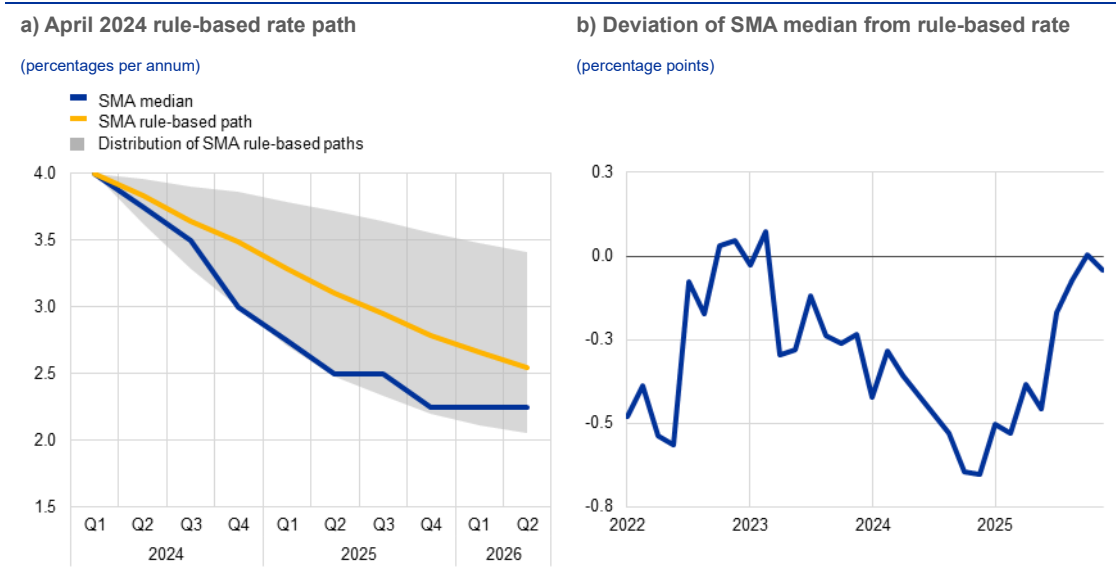
Comparing policy expectations from SMA survey data with calibrated Taylor rules provides insights into how SMA respondents map their macroeconomic forecasts into policy rate expectations. Using a thick-modelling framework created by calibrating a range of Taylor rules as in Bernardini and Lin (2024), it is possible to derive a range of policy rate paths implied by the SMA median macroeconomic expectations and compare these with the SMA median expected rate path.³ As shown in the example in Chart A (panel a) for the April 2024 SMA, the median expected DFR path can be compared with a range of rule-based predictions calibrated from the median expected paths for inflation and economic slack. This comparison offers a simple diagnostic of how expectations are formed: when the two are closely aligned, expectations are broadly consistent with a stylised, rule-like reaction function; when they diverge, expectations are likely to reflect additional

³ The thick-modelling approach computes a set of Taylor rule implied interest rate paths based on the SMA median expectations of core inflation and unemployment by varying the response coefficients of the Taylor rule using a large range of values considered to be standard in the literature.

considerations – such as risk assessments, views about the policy outlook or the interpretation of central bank communications – beyond what can be captured by a simple rule.

Chart A

Taylor rule based policy rate path for April 2024 and deviation of SMA expectations from the contemporaneous rule-based policy rate over time



Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: Panel a) shows the range of all calibrated implied Taylor rules together with the SMA median expectation for the April 2024 eight-quarter horizon. Panel b) shows the average deviation of the SMA median expectation from the rule-based rate over an eight-quarter horizon for each survey round from 2022 to the end of 2025.

In the past, SMA median policy rate expectations aligned closely with the Taylor rule implied rate paths based on SMA median macroeconomic expectations during the hiking phase, but pointed to a more accommodative policy trajectory during the subsequent cutting phase. For each survey round from 2022 to the end of 2025, Chart A (panel b) shows the average deviation of the SMA median expected rate from the rule-implied rate path over an eight-quarter horizon. In the tightening phase up to 2023, survey-based and rule-based expectations moved broadly in tandem, suggesting that market participants were broadly forming their policy rate expectations in a rule-like manner, consistent with the evolution of inflation and economic activity. From late 2023 to the middle of 2025, however, the SMA median policy rate fell below the median rate derived from the Taylor rule framework.

This gap points to expectations of a faster decline in policy rates than would be implied by the SMA median macroeconomic outlook alone. At that time, the disinflation process was slowing as inflation approached the ECB's target, while expectations of inflation at horizons beyond one year had moved temporarily below target, and the balance of risks reported by SMA participants was tilted to the downside for both inflation and growth. These factors are likely to have contributed to market participants anticipating a rate path declining more steeply than a simple rule-based framework would suggest.

In the second half of 2025 in particular, market commentary increasingly referred to the possibility of a "rate reversal", whereby policy rates were expected not only to return to levels consistent with the long-run rate implied by the survey (around 2%) but to move temporarily below that level, before eventually rising again. Some analysts characterised this pattern as involving "insurance cuts",

reflecting precautionary easing in response to downside risks to inflation and growth. These risks are not necessarily reflected in analysts' forecasts of inflation and growth and are therefore not captured by the Taylor rule implied rate path.

Overall, SMA median, macroeconomic and policy expectations interact in the direction that typical monetary policy rules would suggest; in particular, policy rate expectations rise with inflation expectations. However, the strength of this relationship can vary over time, depending on the size and nature of shocks factored into survey expectations.

SMA data have also been used to investigate the drivers and determinants of expectations and their revisions across several survey rounds. Analytical work based on individual SMA responses shows that policy rate expectation errors and revisions of policy rate expectations can be linked both to changes in the macroeconomic outlook and to changes in SMA respondents' perceptions of the ECB's reaction function, i.e. how the ECB would respond in a given economic environment. In other words, the data allow a decomposition of expectation errors into components related to misperceptions of policy and evolving economic conditions (Akkaya, Bitter et al., 2024). More broadly, survey-based expectations provide a useful framework for assessing how incoming information and monetary policy communications are incorporated into expectations over time, including through their interaction with market sentiment and broader macroeconomic developments (Akkaya and Ilieva, 2024). Within this framework, joint analysis of the SMA and expectations extracted from financial market prices can help the ECB to align its communication with market participants by detecting and clarifying possible misperceptions of its reaction function.

Taken together, the decompositions of the expectation errors of individual respondents and the Taylor rules calibrated in Box 2 reveal that expectation formation in the SMA is largely determined by the macroeconomic environment. During calmer periods, signals from market prices and official ECB communications carry more weight, showing that, in general, the formation of SMA expectations is consistent with the ECB's reaction function. However, when uncertainty prevails in the economy, as in periods of high volatility, it is difficult to forecast inflation and growth accurately, and this has repercussions for policy rate expectations. Against this background, we discuss next the forecast accuracy of SMA expectations.

3.2 Forecast accuracy, disagreement and perceived risks

Forecast accuracy, disagreement and perceived risk together provide a multidimensional picture of the expectation landscape that enhances the value of the SMA as a tool for monetary policy assessment. Forecast accuracy is a natural benchmark for the SMA: small and unbiased errors signal that participants process available information efficiently, lending credibility to their expectations as inputs to the policy assessment of the ECB alongside other sources, including the Eurosystem/ECB staff projections, additional surveys and market-based signals such

as inflation fixing contracts. Beyond accuracy, the cross-sectional dispersion of point forecasts across respondents (a measure of disagreement) captures the degree of heterogeneity in views among informed market participants. Finally, the balance of risk assessments embedded in the SMA provides an insight into whether analysts perceive risks as broadly symmetric or tilted in a particular direction. Together, these three dimensions – forecast accuracy, disagreement and perceived risk – offer a richer and more granular characterisation of expectations than point estimates alone, providing the monetary policy assessment with a more complete map of the expectation landscape.

There were two clearly distinct phases in SMA inflation forecast errors that differ markedly in character, separated by a structural break around mid-2023.

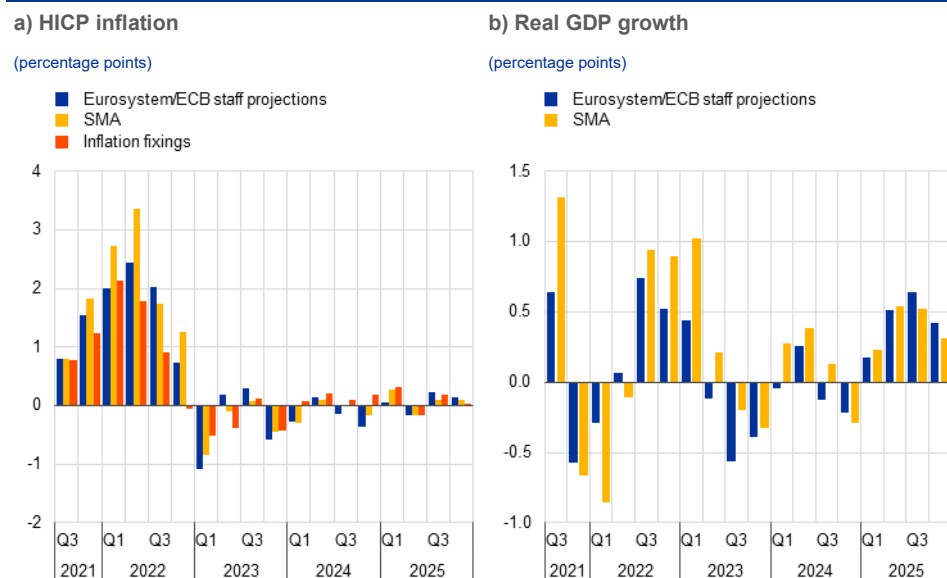
Regarding forecast accuracy for headline inflation over the review period from mid-2021 to the end of 2025, Chart 3 (panel a) shows one-quarter-ahead forecast errors. Two distinct phases emerge. Prior to the peak of inflation in mid-2023, the SMA median exhibited sizeable and mostly positive forecast errors. Eurosystem/ECB staff projections and inflation fixings recorded errors of a similar magnitude to the SMA, albeit with some variation across indicators and survey rounds. This failure in forecasting has been documented for institutional and survey-based forecasters alike (Chahad et al., 2023; IMF, 2023). For the forecast errors in the Eurosystem/ECB staff projections, Chahad et al. (2023) identified the unprecedented sequence of price shocks – from pandemic-related supply and demand mismatches and Russia's invasion of Ukraine – as the primary driver.

During the subsequent normalisation phase, the picture changed markedly as forecast errors shrank substantially.

With energy price pressures dissipating and inflation moving back towards target, forecast errors across all three indicators converged towards zero, reflecting an improvement in forecastability as macroeconomic conditions stabilised. During this period, SMA forecast errors were frequently marginally smaller in absolute terms than those of both Eurosystem/ECB staff projections and inflation fixings, suggesting that the aggregation of informed analyst judgement compares favourably with institutional projections and market-based signals under more normal conditions – a finding that is consistent with the broader evidence reviewed in ECB (2025). This pattern holds robustly across horizons, from the current quarter to four quarters ahead, as reported in Ploj (2025).

Chart 3

Comparison of SMA and Eurosystem/ECB staff projections forecast errors one quarter ahead



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Forecast errors are defined as the difference between the SMA median point forecast and the outturn. Positive (negative) errors indicate that the median underestimated (overestimated) actual inflation. Panel a): Inflation fixings are swap contracts tied to monthly releases of euro area HICP (all items excluding tobacco), available from the current month up to 23 months ahead.

For real GDP growth, the picture is more mixed (Chart 3, panel b). Both the SMA and Eurosystem/ECB staff projections recorded notable forecast errors around the pandemic shock and the subsequent rebound, with errors alternating in sign across survey rounds and neither indicator systematically outperforming the other over the full sample. This absence of a clear hierarchy in GDP forecast performance is not surprising given the inherent difficulty of anticipating turning points in real activity in real time, and it underscores the value of tracking the full distribution of SMA responses – including disagreement and perceived risk – rather than relying on point forecasts alone.

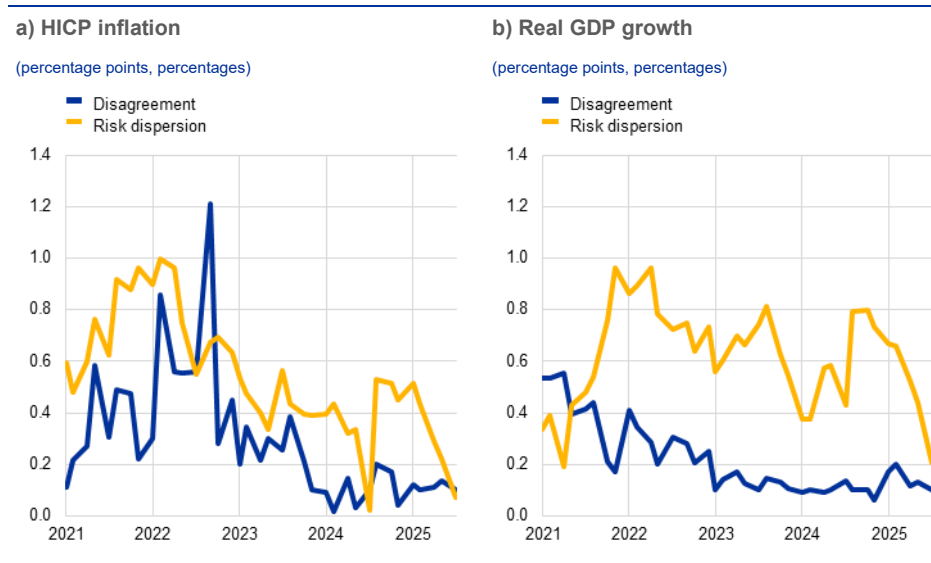
Beyond forecast accuracy, the informational advantage of the SMA lies in its capacity to characterise the full distribution of expectations across market participants, capturing not only where analysts expect the economy to go but also how much they disagree about it and whether perceived risks are tilted.

To capture these dimensions, two complementary indicators can be derived from the survey: disagreement and risk dispersion. Disagreement is measured by the interquartile range of individual point forecasts, reflecting the cross-sectional spread of central expectations across respondents, while risk dispersion reflects the net balance of the share of respondents reporting upside and downside risks around their baseline, derived from the qualitative risk assessment question. Taken together, these indicators map onto distinct features of the implied distribution of expectations: disagreement captures its width, while risk dispersion captures the asymmetry of perceived tail risks around the central tendency.

Regarding inflation, disagreement and risk dispersion among SMA panellists increased markedly during the inflation surge and declined rapidly as the subsequent disinflation progressed. For HICP inflation, disagreement and risk dispersion peaked at around 1.2 and 1.0 percentage points respectively before falling back to low levels by mid-2023 (Chart 4, panel a). For GDP growth, disagreement gradually declined over the review period (Chart 4, panel b). By contrast, risk dispersion remained more elevated, indicating that, while baseline views have converged, differences in risk assessment persist.

Chart 4

SMA disagreement and risk dispersion for HICP inflation and real GDP growth



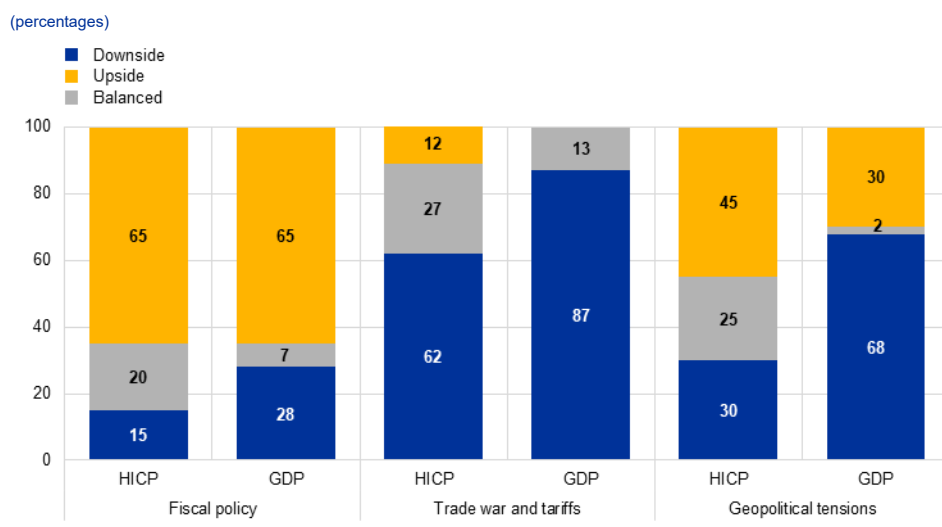
Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Disagreement, measured as the width of the interquartile range, is shown for one-quarter-ahead expectations. Risk dispersion is based on annual expectations for the corresponding variable from the balance of risks question in the SMA. Risk dispersion is defined as the net balance between the share of respondents expecting upside risks and the share expecting downside risks.

Finally, the indications of SMA participants regarding the risks to their macroeconomic forecasts are used to assess whether an economic shock has a greater effect on the supply side or the demand side. In the December 2025 SMA, after grouping the individual responses, the top three categories were “fiscal policy”, “trade war and tariffs” and “geopolitical tensions” (Chart 5). Regarding “fiscal policy”, many respondents referred to the German fiscal package and the announced increases in defence and infrastructure spending, so the shock was mostly seen as having a positive effect on demand, posing upside risks to both inflation and growth. “Trade war and tariffs” was clearly judged to be a downside risk to growth with mostly dampening effects on prices, qualifying as a potentially negative demand shock. “Geopolitical tensions” was also expected to have a largely negative effect on growth, but the implications for prices appeared to be less clear. These risks could materialise on either the demand or the supply side. The nature of risks surrounding the economic outlook matters, because monetary policy can more effectively accommodate demand shocks, whereas the monetary policy response to supply-side shocks tends to be less aggressive in order to limit any adverse impact on the economy.

Chart 5

Classification of risks in the December 2025 SMA



Sources: SMA and ECB calculations.

Notes: Percentages may not add up to 100% due to rounding. The latest observations are for December 2025.

4 Conclusion

Over its first five years of full operation, the SMA has developed into a core tool for monitoring and analysing the macroeconomic forecasts and monetary policy expectations of financial market participants. The systematic enlargement and rebalancing of the panel, together with refinements to the questionnaire and a structured governance framework, have strengthened the statistical underpinnings of the survey and improved its stability, coverage and representativeness.

SMA information is systematically used for monetary policy purposes, both in the preparation of Governing Council meetings and for addressing more structural policy questions. The survey provides a benchmark for prevailing market expectations, facilitates the assessment of how news and ECB communications are incorporated into views on the macroeconomic outlook and the policy path, and helps in analysing the formation, revision and dispersion of market participants' expectations beyond market prices. The analysis in this article shows that SMA expectations are broadly consistent with macroeconomic fundamentals and simple policy benchmarks and, when viewed as a forecasting instrument, deliver an overall accuracy that is broadly comparable to Eurosystem/ECB staff projections.

References

Akkaya, Y., Bitter, L., Brand, C. and Sá, D. (2024), "Policy expectation errors during the recent tightening cycle – insights from the ECB's Survey of Monetary Analysts", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

Akkaya, Y. and Ilieva, B. (2024), "[Decoding revisions in policy rate expectations: insights from the Survey of Monetary Analysts](#)", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB.

Bernardini, M. and Lin, A. (2024), "Out of the ELB: Expected ECB policy rates and the Taylor rule", *Economics Letters*, Vol. 235, February.

Brand, C. and Hutchinson, J. (2021), "[The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.

Chahad, M., Hofmann-Drahonsky, A.-C., Page, A. and Tirpák, M. (2023), "[An updated assessment of short-term inflation projections by Eurosystem and ECB staff](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB.

European Central Bank (ECB) (2025), "[A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area](#)", *Occasional Paper Series*, No 371, June.

International Monetary Fund (IMF) (2023), [World Economic Outlook: Navigating Global Divergences](#), Washington D.C., October.

Ploj, G. (2025), "[SMA vs. ECB inflation forecasts: Which forecasts drive interest rate expectations in the euro area?](#)", *Short economic and financial analyses*, Banka Slovenije, October.

Taylor, J.B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, December, pp. 195-214.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

Composition of euro area data

Unless otherwise indicated, all data series including observations for 2026 relate to the group of 21 countries that are members of the euro area.

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20 1	United States 2	United Kingdom 3	Japan 4	China 5	Memo item: euro area 6	United States 7	United Kingdom (HICP) 8	Japan 9	China 10	Memo item: euro area ²⁾ (HICP) 11
2023	3,3	2,9	0,3	0,7	5,4	0,5	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,0	-0,2	5,0	1,0	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,3	2,2	1,4	1,1	5,0	1,4	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 Q2	0,9	0,9	0,1	0,3	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
Q3	0,9	1,1	0,2	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
Q4	0,7	0,1	0,2	0,2	1,2	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 Q1	.	0,4	0,6	0,5	1,3	-0,2	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2025 Dec.	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	2,1	0,8	2,0
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,5	0,2	1,7
Feb.	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,3	1,3	1,9
Mar.	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
Apr.	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,2

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Current prices (EUR billions)</i>												
2023	14.765,3	14.236,4	7.807,8	3.115,2	3.239,2	1.650,8	942,9	639,0	74,2	-528,9	7.437,9	6.909,0
2024	15.353,3	14.686,2	8.100,4	3.279,3	3.223,3	1.640,2	941,7	635,2	83,2	-667,1	7.553,1	6.886,1
2025	15.951,9	15.334,8	8.388,9	3.430,4	3.384,8	1.698,1	972,9	707,1	130,8	-617,1	7.750,9	7.133,8
2025 Q2	3.970,5	3.810,0	2.087,9	851,5	835,6	421,8	241,3	170,8	35,0	-160,5	1.929,1	1.768,6
Q3	4.002,0	3.851,5	2.102,8	861,5	849,9	426,7	245,3	176,2	37,3	-150,5	1.938,1	1.787,6
Q4	4.042,5	3.900,5	2.125,9	876,9	862,7	434,5	249,3	177,1	35,0	-142,1	1.934,8	1.792,7
2026 Q1	4.055,0	3.918,9	2.147,6	879,7	863,9	432,3	250,2	179,7	27,6	-136,2	1.952,9	1.816,8
<i>as percentage of GDP</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,5	21,2	10,6	6,1	4,4	0,8	-3,9	-	-
<i>Chain-linked volumes (prices for the previous year)</i>												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q2	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,4	0,2	1,0	-8,2	-	-	-0,7	-0,2
Q3	0,3	0,6	0,2	0,7	1,2	0,4	1,3	3,1	-	-	0,7	1,4
Q4	0,2	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,2	-0,6	-	-	-0,6	0,3
2026 Q1	-0,2	0,1	0,2	0,5	-0,3	-1,2	0,1	1,4	-	-	-0,2	0,5
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,5	0,1	0,5	1,5	2,6	1,1	3,0	6,2	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,7	1,3	2,3	-2,4	-2,6	-1,7	-3,1	-	-	0,6	0,0
2025	1,4	2,0	1,4	1,4	3,0	1,2	2,0	9,3	-	-	2,1	3,5
2025 Q2	1,6	2,5	1,7	1,2	3,6	1,0	0,6	16,1	-	-	0,8	2,7
Q3	1,4	1,8	1,3	1,3	3,3	2,1	3,7	5,7	-	-	2,9	3,8
Q4	1,2	2,0	1,3	1,5	3,3	2,6	3,6	4,5	-	-	2,1	3,8
2026 Q1	0,3	1,7	1,1	2,3	0,3	0,6	3,6	-4,7	-	-	-0,9	1,9
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2025 Q2	0,1	0,4	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,5	-0,3	-	-
Q3	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
Q4	0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,4	-	-
2026 Q1	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-	-
<i>contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points</i>												
2023	0,5	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-	-
2025	1,4	1,9	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,5	-	-
2025 Q2	1,6	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,8	-	-
Q3	1,4	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	-	-
Q4	1,2	1,9	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,7	-	-
2026 Q1	0,3	1,6	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-1,3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2023	13.356,4	225,3	2.638,9	713,6	2.489,7	705,2	605,0	1.482,7	1.613,1	2.469,4	413,5	1.408,9
2024	13.823,0	235,3	2.621,8	729,6	2.581,4	741,6	642,0	1.535,8	1.685,6	2.614,2	435,7	1.530,3
2025	14.332,5	246,4	2.712,4	761,5	2.660,2	776,3	664,4	1.569,1	1.744,8	2.745,5	452,0	1.619,4
2025 Q2	3.569,4	62,2	676,9	190,2	663,7	192,3	163,8	391,1	433,5	682,8	112,9	401,1
Q3	3.592,8	62,6	672,7	191,7	667,7	195,1	167,4	393,4	439,5	689,0	113,7	409,2
Q4	3.633,3	60,8	682,8	194,0	673,2	198,3	169,4	397,5	443,3	699,8	114,3	409,2
2026 Q1	3.637,9	59,3	672,7	194,4	679,3	198,4	172,6	399,4	445,6	701,0	115,1	417,1
<i>as percentage of value added</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,6	5,4	4,6	10,9	12,2	19,2	3,2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
<i>quarter-on-quarter percentage changes</i>												
2025 Q2	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,4	0,4	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
Q3	0,3	0,6	-0,1	0,2	0,3	1,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1
Q4	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,7	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5
2026 Q1	-0,3	0,0	-2,5	-0,5	0,3	0,4	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,4
<i>annual percentage changes</i>												
2023	0,7	-2,9	-1,6	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,1	3,7	-1,7
2024	1,0	0,1	-0,2	-1,3	1,1	2,8	1,6	1,0	1,5	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	2,1	2,3	0,6	1,5	3,3	0,1	0,9	0,8	1,1	0,3	1,5
2025 Q2	1,5	2,2	3,1	0,5	1,6	3,5	-0,5	1,0	0,4	1,1	0,7	2,6
Q3	1,5	2,6	2,4	1,3	1,6	3,3	0,2	1,0	0,8	1,1	-0,6	1,0
Q4	1,3	2,0	1,9	1,6	1,4	3,3	0,7	0,9	1,0	0,8	0,5	0,0
2026 Q1	0,3	0,2	-2,6	0,1	1,1	2,8	-0,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7
<i>contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points</i>												
2025 Q2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Q3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Q4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2026 Q1	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
<i>contributions to annual percentage changes in value added; percentage points</i>												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 Q2	1,5	0,0	0,6	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	-
Q3	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
Q4	1,3	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2026 Q1	0,3	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employees	Self-employed	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,9	6,6
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,5	2,0	3,8	0,8	1,9	1,8	1,3	1,8
2024	1,0	1,0	0,6	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,5	-0,5	0,7	1,5	1,3
2025	0,8	0,7	0,8	-1,6	-0,5	1,2	0,7	-0,1	1,4	2,3	1,0	1,3	1,4
2025 Q2	0,8	0,7	1,0	-1,9	-0,5	1,1	1,0	0,2	1,3	3,0	0,9	1,3	1,1
Q3	0,7	0,7	0,9	-1,5	-0,4	1,4	0,6	-0,5	1,5	2,4	0,9	1,2	1,3
Q4	0,7	0,7	1,1	-0,8	-0,5	1,5	0,6	-1,1	1,4	0,8	1,4	1,2	1,4
2026 Q1	0,5	0,4	1,5	-1,0	-0,2	1,9	0,4	-1,8	1,1	0,9	0,9	1,0	0,7
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	81,9	18,1	3,8	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	6,0
<i>annual percentage changes</i>													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,9	1,0	1,5	2,1	4,0	0,9	1,7	2,2	1,8	2,5
2024	1,1	1,2	0,6	-0,9	0,2	1,0	1,0	2,4	1,6	0,1	1,4	1,8	1,7
2025	0,4	0,5	0,0	-2,4	-0,8	1,0	0,1	-0,2	1,0	1,7	0,7	1,1	1,9
2025 Q2	0,3	0,4	0,0	-2,6	-1,1	1,3	0,2	-0,1	0,9	2,3	0,6	0,9	1,8
Q3	0,7	0,7	0,7	-2,3	-0,2	1,4	0,5	-0,6	1,2	3,4	1,0	1,3	2,0
Q4	0,7	0,8	0,4	-1,7	-0,2	1,5	0,2	-0,6	1,7	-0,9	1,4	1,5	2,0
2026 Q1	0,5	0,5	0,8	-1,3	0,1	1,1	0,3	-1,8	0,6	0,7	0,8	1,2	0,7
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,8	0,3	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	0,5	0,7
2024	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,1	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,6	0,6	0,3	0,4
2025	-0,4	-0,3	-0,8	-0,8	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,2	0,5
2025 Q2	-0,5	-0,3	-1,0	-0,7	-0,6	0,2	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7	-0,4	-0,4	0,7
Q3	0,0	0,0	-0,2	-0,8	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	1,0	0,2	0,1	0,7
Q4	0,0	0,1	-0,7	-0,9	0,3	0,0	-0,3	0,5	0,3	-1,6	0,0	0,3	0,6
2026 Q1	0,0	0,1	-0,7	-0,3	0,2	-0,8	0,0	0,0	-0,5	-0,3	-0,1	0,3	0,0

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
			Millions	% of labour force		Adult		Youth		Male		Female		
						Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% of total in 2025			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,3
2025 Q2	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
Q3	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
Q4	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,3
2026 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,2
2025 Nov.	-	-	11,083	6,3	-	8,686	5,4	2,397	15,1	5,759	6,1	5,325	6,5	-
Dec.	-	-	11,082	6,3	-	8,688	5,4	2,394	15,1	5,734	6,1	5,349	6,5	-
2026 Jan.	-	-	11,055	6,3	-	8,666	5,4	2,388	15,1	5,704	6,1	5,350	6,5	-
Feb.	-	-	11,221	6,4	-	8,818	5,5	2,403	15,1	5,764	6,2	5,457	6,6	-
Mar.	-	-	11,159	6,3	-	8,772	5,5	2,387	15,1	5,711	6,1	5,448	6,6	-
Apr.	-	-	11,075	6,3	-	8,738	5,4	2,338	14,7	5,669	6,0	5,407	6,5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
annual percentage changes													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,4	-1,8	-2,5	-0,9	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,8	-0,1	-0,1	-1,1	1,3	0,7	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,5	1,6	-0,7	0,8	5,5	0,9	2,3	2,4	1,4	3,2	2,3	2,1	1,1
2025 Q2	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,3	2,5	3,1	2,1	3,7	4,0	2,2	-1,9
Q3	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	2,5	2,0	0,9	2,9	1,5	2,5	6,4
Q4	2,0	2,1	0,6	3,0	2,5	1,3	2,4	2,3	1,3	3,1	1,8	1,0	3,9
2026 Q1	-1,2	-1,7	-1,4	2,2	-7,7	3,2	-2,5	1,9	1,2	2,7	0,7	1,2	3,5
2025 Nov.	2,1	2,2	0,1	3,5	2,9	0,5	0,9	2,5	1,1	3,8	1,2	0,3	6,3
Dec.	1,9	2,5	1,3	5,2	-0,1	-1,0	1,2	2,1	1,4	2,4	2,0	0,7	0,4
2026 Jan.	-0,6	-1,6	-1,7	1,3	-5,5	6,4	-4,4	2,2	1,8	2,8	0,7	1,3	1,3
Feb.	-0,8	-0,9	-1,5	2,3	-5,3	1,7	-3,0	1,3	1,0	1,7	0,4	1,4	2,1
Mar.	-2,1	-2,4	-1,2	2,9	-11,7	1,2	-1,2	2,1	0,8	3,5	1,0	0,9	7,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	1,0	0,6	2,0	-3,5	-	4,5
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2025 Nov.	0,2	0,6	0,0	2,6	-2,0	-2,5	-1,4	0,1	-0,4	0,4	-0,3	-0,6	3,8
Dec.	-0,7	-0,8	-0,1	-1,0	0,6	-0,4	0,5	0,2	0,5	-0,1	0,5	0,3	-5,7
2026 Jan.	-0,7	-1,5	-1,4	-1,5	-4,4	5,3	-1,1	0,0	0,5	-0,3	-1,1	0,9	-0,4
Feb.	0,2	0,7	0,2	0,8	1,3	-2,1	-0,8	-0,5	-0,6	-0,3	0,3	-0,3	2,0
Mar.	0,2	0,4	0,9	1,1	-3,9	-1,5	0,8	0,8	-0,2	1,7	0,9	0,2	2,3
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-0,4	0,9	-0,9	-2,7	-	-0,1

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys (seasonally adjusted)

European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)								
Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		
	Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)	
1	2	3	4	5	6	7	8	
1999-22	118,3	14,3	60,0	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 Q3	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
Q4	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 Q1	97,7	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	5,2	89,7
Q2	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 Dec.	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	5,1	.
2026 Jan.	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,4	89,7
Feb.	97,9	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,5	.
Mar.	96,3	-7,1	.	-16,4	-2,2	-7,7	4,5	.
Apr.	93,2	-7,7	78,2	-20,6	-2,8	-10,0	1,4	89,8
May	93,5	-8,0	.	-19,0	-3,6	-10,9	2,2	.

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations (current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾	Annual percentage changes					Percentage of gross value added	Percentage of GDP	Annual percentage changes				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,0	1,6	37,3	6,0	68,8	1,8	3,4	0,9
2024	15,1	81,7	2,4	2,3	-6,8	5,5	4,7	35,8	4,4	67,3	1,8	-0,6	0,9
2025	14,8	81,4	1,0	2,6	3,5	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	6,6	1,5
2025 Q1	15,0	81,4	1,0	2,4	-1,0	5,2	5,5	35,8	4,1	67,3	2,9	8,4	1,8
Q2	15,0	81,6	1,4	2,7	3,2	5,5	5,3	35,6	3,7	66,6	2,5	10,9	1,7
Q3	14,9	81,5	0,8	2,6	4,6	4,9	5,0	35,5	3,5	66,2	2,2	6,4	1,5
Q4	14,8	81,4	1,0	2,6	7,0	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	1,2	1,5

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income		Credit	Debit
	Credit	Debit	Balance	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit	Credit	Debit		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 Q2	1.501,5	1.420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
Q3	1.478,3	1.426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
Q4	1.486,3	1.424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2026 Q1	1.540,4	1.459,8	80,6	717,8	641,7	413,5	368,0	358,2	354,0	50,8	96,0	36,7	25,7
2025 Oct.	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
Nov.	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
Dec.	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 Jan.	514,1	473,9	40,2	238,3	202,8	138,0	121,8	120,7	117,1	17,1	32,2	15,4	13,3
Feb.	520,4	494,8	25,6	243,6	217,3	139,4	124,2	120,1	121,7	17,3	31,6	10,4	7,9
Mar.	505,9	491,1	14,9	235,9	221,6	136,1	122,1	117,5	115,2	16,4	32,2	10,9	4,5
<i>12-month cumulated transactions</i>													
2026 Mar.	6.006,5	5.731,2	275,3	2.869,7	2.540,7	1.580,3	1.422,6	1.364,0	1.383,0	192,4	384,8	123,4	88,0
<i>12-month cumulated transactions as a percentage of GDP</i>													
2026 Mar.	37,4	35,7	1,7	17,9	15,8	9,8	8,9	8,5	8,6	1,2	2,4	0,8	0,5

Source: ECB.

1) The capital account is not seasonally adjusted.

Note: Euro area data include Bulgaria.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item: Manufacturing	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods		Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manufacturing	Oil
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2025 Q2	-0,1	1,7	724,2	338,1	139,0	229,1	602,7	694,5	383,5	118,8	177,3	507,2	60,0
Q3	1,4	2,2	724,1	339,9	145,8	222,9	601,1	694,6	379,7	121,2	177,4	511,1	64,1
Q4	0,3	0,0	718,6	331,7	144,7	223,9	592,6	689,2	373,2	122,7	173,1	512,3	58,3
2026 Q1	-6,5	-1,5	721,3	.	.	.	584,4	700,3	.	.	.	509,0	.
2025 Oct.	1,1	-3,2	237,4	109,7	48,3	74,0	195,6	225,1	121,6	40,4	55,7	167,6	19,0
Nov.	-3,3	-0,4	239,5	111,1	47,4	75,0	197,5	232,1	126,4	40,8	58,6	171,3	19,5
Dec.	3,3	4,2	241,7	110,9	49,1	74,8	199,5	232,0	125,2	41,5	58,8	173,4	19,8
2026 Jan.	-7,2	-6,9	237,8	111,9	47,3	73,2	194,8	226,8	122,0	41,0	57,5	168,6	19,0
Feb.	-6,9	-2,3	239,2	112,3	47,5	72,8	195,6	232,7	128,6	40,8	58,1	171,4	19,3
Mar.	-5,5	4,4	244,3	.	.	.	194,0	240,8	.	.	.	169,0	.
<i>Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)</i>													
2025 Q1	0,5	2,1	97,3	93,1	94,0	106,8	96,8	100,2	95,5	98,4	110,3	100,9	130,3
Q2	-2,9	1,1	93,5	86,9	89,7	108,6	94,1	100,7	95,3	101,7	110,9	101,1	135,5
Q3	0,1	3,2	94,4	87,8	94,9	105,7	94,4	101,8	96,5	104,2	111,0	102,5	139,5
Q4	-0,9	2,3	92,2	83,8	91,7	105,6	92,1	101,8	95,3	105,6	109,3	103,1	141,8
2025 Sep.	6,0	7,1	96,4	92,8	93,3	105,0	95,5	102,6	97,1	105,1	112,4	103,4	142,6
Oct.	-0,2	-2,3	92,3	84,1	92,1	105,8	92,8	98,9	93,0	104,0	105,4	100,3	134,4
Nov.	-4,7	1,9	93,7	85,3	92,0	106,7	92,5	104,0	97,1	107,5	112,3	104,4	144,8
Dec.	2,6	8,3	90,7	82,1	91,1	104,2	90,9	102,4	95,8	105,2	110,2	104,7	146,2
2026 Jan.	-7,0	-3,7	91,1	82,4	91,9	105,0	91,1	98,8	90,7	102,3	108,2	100,2	139,4
Feb.	-5,3	0,5	92,6	85,1	92,7	104,4	91,2	101,4	95,4	104,0	109,1	102,5	144,5

Source: Eurostat.

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

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

Note: Euro area data include Bulgaria.

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2025 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		1	Total	Total excluding food and energy	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2026	100,0	100,0	72,0	53,3	46,7	100,0	13,8	5,2	25,3	9,0	46,7	87,7	12,3
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 Q2	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,0	0,0	-4,1	1,0	1,9	2,9
Q3	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
Q4	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2026 Q1	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,9	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3
2025 Dec.	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,6	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Jan.	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,8	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Feb.	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	0,8	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4
Mar.	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,4	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6
Apr.	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,5	0,2	3,0	0,4	3,0	3,0
May ³⁾	103,2	3,2	2,5	.	3,5	0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,1	0,5	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% of total in 2026	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 Q2	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
Q3	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
Q4	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2026 Q1	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
2025 Dec.	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 Jan.	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
Feb.	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2
Mar.	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2
Apr.	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
May ³⁾	2,0	1,1	4,2	.	0,9	10,9	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manufacturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non-food				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 Q2	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,3	3,3
Q3	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
Q4	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,2	1,9
2026 Q1	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	.	.
2025 Nov.	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
Dec.	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Jan.	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-
Feb.	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
Mar.	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
Apr.	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,1	0,8	-0,8	1,9	12,3	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

Note: Euro area data in columns 1 to 12 include Bulgaria.

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,4	2,5	2,3	2,1	3,1	1,9	0,5	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 Q2	119,9	2,4	2,3	1,9	3,1	2,1	0,3	-0,2	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
Q3	120,6	2,5	2,4	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
Q4	121,6	2,6	2,4	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 Q1	122,2	2,3	1,8	2,2	2,3	2,2	0,6	-0,6	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
2025 Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,3	-16,1	-1,9
2026 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,6	-4,1	-13,3	-18,4	-7,9
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,5	4,0	-3,6	-7,7	0,8
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,9	18,6	5,9	-3,4	15,9

Sources: Eurostat, ECB calculations and LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)					Consumer price trends over past 12 months 5
	Selling price expectations (for next three months)					
	Manufacturing 1	Retail trade 2	Services 3	Construction 4		
1999-22	45,6	45,9	23,1	37,6	62,1	
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6	
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9	
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9	
2025 Q2	7,3	15,6	13,4	3,2	49,2	
Q3	7,7	16,6	13,3	2,9	48,0	
Q4	10,1	17,7	13,5	7,9	48,4	
2026 Q1	14,6	18,5	14,4	8,9	46,7	
2025 Dec.	11,6	18,3	14,6	8,9	49,1	
2026 Jan.	11,2	17,1	14,2	8,7	46,9	
Feb.	12,5	17,8	14,0	6,7	45,8	
Mar.	20,1	20,6	14,8	11,2	47,5	
Apr.	30,2	28,0	17,3	19,3	56,5	
May	27,4	27,4	16,2	17,3	57,4	

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100) 1	Total 2	By component		For selected economic activities		Memo item: indicator of negotiated wages ¹⁾ 7
			Wages and salaries 3	Employers' social contributions 4	Business economy 5	Mainly non-business economy 6	
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,8	4,8	4,6	5,2	5,1	4,1	4,3
2024	116,1	4,8	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	3,9	3,8	3,1	2,8
2025 Q2	124,8	4,0	4,0	4,0	4,5	3,1	4,0
Q3	116,3	3,5	3,3	3,9	3,5	3,3	1,9
Q4	127,2	3,4	3,1	4,2	3,3	3,5	2,9
2026 Q1	116,5	3,4	3,6	3,0	3,2	3,7	2,5

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing, energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109,5	6,5	6,7	8,3	4,7	7,8	1,3	10,7	3,3	6,1	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,4	4,8	6,7	4,1	3,4	4,1	2,0	4,0	4,5	4,4
2025	118,1	3,2	0,2	0,9	4,6	3,1	0,8	4,7	4,5	4,0	4,4	4,7
2025 Q2	117,4	3,1	0,0	0,2	5,4	3,0	0,8	5,8	4,8	5,0	4,3	4,7
Q3	118,4	3,2	-0,3	1,2	3,9	2,9	0,9	4,6	5,2	3,9	4,1	6,1
Q4	119,3	3,2	0,2	1,1	3,2	2,8	-0,4	4,2	4,1	3,1	4,9	4,0
2026 Q1	120,5	3,7	2,5	5,8	4,7	3,0	-0,5	5,3	3,8	3,3	3,5	4,0
Compensation per employee												
2023	115,0	5,4	4,7	5,8	5,0	5,6	4,5	6,6	3,7	6,1	4,9	5,5
2024	120,2	4,5	5,2	4,4	4,2	4,3	3,9	4,2	3,5	4,8	4,8	5,0
2025	124,9	3,9	3,9	3,7	3,9	3,8	4,2	3,3	3,1	3,8	4,2	3,6
2025 Q2	124,4	4,0	4,2	3,9	4,8	3,6	4,1	3,9	2,7	4,4	4,1	4,2
Q3	125,5	4,0	3,9	4,1	3,9	3,9	4,7	3,2	3,8	3,9	4,0	4,1
Q4	126,5	3,7	3,0	3,5	3,3	3,7	4,0	3,6	4,2	2,8	4,5	3,1
2026 Q1	127,4	3,5	3,7	3,2	2,8	3,7	4,2	3,9	4,0	3,5	3,3	4,1
Labour productivity per person employed												
2023	105,0	-1,0	-1,8	-2,3	0,2	-2,1	3,1	-3,7	0,3	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,0	1,7	-0,5	-2,4	0,1	0,5	0,0	1,5	0,7	0,3	0,6
2025	105,8	0,6	3,7	2,8	-0,6	0,7	3,3	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,0
2025 Q2	105,9	0,8	4,2	3,7	-0,6	0,6	3,2	-1,8	-2,0	-0,5	-0,2	-0,5
Q3	106,0	0,7	4,2	2,8	0,0	1,0	3,8	-1,3	-1,3	0,0	-0,1	-1,9
Q4	106,0	0,5	2,8	2,4	0,1	0,9	4,4	-0,6	0,1	-0,4	-0,4	-0,9
2026 Q1	105,7	-0,2	1,1	-2,4	-1,8	0,7	4,7	-1,4	0,2	0,2	-0,1	0,0
Compensation per hour worked												
2023	108,7	4,9	4,4	5,5	4,6	5,2	4,3	6,4	3,7	5,5	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	4,9	4,4	4,3	4,1	3,8	4,0	3,0	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,4	3,8	4,5	4,1	4,4	3,0
2025 Q2	117,4	4,3	4,0	4,4	4,4	4,0	4,2	4,3	4,0	4,9	4,6	3,5
Q3	118,3	3,9	4,8	3,9	3,9	3,7	5,1	3,8	4,4	3,9	3,9	3,6
Q4	118,7	3,5	3,0	3,1	3,4	3,9	3,5	3,3	6,2	2,6	4,2	2,1
2026 Q1	119,9	3,4	4,1	3,0	3,7	3,7	4,4	4,3	4,4	3,3	3,0	3,9
Hourly labour productivity												
2023	99,1	-1,2	-1,0	-2,6	0,3	-2,2	2,9	-3,8	0,5	-0,4	-0,7	1,2
2024	98,9	-0,1	1,1	-0,4	-2,3	0,1	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	100,0	1,0	4,6	3,2	-0,4	1,4	3,5	-0,9	-0,8	0,1	0,0	-1,5
2025 Q2	99,9	1,3	4,9	4,3	-0,8	1,4	3,5	-1,5	-1,3	-0,2	0,2	-1,1
Q3	99,9	0,7	5,1	2,6	-0,1	1,1	3,9	-0,9	-2,3	-0,2	-0,2	-2,5
Q4	99,5	0,5	3,7	2,1	0,1	1,2	3,9	-0,9	1,8	-0,4	-0,7	-1,5
2026 Q1	99,5	-0,2	1,4	-2,7	-1,1	0,7	4,7	-0,9	0,5	0,3	-0,4	0,1

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2025 Dec.	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
2026 Jan.	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Feb.	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73
Mar.	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
Apr.	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
May	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ¹⁾²⁾					Euro area ¹⁾²⁾	United States	Japan	Euro area ¹⁾²⁾			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 Dec.	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Jan.	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Feb.	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59
Mar.	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
Apr.	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
May	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	13	14
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2025 Dec.	604,4	5.730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1.214,5	1.167,1	498,3	337,6	902,9	6.853,0	50.162,4
2026 Jan.	628,1	5.951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1.281,0	1.284,1	526,6	343,5	908,5	6.929,1	53.077,3
Feb.	640,9	6.051,7	1.028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1.294,1	1.265,9	559,5	390,5	903,5	6.893,8	56.480,9
Mar.	606,2	5.693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1.194,9	1.213,6	561,9	402,5	821,8	6.654,4	53.964,9
Apr.	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
May	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)} (percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Ex-extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase				Composite cost-of-borrowing indicator	
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation					APRC ³⁾
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 May	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
June	0,27	1,44	1,78	2,19	7,40	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
July	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Aug.	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep.	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,75	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct.	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov.	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dec.	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Jan.	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Feb.	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37
Mar.	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
Apr.	0,26	1,17	1,88	2,41	7,23	16,44	7,09	7,65	8,32	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)} (Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up to 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 May	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66
June	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,61
July	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Aug.	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep.	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	3,39	3,61	3,50
Oct.	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov.	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,33	3,55	3,50
Dec.	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,54	3,60	3,57
2026 Jan.	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,40	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
Feb.	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,16	3,62	3,51
Mar.	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,61	3,59	3,59
Apr.	0,53	1,99	2,71	3,71	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.6 Debt securities issued by euro area residents, by sector of the issuer and original maturity ¹⁾

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

	Outstanding amounts							Gross issues ²⁾						
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government
			Total	FVCs						Total	FVCs			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Short-term														
2023	1.579,6	628,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.604,7	586,7	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	517,5	206,8	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1
2025	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	555,8	227,6	151,6	123,4	42,0	134,6	107,8
2025 Nov.	1.683,0	619,1	210,8	120,5	95,1	757,9	670,3	548,8	221,7	146,4	122,3	40,1	140,6	114,3
2025 Dec.	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	484,9	175,0	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2
2026 Jan.	1.681,7	614,6	203,9	113,7	88,6	774,6	672,7	628,5	256,7	159,1	123,3	45,3	167,4	138,7
2026 Feb.	1.683,2	630,7	207,1	114,1	92,1	753,2	659,4	556,9	231,5	151,9	123,3	41,4	132,1	99,8
2026 Mar.	1.653,4	590,0	198,8	107,7	90,9	773,7	682,6	618,6	237,1	163,9	133,7	48,5	169,1	144,3
2026 Apr.	1.663,1	592,7	193,1	99,3	97,5	779,8	697,3	619,7	224,5	167,4	131,5	59,4	168,4	142,2
Long-term														
2023	19.430,8	4.456,3	3.241,3	1.434,3	1.544,3	10.188,9	9.449,7	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,2	130,8
2024	20.535,5	4.774,9	3.509,0	1.528,6	1.644,3	10.607,2	9.835,4	351,1	89,3	86,1	35,2	27,0	148,7	138,1
2025	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	384,6	92,9	102,9	44,7	31,0	157,8	146,7
2025 Nov.	21.578,0	4.927,6	3.768,1	1.687,8	1.755,0	11.127,3	10.325,3	385,0	83,6	130,9	55,7	43,6	127,0	117,8
2025 Dec.	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	265,1	75,1	111,8	57,4	16,9	61,4	54,7
2026 Jan.	21.715,5	4.946,7	3.757,0	1.686,6	1.767,7	11.244,0	10.430,4	537,0	147,4	90,2	27,6	36,3	263,1	236,0
2026 Feb.	21.975,3	4.992,4	3.786,6	1.693,9	1.779,6	11.416,7	10.590,2	392,0	88,5	92,0	35,4	23,2	188,3	174,5
2026 Mar.	21.695,9	4.941,1	3.801,6	1.731,0	1.736,1	11.217,1	10.400,8	448,6	114,5	131,1	64,0	21,7	181,2	163,9
2026 Apr.	21.782,8	5.007,9	3.827,3	1.732,1	1.755,3	11.192,3	10.376,3	425,3	133,7	87,5	33,8	34,7	169,3	159,6

Source: ECB.

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

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

4.7 Annual growth rates and outstanding amounts of debt securities and listed shares ¹⁾

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government				
			Total	FVCs							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Outstanding amount											
2023	21.010,4	5.084,9	3.405,4	1.538,9	1.629,5	10.890,6	10.108,8	9.667,1	625,3	1.415,4	7.625,8
2024	22.140,2	5.361,6	3.714,6	1.649,8	1.715,0	11.349,0	10.510,1	10.145,8	755,1	1.585,0	7.805,2
2025	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2025 Nov.	23.261,0	5.546,7	3.978,9	1.808,3	1.850,2	11.885,2	10.995,6	11.491,0	1.204,0	1.856,2	8.430,3
2025 Dec.	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2026 Jan.	23.397,2	5.561,4	3.961,0	1.800,4	1.856,3	12.018,6	11.103,1	11.946,9	1.363,8	1.829,2	8.753,4
2026 Feb.	23.658,5	5.623,2	3.993,7	1.808,0	1.871,7	12.169,9	11.249,5	12.302,3	1.320,4	1.878,7	9.102,8
2026 Mar.	23.349,3	5.531,1	4.000,4	1.838,7	1.827,0	11.990,7	11.083,4	11.333,5	1.177,3	1.774,1	8.381,6
2026 Apr.	23.445,8	5.600,6	4.020,3	1.831,3	1.852,9	11.972,0	11.073,6	11.932,3	1.269,2	1.856,2	8.806,4
Growth rate ²⁾											
2025 Sep.	4,8	3,1	8,6	10,7	3,4	4,7	4,6	0,1	0,7	-0,8	0,1
2025 Oct.	4,9	3,3	9,3	10,4	3,2	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
2025 Nov.	5,5	4,0	9,8	11,0	4,0	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,9	0,0
2025 Dec.	5,3	3,3	10,3	12,1	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 Jan.	5,5	3,4	9,7	10,3	4,7	5,3	5,0	0,1	2,6	-0,8	0,0
2026 Feb.	5,4	3,9	9,2	9,6	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,7	0,1
2026 Mar.	5,5	3,1	9,7	10,2	4,4	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,3	0,2
2026 Apr.	5,7	5,5	9,2	8,8	4,9	4,8	4,7	0,3	1,6	-0,2	0,3

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal 1	Real CPI 2	Real PPI 3	Real GDP deflator 4	Real ULCM 5	Real ULCT 6	Nominal 7	Real CPI 8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,5	64,8	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,8	90,3	128,3	96,1
2025 Q2	100,4	96,1	100,7	92,0	62,9	90,4	128,4	96,2
Q3	102,1	97,7	102,1	93,5	63,9	92,0	130,8	97,9
Q4	101,9	97,4	101,9	93,5	63,2	91,9	130,7	97,5
2026 Q1	101,4	97,2	101,8	.	.	.	130,3	97,2
2025 Dec.	102,2	97,7	102,0	-	-	-	131,1	97,8
2026 Jan.	101,8	97,5	101,9	-	-	-	130,7	97,4
Feb.	101,8	97,4	101,7	-	-	-	130,7	97,3
Mar.	100,8	96,9	101,8	-	-	-	129,6	96,8
Apr.	101,3	97,5	102,3	-	-	-	130,2	97,3
May	100,8	97,3	101,9	-	-	-	129,7	97,0
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 May	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 May	0,9	1,8	1,7	-	-	-	1,6	1,4

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the technical notes, available in the "Methodology" section of the ECB Data Portal.

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi 1	Czech koruna 2	Danish krone 3	Hungarian forint 4	Japanese yen 5	Polish zloty 6	Pound sterling 7	Romanian leu 8	Swedish krona 9	Swiss franc 10	US Dollar 11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 Q2	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
Q3	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
Q4	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2026 Q1	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 Dec.	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Jan.	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Feb.	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
Mar.	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
Apr.	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
May	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 May	-0,8	-0,3	0,0	-2,9	-0,8	-0,2	-0,4	2,6	0,2	-0,7	-0,3
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 May	-2,5	-2,4	0,2	-11,3	13,2	-0,3	2,6	3,1	-0,2	-2,2	3,5

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<i>Outstanding amounts (international investment position)</i>												
2025 Q1	36.234,7	34.654,4	1.580,3	12.786,0	9.986,3	14.303,7	16.559,5	39,9	7.594,1	8.108,6	1.511,0	17.014,7
Q2	35.913,9	34.533,4	1.380,5	12.563,9	9.760,3	14.385,4	16.751,1	-0,2	7.502,7	8.021,9	1.462,1	16.870,9
Q3	36.834,3	35.241,8	1.592,5	12.613,6	9.816,5	15.099,1	17.385,9	-14,5	7.514,0	8.039,4	1.622,2	16.980,3
Q4	37.592,6	35.833,8	1.758,9	12.798,4	9.798,2	15.457,0	17.986,7	-5,1	7.567,5	8.048,9	1.774,8	16.999,2
<i>Outstanding amounts as percentage of GDP</i>												
2025 Q4	235,7	224,6	11,0	80,2	61,4	96,9	112,8	0,0	47,4	50,5	11,1	106,6
<i>Transactions</i>												
2025 Q2	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
Q3	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
Q4	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2026 Q1	600,0	571,0	28,9	105,0	57,1	160,0	313,6	-10,7	339,9	200,2	5,7	-
2025 Oct.	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
Nov.	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
Dec.	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 Jan.	385,2	380,4	4,9	25,3	16,4	129,6	138,9	-10,1	238,9	225,1	1,5	-
Feb.	290,9	261,9	29,0	25,1	19,2	107,2	143,6	-0,4	157,5	99,1	1,6	-
Mar.	-76,2	-71,3	-4,9	54,6	21,5	-76,8	31,1	-0,1	-56,4	-123,9	2,6	-
<i>12-month cumulated transactions</i>												
2026 Mar.	1.618,9	1.384,0	234,9	272,4	41,9	778,7	980,9	-56,6	595,5	361,1	28,9	-
<i>12-month cumulated transactions as percentage of GDP</i>												
2026 Mar.	10,1	8,6	1,5	1,7	0,3	4,8	6,1	-0,4	3,7	2,2	0,2	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

Note: Euro area data include Bulgaria.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											Total	
	M2						M3-M2				Total		
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years			Total
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Outstanding amounts													
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16.108,6	
2024	1.554,5	9.048,7	10.603,2	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.603,8	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.776,5	
2025	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2025 Q2	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.401,6	2.514,5	4.916,2	15.723,0	257,5	918,6	28,1	1.204,2	16.927,2	
Q3	1.574,9	9.321,2	10.896,2	2.348,8	2.543,7	4.892,6	15.788,7	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.982,2	
Q4	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2026 Q1 ^(p)	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4	
2025 Nov.	1.585,5	9.473,5	11.059,0	2.406,2	2.559,4	4.965,6	16.024,6	251,7	901,9	22,4	1.176,0	17.200,6	
Dec.	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3	
2026 Jan.	1.597,0	9.625,9	11.222,9	2.411,0	2.569,2	4.980,2	16.203,1	231,7	858,8	38,3	1.128,8	17.331,9	
Feb.	1.598,0	9.636,8	11.234,8	2.435,5	2.574,5	5.010,0	16.244,9	207,6	884,1	18,6	1.110,2	17.355,1	
Mar.	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4	
Apr. ^(p)	1.602,9	9.662,2	11.265,1	2.445,3	2.579,4	5.024,8	16.289,9	200,8	900,0	43,2	1.144,1	17.433,9	
Transactions													
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6	
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7	
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,6	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,4	
2025 Q2	5,7	141,3	147,0	-75,8	26,1	-49,7	97,3	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,8	
Q3	11,0	80,4	91,4	-52,6	29,2	-23,4	68,1	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,5	
Q4	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	-0,1	-34,2	2,3	-31,9	207,7	
2026 Q1 ^(p)	7,0	95,5	102,5	-18,5	8,7	-9,8	92,7	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9	
2025 Nov.	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,2	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1	
Dec.	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,1	
2026 Jan.	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,4	2,3	25,4	28,2	55,9	
Feb.	1,0	8,8	9,8	23,5	5,2	28,7	38,5	-24,5	24,8	-19,1	-18,8	19,7	
Mar.	4,1	39,5	43,6	-16,4	-0,7	-17,1	26,5	15,1	16,1	23,5	54,7	81,2	
Apr. ^(p)	0,8	-27,7	-26,9	24,9	5,5	30,4	3,5	-21,8	-1,7	3,1	-20,4	-16,9	
Growth rates													
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0	
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6	
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2025 Q2	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4	
Q3	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8	
Q4	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2026 Q1 ^(p)	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2	
2025 Nov.	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0	
Dec.	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8	
2026 Jan.	2,2	5,8	5,3	-5,1	4,0	-0,6	3,4	0,7	0,5	10,4	0,6	3,2	
Feb.	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-10,4	0,5	-27,7	-2,4	2,9	
Mar.	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2	
Apr. ^(p)	2,3	4,1	3,8	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,8	3,3	41,1	1,1	2,7	

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,2	5.105,6	1.014,1	2.285,3	1,3	1.268,0	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,1	2.289,0	1,3	1.372,2	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2025 Q2	3.438,0	2.506,4	778,5	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.174,5	2.335,2	1,1	1.356,2	233,3	544,1
Q3	3.468,6	2.538,4	778,4	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.138,3	2.363,0	1,1	1.334,0	229,4	537,2
Q4	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 Q1 ^(p)	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
2025 Nov.	3.492,9	2.565,1	773,4	148,8	5,7	8.963,9	5.452,1	1.136,0	2.375,0	0,9	1.442,1	221,8	570,1
Dec.	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 Jan.	3.536,1	2.600,5	778,3	152,7	4,5	9.080,2	5.552,9	1.144,7	2.381,6	1,0	1.403,4	239,5	578,6
Feb.	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.105,5	5.572,1	1.147,6	2.384,9	0,9	1.380,4	244,2	566,6
Mar.	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
Apr. ^(p)	3.572,7	2.612,4	801,4	153,6	5,3	9.136,4	5.585,3	1.159,4	2.390,8	0,8	1.386,8	236,8	555,0
Transactions													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,9	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	75,9	-4,9	3,4
2025 Q2	33,3	34,4	-5,2	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	12,0	6,5	4,7
Q3	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-24,8	-3,8	-7,2
Q4	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	90,8	-5,0	15,1
2026 Q1 ^(p)	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,6	12,7	-1,0
2025 Nov.	16,4	8,9	7,1	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	62,3	-2,1	24,1
Dec.	15,9	12,2	1,9	1,6	0,2	26,3	20,7	0,0	5,3	0,4	39,3	2,7	-17,1
2026 Jan.	9,3	5,5	2,7	2,4	-1,3	33,6	38,3	-5,6	1,1	-0,3	-48,6	8,8	23,2
Feb.	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	24,7	18,8	2,7	3,3	-0,1	-24,6	4,5	-12,0
Mar.	5,0	12,0	-5,3	-0,1	-1,5	-4,3	-7,3	2,7	0,5	-0,2	49,7	-0,6	-12,1
Apr. ^(p)	6,6	-12,4	15,6	1,2	2,2	26,0	11,4	9,0	5,4	0,2	-45,3	-6,9	0,5
Growth rates													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2025 Q2	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,0
Q3	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Q4	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Q1 ^(p)	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
2025 Nov.	3,5	5,4	-3,7	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dec.	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Jan.	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,2	3,2	4,8
Feb.	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	1,8	4,0	3,4
Mar.	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
Apr. ^(p)	3,8	4,4	1,3	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,2	-0,2	-3,6	2,3

Sources: ECB.

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

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

³⁾ Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Claims on euro area residents ¹⁾

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

	Claims on general government			Claims on other euro area residents								Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities			
					Total	To non-financial corporations ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds				
											Total			Adjusted loans^{2)}
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Outstanding amounts													
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5	
2024	6.251,1	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,0	13.502,0	5.189,5	6.678,6	1.250,9	139,0	1.578,8	951,2	
2025	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3	
2025 Q2	6.274,4	1.007,9	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,8	6.767,1	1.283,8	144,5	1.571,0	974,6	
Q3	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.020,7	13.447,1	13.719,9	5.243,5	6.808,9	1.258,7	136,1	1.566,9	1.006,6	
Q4	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3	
2026 Q1	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2	
2025 Nov.	6.310,4	1.026,4	5.257,9	16.209,2	13.578,5	13.847,1	5.266,9	6.836,2	1.338,0	137,4	1.589,9	1.040,7	
Dec.	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3	
2026 Jan.	6.371,7	1.039,7	5.305,7	16.359,0	13.711,5	13.983,7	5.310,8	6.898,5	1.350,9	151,2	1.588,3	1.059,2	
Feb.	6.328,5	1.045,0	5.257,3	16.407,9	13.758,8	14.022,5	5.335,7	6.918,8	1.351,8	152,5	1.585,5	1.063,6	
Mar.	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2	
Apr.	6.270,8	1.048,8	5.195,6	16.430,2	13.844,9	14.116,6	5.381,2	6.940,2	1.375,4	148,1	1.530,3	1.054,9	
Transactions													
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9	
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1	
2025	49,9	33,4	16,2	455,4	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,7	54,0	
2025 Q2	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,9	26,7	45,8	15,2	7,8	9,9	-0,4	
Q3	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,7	26,9	
Q4	10,2	4,7	5,4	181,9	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,8	9,1	
2026 Q1	14,4	24,8	-10,5	158,3	153,2	149,6	48,2	57,2	47,4	0,5	0,5	4,6	
2025 Nov.	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1	
Dec.	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,3	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7	
2026 Jan.	49,4	17,3	32,0	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3	
Feb.	-60,6	5,2	-65,8	39,9	47,3	37,7	29,4	20,7	-4,0	1,3	-5,2	-2,3	
Mar.	25,6	2,3	23,3	43,3	56,3	64,2	19,5	19,0	17,9	-0,2	-9,5	-3,4	
Apr.	-40,7	1,2	-41,9	2,2	45,6	43,4	26,7	19,5	3,5	-4,2	-41,9	-1,5	
Growth rates													
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3	
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2	
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6	
2025 Q2	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,5	11,0	0,8	4,7	
Q3	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3	
Q4	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6	
2026 Q1	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1	
2025 Nov.	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7	
Dec.	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6	
2026 Jan.	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,8	5,4	
Feb.	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4	
Mar.	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1	
Apr.	-0,4	4,8	-1,4	3,0	3,5	3,5	3,5	2,9	6,3	5,2	-2,2	5,3	

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over and to 5 years	Over 5 years	Total		Loans consumption for	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2025 Q2	5.214,8	5.250,8	929,9	1.115,0	3.169,9	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
Q3	5.243,5	5.281,7	926,6	1.126,6	3.190,3	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
Q4	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 Q1	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
2025 Nov.	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,4	775,3	5.386,8	674,1
Dec.	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 Jan.	5.310,8	5.341,2	953,7	1.122,6	3.234,4	6.898,5	7.156,3	789,3	5.436,1	673,1
Feb.	5.335,7	5.356,7	953,3	1.129,5	3.253,0	6.918,8	7.175,0	791,5	5.453,9	673,4
Mar.	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
Apr.	5.381,2	5.409,7	969,7	1.148,2	3.263,2	6.940,2	7.193,5	798,3	5.480,8	661,0
Transactions										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,9	35,2	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 Q2	26,7	37,7	9,3	8,3	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
Q3	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
Q4	57,6	49,4	26,4	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 Q1	48,2	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,2	9,3	45,8	2,1
2025 Nov.	11,9	12,3	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dec.	32,2	28,3	13,6	-0,4	19,1	19,3	20,8	2,7	16,7	-0,1
2026 Jan.	-0,7	-0,4	-6,0	0,4	4,9	17,4	16,5	1,2	16,0	0,2
Feb.	29,4	19,0	3,7	7,7	18,0	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
Mar.	19,5	26,7	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
Apr.	26,7	24,2	4,5	9,4	12,8	19,5	18,3	3,2	15,8	0,5
Growth rates										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Q2	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Q3	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Q4	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Q1	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 Nov.	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dec.	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Jan.	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Feb.	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
Mar.	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
Apr.	3,5	3,4	4,8	4,2	2,8	2,9	3,0	5,2	2,9	0,5

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Liabilities to central government ²⁾	Longer-term liabilities to other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Outstanding amounts										
2023	476,9	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2025 Q2	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,1	177,9	165,9
Q3	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	144,0	168,3	168,2
Q4	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Q1 ³⁾	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
2025 Nov.	423,1	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,5	171,7	407,6	266,9
Dec.	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Jan.	481,5	8.590,0	1.883,6	131,5	2.613,7	3.961,2	3.530,0	142,7	400,5	250,3
Feb.	426,4	8.697,7	1.885,0	132,1	2.626,2	4.054,4	3.615,7	127,0	404,5	250,2
Mar.	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
Apr. ³⁾	426,0	8.514,2	1.850,0	132,9	2.667,3	3.864,1	3.511,7	161,6	386,6	275,0
Transactions										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,1	17,7	29,2
2025 Q2	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,6	-5,0	4,7
Q3	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,4	-9,6	2,3
Q4	-32,8	108,4	24,0	-0,8	32,8	52,4	84,0	7,2	-10,2	-3,0
2026 Q1 ³⁾	19,0	43,7	14,3	1,3	20,0	8,2	139,2	-92,3	71,2	21,0
2025 Nov.	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,3	41,2	1,9	7,5
Dec.	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,7	10,8	-84,3	-31,8
2026 Jan.	73,5	-15,1	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,3	-69,4	76,0	13,5
Feb.	-55,1	32,0	0,9	0,6	8,4	22,1	23,4	-6,1	4,0	0,4
Mar.	0,6	26,8	4,0	1,0	8,5	13,2	56,5	-16,8	-8,8	7,0
Apr. ³⁾	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	25,2	-0,4	-19,4	24,7	-9,6	17,7
Growth rates										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2025 Q2	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
Q3	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
Q4	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Q1 ³⁾	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
2025 Nov.	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	36,8	19,0
Dec.	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Jan.	15,1	2,2	2,5	11,8	4,1	0,3	-	-	45,1	24,1
Feb.	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	22,0	14,0
Mar.	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
Apr. ³⁾	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	15,4

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 Q1	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q2	-2,9	.	.	.	.	-1,0
Q3	-3,0	.	.	.	.	-1,1
Q4	-2,9	.	.	.	.	-1,0

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 Q1	46,5	45,7	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,5	10,0	6,0	1,9	22,8	5,0
Q2	46,6	45,8	13,2	12,4	14,9	0,8	49,5	44,5	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q3	46,6	45,9	13,2	12,4	15,0	0,7	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
Q4	46,9	46,1	13,3	12,4	15,1	0,8	49,8	44,7	10,1	6,0	1,9	22,9	5,1

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder		Original maturity		Residual maturity			Currency		
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 Q1	87,2	2,2	11,6	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	87,7	2,2	11,6	73,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88,0	2,2	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87,5	2,1	11,8	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Sources: ECB for annual data; Eurostat for quarterly data.
Note: Euro area data include Bulgaria.

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,6	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,8
2025 Q1	0,3	1,1	0,5	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	-1,3	3,3
Q2	0,4	1,0	0,8	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,4	3,5
Q3	0,8	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,4	3,8
Q4	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,9

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

Note: Euro area data include Bulgaria.

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾							
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions		
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption	
										Total	Maturities of up to 1 year			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0	
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2025	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2025 Q2	12,3	10,9	3,1	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8	
Q3	12,7	11,2	3,5	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6	
Q4	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2026 Q1	12,6	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4	
2025 Nov.	12,7	11,3	3,6	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5	
Dec.	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2026 Jan.	12,7	11,2	4,4	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5	
Feb.	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,4	
Mar.	12,6	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4	
Apr.	12,3	10,8	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,3	

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Bulgaria	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Government deficit (-)/surplus (+)											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 Q1	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
Q2	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
Q3	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
Q4	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Government debt											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 Q1	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
Q2	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
Q3	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
Q4	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0
Government deficit (-)/surplus (+)											
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2	
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9	
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
2025 Q1	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2	
Q2	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9	
Q3	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6	
Q4	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
Government debt											
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0	
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0	
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4	
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	
2025 Q1	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2	
Q2	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6	
Q3	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9	
Q4	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2026

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 10. junij 2026.

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-26-062-SL-N (pdf)