

Ekonomski bilten

številka 2 / 2017

Kazalo

Ekonomска in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	16
4 Cene in stroški	21
5 Denar in krediti	26
6 Javnofinančna gibanja	33
Okvirji	37
1 Gibanja na finančnih trgih v nastajajočih tržnih gospodarstvih po lanskih ameriških predsedniških volitvah v primerjavi z obdobjem po govoru o zmanjšanju v letu 2013	37
2 Analiza neto odlivov portfeljskih naložb v euroobmočju	41
3 Vpliv nestandardnih ukrepov ECB na pogoje financiranja: preučitev novejših podatkov	47
4 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 26. oktobra 2016 do 24. januarja 2017	53
5 Novi statistični podatki euroobmočja o zavarovalnicah	58
6 Konceptualna vprašanja v zvezi z merjenjem fiskalnega manevrskega prostora	60
7 Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2017 in izvajanje priporočil posameznim državam iz leta 2016	64
Članka	69
1 The impact of global value chain participation on current account balances – a global perspective	69
2 Firm heterogeneity and competitiveness in the European Union	84
Statistični podatki	S1

Ekonomika in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 9. marca 2017 sklenil, da je še vedno potrebna zelo spodbujevalno naravnana denarna politika, da bi se osnovni inflacijski pritiski okreplili in tako spodbudili rast skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Z ukrepi denarne politike je ECB še naprej ohranjala zelo ugodne pogoje financiranja, ki so potrebni za to, da se v srednjeročnem obdobju zagotovi vzdržno približevanje inflacije ravni pod 2%, a blizu te meje. Nadaljnji prenos teh ukrepov na posojilne pogoje za podjetja in gospodinjstva prispeva k ustvarjanju kreditov in podpira okrevanje gospodarstva v euroobmočju, ki postaja vse močnejše. Skupna inflacija se je ponovno zvišala, k čemur je največ prispevala rast cen v skupinah energentov in hrane. Vseeno osnovni inflacijski pritiski ostajajo šibki. Svet ECB se tudi v prihodnje ne bo odzival na tiste spremembe v inflaciji, ki so ocenjene kot začasne in zato ne vplivajo na srednjeročne obete za stabilnost cen.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 9. marca 2017

Svetovna gospodarska aktivnost je še naprej okrevala. Svetovna gospodarska rast se je v drugi polovici lanskega leta izboljšala in po pričakovanjih se je rast v začetku leta 2017 nadaljevala, čeprav dolgoročno gledano na razmeroma nizki ravni. Svetovna skupna inflacija se je po odbodu cen nafte v zadnjih mesecih zvišala, postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti pa bo predvidoma nekoliko poganjalo osnovno inflacijo v srednjeročnem obdobju.

Od lanske decembske seje Sveta ECB o denarni politiki se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju rahlo zvišala in beležila določeno volatilnost. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zmanjšali in še naprej ostajajo manjši kot na začetku marca 2016, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Širši tečaji delnic so se v euroobmočju zvišali, podoben porast pa je bil zabeležen tudi v ZDA. Vrednost eura, tehtana z utežmi trgovinskih partneric, se je rahlo znižala.

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju postaja vse močnejše. BDP v euroobmočju se je v zadnjem četrletju 2016 realno povečal za 0,4% glede na tretje četrletje, ko je bila rast na podobni ravni. Najnovejši podatki, zlasti rezultati anket, utrjujejo prepričanje Sveta ECB, da se bo sedanja gospodarska rast še naprej krepila in širila.

V prihodnjem obdobju bo prenos ukrepov denarne politike ECB spodbujal domače povpraševanje in olajševal sedanji proces razdolževanja. K okrevanju naložb še naprej prispevajo zelo ugodni pogoji financiranja in izboljševanje dobičkonosnosti podjetij. Poleg tega ima vse višja zaposlenost, na katero ugodno

vplivajo tudi pretekle strukturne reforme, pozitiven učinek na realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev, kar spodbuja zasebno potrošnjo. Kažejo se tudi znaki nekoliko močnejšega svetovnega gospodarskega okrevanja in povečevanja svetovne trgovinske menjave. Gospodarsko rast v euroobmočju pa bosta verjetno zavirala počasno izvajanje strukturnih reform in preostalo nujno prilagajanje bilanc v številnih sektorjih.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2017 znašala 1,8%, v letu 2018 1,7%, v letu 2019 pa 1,6%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2016 so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2017 in 2018 popravljene rahlo navzgor. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so postala manj izrazita, vendar ostajajo na strani nižje rasti in so povezana predvsem z globalnimi dejavniki.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, februarja nadalje zvišala na 2,0%, potem ko je januarja 2017 znašala 1,8%, decembra 2016 pa 1,1%. Zvišanje je predvsem posledica visoke medletne rasti cen energentov in nepredelane hrane, medtem ko za zdaj ni nobenih prepričljivih znakov o trendu naraščanja osnovne inflacije. Skupna inflacija bo v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala na ravni blizu 2%, kar bo predvsem odraz gibanja medletne stopnje rasti cen energentov.

Vseeno so merila osnovne inflacije še naprej nizka. Predvidoma se bodo v srednjeročnem obdobju ob podpori ukrepov denarne politike ECB, pričakovanem nadaljevanju gospodarskega okrevanja in postopnem zmanjševanju neizkoriščenega gospodarskega potenciala zviševala bolj postopno.

Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje predvidevajo inflacijo v višini 1,7% za leto 2017, v višini 1,6% za leto 2018 in v višini 1,7% za leto 2019. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti za leto 2017 precej popravljeni navzgor, nekoliko tudi za leto 2018, medtem ko so za leto 2019 ostali nespremenjeni. Makroekonomske projekcije so odvisne od celovitega izvajanja ukrepov denarne politike ECB.

Ukrepi denarne politike ECB, ki so v veljavi od junija 2014, precej prispevajo k izboljševanju posojilnih pogojev za podjetja in gospodinjstva ter s tem tudi h kreditnim tokovom povsod v euroobmočju. Rast širokega denarja je januarja 2017 ostala na splošno nespremenjena. Obenem je posojanje zasebnemu sektorju v zadnjem četrletju 2016 in januarja še naprej postopoma okrevalo. Nizke obrestne mere in nestandardni ukrepi denarne politike ECB še naprej podpirajo pogoje financiranja v realnem gospodarstvu. Po ocenah so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v zadnjem četrletju 2016 dodatno okrepili.

Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg v euroobmočju se bosta v prihodnjih letih po napovedih še naprej zmanjševala. Naravnost fiskalne politike v euroobmočju, ki je bila leta 2016 blago ekspanzivna, bo v obdobju 2017–2019

predvidoma postala večinoma nevtralna. Vseeno je nadaljnje ukrepanje držav v euroobmočju, potem ko je Evropska komisija ocenila osnutke proračunskih načrtov za leto 2017, nezadovoljivo, saj nobena od držav, ki so bile ocenjene, da tvegajo neskladnost s Paktom za stabilnost in rast, ni izvedla pomembnih ukrepov.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize potrdil, da je treba ohraniti zelo spodbujevalno naravnano denarno politiko, da bi se inflacija vzdržno in čim prej vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še vedno pričakuje, da bodo ostale na sedanji ali nižji ravni še daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da se bodo nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev nadaljevali na dosedanji ravni 80 milijard EUR na mesec do konca marca 2017 ter da bodo od aprila 2017 neto nakupi vrednostnih papirjev potekali na ravni 60 milijard EUR na mesec, in sicer do konca decembra 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Neto nakupi bodo potekali vzporedno s ponovnim investiranjem glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa. Poleg tega je Svet ECB potrdil, da je pripravljen povečati velikost oziroma trajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, če bodo obeti postali manj ugodni ali če bodo finančne razmere postale neskladne z nadalnjim napredkom pri vzdržnem približevanju inflacije ciljni ravni.

Zunanje okolje

Svetovna aktivnost se je v drugi polovici lanskega leta izboljšala in pričakuje se, da se je rast v prvem četrtletju 2017 nadaljevala, čeprav dolgoročno gledano na razmeroma nizki ravni. Svetovna skupna inflacija se je po odboju cen nafte v zadnjih mesecih zvišala, postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti pa bo predvidoma nekoliko poganjalo osnovno inflacijo v srednjeročnem obdobju.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

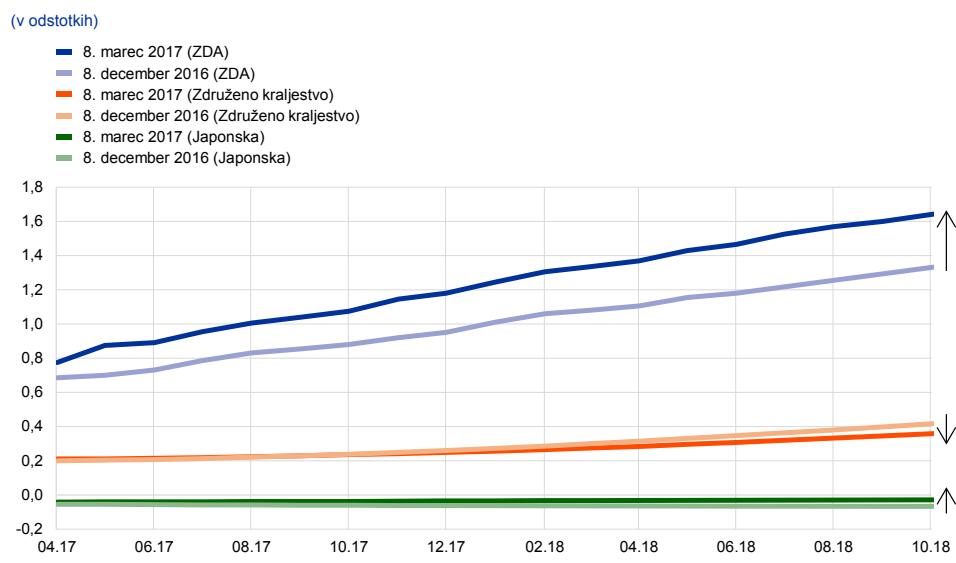
Svetovna gospodarska rast se bo predvidoma nadaljevala, čeprav bo dolgoročno gledano ostala skromna. Najnovejši podatki potrjujejo, da se je svetovna gospodarska aktivnost v drugi polovici leta 2016 okreplila, in kažejo na nadaljnjo rast v začetku leta 2017. V prihodnjem obdobju bodo rast po pričakovanjih podpirala tako razvita kot tudi nastajajoča tržna gospodarstva. Predvsem naj bi javnofinančne spodbude pospešile aktivnost v ZDA, medtem ko bo postopno popuščanje globoke recesije v nekaterih večjih izvoznicah surovin poganjalo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Vseeno negotovost ostaja povišana zaradi vrste dejavnikov, kot so struktura politik nove ameriške vlade, njihovi učinki na ameriško gospodarstvo in morebitno prelivanje v svetovno aktivnost, intenzivnost okrevanja v izvoznicah surovin, postopno ponovno uravnovešanje kitajskega gospodarstva in prihodnji odnosi med Združenim kraljestvom in Evropsko unijo.

Pogoji financiranja na splošno sicer ostajajo ugodni, vendar so se v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih zaostrili. Volatilnost na finančnih trgih je zadnjih nekaj mesecev ostala nizka, delniški trgi v razvitih gospodarstvih pa so se še nadalje vzpenjali. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic ZDA se je rahlo povečala, v drugih razvitih gospodarstvih pa je ostala nizka. Nasprotno so se v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih finančni pogoji zaostrili, njihovi devizni tečaji pa so se znižali, kar še zlasti velja za turško liro in mehiški peso. Odlivanje kapitala iz nastajajočih tržnih gospodarstev se je nekoliko upočasnilo, tako da je bilo nekoliko manj vztrajno kot v prejšnjih obdobjih negotovosti, vseeno pa so bili odlivi iz Kitajske decembra veliki in so jih zaustavili šele odločni kontrolni ukrepi kitajskih oblasti. Okvir 1 analizira gibanja na finančnih trgih v nastajajočih tržnih gospodarstvih od ameriških volitev in jih primerja z zadnjim obdobjem »po govoru o zmanjšanju« kvantitativnega rahljanja v ZDA v letu 2013.

Denarna politika je ostala spodbujevalno naravnana, vendar se razlike med razvitim gospodarstvi povečujejo. Termska krivulja za zvezna sredstva v ZDA je po decembrski odločitvi zveznega odbora za odprt trg (FOMC) v zadnjih mesecih preskočila navzgor. Nasprotno sta britanska in japonska centralna banka ohranili spodbujevalno naravnano denarno politiko (glej graf 1). To razhajanje, ki odraža razlike v gospodarski rasti v razvitih gospodarstvih, se je odrazilo tudi v prilagoditvah deviznega tečaja.

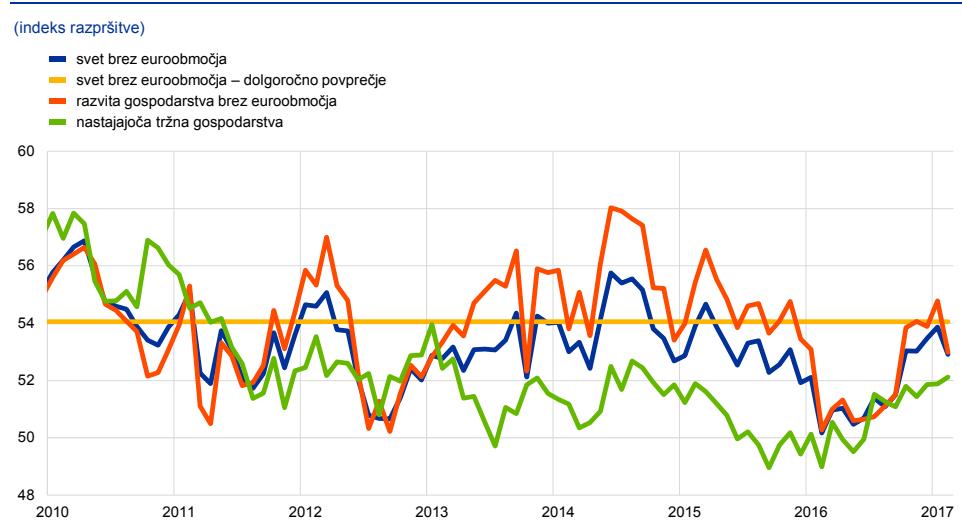
Graf 1

Pričakovanja o obrestnih merah centralnih bank



Vira: Bloomberg in Bank of England.

Nedavno objavljeni podatki potrjujejo vzdržen zagon svetovne gospodarske rasti v zadnjem četrtletju 2016. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost se je v četrtem četrtletju 2016 zvišal na vrednost 53,3, potem ko je prejšnje četrtletje znašal 51,5, kar kaže na okrevanje svetovne rasti v drugi polovici leta. Ta trend je indeks v začetku leta potrdil (glej graf 2). Na ravni posameznih držav se je četrtletni PMI v zadnjem četrtletju 2016 zvišal v vseh večjih razvitih gospodarstvih. Med nastajajočimi tržnimi gospodarstvi se je četrtletno nekoliko zvišal na Kitajskem in v Rusiji, medtem ko je v Indiji po nedavni politiki demonetizacije upadel, enako tudi v Braziliji, vseeno pa je v obeh državah ostal nad mejno ravnjo 50. Za prihodnje obdobje sestavljeni vodilni kazalniki OECD še naprej napovedujejo pospeševanje rasti v več razvitih gospodarstvih, za glavna nastajajoča tržna gospodarstva pa signalizirajo postopno krepitev zagona.

Graf 2**Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost**

Vir: Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2017. »Nastajajoča tržna gospodarstva« je agregat, ki vključuje Kitajsko, Rusijo, Brazilijo, Indijo in Turčijo. Agregat »razvita gospodarstva« pa vključuje ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do februarja 2017.

V ZDA je bila gospodarska aktivnost ob koncu leta nekoliko bolj trdna, k čemur sta največ prispevala potrošnja gospodinjstev in okrevanje naložb, saj se je prilagajanje v energetskem sektorju večinoma končalo, popuščali pa so tudi negativni učinki močnega dolarja na dobičkonosnost podjetij. V letu 2017 bosta močna potrošnja gospodinjstev in okrevanje zasebnih naložb verjetno zagotavljala zmerno rast. V obdobju zatem se bo gospodarska aktivnost predvidoma krepila nekoliko hitreje, in sicer predvsem po zaslugi bolj ekspanzivne fiskalne politike, ki jo bo verjetno izvajala nova vlada.

V Združenem kraljestvu je bila gospodarska aktivnost v obdobju po referendumu presestljivo odporna. Medtem ko so naložbe v zadnjem četrletju 2016 spričo negotovosti v zvezi z izstopom iz EU stagnirale, je k rasti pomembno prispevala zasebna potrošnja, čeprav se je glede na prejšnje četrletje zmanjšala. Vseeno se pričakuje, da se bo gospodarska aktivnost tekom leta 2017 upočasnila. Zvišanje cen živiljenjskih potrebščin, ki ga je povzročilo znižanje deviznega tečaja, pa predvidoma zaviralo zasebno potrošnjo, naložbene odločitve podjetij pa bodo verjetno pod pritiskom negotovosti glede izstopa iz EU.

Na Japonskem se je realni BDP v zadnjem četrletju 2016 zmanjšal, saj je bilo domače povpraševanje šibkejše kot v prejšnjem obdobju. Neto izvoz je ob podpori šibkega jena in gospodarskega okrevanja v tujini k realni rasti BDP prispeval več kot domače povpraševanje. Kratkoročno bodo rast predvidoma pospeševali močni spodbujevalni učinki javnofinančne in denarne politike, poganjalo pa jo bo tudi povpraševanje iz tujine. Na daljši rok bo podpora paketa javnofinančnih spodbud iz lanskega leta postopno izginjala, zato se bo gospodarska aktivnost predvidoma sčasoma zniževala proti potencialni stopnji rasti Japanske.

Na Kitajskem se je rast v četrtem četrtletju okrepila, kar je bila posledica močne potrošnje in okrevanja zasebnih naložb. V bližnji prihodnosti bodo gibanja odvisna predvsem od obsega javnofinančnih in denarnih spodbud, na srednji rok pa se bo gospodarska rast po pričakovanjih še naprej upočasnjevala. Predvsem bo zaradi zmanjševanja presežnih zmogljivosti še naprej upadala rast naložb.

V srednji in vzhodni Evropi se je rast realnega BDP tekom leta 2016 zniževala zaradi manjšega črpanja evropskih sredstev v začetku novega proračunskega obdobja. K upadu rasti je prispevalo tudi šibkejše zunanje povpraševanje. Vseeno bo na srednji rok gospodarska aktivnost po napovedih ostala razmeroma odporna, saj jo bodo poganjali močna potrošnja gospodinjstev, izboljševanje razmer na trgu dela in obsežnejše črpanje sredstev EU.

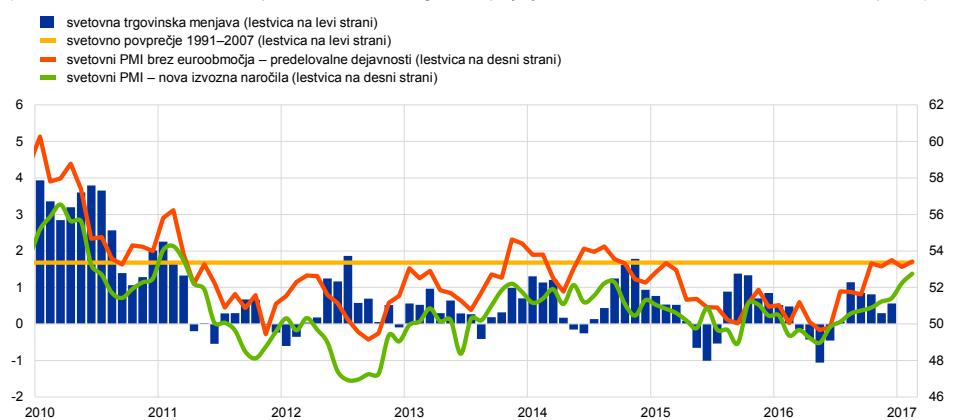
Znaki odboja iz globoke recesije v velikih izvoznicah surovin so mešani. V Rusiji je rast realnega BDP v tretjem četrtletju 2016 postala pozitivna, k čemur je največ prispeval neto izvoz. Medtem ko je ruska centralna banka ključne obrestne mere obdržala nespremenjene, se je rubelj okrepil, delniški trgi pa so spričo ponovne rasti cen naftne precej poskočili. Vseeno bodo v prihodnjem obdobju poslovno okolje verjetno obremenjevale javnofinančne težave, medtem ko bi pomanjkanje naložb v osnovna sredstva in strukturne reforme lahko spokopale možnosti za rast. V Braziliji je v drugi polovici leta 2016 realni BDP upadel bolj, kot je bilo pričakovano. V bližnji prihodnosti se bo gospodarska aktivnost predvidoma nekoliko okrepila zaradi stabilizacije zaupanja podjetij, izboljševanja trgovinskih pogojev in sproščanja finančnih razmer, vseeno pa bosta na srednji rok aktivnost še naprej hromili obnovljena politična negotovost in javnofinančna konsolidacija.

Svetovna trgovinska menjava se je v drugi polovici leta 2016 povečala in v prvem četrtletju letošnjega leta predvidoma ohranila zagon. Svetovni uvoz brez euroobmočja je bil v tretjem četrtletju 2016 popravljen rahlo navzgor, kar potrjuje odboj v prvi polovici leta, razpoložljivi kazalniki pa nakazujejo pozitivne obete tudi za bližnjo prihodnost. Po podatkih nizozemskega urada za analizo ekonomske politike (CPB), se je obseg svetovnega uvoza blaga v decembru povečal za 0,6% (trimesečno glede na prejšnje tri mesece), kar je malenkost počasneje kot v tretjem četrtletju, a še vedno kaže na vzdržno rast (glej graf 3). Svetovni indeks PMI za nova izvozna naročila se je v zadnjih nekaj mesecih še naprej zvišal, kar nakazuje, da se je rast svetovne trgovinske menjave v začetku tega leta krepila. Za prihodnje obdobje so obeti povezani z nekaterimi negotovostmi glede prihodnje trgovinske politike ZDA, na splošno pa se bo svetovna trgovina povečevala skladno z gibanjem svetovne aktivnosti.

Graf 3

Svetovna blagovna menjava

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



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2017 za indeksa PMI in na december 2016 za trgovinsko menjavo.

Svetovna gospodarska rast se bo v obdobju 2016–2019 predvidoma postopno krepila.

Po makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz marca 2017 se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja v prihodnjem obdobju zvišala s 3,1% v letu 2016 na 3,5% v letu 2017 in na 3,8% v letih 2018 in 2019. Rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju se bo z 1,6% v letu 2016 predvidoma okrepila na 2,8% v letu 2017, 3,4% v letu 2018 in 3,5% v letu 2019. V primerjavi s projekcijami iz decembra 2016 je bila svetovna rast popravljena rahlo navzgor, kar odraža popravke nekaterih podatkov in vključitev pričakovanja določene fiskalne spodbude v osnovni scenarij za ZDA. Tudi rast zunanjega povpraševanja euroobmočja je bila za obdobje 2016–2017 popravljena navzgor, in sicer zaradi nekoliko boljših rezultatov uvoza v drugi polovici leta 2016, za leto 2019 pa je bila popravljena rahlo navzdol, kar je predvsem posledica pričakovane šibkejše rasti uvoza v Latinski Ameriki in na Kitajskem.

Negotovost okrog osnovne projekcije za svetovno gospodarsko aktivnost ostaja povečana, tveganja pa so zbrana na strani upočasnjevanja aktivnosti.

Glavna navzdol usmerjena tveganja so vzpon trgovinskega protekcionizma, ki se krepi v vseh razvitih gospodarstvih, neovladovano zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja, ki bi lahko prizadelo predvsem ranljiva nastajajoča tržna gospodarstva, možne motnje zaradi procesa reform in liberalizacije na Kitajskem, in končno morebitne motnje zaradi politične in geopolitične negotovosti, kot so prihodnji odnosi med Združenim kraljestvom in Evropsko unijo.

Svetovna cenovna gibanja

Svetovna skupna inflacija se je po odboju naftnih cen v zadnjih mesecih

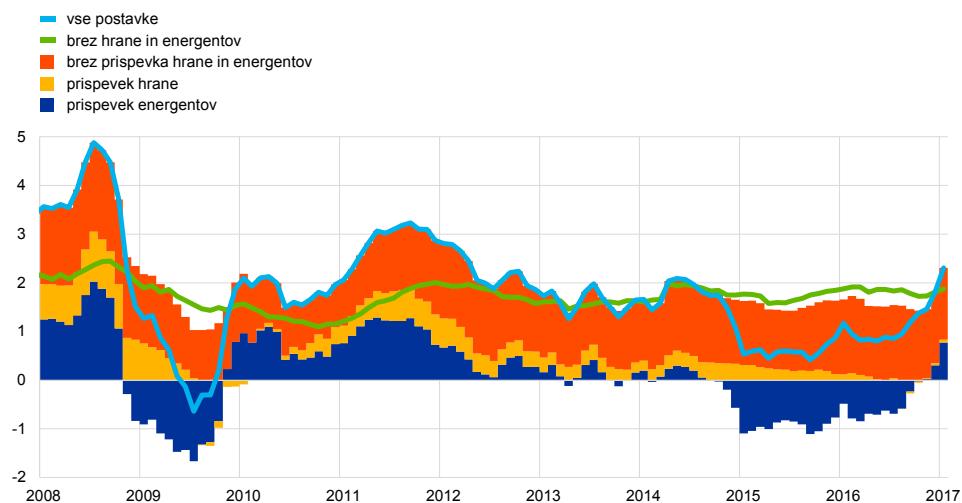
zvišala. V državah OECD je medletna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), januarja zrasla na 2,3%, s čimer je ponovno dosegla raven, ki je ni zabeležila že skoraj pet let. K temu so največ prispevale cene energentov, ki so se medletno zvišale za 8,5%. Brez hrane in energentov se je medletna inflacija v

državah OECD januarja zvišala na 1,9%, potem ko je bila decembra na ravni 1,8% (glej graf 4). Zviševanje inflacije cen živiljenjskih potrebščin se je januarja nadaljevalo v vseh večjih razvitih gospodarstvih. Nasprotno se je večini večjih gospodarstev zunaj OECD inflacija še naprej zniževala, z izjemo Kitajske, kjer so se cene živiljenjskih potrebščin zvišale.

Graf 4

Rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: OECD.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Cena srove nafte Brent je od dogovora članic OPEC 30. novembra 2016, da zmanjšajo proizvodnjo, nihala v razponu med 52 in 56 USD za sod. Svetovna proizvodnja je januarja upadla, saj so obseg proizvodnje zmanjšale tako članice kot tudi nečlanice OPEC. Zmanjšanje proizvodnje v članicah OPEC je eno največjih v zgodovini te organizacije, vseeno pa so zmanjšanju, ki predstavlja največje medmesečno zmanjšanje svetovne proizvodnje nafte od septembra 2008, prispevale tudi nečlanice OPEC, ki sodelujejo v dogovoru. Kljub temu se bo v prihodnjem obdobju ponudba iz nečlanic OPEC tekom leta 2017 predvidoma povečala, k čemur bodo največ prispevale države zunaj dogovora (ZDA, Kanada in Brazilija), s tem, da je ameriška nafta iz skrilavcev decembra 2016 že kazala povečevanje proizvodnje. Cene surovin razen nafte so se v zadnjih nekaj tednih zvišale za okrog 1% (v USD), in sicer predvsem na račun zvišanja cen železove rude na skoraj najvišjo raven v zadnjih treh letih, medtem ko so se cene hrane nekoliko znižale.

V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija po pričakovanjih postopno zviševala. V kratkoročnem obdobju bo nedavno zvišanje cen nafte in drugih surovin verjetno podpiralo rast skupne inflacije. Na srednji rok pa bo nekaj podpore osnovni inflaciji zagotovljalo postopno upadanje prostih zmogljivosti. Vseeno bo glede na to, da sedanje terminske cene nafte napovedujejo zelo stabilne cene nafte v obdobju projekcij, prihodnji prispevek cen energentov k inflaciji po pričakovanjih zelo omejen.

2

Finančna gibanja

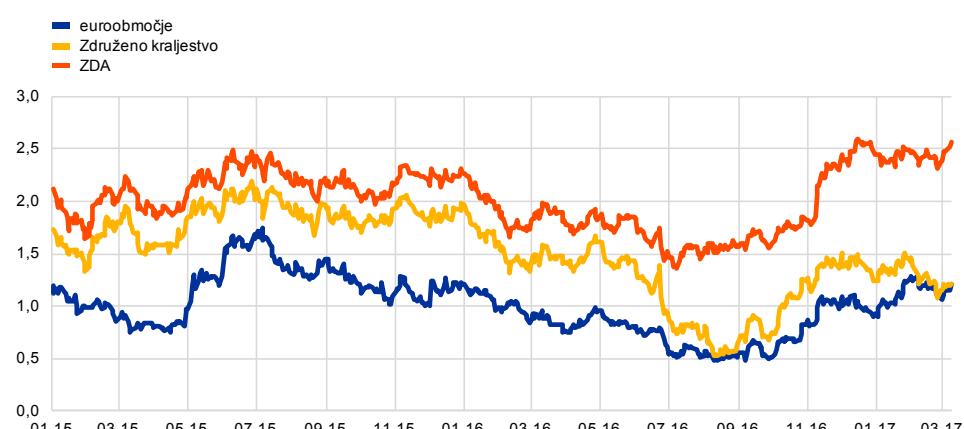
Od decembske seje Sveta ECB o denarni politiki se je donosnost državnih obveznic v euroobmočju rahlo povečala in je bila nekoliko volatilna. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zmanjšali in so še naprej manjši kot na začetku marca 2016, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Tečaji delnic so se v euroobmočju na splošno zvišali, podobna rast pa je bila zabeležena tudi v ZDA. Vrednost eura se je, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, rahlo znižala.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v euroobmočju se je od začetka decembra na splošno povečala. V obravnavanem obdobju (tj. od 8. decembra 2016 do 8. marca 2017) se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, zvišala za okrog 15 bazičnih točk na približno 1,2% (glej graf 5).

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)



Vira: Bloomberg in izračuni ECB.

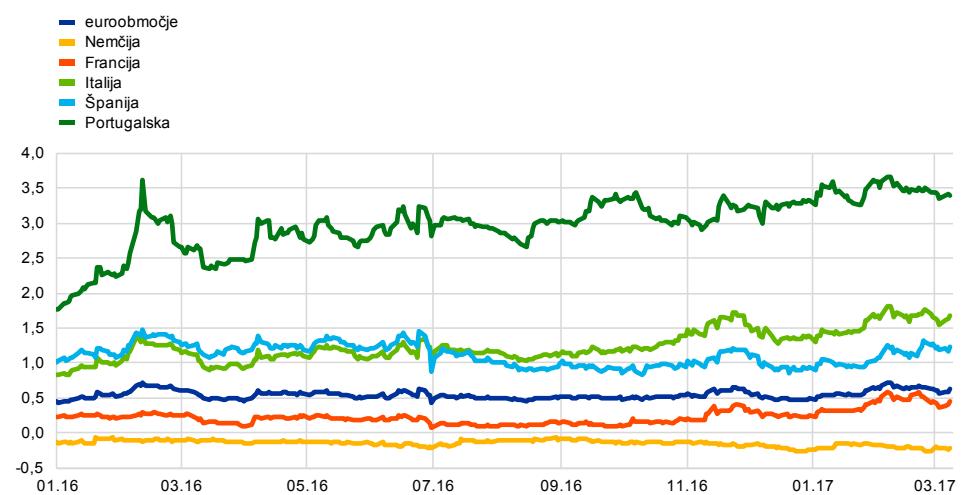
Opombe: Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 8. marec 2017.

V euroobmočju so se zaradi politične negotovosti povečali razmiki v donosnosti državnih obveznic. Večinoma stabilno gibanje povprečne donosnosti državnih obveznic, tehtane z BDP, prikriva nekatere razlike v gibanjih znotraj euroobmočja. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so se povečali v več državah (glej graf 6), kar je bilo še posebej očitno v Franciji, kjer so zaradi okrepljene politične negotovosti glede prihajajočih predsedniških volitev postali nekoliko volatilni. Razmik v donosnosti francoskih državnih obveznic glede na netvegano obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč je bil ob koncu obravnavanega obdobja večji za okrog 20 bazičnih točk, potem ko se je med tem obdobjem povečal tudi za do 40 bazičnih točk. V državah z nižjo bonitetno oceno se je razmik povečal v podobnem obsegu.

Graf 6

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

(v odstotkih na leto)



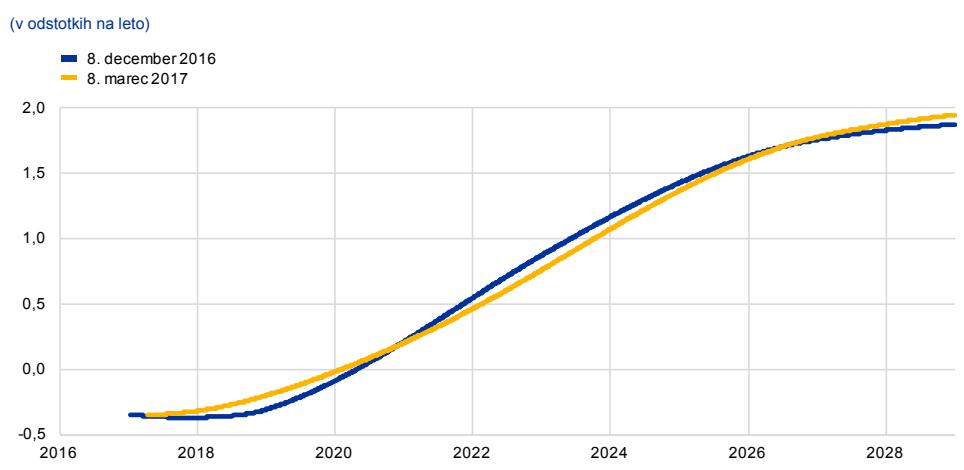
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Za euroobmočje je navedena povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 8. marec 2017.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksov transakcij čez noč v eurih) se od začetka decembra večinoma ni spremenila, kar kaže, da trgi ne pričakujejo nadaljnjega zniževanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Postopno povečevanje naklona krivulje terminskih obrestnih mer EONIA pomeni, da udeleženci na trgu še naprej pričakujejo daljše obdobje negativnih obrestnih mer EONIA brez nadaljnjega zniževanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita (glej graf 7). To je v očitnem nasprotju s stanjem na začetku oktobra 2016, ko je bil krajši del krivulje usmerjen navzdol, kar je pomenilo, da so udeleženci na trgu pričakovali nadaljnje zniževanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.

Graf 7

Termske obrestne mere EONIA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

EONIA je v obravnavanem obdobju ostala nespremenjena na ravni okrog –35 bazičnih točk, razen ob koncu leta, ko se je nekoliko zvišala. Presežna likvidnost se je zaradi Eurosistemuov nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev povečala za okrog 165 milijard EUR na približno 1.356 milijard EUR, k čemur je prispevalo tudi sodelovanje v tretji ciljno usmerjeni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), izvedeni v decembru 2016. Likvidnostne razmere so podrobneje obravnavane v okvirju 4.

Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb so se od začetka decembra zmanjšali pri vseh bonitetnih razredih (glej graf 8). Na njihovo zmanjšanje (glede na krivuljo donosnosti podjetniških obveznic z boniteto AAA v euroobmočju) je spodbudno vplivalo izboljšanje gospodarskih obetov v euroobmočju. Manjši razmiki v donosnosti podjetniških obveznic kot taki pomenijo, da so tržni udeleženci znižali svoje ocene glede podjetniških tveganj. Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda so trenutno za okrog 60 bazičnih točk manjši kot na začetku marca 2016, ko je Svet ECB napovedal začetek izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. V obravnavanem obdobju so se pri vseh bonitetnih razredih zmanjšali tudi razmiki v donosnosti obveznic finančnega sektorja, in sicer za 5 do 20 bazičnih točk.

Graf 8**Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju**

(v bazičnih točkah)



Viri: Indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 8. marec 2017.

Tečaji delnic v euroobmočju so se od začetka decembra na splošno precej zvišali.

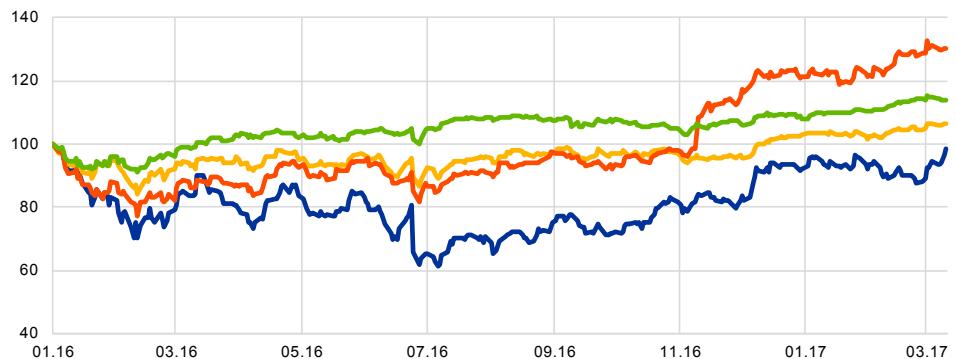
zvišali. Tečaji delnic nebančnih subjektov so se v obravnavanem obdobju zvišali za 7%, tečaji bančnih delnic pa le za 2% (glej graf 9). Tečaji delnic nebančnih subjektov euroobmočja so pridobili več vrednosti kot tečaji delnic nebančnih subjektov ZDA, medtem ko so se banke euroobmočja glede tega odrezale slabše od bank ZDA. K zvišanju tečajev so prispevali boljši obeti glede makroekonomske rasti in inflacije. Gledano dolgoročneje so se tečaji delnic v euroobmočju zvišali z najnižje ravni, dosežene po izidu britanskega referenduma o članstvu v EU konec junija 2016, in sicer za okrog 25% (od tega tečaji bančnih delnic za okrog 50%). Negotovost na trgih, merjena s pričakovano volatilnostjo tečajev delnic, je v obravnavanem obdobju ostala na splošno stabilna. Na začetku marca je implicitna volatilnost delniških trgov v euroobmočju medletno znašala 15%, v ZDA pa 12%. Implicitna volatilnost je v obeh gospodarskih območjih precej manjša od dolgoročnega povprečja in je deloma pokazatelj majhne realizirane volatilnosti gibanja tečajev delnic.

Graf 9

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(1. januar 2016 = 100)

- banke euroobmočja
- nebančni subjekti euroobmočja
- banke ZDA
- nebančni subjekti ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 8. marec 2017.

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

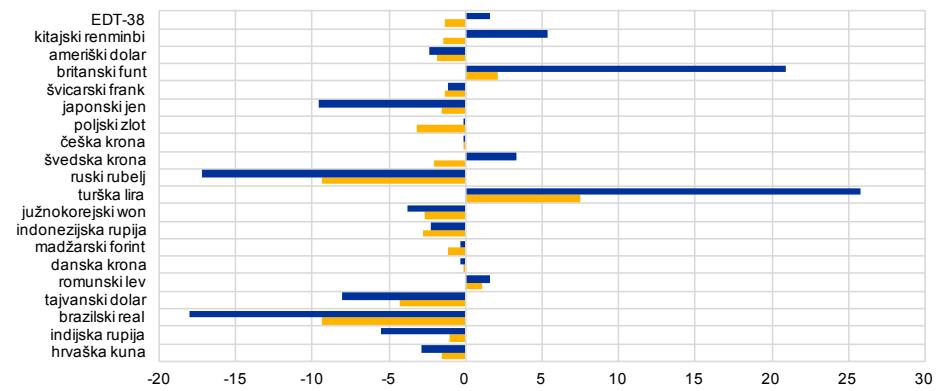
depreciiral (glej graf 10). Nominalni efektivni tečaj eura se je od 8. decembra znižal za 1,4%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem v istem obdobju izgubil 1,9% vrednosti. Oslabel je tudi v razmerju do drugih pomembnejših valut, vključno z japonskim jenom (za 1,6%) in švicarskim frankom (za 1,4%), medtem ko se je v razmerju do britanskega funta še okrepil (za 2,1%). Hkrati se je tečaj eura znižal tudi v razmerju do valut večine drugih držav članic EU zunaj euroobmočja in valut večjih nastajajočih tržnih gospodarstev (vključno s kitajskim renminbijem), razen turške lire.

Graf 10

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)

- od 9. marca 2016
- od 8. decembra 2016



Vir: ECB.

Opomba: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

3

Gospodarska aktivnost

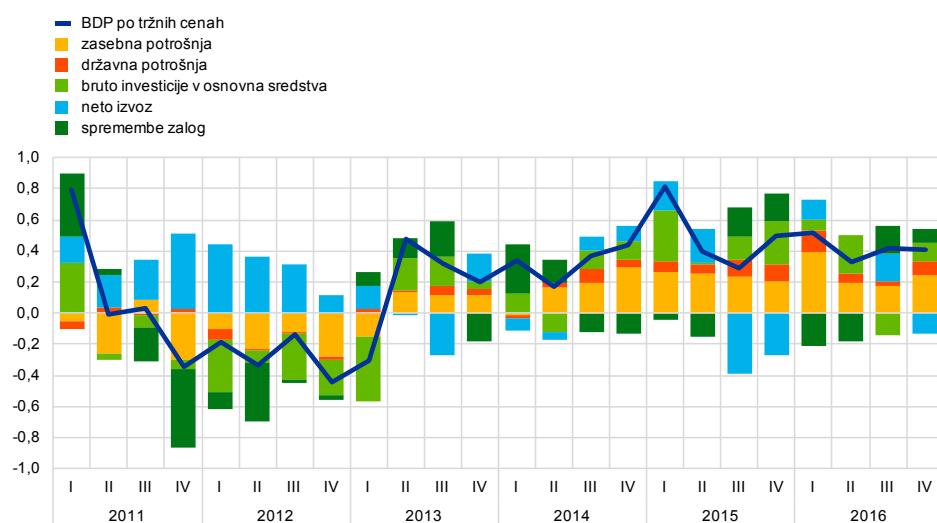
Sedanja gospodarska rast se še naprej krepi predvsem ob podpori domačega povpraševanja v euroobmočju. Opaziti je mogoče tudi znake nekoliko močnejšega svetovnega gospodarskega okrevanja. Letošnje marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB napovedujejo, da bo realna rast BDP v euroobmočju v letu 2017 znašala 1,8%, v letu 2018 1,7%, v letu 2019 pa 1,6%. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so postala manj izrazita, vendar ostajajo na strani nižje rasti in so povezana predvsem z globalnimi dejavniki.

Gospodarska rast v euroobmočju se nadaljuje, podpira pa jo domače povpraševanje. BDP se je v zadnjem četrletju realno povečal za 0,4% glede na četrletje prej (glej graf 11). K realni rasti BDP so pozitivno prispevali domače povpraševanje in spremembe zalog, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave negativen. Gospodarska rast v zadnjem četrletju je privedla do letne rasti BDP v višini 1,7% v letu 2016. Gospodarska aktivnost se je v zadnjem četrletju 2016 še naprej krepila in širila po sektorjih in državah.

Graf 11

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(četrletne spremembe v odstotkih; četrletni prispevek v odstotkih)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki o BDP in komponentah se nanašajo na zadnje četrletje 2016.

Zasebna potrošnja ostaja stalnica v sedanjem obdobju gospodarske rasti.

Realna potrošnja se je v zadnjem četrletju glede na četrletje prej povečala za 0,4%. Do povečanja v primerjavi s tretjim četrletjem je prišlo kljub zvišanju cen naftne. Zaupanje potrošnikov je vztrajno naraščalo, tako da je bilo januarja in februarja veliko večje od dolgoročnega povprečja, kar kaže močno temeljno dinamiko potrošnje v bližnji prihodnosti. Poleg tega je k rasti zasebne potrošnje še naprej prispevala solidna rast dohodka gospodinjstev ob podpori izboljšanih razmer na trgih dela v euroobmočju.

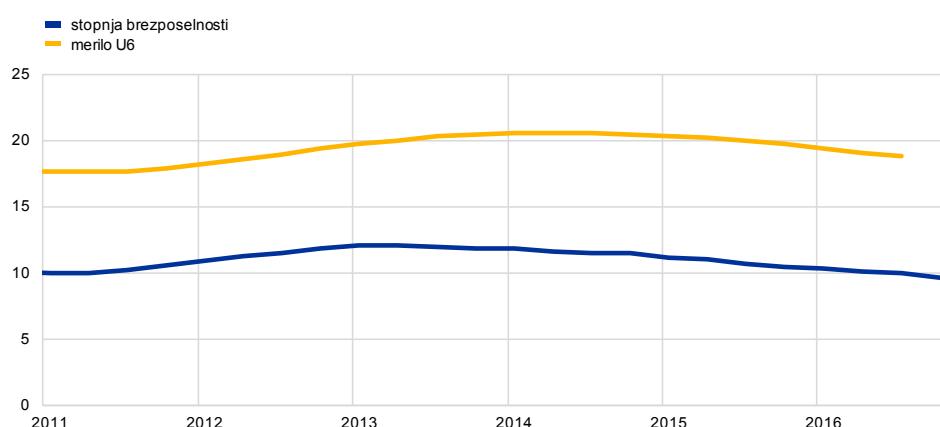
Brezposelnost v euroobmočju se zdaj zmanjšuje že štirinajst četrtletij zapored.

Brezposelnost v euroobmočju je upadla tudi v zadnjem četrtletju 2016, potem ko je na začetku leta 2013 dosegla vrhunc. Januarja je znašala 9,6% in tako ostala na najnižji ravni od drugega četrtletja 2009. Zaposlenost v euroobmočju je naraščala tudi v tretjem četrtletju 2016 predvsem zaradi novih delovnih mest v storitvenih dejavnostih. Najnovejše ankete razkrivajo nadaljnje izboljšanje razmer na trgu dela, pri čemer vsi glavni kazalniki kažejo, da se je pozitivni trend nadaljeval tudi v februarju 2017 z izjemo gradbenega sektorja, kjer so ostali bolj ali manj nespremenjeni.

Graf 12

Stopnja brezposelnosti in širše merilo neizkoriščenosti delovne sile v euroobmočju

(v odstotkih)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2016 pri stopnji brezposelnosti in na tretje četrtletje 2016 pri »merilu U6«. U6 je širše merilo neizkoriščenosti delovne sile, ki upošteva tudi ocene o »odvrnjenih iskalcih zaposlitve, o tržnih udeležencih, ki so ohlapno povezani s trgom dela, in o podzaposlenih osebah, ki delajo s krajšim delovnim časom«.

Čeprav je splošni trend brezposelnosti izrazito pozitiven, je neizkoriščen potencial na trgu dela še vedno velik, če upoštevamo širše merilo

neizkoriščenosti delovne sile. Na trgu dela je sicer manj brezposelnih, a je še veliko takih, ki se ne štejejo za brezposelne, vendar bi se lahko potegovali za delovna mesta, kar omejuje pritiske na rast plač. Širša merila neizkoriščenosti delovne sile (»merilo U6«, ki vključuje ocene o številu odvrnjenih iskalcev zaposlitve, o drugih udeležencih na trgu, ki so potencialno bolj ohlapno povezani s trgom dela, in o podzaposlenih osebah, ki so trenutno zaposlene, vendar ne delajo toliko ur tedensko, kot bi že zelele) so še vedno visoka, njihovo zmanjšanje pa je manjše, kot je bilo zabeleženo pri stopnji brezposelnosti (glej graf 12). To kaže, da je na širšem trgu dela v euroobmočju še vedno precej prostih zmogljivosti.

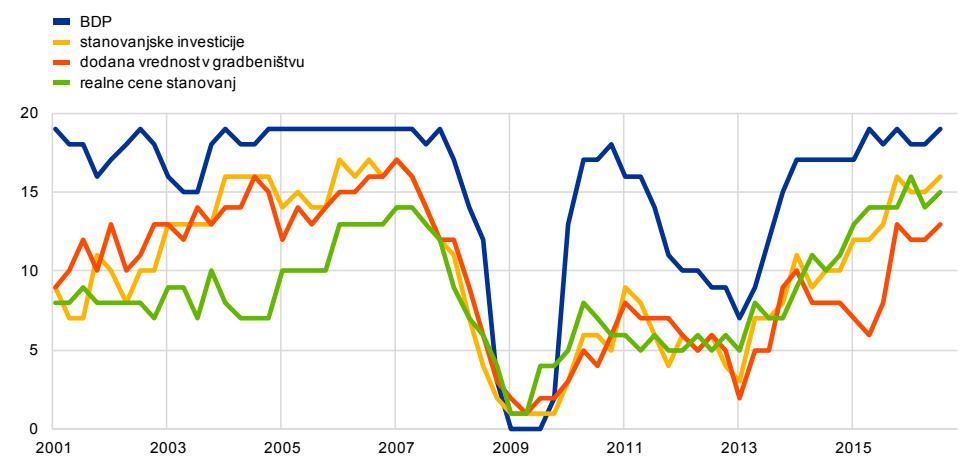
Stanovanjski trgi v euroobmočju vedno bolj spodbujajo zagon gospodarske rasti.

Okrevanje na stanovanjskih trgih v euroobmočju je nastopilo pozneje in je veliko šibkejše v primerjavi z gospodarsko aktivnostjo v euroobmočju. Toda v zadnjem času vedno več držav beleži pozitivne medletne stopnje rasti glavnih kazalnikov stanovanjskega trga (glej graf 13). Na podlagi tega bi lahko sklepali, da številni stanovanjski trgi v euroobmočju prehajajo v ekspanzivno fazo. Toda moč tega okrevanja je na splošno še vedno razmeroma šibka in se med državami

razlikuje. Na nadaljnjo večjo rast gradbenih investicij v letu 2017 kažejo tudi izboljševanje finančnih razmer, večje zaupanje v gradbenem sektorju in vse več izdanih gradbenih dovoljenj.

Graf 13

Število držav v euroobmočju s pozitivno medletno stopnjo rasti kazalnikov stanovanjskega trga



Vira: Eurostat in ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2016. Številke, ki niso tehtane, se lahko gibljejo od 0 do 19.

Kot kaže, so se v zadnjem četrtletju povečale tudi podjetniške investicije, čeprav verjetno počasneje kot v tretjem četrtletju, saj se je proizvodnja investicijskega blaga le zmerno povečala. Glede na anketo Evropske komisije v prvem četrtletju 2017 se je povpraševanje kot omejujoči dejavnik v proizvodnji investicijskega blaga v istem času še zmanjšal in ostaja na najnižji ravni od začetka velike recesije. Povprečno predkrizno raven je v prvem četrtletju 2017 presegla tudi izkoriščenost zmogljivosti.

Skupne investicije naj bi v prihodnje še dodatno podprla zelo spodbujevalno naravnana denarna politika ECB. Pogoji financiranja so še vedno zelo ugodni, profitne marže pa naj bi se okrepile v kontekstu že zdaj denarno bogatega sektorja nefinančnih družb. Poleg tega se je z močnim okrevanjem tečajev delnic in z zmerno rastjo dolžniškega financiranja znižal koeficient finančnega vzvoda (razmerje med zadolženostjo in sredstvi). Večji dobički nefinančnih družb naj bi spodbudili investicije, zlasti ob upoštevanju potrebe po nadomestitvi kapitala po več letih umirjenih investicij v osnovna sredstva. Vendar pa bodo okrejanje investicij še vedno zavirale togosti na trgih proizvodov, pričakovanja o šibkejši dolgoročni rasti kot v preteklosti in nadaljnja potreba po razdolževanju v nekaterih državah euroobmočja. Poleg tega dejavniki, kot so nadaljnje prilagajanje na spremembe v zakonodajnem okolju, nizka dobičkonosnost bank in še vedno velik obseg slabih posojil v bančnih bilancah v številnih državah, še naprej omejujejo posredniško sposobnost bank ter po drugi strani financiranje investicijske aktivnosti podjetij v bližnji prihodnosti.

Rast izvoza euroobmočja se je še krepila ob postopnem okrejanju svetovne trgovinske menjave. Skupni izvoz euroobmočja se je v zadnjem četrtletju povečal za 1,5% v primerjavi s četrtletjem prej tako po storitvene kot tudi blagovne

menjave. Mesečni podatki do decembra 2016 (3-mesečne odstotne spremembe glede na prejšnje tri mesece) kažejo solidno povečanje blagovnega izvoza na Kitajsko in v druge azijske države. Hkrati je k temu pozitivno prispevala tudi Latinska Amerika skupaj z ZDA. Izvoz v Združeno kraljestvo se je do novembra zmanjšal, izvoz v druge evropske države pa se je povečal. Rast blagovnega izvoza euroobmočja je, kot kaže, presegla rast svetovnega uvoza blaga v zadnjem četrletju 2016, kar kaže morebitno povečanje deleža euroobmočja na izvoznih trgih ob deprecacijski efektivnega tečaja eura. Ankete in nova izvozna naročila, ki bodo vplivala na prvo četrletje 2017, kažejo, da se bo zagon izvoza v bližnji prihodnosti izboljševal. Gledano dolgoročneje bo izvoz v države zunaj euroobmočja predvidoma naraščal ob postopni oživitvi svetovne trgovinske menjave. Tveganja, ki spremljajo trgovinske obete, so povezana z morebitnimi negativnimi učinki, ki izhajajo iz večje negotovosti v zvezi s trgovinskimi politikami v svetu.

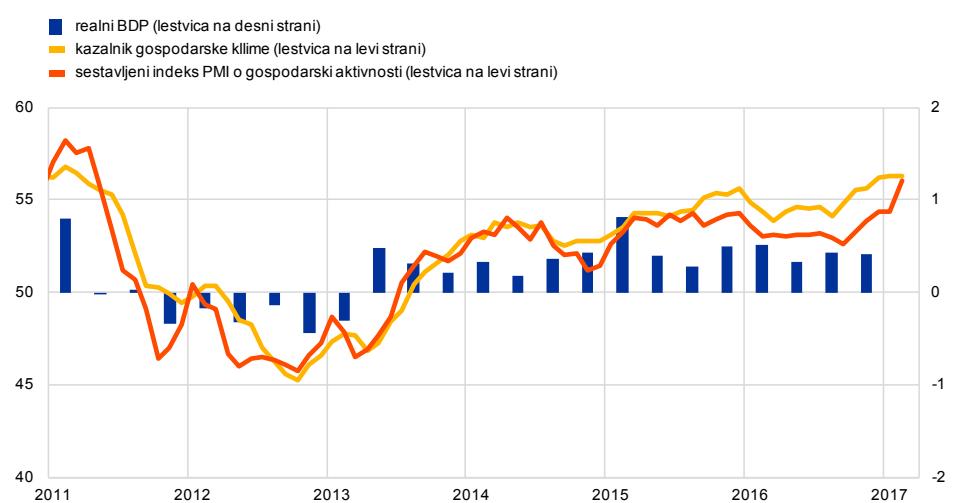
Ankete na splošno kažejo razmeroma močan zagon rasti v prvem četrletju

2017. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije se je januarja na splošno izboljšal in februarja ostal nespremenjen na visoki ravni. Sestavljeni indeks vodil nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti je bil januarja stabilen in se je februarja na splošno izboljšal. Izboljšanje v prvih dveh mesecih leta 2017 v primerjavi z zadnjim četrletjem 2016 je pokazatelj boljše ocene trenutnega stanja ter večjih naročil v industriji in gradbeništvu. Obe anketi trenutno presegata dolgoročne povprečne ravni (glej graf 14).

Graf 14

Realni BDP, sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti in kazalnik gospodarske klime v euroobmočju

(medčetrletne stopnje rasti; normalizirana ravnotežja v odstotkih in difuzijski indeksi)



Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2016 pri realnem BDP ter na februar 2017 pri kazalniku gospodarske klime in PMI.

Gospodarska rast v euroobmočju se bo predvidoma nadaljevala ob podpori ukrepov denarne politike, katerih transmisija v realno gospodarstvo se nadaljuje. Izboljšanje dobičkonosnosti podjetij in zelo ugodni pogoji financiranja še naprej spodbujajo okrevanje investicij. Vztrajno naraščanje zaposlenosti, ki ga še

vedno spodbujajo pretekle strukturne reforme, zagotavlja podporo realnemu razpoložljivemu dohodku gospodinjstev in s tem zasebni potrošnji. Opaziti je mogoče tudi znake nekoliko močnejšega svetovnega gospodarskega okrevanja in povečanja svetovne trgovinske menjave. Gospodarsko rast v euroobmočju bosta verjetno zavirala počasno izvajanje strukturnih reform in preostalo prilagajanje bilanc v številnih sektorjih.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2017 znašala 1,8%, v letu 2018 1,7%, v letu 2019 pa 1,6% (glej graf 15). V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bile napovedi realne rasti BDP popravljene rahlo navzgor, in sicer za 0,1 odstotne točke v letih 2017 in 2018 zaradi nekoliko večjega zunanjega povpraševanja v bližnji prihodnosti, šibkejšega deviznega tečaja eura in ugodnejše gospodarske klime. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so postala manj izrazita, vendar ostajajo na strani nižje rasti in so povezana predvsem z globalnimi dejavniki.

Graf 15

Realni BDP v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 9. marca 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

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

Cene in stroški

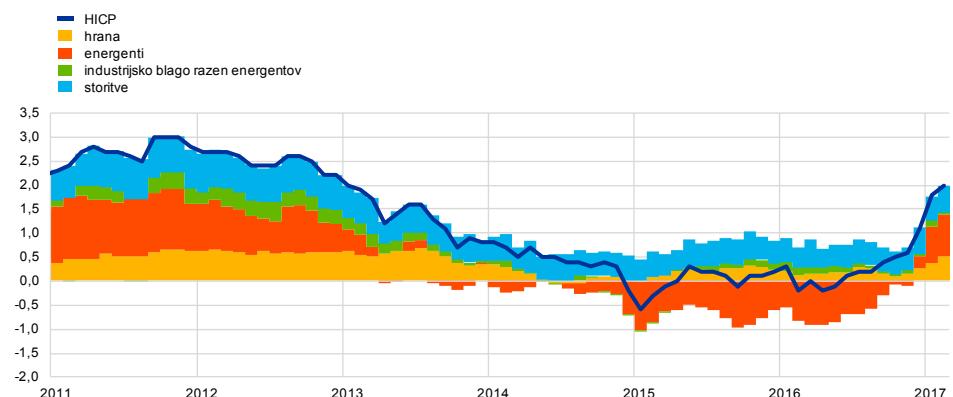
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, februarja 2017 znašala 2,0%, v primerjavi z 1,8% januarja. Kar zadeva prihodnje obdobje, bo glede na sedanje terminske cene nafte skupna inflacija v prihodnjih mesecih najverjetneje ostala na ravni blizu 2%. Vseeno so merila osnovne inflacije še naprej nizka in se bodo v srednjeročnem obdobju predvidoma zviševala zgolj postopno. Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje za leto 2017 predvidevajo inflacijo v višini 1,7%, za leto 2018 v višini 1,6% in za leto 2019 v višini 1,7%.

Skupna inflacija se je februarja še zvišala. Po Eurostatovi prvi oceni se je inflacija februarja zvišala na 2,0%, potem ko je v januarju znašala 1,8%, v decembru 2016 pa 1,1% (glej graf 16). Zvišanje v zadnjih mesecih je bilo predvsem posledica rasti cen energentov in v manjši meri rasti cen hrane. Skupna inflacija je tako februarja letos dosegla najvišjo raven od januarja 2013.

Graf 16

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

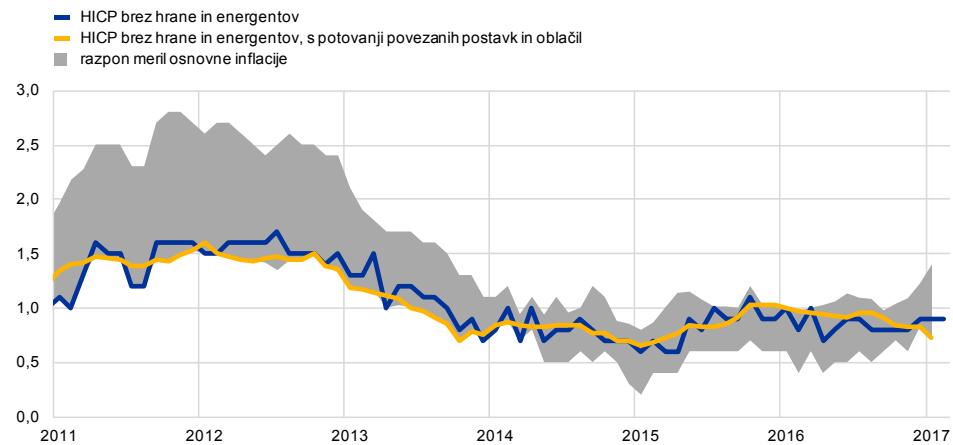
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2017.

Vseeno je osnovna inflacija ostala šibka. Inflacija brez hrane in energentov je februarja 2017 znašala 0,9%, kar je precej pod dolgoročnim povprečjem. Stopnja se od decembra 2016 ni spremenila in je bila le rahlo višja od 0,8% v obdobju od avgusta do novembra 2016. Tudi večina drugih meril osnovne inflacije ni kazala nobenih znakov bolj dinamičnega zviševanja (glej graf 17). Umirjena osnovna inflacija lahko deloma odraža zapoznele zaviralne posredne učinke preteklih nizkih cen nafte, toda – kar je bolj bistveno – tudi neizkorisčen gospodarski potencial in nadaljnje šibke domače stroškovne pritiske.

Graf 17

Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

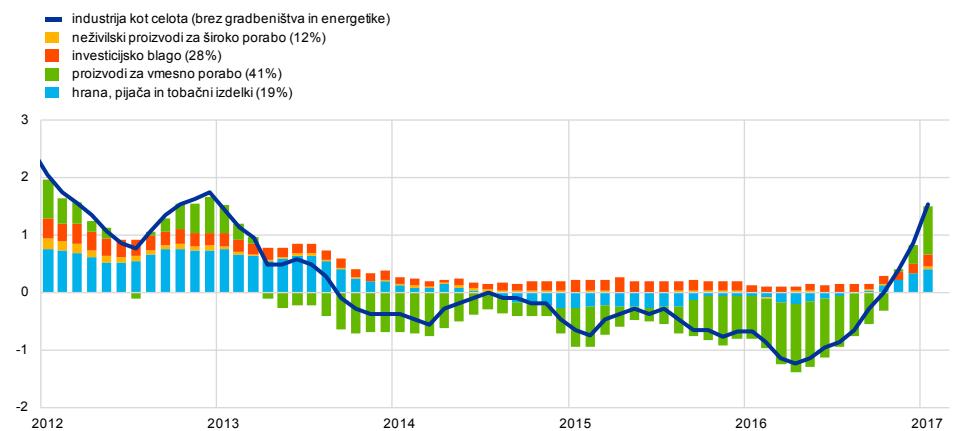
Opombe: Med merili osnovne inflacije so: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanimi postavki in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorskega modela. Zadnji podatki so za februar 2017 pri inflaciji brez hrane in energentov in za januar 2017 pri vseh drugih merilih.

Kažejo se le šibki znaki pritiskov na rast cen iz proizvodne verige. Močno povečanje rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v industriji kot celoti (brez gradbeništva in energetike) od pomladi 2016 je predvsem posledica močnega povečanja proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo (glej graf 18). Del tega povečanja se lahko – z določenim zamikom – prelije v cene neživilskih proizvodov za široko porabo nižje v proizvodni in cenovni verigi. Poleg tega je rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo zabeležila precejšnje povečanje, in sicer na 0% januarja, v primerjavi z -0,1% decembra in -1,0% novembra. Vendar na začetku leta 2017 rast cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri domačih proizvajalcih še ni kazala jasnega trenda naraščanja, saj se je januarja povečala le na raven 0,3%, potem ko je vse leto 2016 nihala na ravni okrog 0,1%. Možna razloga je, da so višje stroške in cene, ki so nastali na ravni proizvodov za vmesno porabo, absorbirale marže v različnih fazah proizvodnega procesa, in da je močna svetovna konkurenca še naprej omejevala moč podjetij pri oblikovanju cen.

Graf 18

Prispevek k cenam pri proizvajalcih

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Rast plač je glede na preteklo dinamiko še vedno nizka. Medletna rast dogovorjenih plač v euroobmočju je v zadnjem četrtletju 2016 znašala 1,4%, kar je rahlo manj kot v drugem in tretjem četrtletju 2016, ko je znašala 1,5%. Dejavniki, ki lahko zavirajo rast plač, vključujejo še vedno precejšen neizkorisčen potencial na trgu dela, šibko rast produktivnosti in nadaljnje učinke reform na trgu dela, ki so jih nekatere države izvedle v času krize.¹ Poleg tega lahko nizka inflacija v zadnjih letih prek formalnih in neformalnih mehanizmov indeksacije še vedno prispeva k nižji rasti plač.

Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so od začetka decembra 2016 približno stabilna in ostajajo nekoliko pod anketnimi merili. Trend naraščanja tržnih meril inflacijskih pričakovanj, ki je bil zabeležen od konca septembra, se je po začetku decembra izravnal. Dolgoročna tržna inflacijska pričakovanja so bila približno stabilna, na kratkem koncu pa je bilo zabeleženo zvišanje. Tako 5-letna terminska stopnja čez pet let zdaj znaša okrog 1,71% oziroma je skoraj 50 bazičnih točk višja od nizkih ravni, zabeleženih jeseni 2016 (glej graf 19). Ne glede na precejšnje zvišanje pri različnih zapadlostih od septembra 2016 tržna merila inflacijskih pričakovanj še vedno kažejo, da se bo inflacija le postopno spet zvišala na raven okrog 2%, pri čemer se na primer 1-letna terminska stopnja čez štiri leta še vedno giblje na ravni okrog 1,35%. Z višjimi dolgoročnimi tržnimi inflacijskimi pričakovanji se je v primerjavi z lansko jesenjo deloma zaprla vrzel v primerjavi z anketnimi merili, ki so glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrtletje 2017 ostala stabilna na ravni 1,8%.²

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

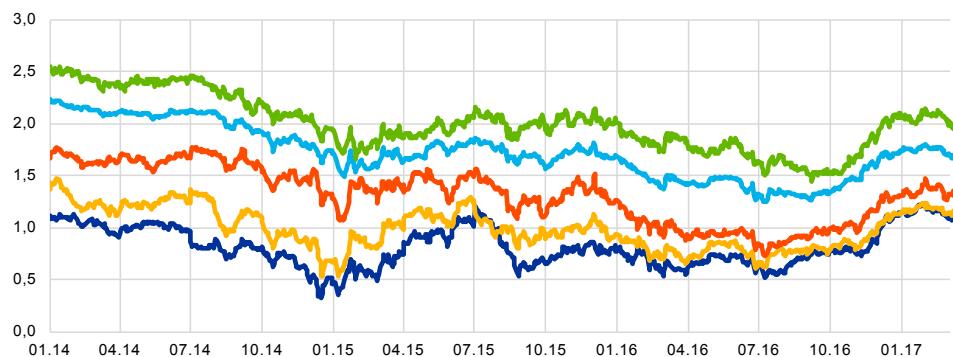
² Tržna merila inflacijskih pričakovanj za razliko od anketnih meril vključujejo premijo za tveganje.

Graf 19

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

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



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 3. marec 2017.

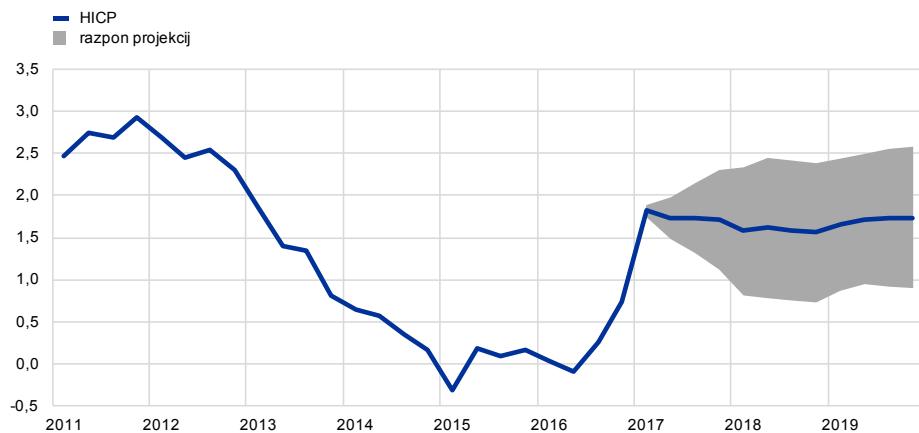
Po projekcijah strokovnjakov ECB se bo inflacija v euroobmočju v prihodnje močno zvišala, in sicer z 0,2% v letu 2016 na 1,7% v letu 2017. Gibanje skupne inflacije za leto 2017 je bilo po nedavni rasti cen nafte precej popravljeno. Vendar pa cene energentov in cene drugih postavk inflacije kažejo nasprotujočo si dinamiko. Med letoma 2016 in 2017 bodo po pričakovanjih k rasti največ prispevale cene energentov. To po drugi strani odraža navzgor deluječe bazne učinke, skupaj z nedavno precejšnjo rastjo cen nafte. Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi februarja, ko so strokovnjaki ECB pripravili marčne makroekonomske projekcije za euroobmočje, bo inflacija v letu 2017 znašala 1,7%, nato pa 1,6% v letu 2018 in 1,7% v letu 2019 (glej graf 20).³ V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti za leto 2017 precej popravljeni navzgor, nekoliko tudi za leto 2018, medtem ko so za leto 2019 ostali nespremenjeni.

³ Glej članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 9. marca 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 20

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 9. marca 2017 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2016 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2019 (projekcije).

V nasprotju z rastjo cen emergentov bo pričakovana okrepitev inflacije brez emergentov in hrane v obdobju projekcij verjetno precej bolj postopna. Inflacija brez emergentov in hrane naj bi se v letu 2017 zvišala na 1,1% v primerjavi z 0,9% v letu 2016, nato pa naj bi se okreplila, in sicer na 1,6% v letu 2018 in na 1,8% v letu 2019. Glavni dejavnik, ki prispeva k postopni krepitevi, je predvideno zvišanje plač in stroškov dela na enoto proizvoda, ko se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo in utrdilo. K oživitvi rasti sredstev za zaposlene ter k rasti stroškov dela na enoto proizvoda – ob skromnejšem okrevanju produktivnosti – naj bi prispevala vse manjši neizkorščeni potencial na trgu dela ter postopno presihanje kriznih dejavnikov, ki so v zadnjih nekaj letih zavirali rast plač. Gledano v celoti naj bi postopna krepitev osnovne inflacije med letoma 2017 in 2019 podpirala tudi raven skupne inflacije.

5

Denar in krediti

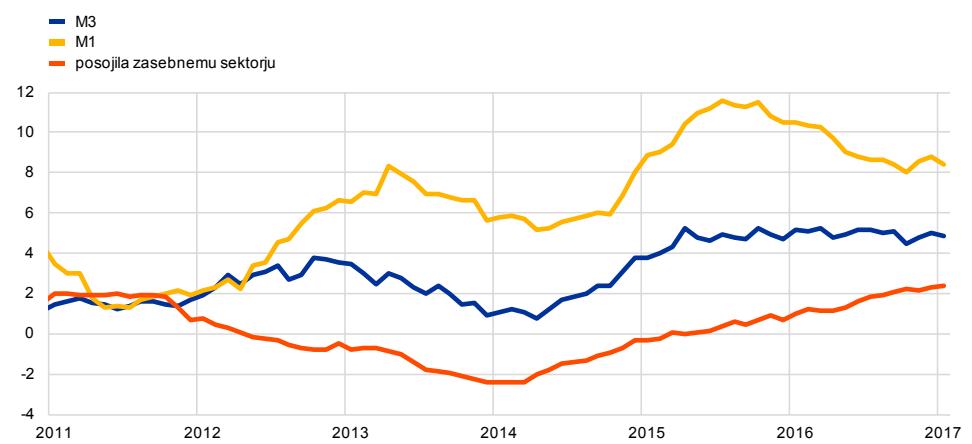
Rast širokega denarja je ostala januarja 2017 približno stabilna. Hkrati so posojila zasebnemu sektorju v zadnjem četrtletju 2016 in januarja še naprej postopoma okrevala. Glede na ocene so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v zadnjem četrtletju 2016 še povečali.

Rast širokega denarja je ostala januarja približno stabilna in ohranila močan tempo, ki je bil večinoma zabeležen od sredine leta 2015. Medletna stopnja rasti agregata M3 je januarja znašala 4,9% (glej graf 21). Rast denarja so še naprej podpirali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer ter ukrepi denarne politike ECB. Tudi medletna rast aggregata M1 je ostala v zadnjem četrtletju 2016 približno stabilna, ko se je zaustavil trend umirjanja, zabeležen od sredine leta 2015, nato pa se je januarja nekoliko zmanjšala (na 8,4 % v primerjavi z 8,8 % decembra 2016).

Graf 21

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

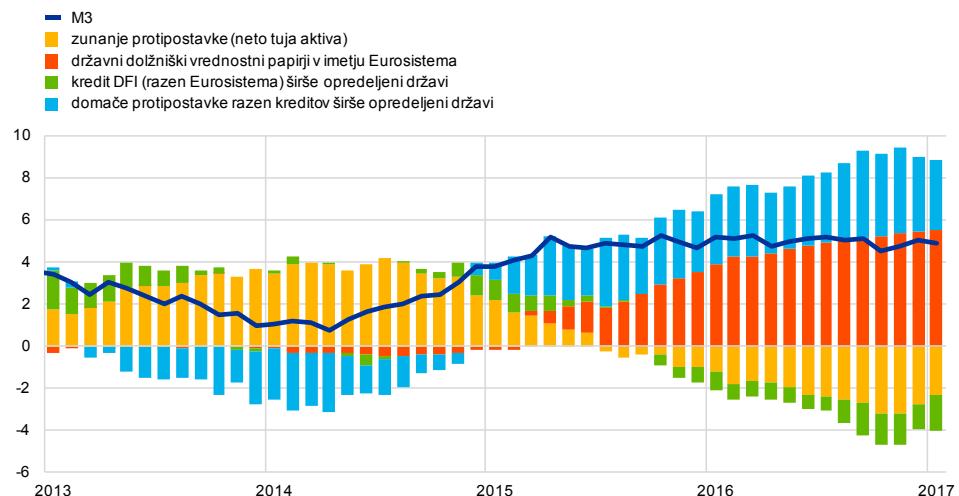
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Vloge čez noč so ostale glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3. Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb se je v zadnjem četrtletju 2016 in januarja 2017 povišala na 11,4% oziroma 10,5%, potem ko je bila rast v četrtletju prej upočasnjena. Nasprotno se je volatilna medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju finančnih posrednikov (razen denarnih finančnih institucij, DFI) januarja znižala. Medletna stopnja rasti gotovine v obtoku je ostala umirjena, ker nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer na splošno ni bil naklonjen zamenjavi vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so v zadnjem četrtletju in januarja še naprej negativno vplivale na agregat M3. Stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), majhne komponente M3, se je proti koncu zadnjega četrtletja in januarja okrepila, zlasti zaradi solidne rasti točk/delnic skladov denarnega trga.

Glavno gonilo rasti širokega denarja so ostali domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 22). K rasti denarnega agregata M3 so med drugim prispevali Eurosistemovi nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del stolpcev v grafu 22), in sicer predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, ki ga izvaja ECB. Rast denarnega agregata M3 so poleg kreditiranja širše države še naprej podpirale tudi druge domače protipostavke (glej modri del stolpcev v grafu 22). Spodbujalo ga je nadaljnje okrevanje kreditiranja zasebnega sektorja ter vztrajno krčenje dolgoročnih finančnih obveznosti DFI. Dolgoročnejše finančne obveznosti (razen kapitala in rezerv), katerih medletna stopnja rasti je od drugega četrtletja 2012 negativna, so se v zadnjem četrtletju 2016 in januarja še zmanjšale. Negativna medletna stopnja rasti je bila deloma posledica ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), ki nadomeščajo dolgoročnejše tržno financiranje bank ter zmanjšujejo privlačnost imetij dolgoročnih vlog in bančnih obveznic med vlagatelji.

Graf 22 M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

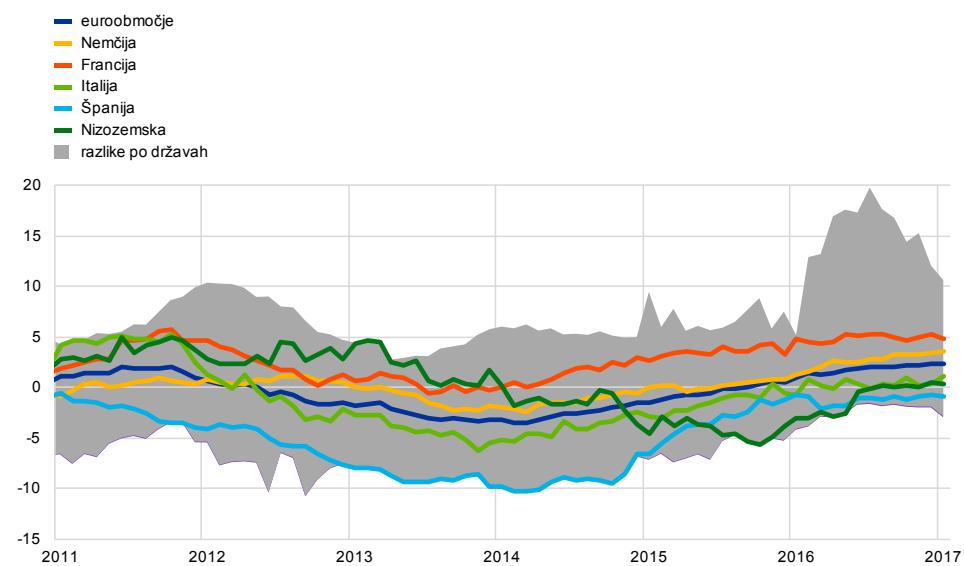
Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3. Decembra in januarja je bilo zabeleženo majhno pozitivno mesečno povečanje. S tem se je zmanjšalo zaviranje medletne stopnje rasti agregata M3 (glej rumeni del stolpcev v grafu 22), kar bi lahko nakazovalo, da se umirja delež prodaje obveznic s strani nerezidentov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Prodaje državnih obveznic euroobmočja s strani nerezidentov v okviru tega programa so prispevale k zmanjšanju neto tuje aktive DFI, kadar so se kupnine večinoma vlagale v instrumente zunaj euroobmočja. Nasprotno se povečuje delež prodaje državnih obveznic v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja s strani DFI euroobmočja razen Eurosistema. Prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja razen Eurosistema so prispevale k negativni medletni rasti kreditov DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi in zavirale rast agregata M3 (glej zeleni del stolpcev v grafu 22).

Rast posojil zasebnemu sektorju je še naprej postopoma okrevala. V zadnjem četrtletju 2016 in januarja 2017 je bilo zabeleženo povišanje medletne stopnje rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojene za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) (glej graf 21). Medletna stopnja rasti posojil DFI se je v zadnjem četrtletju po sektorjih še povisala in je januarja ostala nespremenjena na ravni 2,3% (glej graf 23). Rast posojil nefinančnim družbam je precej okrevala z najnižje ravni, dosežene v prvem četrtletju 2014. To je bilo zabeleženo v vseh največjih državah, čeprav so ponekod stopnje rasti posojil še vedno negativne. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom se je v zadnjem četrtletju 2016 povišala in se januarja še nekoliko izboljšala na 2,2%, potem ko je decembra znašala 2,0% (glej graf 24). Takšna gibanja sta podpirala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Banke so dosegle napredek tudi na področju konsolidacije svojih bilanc, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka in bi lahko ovirala bančno posojanje.

Graf 23

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

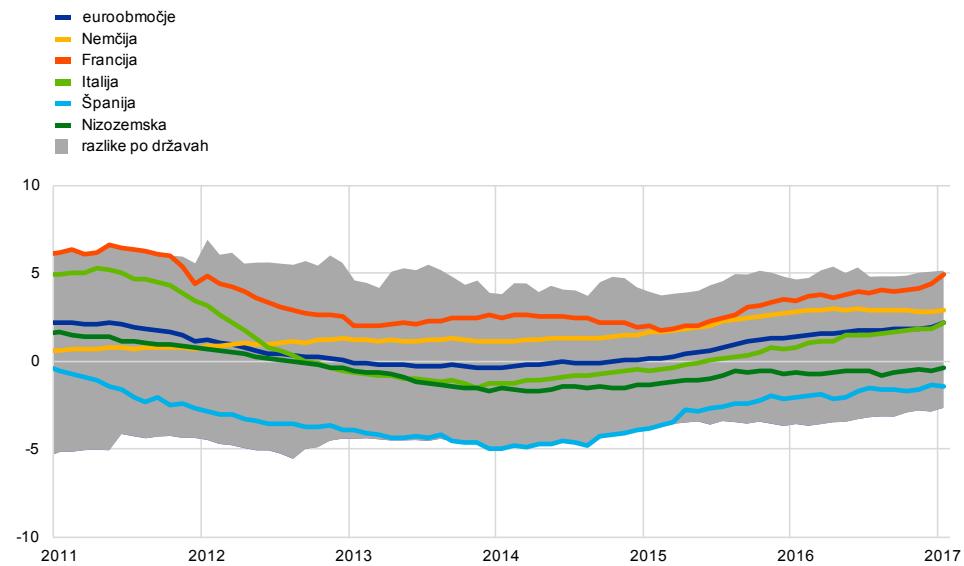


Vir: ECB.

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

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

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

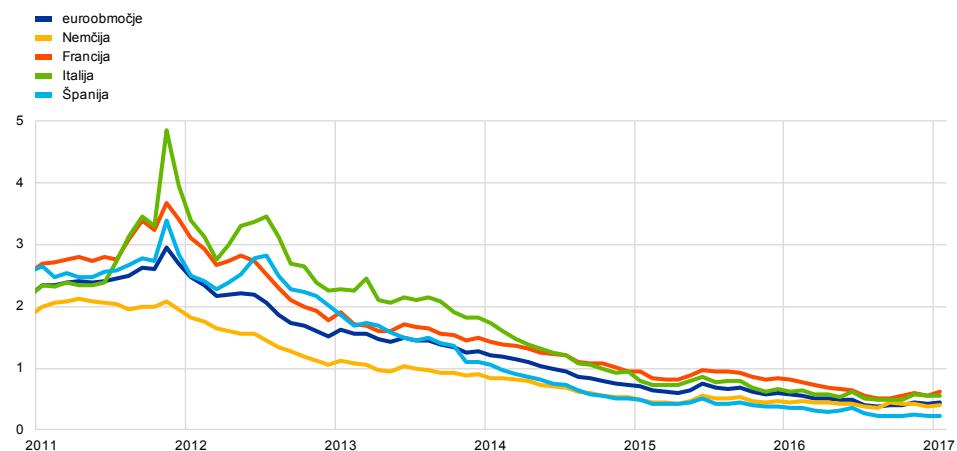
V zadnjem četrletju 2016 je k rasti posojil še naprej prispevalo večje povpraševanje po vseh kategorijah posojil, hkrati pa so se kreditni standardi za posojila podjetjem in stanovanjska posojila gospodinjstvom na splošno ustalili. Po anketi o bančnih posojilih iz januarja 2017 so konkurenčni pritiski še naprej vplivali na ublažitev kreditnih standardov za posojila podjetjem in gospodinjstvom, medtem ko jih je pripravljenost bank, da tolerirajo tveganja, zaostrovala. Stopnja zavrnitve posojil se je po vseh kategorijah posojil znižala. Na splošno nizka raven obrestnih mer je bila še naprej glavni razlog za neto povečanje povpraševanja podjetij in gospodinjstev po posojilih. K povpraševanju po posojilih so pozitivno prispevali tudi potrebe po financiranju prevzemov in združitev ter še naprej ugodni obeti na stanovanjskem trgu in zaupanje potrošnikov (glej [anketo](#)). V takih okoliščinah so anketirane banke navedle tudi, da je bila dobičkonosnost glavni razlog za sodelovanje v tretji ciljno usmerjeni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja. Po navedbah bank so pretekle ciljno usmerjene operacije vplivale predvsem na ublažitev posojilnih pogojev, medtem ko se je blažitev kreditnih standardov povečala.

Pogoji financiranja za banke so še naprej ugodni. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so se v zadnjem četrletju 2016 in januarja 2017 rahlo povečali (glej graf 25). To je bilo posledica zvišanja donosnosti bančnih obveznic, stroški vlog pa so ostali stabilni. Kljub nedavnemu povečanju so ostali skupni stroški dolžniškega financiranja bank na rekordno nizkih ravneh. K temu so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih.

Graf 25

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



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

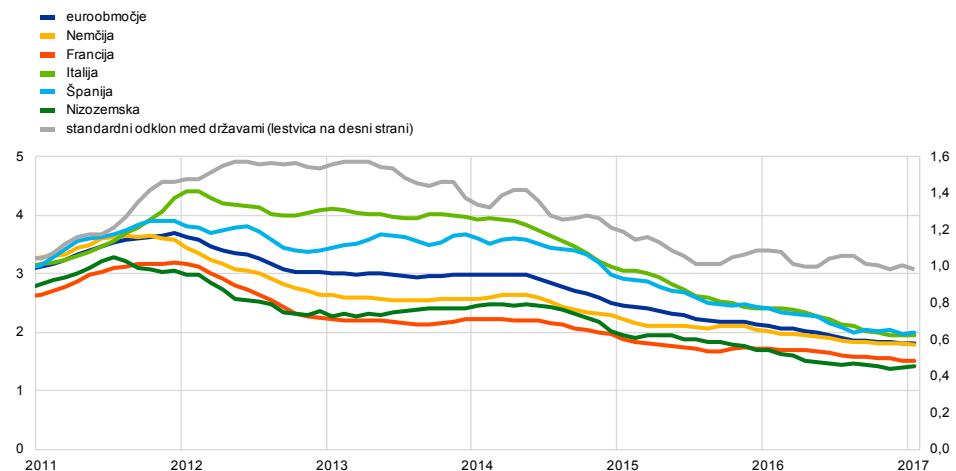
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile v zadnjem četrletju 2016 in januarja 2017 še naprej zelo nizke (glej grafa 26 in 27). Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam so se v zadnjem četrletju 2016 rahlo znižale, januarja pa so ostale na novi najnižji ravni na splošno stabilne. V istem obdobju so se skupne obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom v zadnjem četrletju 2016 še nekoliko znižale in decembra dosegle novo najnižjo raven, januarja pa so se rahlo zvišale. Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere, kar kaže boljšo transmisijo ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. Znižanje skupnih obrestnih mer za posojila so spodbujali manjši skupni stroški bančnega financiranja. Od maja 2014 do januarja 2017 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale za okoli 110 bazičnih točk. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v ranljivih državah, kar je prispevalo k zmanjšanju prejšnje asimetrije v transmisiji ukrepov denarne politike med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju precej zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR) ter nihal okoli nizkih ravni iz zadnjega četrletja 2016 in januarja 2017. To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 26

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



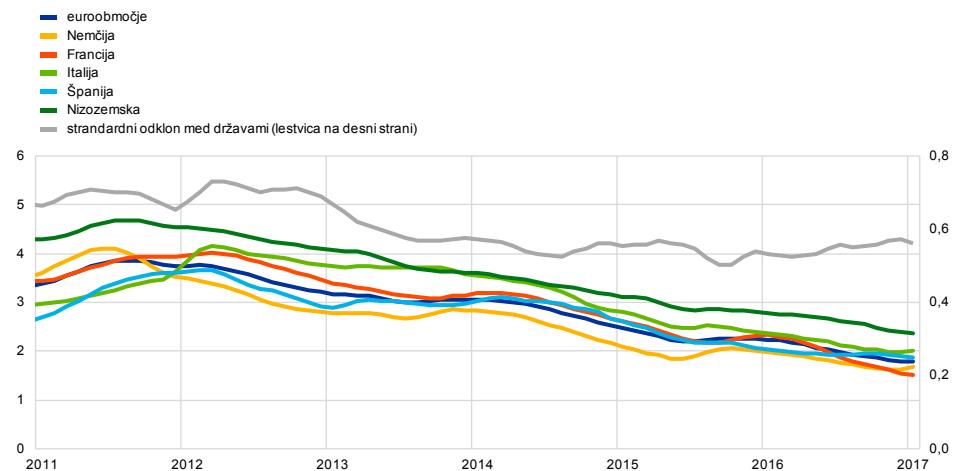
Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Graf 27

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na januar 2017.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v zadnjem četrtletju 2016 po ocenah okreplili, potem ko so se v četrtletju prej začasno upočasnili. Zunanje financiranje nefinančnih družb je zdaj doseglo ravni iz začetka leta 2005 (tik pred začetkom obdobja pretirane rasti kreditov). Okrevanje zunanjega financiranja nefinančnih družb od začetka leta 2014 so spodbujali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih posojilnih pogojev, zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja ter veliko število prevzemov in združitev. Hkrati se je zaradi

rekordno visokih denarnih imetij nefinančnih družb zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je na začetku leta 2017 spet povečalo, potem ko se je proti koncu leta 2016 umirilo. Najnovejši podatki ECB so pokazali, da se je izdajanje decembra predvsem zaradi sezonskih dejavnikov zmanjšalo, januarja in februarja pa se je po prvih podatkih ponovno povečalo. Še naprej so ga med drugim podpirali nakupi podjetniških obveznic s strani ECB. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb se je v zadnjem četrletju 2016 zmanjšalo zaradi izrazitih ponovnih odkupov delnic, ki so novembra in decembra dosegli okoli 7½ milijarde EUR.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so še naprej zelo ugodni. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe so se januarja in februarja 2017 po ocenah v povprečju rahlo povečali, potem ko so decembra ponovno dosegli najnižjo vrednost iz julija 2016. Povečanje skupnih stroškov financiranja je mogoče pojasniti s skromnim zvišanjem stroškov lastniških vrednostnih papirjev, kar je mogoče pripisati rahlemu povišanju netvegane obrestne mere, medtem ko so ostale premije za tveganja na splošno nespremenjene.

6 Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj in javni dolg v euroobmočju naj bi se v obdobju 2017–2019 po napovedih še naprej zmanjševala. Naravnost fiskalne politike v euroobmočju, ki je bila leta 2016 blago ekspanzivna, naj bi v obdobju 2017–2019 postala večinoma nevtralna. Kljub temu so države euroobmočja nezadovoljivo ukrepale po oceni njihovih osnutkov proračunskih načrtov za leto 2017, ki jo je opravila Evropska komisija, saj nobena od držav, pri katerih je bilo ugotovljeno tveganje neskladnosti s Paktom za stabilnost in rast, ni izvedla pomembnih ukrepov.

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij

zmanjšal. Strokovnjaki ECB v letošnjih marčnih makroekonomskeh projekcijah⁴ napovedujejo zmanjšanje proračunskega primanjkljaja z 1,6% BDP v letu 2016 na 0,9% BDP v letu 2019 (glej tabelo). K predvidenemu zmanjševanju primanjkljaja prispevajo nadaljnje zniževanje plačil obresti, pozitivne ciklične razmere in večji primarni javnofinančni presežek. Javnofinančni obeti so ugodnejši v primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2016. Zaradi nepričakovanih prihodkov v nekaterih državah so bili rezultati v letu 2016 boljši od pričakovanih. To bo pozitivno vplivalo tudi na javnofinančni rezultat v letu 2017, kar je poleg nižjih primarnih odhodkov razlog za ugodnejše proračunske obete v obdobju 2017–2019.

Tabela

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
a. Skupaj prihodki	46,8	46,5	46,3	46,0	45,9	45,8
b. Skupaj odhodki	49,4	48,5	47,9	47,4	47,1	46,7
od tega:						
c. Odhodki za obresti	2,7	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8
d. Primarni odhodki (b – c)	46,7	46,1	45,8	45,4	45,2	45,0
Proračunski saldo (a – b)	-2,6	-2,1	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Primarni proračunski saldo (a – d)	0,1	0,3	0,5	0,6	0,7	0,8
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-1,9	-1,7	-1,6	-1,5	-1,4	-1,1
Strukturni primarni saldo	1,0	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6
Bruto dolg	92,0	90,4	89,3	88,0	86,4	84,5
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	1,2	1,9	1,7	1,8	1,7	1,6

Vir: Eurostat, ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

⁴ Glej marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Naravnost fiskalne politike je bila leta 2016 blago ekspanzivna, v obdobju 2017–2019 pa naj bi postala večinoma nevtralna.⁵ Glavni spodbujevalni fiskalni ukrepi v letu 2016 so vključevali zmanjšanje neposrednih davkov v številnih državah. V obdobju 2017–2019 bo nadaljnje ukrepe na strani prihodkov, ki povečujejo primanjkljaj, verjetno odtehtala manj dinamična rast postavk državne potrošnje. Rast sredstev za zaposlene in vmesne potrošnje naj bi bila tako po napovedih manjša od nominalne rasti BDP, medtem ko naj bi rast drugih postavk, kot so državne investicije, presegla potencialno gospodarsko rast. Spremembe glede na lanske decembridske projekcije so zelo majhne. Ker je treba v številnih državah euroobmočja najti ravnotežje med gospodarsko stabilizacijo in fiskalno vzdržnostjo, bi bila približno nevtralna naravnost fiskalne politike v prihodnjem obdobju primerna.

Visoka raven skupnega javnega dolga v euroobmočju naj bi se še naprej postopno zniževala. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil najvišji leta 2014, naj bi se po napovedih zmanjšal z 89,3% BDP v letu 2016 na 84,5% BDP do konca leta 2019. K zmanjševanju dolga prispeva predvsem ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki je posledica ugodnejših cikličnih razmer in nizkih obrestnih mer. Na predvideno gibanje dolga naj bi ugodno vplival tudi majhen primarni presežek. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila napoved deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP za celotno obdobje projekcij popravljena navzdol zaradi boljših proračunskih obetov ter večjega prispevka razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP k zmanjševanju dolga. Kljub temu naj bi bil delež javnega dolga več kot polovice držav euroobmočja do konca obdobja projekcij večji od referenčne vrednosti 60% BDP, v nekaterih primerih pa naj bi se v tem obdobju dejansko povečal.

Potreba so nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, zlasti v močno zadolženih državah. Te države morajo začeti odločno zniževati raven javnega dolga, saj so ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali zvišanju obrestnih mer še posebno ranljive. S celovitim izpolnjevanjem Pakta za stabilnost in rast bi bili zagotovljeni odprava proračunskih neravnovesij in vzdržna dinamika gibanja javnega dolga. Po drugi strani lahko države euroobmočja, ki imajo fiskalni manevrski prostor, tega tudi izkoristijo, na primer s povečanjem javnih naložb. Prizadevanja za to, da bi sestava državnega proračuna bolj spodbujala gospodarsko rast, bi koristila vsem državam. Koncept fiskalnega manevrskega prostora je obravnavan v okvirju 6.

Ukrepanje držav euroobmočja po oceni njihovih osnutkov proračunskih načrtov za leto 2017 je bilo nezadovoljivo.⁶ Evropska komisija je 16. novembra 2016 na podlagi jesenske napovedi ugotovila, da pri osnutkih proračunskih načrtov osmih od 18 držav članic, ki so bile vključene v oceno, obstaja tveganje neskladnosti z določbami Pakta za stabilnost in rast. Te države so Belgija, Italija, Ciper, Litva,

⁵ Naravnost fiskalne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov fiskalne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepor, kot je državna pomoč finančnemu sektorju. Koncept naravnosti fiskalne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2016.

⁶ Glej okvir z naslovom »Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2017 in proračunsko stanje v euroobmočju kot celoti«, Ekonomski bilten, številka 8, ECB, 2016.

Slovenija in Finska v preventivnem delu ter Španija in Portugalska v korektivnem delu pakta.⁷ Komisija je sredi januarja 2017 revidirala svojo oceno za Španijo, saj je španska vlada decembra svoj osnutek proračunskega načrta dopolnila, tako da je zdaj večinoma skladen s Paktom za stabilnost in rast. Na poznejših sestankih Euroskupine so se vlade držav, pri katerih je bilo ugotovljeno tveganje neskladnosti s paktom, zavezale, da bodo sprejele potrebne ukrepe za zagotovitev skladnosti s fiskalnimi pravili EU. Vendar pa je iz letošnje zimske napovedi Komisije razvidno, da nobena od teh držav ni izvedla bistvenih ukrepov za odpravo ugotovljenih konsolidacijskih vrzeli.

Komisija je 22. februarja 2017 objavila poročilo, v katerem ugotavlja, da Italija trenutno ne izpoljuje kriterija zadolženosti.⁸ Skladno s preteklo prakso bi bila lahko skladnost s preventivnim delom Pakta za stabilnost in rast olajševalni dejavnik pri ocenjevanju skladnosti z referenčno vrednostjo zmanjšanja dolga. Vendar naj bi, kot kaže letošnja zimska napoved Komisije, pri italijanskih javnih financah obstajalo tveganje precejšnjega odstopanja od zahtev iz preventivnega dela pakta. Kot je razvidno iz poročila Komisije, bi morala Italija v letu 2017 nujno doseči dodatna javnofinančna prizadevanja v višini 0,2% BDP, če se želi v letu 2017 vrniti na začrtano pot prilagoditev v smeri srednjeročnega cilja. Vendar pa bi se ob upoštevanju vseh relevantnih določb Pakta za stabilnost in rast, ki se nanašajo na fleksibilnost, s to prilagoditvijo doseglo le to, da bi Italija v letu 2017 »večinoma« izpolnjevala zahteve iz preventivnega dela. Poleg tega Komisija predvideva, da so se leta 2016 javne naložbe v Italiji nekoliko zmanjšale, čeprav bi se morale vsaj ohraniti na obstoječi ravni, da bi bila Italija lahko upravičena do uporabe naložbene klavzule. Komisija bo končno odločitev o tem, ali bo priporočila uvedbo postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Italiji, sprejela spomladi na podlagi končnih podatkov za leto 2016, svoje letošnje pomladanske napovedi ter na podlagi izpolnjevanja fiskalnih zavez, ki so jih italijanski organi dali v februarju 2017.

Pomembno je, da se orodja iz okrepljenega okvira ekonomskega upravljanja učinkovito in dosledno uporabljajo v času in med državami. Bistveno je, da se uporabljajo, kot je bilo načrtovano, da bi se zagotovil vzdržen javnofinančni položaj v državah članicah euroobmočja. Zlasti obstaja tveganje, da bo pravilo o zadolženosti postavljeno na stranski tir, če bo dejansko podrejeno preventivnemu delu Pakta za stabilnost in rast, ki morda problematiki vzdržnosti dolga pripisuje premajhen pomen. Navsezadnje je za zaupanje v evropski fiskalni okvir nujno, da se pakt izvaja dosledno in v celoti.

Poleg tega je Komisija 22. februarja 2017 objavila tudi svojo oceno prenosa fiskalnega dogovora v nacionalno zakonodajo.⁹ Pogodba o stabilnosti,

⁷ Proračunska načrta Litve in Finske bosta postala večinoma skladna s Paktom za stabilnost in rast, če bo državama odobreno zmanjšanje zahtevane hitrosti strukturnega prilagajanja srednjeročnemu cilju, za katerega sta zaprosili na podlagi klavzule o strukturnih reformah in naložbene klavzule. Spomladi bo Komisija na podlagi njunih programov stabilnosti ponovno ocenila, ali sta upravičeni do uporabe teh klavzul.

⁸ Glej https://ec.europa.eu/info/publications/italy-report-prepared-accordance-article-126-3-treaty_en.

⁹ Pogodbo o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji (PSUU), ki je medvladna pogodba, je podpisalo 25 držav, pri čemer fiskalni dogovor formalno zavezuje 22 teh držav (tj. 19 držav euroobmočja ter Bolgarijo, Dansko in Romunijo).

usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji (PSUU) kot glavno določbo vključuje zahtevo, da mora biti v nacionalno zakonodajo uvedeno pravilo o uravnoteženem proračunu, t. i. fiskalni dogovor.¹⁰ PSUU je začela veljati 1. januarja 2013, pri čemer je bil določen enoletni rok za prenos v nacionalno zakonodajo (tj. do 1. januarja 2014). Skladno s členom 8(1) PSUU mora Komisija pravočasno poročati o prenosu fiskalnega dogovora v nacionalno zakonodajo. V oceni Komisije, objavljeni 22. februarja 2017, je obravnavan samo prenos fiskalnega dogovora v zakonodajo, ne pa tudi njegova uporaba v praksi. Komisija je ugotovila, da so kljub razlikam med posameznim državami »vse pogodbenice zaradi zahtev fiskalnega dogovora [...] znatno prilagodile svoj nacionalni fiskalni okvir«. Vse pogodbenice so tako uvedle zavezajoče pravilo o uravnoteženem proračunu s predvidenim popravljalnim mehanizmom, ki se sproži samodejno v primeru precejšnjih odklonov od srednjeročnega cilja ali prilagoditvene poti za njegovo dosego. Poleg tega je Komisija potrdila, da upoštevanje tega pravila spremišča neodvisna nacionalna fiskalna institucija. Vendar pa je pri precejšnjem številu držav ocena »skladen«, ki jo dodeli Komisija, pogojena s formalnimi zavezami nacionalnih organov, da bodo izvajali preostale dele fiskalnega dogovora. Ti pomisleki se nanašajo zlasti na vsebino pravila o uravnoteženem proračunu, na uporabo načela »upoštevaj ali pojasnik«, če vlade ne upoštevajo priporočil neodvisnih institucij, ki izvajajo spremjanje, ter na postopke za aktiviranje popravljalnega mehanizma. Ker so to osrednji elementi fiskalnega dogovora, za zdaj še ni jasno, ali bo način uveljavljanja fiskalnega dogovora sprejemljiv in zadosten za uspešno delovanje nacionalnih fiskalnih okvirov.

¹⁰ Glej tudi članek z naslovom »*A fiscal compact for a stronger Economic and Monetary Union*«, Monthly Bulletin, ECB, maj 2012, ter okvir z naslovom »Glavni elementi fiskalnega dogovora«, Mesečni bilten, ECB, marec 2012.

Okvirji

1

Gibanja na finančnih trgih v nastajajočih tržnih gospodarstvih po lanskih ameriških predsedniških volitvah v primerjavi z obdobjem po govoru o zmanjšanju v letu 2013

Ta okvir primerja tržne odzive v ZDA in nastajajočih tržnih gospodarstvih od ameriških predsedniških volitev v letu 2016 z gibanji v obdobju »po govoru o zmanjšanju« kvantitativnega rahljanja v ZDA v letu 2013 in izpostavlja tveganja v obetih za nastajajoča tržna gospodarstva, ki izhajajo iz ameriških politik.

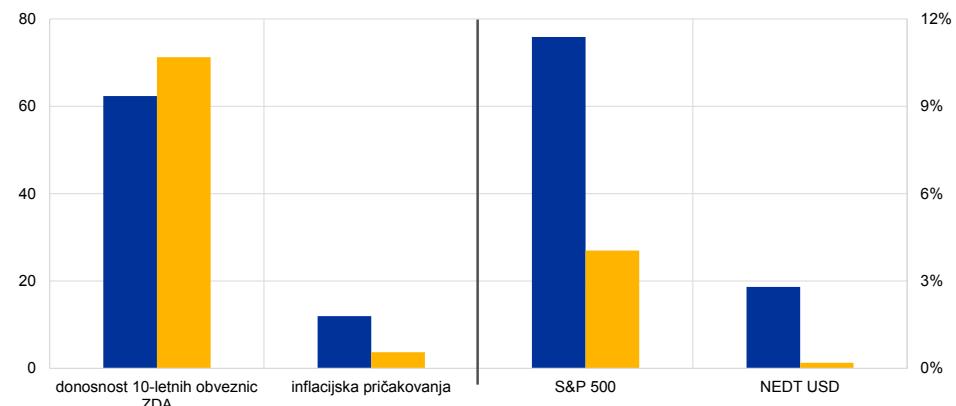
V obeh obdobjih so bila pričakovanja hitrejše normalizacije ameriške denarne politike povezana z velikimi premiki na finančnih trgih v ZDA (glej graf A). Maja 2013 je govor predsednika ameriške centralne banke Bena Bernankeja, v katerem je napovedal, da bo Fed začel zmanjševati nakupe sredstev v okviru tretjega programa kvantitativnega rahljanja, povzročil močno povečanje donosnosti ameriških državnih obveznic. Od lanskih predsedniških volitev se je donosnost obveznic povečala v podobnem obsegu. Toda v nasprotju z gibanji v letu 2013 so se povzpeli tudi delniški trgi, tržna merila ameriških inflacijskih pričakovanj so se povečala, dolar pa se je okreplil. V obeh obdobjih je krivulja donosnosti za vse ročnosti preskočila navzgor.

Graf A

Spremembe delniških tečajev, donosnosti obveznic, inflacijskih pričakovanj in deviznega tečaja dolarja po ameriških predsedniških volitvah v letu 2016 v primerjavi s spremembami v obdobju »po govoru o zmanjšanju«

(v odstotkih (desna stran); v bazičnih točkah (leva stran))

■ po volitvah v ZDA
■ po govoru o zmanjšanju



Viri: Bloomberg, Federal Reserve Board in izračuni ECB.

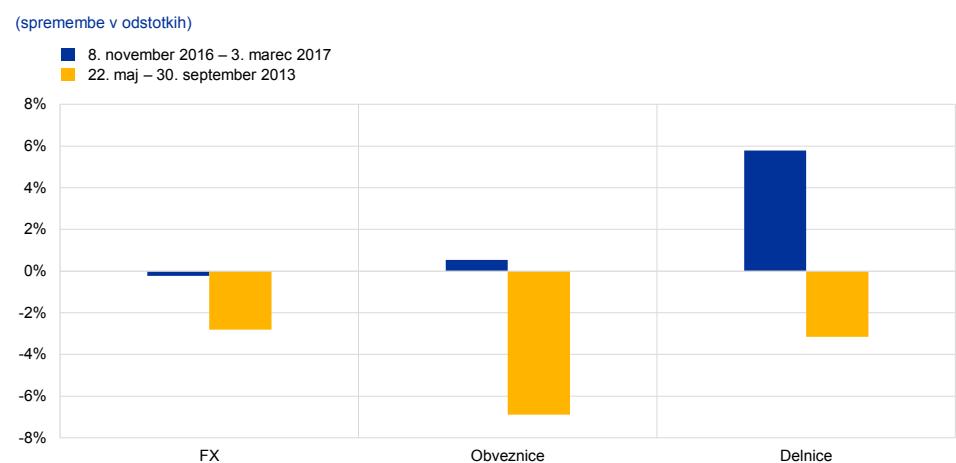
Opomba: »inflacijska pričakovanja« se nanaša na serijo »US Inflation Compensation: Coupon Equivalent Forward Rate: 5-10 years«, »NEDT USD« je nominalni efektivni devizni tečaj ameriškega dolarja, »po ameriških volitvah« se nanaša na spremembe med 8. novembrom 2016 (datum seje zveznega odbora za odprt trg (FOMC)) in 3. marcem 2017, »po govoru o zmanjšanju« pa se nanaša na spremembe med 22. majem in 19. septembrom 2013.

Vseeno se zdi, da so bili razlogi za povečanje donosnosti ameriških obveznic v obeh primerih različni. V sedanjem primeru interakcija med ameriškimi delniškimi tečaji, donosnostjo obveznic in tečajem dolarja nakazuje, da gibanja na ameriških trgih finančnih sredstev poganja pozitivni šok iz povpraševanja. Tržna pričakovanja, da bo nova vlada uvedla spodbujevalne javnofinančne ukrepe, so se očitno še posebej močno odrazila v zviševanju cen delnic in zniževanju cen obveznic. Nasprotno se zdi, da je po govoru o zmanjšanju v letu 2013 šok denarne politike – premik tržnih pričakovanj glede prihodnjega razvoja denarne politike – privadel do zvišanja obvezniških donosov.

Zaradi tega je bila reakcija finančnih trgov v nastajajočih tržnih gospodarstvih v zadnjih mesecih na splošno blažja kot v obdobju »po govoru o zmanjšanju«. V tednih po ameriških predsedniških volitvah so valute teh gospodarstev oslabile, cene obveznic so se znižale (tj. donosnost se je povečala), delniški tečaji pa so močno upadli. Začetno znižanje cen obveznic in delnic v teh gospodarstvih se je kasneje obrnilo, tako da so se cene delnic v nastajajočih tržnih gospodarstvih povzpele celo nad ravni pred volitvami, odbili pa so se tudi devizni tečaji. Nasprotno je v obdobju po govoru o zmanjšanju upad deviznih tečajev ter cen obveznic in delnic vztrajal bistveno dalj časa (glej graf B). V bistvu se je z razprodajo v maju 2013 začel dolgoročen navzdol usmerjen trend v cenah finančnih sredstev nastajajočih tržnih gospodarstev, ki je trajal vse do začetka leta 2016.

Graf B

Spremembe cen finančnih sredstev v nastajajočih tržnih gospodarstvih po lanskih volitvah v ZDA in po govoru o zmanjšanju



Vir: Bloomberg in izračuni ECB.

Opombe: »FX« je trgovinsko tehtan indeks valut nastajajočih trgov (EM currency index, EMCI), ki ga izračunava JP Morgan. »Obveznice« je indeks cen obveznic za državni dolg, izražen v ameriških dolarjih (US dollar-denominated sovereign debt, EMBI), ki ga izračunava JP Morgan. »Delnice« je svetovni indeks za nastajajoče trge, ki ga izračunava MSCI.

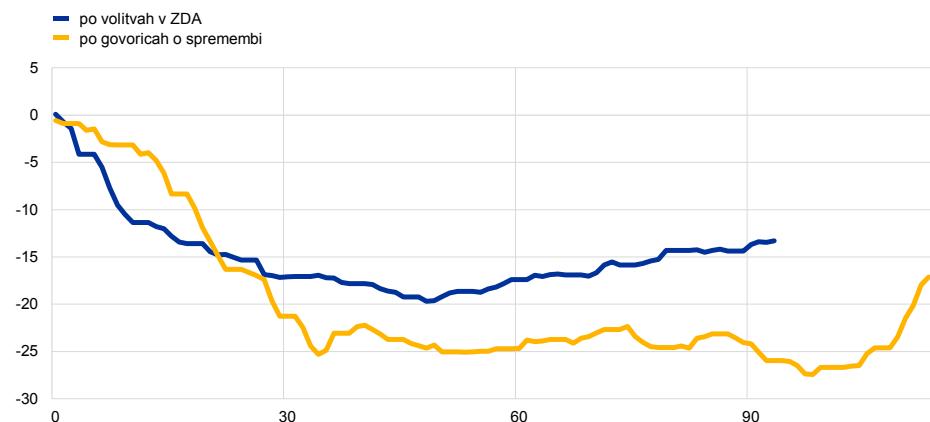
Nedavni odlivi iz delnic in obveznic nastajajočih tržnih gospodarstev so manjši, kot so bili v obdobju po govoru o zmanjšanju. Kumulativni odlivi iz portfeljev teh gospodarstev v mesecu po ameriških volitvah so dosegli 17 milijard USD (po podatkih inštituta Institute of International Finance), kar je le malo manj kot v enem mesecu po govoru o zmanjšanju, ko so znašali 21 milijard USD (glej graf C). Nedavna gibanja je zaznamovalo predvsem umikanje naložb iz obvezniških trgov nastajajočih tržnih gospodarstev, kar odraža izrazito povečanje donosnosti ameriških

državnih obveznic. Vseeno so se v začetku leta kapitalski odlivi obrnili, kar je prispevalo k temu, da so se finančni trgi v nastajajočih tržnih gospodarstvih stabilizirali. V obeh primerih so se odlivi iz portfeljev nerezidentov hitro obrnili, tako da ni prišlo do nikakršnega nenadnega zastoja.

Graf C

Odlivi iz portfeljev nerezidentov iz nastajajočih tržnih gospodarstev po lanskih ameriških predsedniških volitvah in po govoru o zmanjšanju

(os x: število dni od začetka obdobja; dnevni kumulativni tokovi v mrd USD)



Viri: Institute of International Finance in izračuni ECB.

Opombe: »po ameriških volitvah« se nanaša na kumulativne spremembe od 8. novembra 2016 do 9. februarja 2017, »po govoru o zmanjšanju« pa se nanaša na kumulativne spremembe od 23. maja do 13. septembra 2013. Skupni tokovi zajemajo osem nastajajočih tržnih gospodarstev, ki objavljajo dnevne podatke o portfeljskih terjatvah: Indonezija, Indija, Južna Koreja, Tajska, Južnoafriška republika, Brazilija, Filipini in Turčija.

Čeprav so gibanja na finančnih trgih v nastajajočih tržnih gospodarstvih na splošno benigna, prevladujejo v obetih za te države navzdol usmerjena tveganja, ki so povezana predvsem z morebitno okrepitevijo protekcionističnega razpoloženja, usmerjenega proti glavnim nastajajočim tržnim gospodarstvom, kar bi lahko prizadelo svetovno trgovinsko menjavo. Če bodo protekcionistični ukrepi dejansko izvedeni, lahko več kot izničijo pozitivne učinke močnejše aktivnosti v ZDA in bi oteževali rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na primer, možnost vzpona protekcionizma je že prispevala k povečani negotovosti glede prihodnje trgovinske menjave Mehike z ZDA, kar poslabšuje obete za rast v tej državi. Poleg tega ima izvoz iz številnih nastajajočih tržnih gospodarstev navadno zelo velik delež uvoza. Zaradi tesne medsebojne povezanosti teh dobavnih verig bi vsako povečanje trgovinskih ovir imelo hude posledice in bi sprožilo povratne učinke na svetovni ravni.

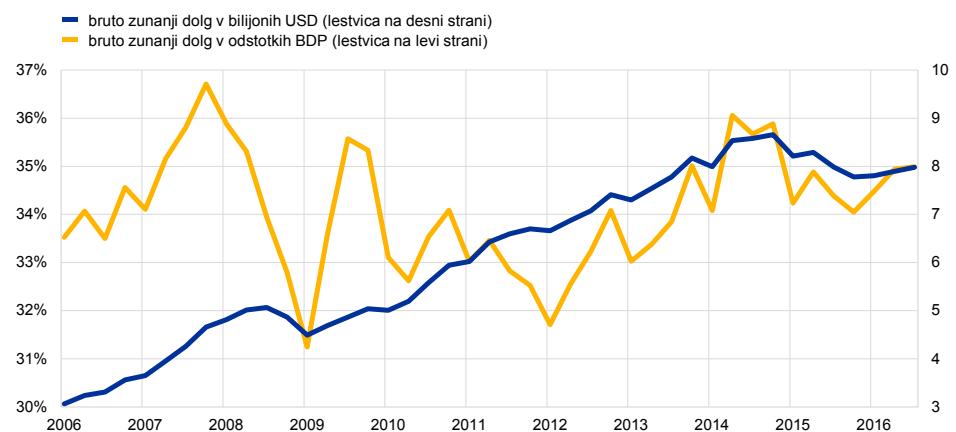
Poleg tega bi se zaradi kopiranja zunanjega dolga nastajajočih tržnih gospodarstev, v povezavi z dejstvom, da podjetja in banke v teh državah najraje uporabljajo dolarsko financiranje, nekatere od teh držav lahko znašle v ranljivem položaju. Zunanji dolg je v mnogih nastajajočih tržnih gospodarstvih po svetovni finančni krizi narasel in se od govora o zmanjšanju še naprej povečeval, kar je bila predvsem posledica zelo sproščenih svetovnih pogojev financiranja (glej graf D). Ker se dolar zdaj krepi, obrestne mere po vsem svetu pa naraščajo, postaja odplačevanje dolga vse težje. Poleg tega bi v državah, ki se soočajo z okrepljenimi inflacijskimi pritiski zaradi strme depreciacije valute, centralne banke lahko bile

prisiljene dodatno zaostriči denarno politiko, kar bi še povečalo breme servisiranja dolga, ki izvira iz kreditov v domači valuti. Na splošno bi višja stopnja servisiranja dolga lahko zavirala gospodarsko aktivnost, kar bi imelo negativne posledice za potrošnjo in naložbe v prizadetih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Graf D

Bruto zunanji dolg nastajajočih tržnih gospodarstev

(v odstotkih BDP, v bilijonih USD)



Viri: Svetovna banka in nacionalni viri za BDP.

Opomba: Ta serija je agregat 14 držav (Argentina, Brazilija, Kitajska, Indija, Indonezija, Mehika, Rusija, Južnoafriška republika, Južna Koreja, Turčija, Hongkong, Malezija, Singapur in Tajska).

2

Analiza neto odlivov portfeljskih naložb v euroobmočju

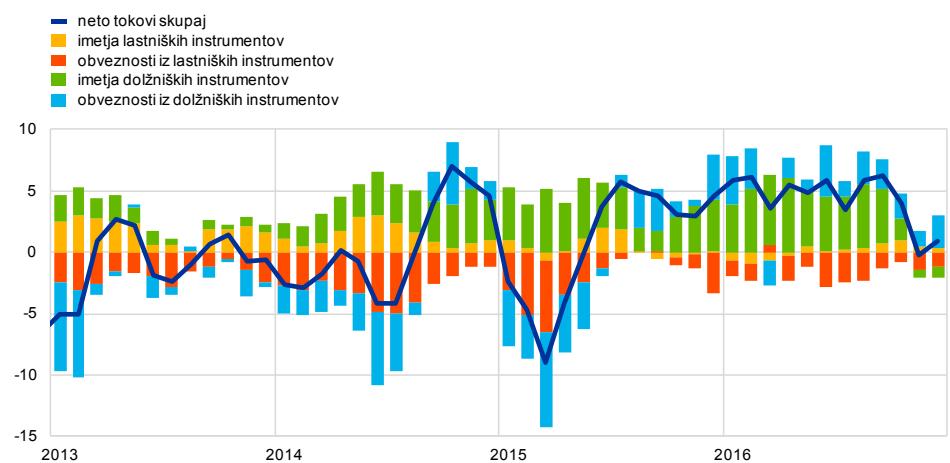
Ta okvir predstavlja analizo novejših tokov portfeljskih naložb na finančnem računu euroobmočja. Leta 2016 se je presežek tekočega računa euroobmočja odrazil predvsem v finančnem računu plačilne bilance v obliki neto odlivov portfeljskih naložb in – v manjši meri – neposrednih naložb.

Leta 2016 je euroobmočje zabeležilo neto odlive portfeljskih naložb zaradi uravnoteženja v korist dolžniških vrednostnih papirjev zunaj euroobmočja tako s strani vlagateljev v euroobmočju kot tudi tistih zunaj euroobmočja (glej graf A). V primeru rezidentov euroobmočja je to pomenilo nadaljevanje izrazitega preusmerjanja k dolžniškim vrednostnim papirjem zunaj euroobmočja, kar se nadaljuje vse od druge polovice leta 2014. Letni neto nakupi tujih dolžniških vrednostnih papirjev (izdanih zunaj euroobmočja), ki so jih opravili vlagatelji iz euroobmočja, so leta 2016 skupno znašali 364 milijard EUR, kar je le malo manj od rekordne vrednosti v višini 382 milijard EUR iz leta 2015. Vendar pa to prikriva dejstvo, da so vlagatelji v zadnjem četrtletju 2016 postali neto prodajalci tujih dolžniških vrednostnih papirjev, kar se je zgodilo prvič od drugega četrtletja 2012. Neto prodaja tujih dolžniških vrednostnih papirjev je v omenjenem četrtletju skupno znašala 26 milijard EUR. Neto naložbe rezidentov euroobmočja v tuje lastniške instrumente so leta 2016 ostale umirjene in skupno znašale 12 milijard EUR.

Graf A

Razčlenitev tokov portfeljskih naložb v euroobmočju

(kot odstotek BDP; 3-mesečna drseča sredina)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih vrednostnih papirjev (izdanih zunaj euroobmočja), ki so jih (jo) opravili vlagatelji iz euroobmočja. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto prodajo (nakupe) vrednostnih papirjev euroobmočja, ki so jo (jih) opravili vlagatelji zunaj euroobmočja. Kar zadeva neto tokove, pozitivna (negativna) številka kaže neto odlive (prilive) iz euroobmočja (v euroobmočje). Lastniški instrumenti vključujejo delnice investicijskih skladov. Zadnji podatki se nanašajo na december 2016.

Vlagatelji zunaj euroobmočja so bili leta 2016 neto prodajalci dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja – kar se je zgodilo prvič od uvedbe eura.

Njihova neto prodaja dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja je v letu 2016 skupno znašala 192 milijard EUR, medtem ko so v letu 2015 neto nakupi znašali 30 milijard EUR. To je bilo večinoma posledica neto prodaje državnih dolžniških vrednostnih papirjev (skupno je znašala 116 milijard EUR in je bila večinoma rezultat prodaje v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja) in neto prodaje dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale denarne finančne institucije (DFI) v euroobmočju (skupno je znašala 63 milijard EUR). Po drugi strani so vlagatelji zunaj euroobmočja ostali neto kupci lastniških instrumentov euroobmočja, čeprav so se njihovi neto nakupi leta 2016 znižali na 126 milijard EUR v primerjavi z 268 milijardami EUR leta 2015.

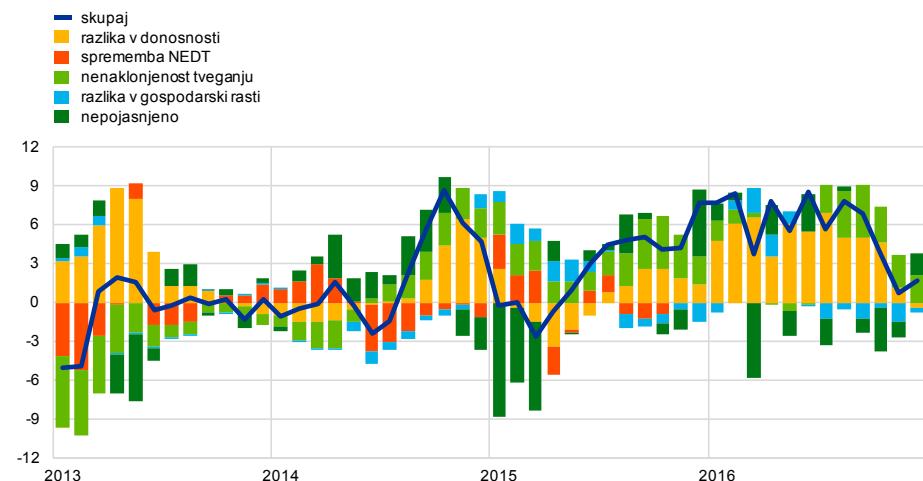
Na neto odlive portfeljskih dolžniških instrumentov v letu 2016 so pomembno vplivale vztrajno negativne razlike v obrestnih merah v primerjavi z drugimi razvitimi gospodarstvi (glej graf B). Empirična ocena prispevka izbranih ekonomskih in finančnih spremenljivk – ki se časovno spreminja – h gibaju neto tokov portfeljskih dolžniških instrumentov v euroobmočju kaže, da so imele v letu 2016 razlike v obrestnih merah pomembno vlogo.¹¹ Povprečna razlika v donosnosti med državnimi obveznicami euroobmočja in državnimi obveznicami ZDA, tehtana z BDP, je na primer leta 2016 znašala približno –1,0 odstotne točke pri 10-letnih obveznicah in –1,4 odstotne točke pri 5-letnih obveznicah. Te ocene obenem kažejo, da je k neto odlivom portfeljskih dolžniških instrumentov v drugi polovici leta 2016 delno prispevala nenaklonjenost vlagateljev tveganju, kar je lahko povezano z začasnimi dvigi kazalnikov stresa na finančnih trgih po britanskem referendumu o članstvu v EU junija 2016.

¹¹ Ocene časovno spremenljivih dejavnikov, ki vplivajo na neto portfeljske tokove v euroobmočju, temeljijo na modelu v okrnjeni obliki s časovno spremenljivimi koeficienti regresije, ki pokriva tako spremembe razpoloženja na trgi kot tudi spremembe pogojnih korelacij med temeljnimi dejavniki in finančnimi tokovi. Temeljni dejavniki vključujejo (i) sestavljeni kazalnik sistemskega stresa ECB (CISS) kot približek za stopnjo nenaklonjenosti vlagateljev tveganju, (ii) nominalni efektivni devizni tečaj (NETD) eura v primerjavi z valutami 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, (iii) razliko med razvitimi gospodarstvi v euroobmočju in zunaj njega z vidika rasti industrijske proizvodnje ter (iv) razliko v donosnosti med državnimi obveznicami euroobmočja in državnimi obveznicami razvitih gospodarstev zunaj euroobmočja. Model se ocenjuje enkrat mesečno na podlagi Kalmanovega filtra z metodo največjega verjetja. Več informacij je v okvirju 4 v članku z naslovom »Euro area cross-border financial flows«, Monthly Bulletin, ECB, februar 2012.

Graf B

Modelske ocene dejavnikov, ki vplivajo na neto odlive portfeljskih dolžniških instrumentov

(kot odstotek BDP; 3-mesečna drseča sredina; prispevki spremenljivk)



Vira: ECB in Eurostat.

Opombe: Pozitivna (negativna) številka kaže neto odlive (prilive) iz euroobmočja (v euroobmočje). Za več informacij o spremenljivkah glej opombo 1 v tem okvirju. Zadnji podatki se nanašajo na december 2016.

Glede na podatke, ki so na voljo za prva tri četrtletja 2016, so neto nakupe tujih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih v tem obdobju opravili rezidenti euroobmočja, predstavljali skoraj izključno dolgoročni dolžniški instrumenti in so bili predvsem posledica transakcij »drugih finančnih družb«. Ta skupina, ki vključuje investicijske in pokojninske sklade ter zavarovalnice, je predstavljala približno 74% neto nakupov tujih dolžniških instrumentov v euroobmočju v tem obdobju, medtem ko so »drugi zasebni subjekti«¹² in DFI brez Eurosistema predstavljali 14% oziroma 7%. Približno 40% tujih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih kupili rezidenti euroobmočja, so izdale vlade držav zunaj euroobmočja, medtem ko so vrednostni papirji, ki so jih izdali DFI, druge finančne družbe in drugi zasebni subjekti zunaj euroobmočja, predstavljali preostanek (vsak približno 20%).

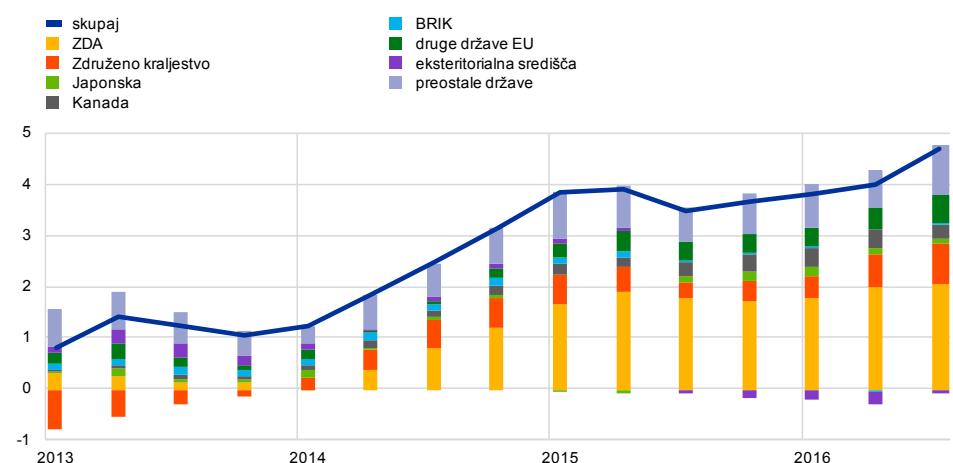
Portfeljske dolžniške naložbe, ki so jih vlagatelji iz euroobmočja opravili zunaj euroobmočja, so bile tudi leta 2016 skoncentrirane na druga razvita gospodarstva (glej graf C). Glede na podatke, ki so na voljo za prva tri četrtletja 2016, je 46% neto nakupov tujih dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih opravili vlagatelji iz euroobmočja, v tem obdobju vključevalo vrednostne papirje, ki so jih izdale ZDA, tem pa so sledili Združeno kraljestvo (17%), druge države članice EU (13%) in Kanada (4%). Skupni neto nakupi dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jih izdale Brazilija, Kitajska, Indija in Rusija, so še vedno predstavljali manj kot 1% vseh neto nakupov.

¹² To so nefinančne družbe, gospodinjstva in nepridobitne institucije, ki opravljajo storitve za gospodinjstva (NPISG).

Graf C

Geografska razčlenitev neto nakupov tujih portfeljskih dolžniških vrednostnih papirjev s strani vlagateljev iz euroobmočja

(v odstotkih BDP euroobmočja; drseča sredina štirih četrtletij)



Vira: ECB in Eurostat.

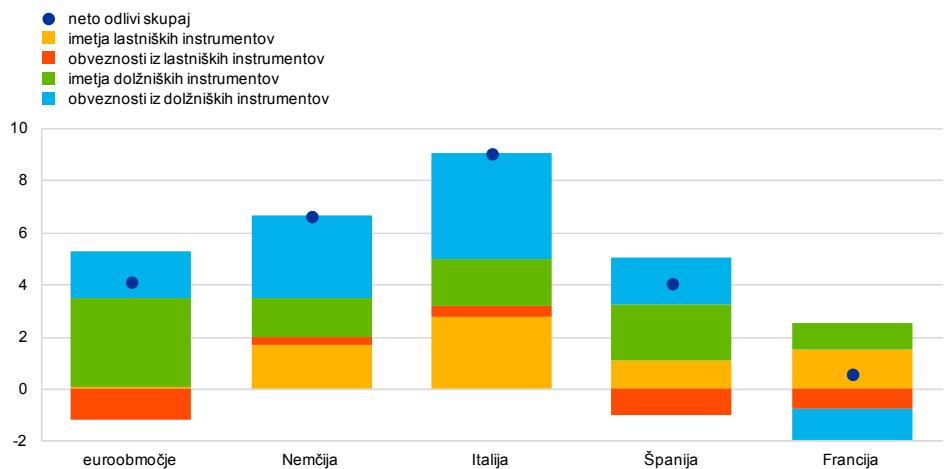
Opombe: »BRIK« obsega Brazilijo, Rusijo, Indijo in Kitajsko; »preostala EU« obsega države članice EU zunaj euroobmočja, razen Združenega kraljestva. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2016.

Podatki po državah kažejo neto odlive portfeljskih naložb v največjih državah euroobmočja, k čemur so prispevali neto prodaja domačih dolžniških vrednostnih papirjev s strani tujih vlagateljev in neto nakupi tujega finančnega premoženja s strani domačih vlagateljev (glej graf D). Največjo neto prodajo dolžniških vrednostnih papirjev, ki so jo opravili tuji vlagatelji, so zabeležili v Italiji (4,1% BDP), sledili sta Nemčija (3,1% BDP) in Španija (1,8% BDP), medtem ko so bili tuji vlagatelji neto kupci francoskih dolžniških vrednostnih papirjev (z neto nakupi v skupni vrednosti 1,2% BDP). Španija in Francija sta imeli tudi neto prilive portfeljskih naložb v lastniške instrumente s strani tujih vlagateljev. V nasprotju s finančnim računom euroobmočja pa je na ravni držav opaziti izrazite neto čezmejne tokove portfeljskih lastniških instrumentov. To je mogoče pojasniti z močnimi čezmejnimi tokovi v investicijske sklade v euroobmočju – ki imajo večinoma sedež v finančnih središčih euroobmočja. Leta 2016 so neto čezmejni tokovi v investicijske sklade predstavljali večino tokov portfeljskih lastniških instrumentov v posameznih državah euroobmočja, ti tokovi pa so bili največji v Italiji. Poleg tega so bili vlagatelji v Franciji, Nemčiji, Italiji in Španiji leta 2016 neto kupci tujih dolžniških vrednostnih papirjev, ti neto nakupi pa so skupno znašali od 1% do 2% BDP.

Graf D

Razčlenitev neto tokov portfeljskih naložb v letu 2016

(kot odstotek BDP)



Vir: ECB.

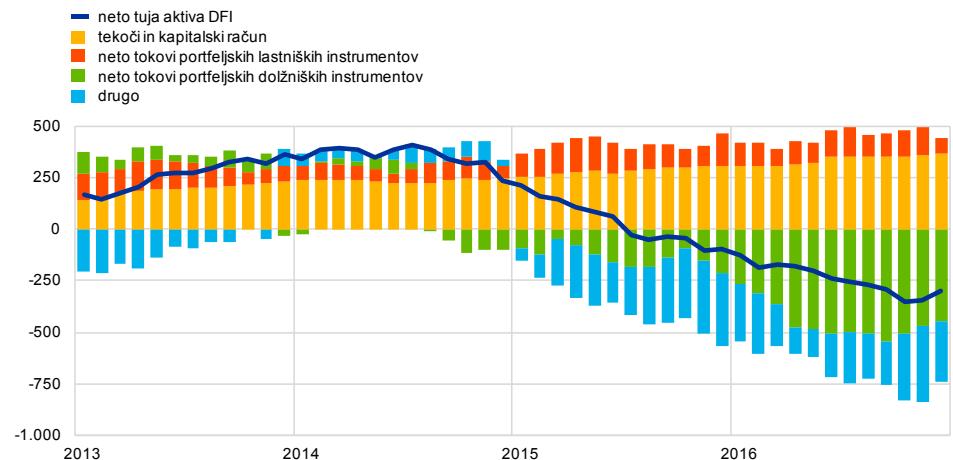
Opombe: Kar zadeva imetja, pozitivna (negativna) številka kaže neto nakupe (prodajo) tujih vrednostnih papirjev, ki so jih (jo) opravili domači vlagatelji. Kar zadeva obveznosti, pozitivna (negativna) številka kaže neto prodajo (nakupe) domačih vrednostnih papirjev, ki so jo (jih) opravili tuji vlagatelji. Kar zadeva neto tokove, pozitivna (negativna) številka kaže neto odlive (prilive) iz zadevne države/euroobmočja (v zadevno državo/euroobmočje). Lastniški instrumenti vključujejo delnice investicijskih skladov.

V nedenarnem sektorju je prerezposejanje portfeljev iz dolžniških vrednostnih papirjev euroobmočja v letu 2016 še naprej zaviralo neto tujo aktivo DFI euroobmočja (glej graf E). Tokovi portfeljskih naložb v euroobmočju, ki ne vključujejo denarnega sektorja, so tesno sledili dinamiki celotnega gospodarstva, kot kaže graf A. Neto tuja aktiva DFI odraža transakcije, ki izhajajo iz trgovinskih in finančnih tokov nedenarnega sektorja. Iz denarnega prikaza plačilne bilance je videti, da so neto odlivi portfeljskih dolžniških instrumentov v nedenarnem sektorju v letu 2016 preko neto tuje aktive DFI vse bolj negativno vplivali na medletno rast agregata M3 v euroobmočju. Nasprotno so neto tujo aktivo DFI še naprej spodbujale transakcije nedenarnih sektorjev, povezane s presežkom tekočega računa euroobmočja, in v manjši meri neto prilivi lastniških instrumentov.

Graf E

Denarni prikaz plačilne bilance

(v milijardah EUR; 12-mesečna drseča vsota mesečnih tokov)



Vir: ECB.

Opombe: Pozitivna (negativna) številka se nanaša na neto priliv (odliv)/povečanje (zmanjšanje) neto tuje aktive DFI. Vse plačilnobilančne transakcije se nanašajo na nedenaarne sektorje. »Drugo« vključuje neto tokove neposrednih tujih naložb, ostale naložbe in izvedene finančne instrumente, neskladje med plačilnobilančno in denarno statistiko ter napake in opustitve. Zadnji podatki se nanašajo na decembra 2016.

3

Vpliv nestandardnih ukrepov ECB na pogoje financiranja: preučitev novejših podatkov

Od junija 2014 je ECB sprejela vrsto nestandardnih ukrepov denarne politike, da bi se inflacija srednjoročno vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje. Med temi ukrepi so bile ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR), znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v negativno območje ter razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev naložbenega razreda, ki jih je izdal zasebni in javni sektor. Ta sklop ukrepov je podkrepila prihodnja usmeritev glede ključnih obrestnih mer ECB, ki bodo po pričakovanjih »ostale na sedanji ali nižji ravni daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev«, ter glede nakupov vrednostnih papirjev, ki se bodo predvidoma nadaljevali s sedanjo dinamiko »do konca decembra 2017 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju«. ECB je v okviru prihodnje usmeritve spet poudarila, da je pripravljena povečati velikost oziroma trajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, če bodo obeti postali manj ugodni ali če se bodo finančne razmere neutemeljeno zaostrike.

Ta okvir analizira novejše podatke o učinkovitosti teh ukrepov z vidika podpore pogojem financiranja in kreditnemu posredovanju. Sprejetje nestandardnih ukrepov denarne politike v večjih centralnih bankah ter njihovi učinki in mehanizmi, po katerih delujejo, so bili v zadnjih nekaj letih predmet številnih akademskih raziskav.¹³ Ta okvir obravnava nekaj ključnih ugotovitev, ki jih je mogoče povzeti iz raziskav o euroobmočju, s poudarkom na spremembah cen na finančnih trgih in ravnanju bank na področju kreditiranja, kar so ključne zgodnje faze v procesu transmisije ukrepov denarne politike.¹⁴ V okvirju so empirični podatki razvrščeni v tri splošne transmisijske kanale: kanal signaliziranja, kanal neposrednega prenosa in kanal uravnoteževanja portfeljev.

Prek kanala signaliziranja so nestandardni ukrepi podkrepili ECB v njeni nameri, da ohrani kratkoročne obrestne mere nizke dlje časa, in podprtli inflacijska pričakovanja. Znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na raven pod ničlo je bilo močno orodje, ki je signaliziralo, da lahko kratkoročne obrestne mere ostanejo nizke ali se celo dodatno znižajo dlje časa, kot bi sicer pričakovali. To je podkrepilo vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev na celotno krivuljo donosnosti.

¹³ V zvezi z ZDA glej na primer Krishnamurthy, A., in Vissing-Jorgensen, A., »The Effects of Quantitative Easing on Long-term Interest Rates«, *Brookings Papers on Economic Activity*, jesen 2011, str. 215–265, ter Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., in Sack, B., »The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases«, *International Journal of Central Banking*, št. 7(1), 2011, str. 3–43; v zvezi z Združenim kraljestvom glej Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I., in Tong, M., »The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom«, *International Journal of Central Banking*, št. 7(3), 2011, str. 113–161.

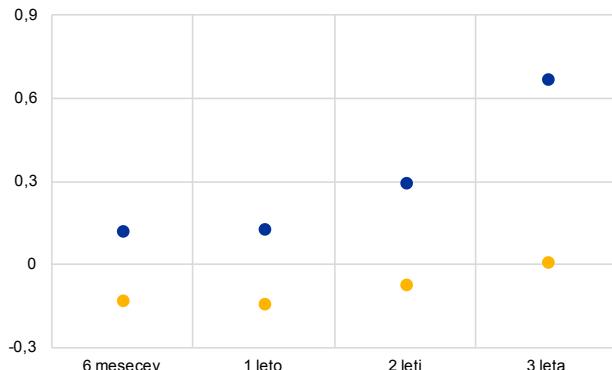
¹⁴ Za več informacij o prejšnji celoviti oceni nestandardnih ukrepov ECB glej članek z naslovom »The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2015.

Graf A

Terminske obrestne mere v 3-mesečnih zamenjavah na EONIA

(v odstotkih na leto; obdobje)

- maj 2014
- januar 2015



Vir: ECB.

Velik del znižanja v pričakovanem gibanju kratkoročnih obrestnih mer lahko pripisemo nestandardnim ukrepom denarne politike. V grafu A je primerjava med dvema sklopoma terminskih obrestnih mer v 3-mesečnih zamenjavah na EONIA (ki so približek za tržna pričakovanja o gibanju nominalnih kratkoročnih obrestnih mer).¹⁵ Prvi sklop izhaja iz maja 2014, tj. tik pred uvedbo nestandardnih ukrepov, drugi sklop pa je bil zabeležen takoj po seji Sveta ECB 22. januarja 2015, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev. V obdobju od maja 2014 do januarja 2015 so bila tržna pričakovanja glede obrestnih mer popravljena močno navzdol, kot je na primer razvidno iz znižanja obrestnih mer v zamenjavah na indeks transakcij čez noč čez tri leta, ki so se znižale za približno 70 bazičnih točk. Poleg ukrepov denarne politike je k spremembam tržnih pričakovanj verjetno prispevala vrsta dejavnikov.

V strokovni literaturi je ena od metod za ugotavljanje

prispevka, ki ga imajo ukrepi ECB, analiza sprememb cen finančnega premoženja okoli datumov napovedi ukrepov (ta pristop se imenuje »informacije na podlagi analize dogodkov«).¹⁶ Ta pristop potrjuje, da lahko pomemben del znižanja v pričakovanem gibanju kratkoročnih obrestnih mer pripisemo nestandardnim ukrepom denarne politike.¹⁷ Poleg tega kaže, da so ti ukrepi imeli učinek signaliziranja na inflacijska pričakovanja, ki so se izrazito povečala, zlasti okoli datumov napovedi različnih programov nakupa vrednostnih papirjev.¹⁸ Ponovno zasidranje inflacijskih pričakovanj je pomembno, da se gibanje inflacije vzdržno približa inflacijskemu cilju.¹⁹

¹⁵ Terminske obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč načeloma ne morejo v celoti odražati pričakovanih kratkoročnih obrestnih mer v prihodnosti, ker lahko vključujejo komponento časovne premije. Zaradi osredotočenosti na kratke in srednje ročnosti je ta vidik nekoliko manj pomemben glede na to, da je nadomestilo za tveganje pri takih ročnostih bolj omejeno.

¹⁶ Finančni trgi so usmerjeni v prihodnost, zato se bodo cene finančnega premoženja odzivale na ukrepe denarne politike takrat, ko se bodo oblikovala in spreminjača pričakovanja teh ukrepov, zlasti v času napovedi ukrepov. Podoben pristop na podlagi analize dogodkov je bil uporabljen za oceno ukrepov denarne politike v ZDA in Združenem kraljestvu. V zvezi z ZDA glej na primer Krishnamurthy, A., in Vissing-Jørgensen, A., op. cit., v zvezi z Združenim kraljestvom pa glej Joyce, M.A.S., Lasaosa, A., Stevens, I., in Tong, M., op. cit.

¹⁷ Kanal signaliziranja je prispeval tudi k zmanjšanju negotovosti glede prihodnjih obrestnih mer. Manjša volatilnost obrestnih mer zmanjšuje verjetnost večjih nihanj obrestnih mer, zato so tudi obveznice z dolgimi ročnostmi manj tvegane, kar povzroča znižanje časovnih premij.

¹⁸ Med drugim je bilo ugotovljeno, da so se z napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev januarja 2015 povečala inflacijska pričakovanja pri vseh ročnostih, pri čemer se je učinek gibal med 10 in 30 bazičnimi točkami pri 5-letnih inflacijskih pričakovanjih, ki izhajajo iz pogodb o zamenjavi na inflacijo. Glej Altavilla, C., Carboni, G., in Motto, R., »Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area«, ECB Working Paper Series, št. 1864, ECB, 2015, in Ambler, S., in Rumler, F., »The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy Announcements in the Euro Area: An Event and Econometric Study«, Oesterreichische Nationalbank Working Papers, št. 212, Oesterreichische Nationalbank, 2017.

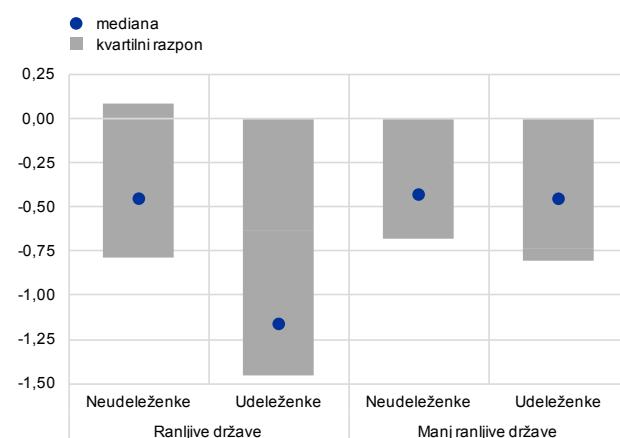
¹⁹ Ocena na podlagi modela kaže, da lahko kanal ponovnega zasidranja pričakovanj predstavlja eno tretjino učinka programa nakupa vrednostnih papirjev na inflacijo. Glej Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., in Karadi, P., »The ECB's asset purchase programme: an early assessment«, ECB Working Paper Series, št. 1956, ECB, 2016.

Prek kanala neposrednega prenosa je denarna politika spodbudila nadaljnje izrazito izboljšanje v tržnih segmentih, ki so cilj nestandardnih ukrepov. Poleg tega, da prinašajo splošno izboljšanje kreditnih razmer, je namen ukrepov denarne politike ECB neposredno izboljšati način, kako se nastale spodbude prenesejo na posojilne pogoje za gospodinjstva in podjetja. Učinkovitost tega kanala je najočitnejša v primeru ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, ki imajo vgrajene mehanizme spodbud, katerih namen je zagotoviti, da se ugodni stroški financiranja, ki so na voljo bankam, prenesejo na končne posojilojemalce.²⁰

Graf B

Spremembe v obrestnih merah za posojila nefinančnim družbam: operacije CUODR-I

(v odstotnih točkah)



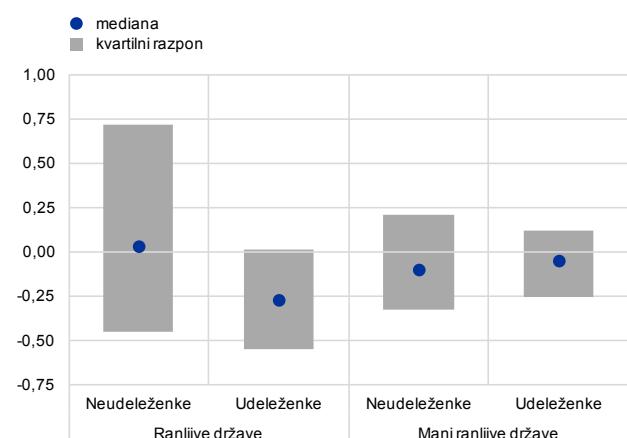
Vir: ECB.

Opombe: Graf zajema obdobje od junija 2014 do julija 2015. V »ranljivih« državah skupino »neudeležen« sestavlja 10 bank, medtem ko skupino »udeležen« sestavlja 49 bank. V »manj ranljivih« državah skupino »neudeležen« sestavlja 71 bank, medtem ko skupino »udeležen« sestavlja 43 bank.

Graf C

Spremembe v obrestnih merah za posojila nefinančnim družbam: operacije CUODR-II

(v odstotnih točkah)



Vir: ECB.

Opombe: Ta graf zajema obdobje od marca do decembra 2016. V »ranljivih« državah skupino »neudeležen« sestavlja 24 bank, medtem ko skupino »udeležen« sestavlja 47 bank. V »manj ranljivih« državah skupino »neudeležen« sestavlja 73 bank, medtem ko skupino »udeležen« sestavlja 51 bank.

Grafa B in C prikazujeta podatke o tem kanalu na podlagi informacij o posojilnih obrestnih merah bank in njihovem sodelovanju v dveh serijah ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. Podatki kažejo, da so banke, ki poslujejo v ranljivih državah in so bile udeležene v ciljno usmerjenih operacijah, svoje posojilne obrestne mere znižale bolj kot neudeležene banke.²¹ To je omogočilo usmeriti spodbude s strani denarne politike na posojilojemalce v zasebnem sektorju euroobmočja, ki so spodbude najbolj potrebovali.

Nestandardni ukrepi ECB so prek kanala uravnoveževanja portfeljev znižali premije za tveganje v številnih razredih finančnega premoženja. Nakupi vrednostnih papirjev s strani centralnih bank običajno vključujejo odkup

²⁰ Te operacije so ciljno usmerjene, saj je obseg sredstev, ki si jih banke lahko sposodijo, povezan s posojili nefinančnim družbam in gospodinjstvom. Mehanizem spodbud deluje prek cenovnih učinkov v okviru CUODR-II: če sodelujoče banke presežejo svojo kvantitativno referenčno vrednost glede na ustvarjanja kreditov, se obrestna mera za njihova posojila v okviru CUODR-II zniža glede na standardne stroške zadolževanja – ki so enaki obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja, ki velja v času poravnave – in je lahko tako nizka kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, ki velja v istem času.

²¹ V tem okvirju se izraz »ranljive države« nanaša na Irsko, Grčijo, Španijo, Italijo, Ciper, Portugalsko in Slovenijo, medtem ko se izraz »manj ranljive države« nanaša na preostale države v euroobmočju.

srednjeročnih do dolgoročnejših obveznic v zameno za centralnobančne rezerve »z neomejenim trajanjem«. To vlagatelje spodbudi, da uravnotežijo svoje portfelje v korist drugih, bolj tveganih tržnih segmentov, hkrati pa sprejmejo nižje nadomestilo za prevzem tega tveganja. Do tega pride zato, ker centralnobančni nakupi sprostijo sposobnost prevzemanja tveganj v zasebnem sektorju in zmanjšajo tveganju prilagojene donose tistega finančnega premoženja, ki je cilj programov nakupa, ter tako vlagatelje spodbudijo, da razmisljijo o alternativnih naložbah. Da bi osvetlili ta kanal, grafa D in E prikazujeta spremembe donosnosti vrednostnih papirjev izbranih držav euroobmočja med tiskovno konferenco 22. januarja 2015, ko je bil napovedan program nakupa vrednostnih papirjev.²² Kot predpostavlja teorija, daljši ko je bil čas do dospetja, večje je bilo zmanjšanje donosnosti. Splošnejši odzivi cen finančnega premoženja so tudi v skladu s stališčem, da so ukrepi ECB povzročili sprostitev finančnih razmer, kar je bilo razvidno iz okrevanja delniških trgov in zmanjšanja donosnosti podjetniških obveznic okoli te napovedi. Toda če oceno omejimo na odziv trga na dan 22. januarja 2015 (dan uradne napovedi), s tem verjetno ne zajamemo dejstva, da so sporočila ECB, ki so namigovala na bližnjo uvedbo programa nakupa, začela vplivati na tržna pričakovanja že septembra 2014. Če upoštevamo učinke pričakovanja, je odziv cen finančnega premoženja kvalitativno podoben odzivu po napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev 22. januarja 2015, s kvantitativnega vidika pa program nakupa vrednostnih papirjev pojasi večino zmanjšanja donosnosti dolgoročnih obveznic euroobmočja od septembra 2014.²³ Poleg tega so se premije za tveganje znižale v številnih razredih finančnega premoženja, kar kaže prelitje učinkov na finančno premoženje, ki ni cilj teh ukrepov. Ko se je program nakupa vrednostnih papirjev pozneje ponovno umerjal, je postalo vse večji izviv, kako prepoznati učinke programa s pomočjo analiz na podlagi dogodkov, ker so udeleženci na trgu sčasoma postopno popravljali svoja pričakovanja glede ukrepov denarne politike na podlagi novo objavljenih ekonomskih podatkov.²⁴ Tudi razpoložljive študije, katerih namen je rešiti ta izviv s pomočjo časovnih vrst ter presečnih razlik v cenah finančnega premoženja in v obsegu nakupov finančnega premoženja, hkrati potrjujejo, da je mogoče z ukrepi ECB pojasniti večino zmanjšanja dolgoročnih premij za tveganje v euroobmočju od septembra 2014.²⁵

²² Grafa D in E prikazujeta spremembe donosnosti med 14.30 in 16.00 dne 22. januarja 2015 – tj. od začetka tiskovne konference in takoj po njenem zaključku.

²³ Večina učinka, ki se pripisuje programu nakupa vrednostnih papirjev, se nanaša na »učinke obsega«, tj. vztrajne spremembe donosnosti, ki so povezane z odkupom vrednostnih papirjev s strani centralnih bank. Glej na primer Altavilla, C., Carboni, G., in Motto, R., op. cit.; Blattner, S.T., in Joyce, M.A.S., »Net debt supply shocks in the euro area and the implications for QE«, ECB Working Paper Series, št. 1957, ECB, 2016; De Santis, R., »Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news«, ECB Working Paper Series, št. 1939, ECB, 2016; in Kojien, R.S.J., Kouliischer, F., Nguyen, B., in Yogo, M., »Quantitative easing in the euro area: The dynamics of risk exposure and the impact on asset prices«, Banque de France Working Papers, št. 601, Banque de France, 2016. Pomemben je tudi učinek dejanskega izvajanja nakupov (»učinki tokov«), čeprav v bolj omejenem obsegu kot učinki obsega. Glej Holm-Hadulla, F., in De Santis, R., »Flow effects of ECB sovereign bond purchases: evidence from a natural experiment«, ECB Working Paper Series, ECB, v pripravi.

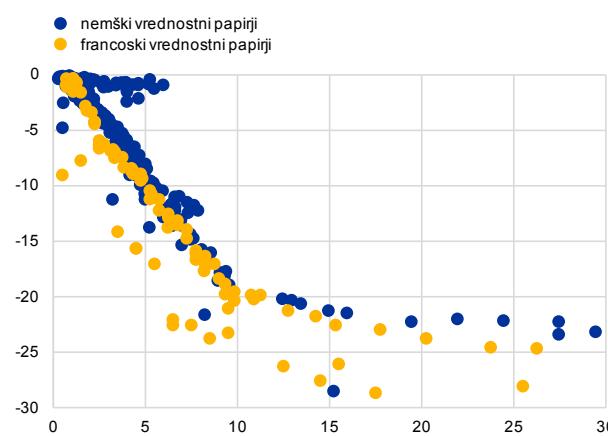
²⁴ To je bilo na primer očitno v kontekstu najnovejšega ponovnega umerjanja naravnosti denarne politike ECB na seji Sveta ECB 8. decembra 2016, ki jo je trg večinoma pričakoval, kot potrjujejo informacije na podlagi anket.

²⁵ Glej na primer Blattner, S.T., in Joyce, M.A.S., op. cit.

Graf D

Spremembe donosnosti nemških in francoskih vrednostnih papirjev po napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev 22. januarja 2015

(v bazičnih točkah; število let do dospetja)

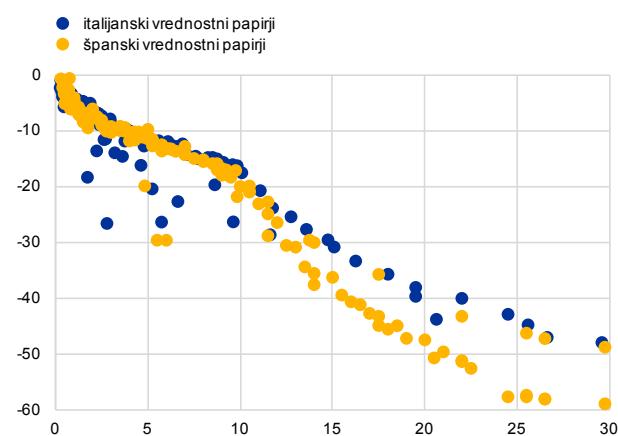


Vir: izračuni ECB.

Graf E

Spremembe donosnosti italijanskih in španskih vrednostnih papirjev po napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev 22. januarja 2015

(v bazičnih točkah; število let do dospetja)



Vir: izračuni ECB.

Kanal uravnoteževanja ni vplival le na finančno premoženje, pač pa je banke spodbudil tudi k izboljšanju kreditnih pogojev za gospodinjstva in tudi za nefinančne družbe. Vrsta empiričnih analiz izpostavlja, da so na posojilne pogoje vplivali različni ukrepi, ki so se medsebojno krepili.²⁶ Na strani obveznosti so se stroški financiranja s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja zmanjšali za banke, ki so sodelovale v teh operacijah, medtem ko sta program nakupa vrednostnih papirjev in znižanje obrestnih mer hkrati povzročila zmanjšanje stroškov financiranja za celotni bančni sistem. Na strani sredstev so negativne obrestne mere za presežno likvidnost okrepile učinke uravnoteževanja portfeljev. Implicitni stroški na presežne rezerve so namreč pospešili pretok presežnih rezerv na denarnem trgu in s tem izboljšali relativno privlačnost odobravanja posojil ali imetja vrednostnih papirjev z višjo donosnostjo. Hkrati se je posledično izboljšanje kreditnih pogojev med različnimi vrstami bank oziroma med državami razlikovalo.

Pri bankah, ki bolj uporabljajo ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in imajo večje bilančne omejitve, so ukrepi privedli do zniževanja posojilnih obrestnih mer. Na primer banke v ranljivih državah, za katere je značilna visoka stopnja udeležbe v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, so se na ukrepe denarne politike odzvale predvsem

²⁶ Glej na primer Albertazzi, U., Becker, B., in Boucinha, M., »Portfolio Rebalancing and the Transmission of Large-Scale Asset Programs: Evidence from the Euro Area«, na voljo v obliki referata v publikaciji Monetary policy pass-through and credit markets - ECB conference 27-28 October 2016, ECB, Frankfurt na Majni, 2016; Altavilla, C., Canova, F., in Ciccarelli, M., »Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through«, ECB Working Paper Series, št. 1978, ECB, 2016; in Boeckx, J., De Sola Perea, M., in Peersman, G., »The Transmission Mechanism of Credit Support Policies in the Euro Area«, Working Paper Research, št. 302, Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, 2016.

z znižanjem obrestnih mer za kreditiranje nefinančnih družb.²⁷ V takih primerih so kreditni tokovi okrevali le postopno, med drugim zaradi strukturnih potreb po razdolževanju in zaradi šibkega cikličnega povpraševanja v okolju počasnega gospodarskega okrevanja v ranljivih državah. Velik prenos na posojilne obrestne mere v državah, ki jih je finančna kriza najbolj prizadela, je večinoma posledica normalizacije prejšnjih gibanj. Posledica tega je bilo tudi zmanjšanje razpršenosti bančnih posojilnih obrestnih mer in zmanjšanje fragmentacije, kar zadeva pogoje financiranja v državah euroobmočja.²⁸

Pri bankah, ki imajo presežno likvidnost in se srečujejo z velikim povpraševanjem po kreditih, je ta spodbuda prinesla izboljšanje v obsegu posojil. Kot posledica ukrepov ECB so banke v državah, kjer se je gospodarsko okrevanje krepilo hitreje, uravnotežile svoje portfelje s povečanjem obsega kreditiranja. V teh državah je učinek na stroške zadolževanja manjši kot v bolj ranljivih gospodarstvih, verjetno zato, ker so bili razmiki in premije že zmanjšani. Poleg tega je razmeroma soliden bilančni položaj bank v manj ranljivih gospodarstvih omogočil povečanje aktive. Tudi komplementarni podatki kažejo, da so negativne ključne obrestne mere okrepile spodbude k uravnoteževanju portfeljev, saj se je pokazalo, da je povečan obseg posojil še posebno pomemben pri bankah z visoko ravnijo presežne likvidnosti.²⁹

Ob upoštevanju vseh teh dejavnikov podatki podpirajo »vidik bančnega posojanja« v transmisiji ukrepov denarne politike, v skladu s katerim stanje bančnih bilanc vpliva na pogoje bančnega kreditiranja. Podatki obenem kažejo, da transmisija nakupov vrednostnih papirjev v sistemu, ki temelji na bančništvu – kot je euroobmočje – ni šibkejša kot v sistemih, kjer so v ospredju kapitalski trgi. Spodbude ECB so skupaj z negativno obrestno mero in ciljnimi operacijami pripeljale do dejanskega izboljšanja posojilnih pogojev za realno gospodarstvo.

²⁷ Nestandardni ukrepi so do konca decembra 2015 prispevali 40 bazičnih točk k ohranjanju nizkih obrestnih mer za nova posojila podjetjem. Glej Altavilla, C., Canova, F., in Ciccarelli, M., op. cit. Glej tudi Albertazzi, U., Nobili, A., in Signoretti, F., »The Bank Lending Channel of Conventional and Unconventional Monetary Policy«, Banca d'Italia Working Papers, št. 1094, Banca d'Italia, 2016.

²⁸ Glej članek z naslovom »MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy«, *Economic Bulletin*, ECB, številka 1, 2017.

²⁹ Demiralp, S., Eisenenschmidt, J., in Vlassopoulos, T., »Negative interest rates, excess liquidity and bank business models: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area«, *ECB Working Paper Series*, ECB, v pripravi.

4

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 26. oktobra 2016 do 24. januarja 2017

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016, ki sta trajali od 26. oktobra do 13. decembra 2016 oziroma od 14. decembra 2016 do 24. januarja 2017. V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%.

Dne 21. decembra je bila izvedena tretja operacija iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II), v njej pa je bilo dodeljenih 62,2 milijarde EUR. Likvidnost, zagotovljeno s to operacijo, so delno odtehtala prostovoljna odplačila sredstev iz druge operacije CUODR-I v višini 14,2 milijarde EUR. Zaradi te injekcije neto likvidnosti v višini 48,0 milijarde EUR je skupno stanje pri obeh programih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja ob koncu obravnavanega obdobja znašalo 545,7 milijarde EUR. Poleg tega je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnem znesku 80 milijard EUR na mesec.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 993,2 milijarde EUR, kar je za 85,2 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2016). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj izključno posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 84,3 milijarde EUR na rekordnih 875,2 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale le malenkostno (glej tabelo).

Tabela

Likvidnostna situacija v Eurosistemuh

	Od 26. oktobra 2016 do 24. januarja 2017	Od 27. julija 2016 do 25. oktobra 2016	8. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		7. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)						
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.944,8	(+ 28,1)	1.916,7	1.942,8	(– 3,7)	1.946,5
Bankovci v obtoku	1.110,5	(+ 14,9)	1.095,5	1.119,1	(+ 16,1)	1.103,1
Vloge države	152,0	(+ 0,1)	151,9	143,0	(– 16,6)	159,7
Drugi avtonomni dejavniki	682,3	(+ 13,0)	669,3	680,6	(– 3,2)	683,7
Instrumenti denarne politike						
Tekoči računi	867,8	(+ 105,8)	762,0	919,0	(+ 95,2)	823,9
Obvezne rezerve	118,0	(+ 0,8)	117,2	118,8	(+ 1,4)	117,4
Odprta ponudba mejnega depozita	437,1	(+ 67,2)	369,9	434,4	(– 4,9)	439,4
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+ 0,0)	0,0	0,0	(+ 0,0)	0,0
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)						
Avtonomni likvidnostni dejavniki	1.070,0	(– 56,2)	1.126,2	1.042,1	(– 51,8)	1.093,9
Neto tuja aktiva	681,5	(– 4,7)	686,3	674,7	(– 12,8)	687,4
Neto aktiva v eurih	388,4	(– 51,5)	439,9	367,4	(– 39,1)	406,5
Instrumenti denarne politike						
Operacije odprtega trga	2.179,9	(+ 257,2)	1.922,7	2.254,3	(+ 138,3)	2.116,0
Avkcijski postopki	563,2	(+ 29,7)	533,5	583,5	(+ 37,8)	545,8
Operacije glavnega refinanciranja	34,3	(– 6,4)	40,6	34,6	(+ 0,6)	34,0
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	13,3	(– 6,1)	19,3	11,7	(– 2,9)	14,6
Operacije CUODR-I	47,2	(– 13,1)	60,3	40,8	(– 11,8)	52,6
Operacije CUODR-II	468,5	(+ 55,2)	413,2	496,4	(+ 51,8)	444,6
Dokončni portfelji	1.616,7	(+ 227,4)	1.389,2	1.670,8	(+ 100,6)	1.570,2
Prvi program nakupa kritih obveznic	13,1	(– 2,8)	15,9	12,5	(– 1,0)	13,5
Drugi program nakupa kritih obveznic	7,0	(– 0,4)	7,4	6,9	(– 0,1)	7,0
Tretji program nakupa kritih obveznic	202,7	(+ 11,2)	191,6	205,0	(+ 4,2)	200,8
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	102,2	(– 4,9)	107,1	102,2	(– 0,0)	102,2
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	22,4	(+ 1,9)	20,5	23,0	(+ 1,0)	21,9
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.221,2	(+ 198,2)	1.023,0	1.268,6	(+ 88,0)	1.180,6
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	48,0	(+ 24,2)	23,9	52,6	(+ 8,5)	44,1
Mejno posojilo	0,2	(+ 0,1)	0,1	0,2	(+ 0,1)	0,2
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)						
Agregatne likvidnostne potrebe	993,2	(+ 85,2)	908,0	1.019,9	(+ 49,5)	970,3
Avtonomni dejavniki¹	875,2	(+ 84,3)	790,8	901,1	(+ 48,2)	852,9
Presežna likvidnost	1.186,7	(+ 172,0)	1.014,7	1.234,5	(+ 88,8)	1.145,7
Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)						
Operacije glavnega refinanciranja	0,00	(+ 0,00)	0,00	0,00	(+ 0,00)	0,00
Mejno posojilo	0,25	(+ 0,00)	0,25	0,25	(+ 0,00)	0,25
Odprta ponudba mejnega depozita	– 0,40	(+ 0,00)	– 0,40	– 0,40	(+ 0,00)	– 0,40
EONIA	– 0,350	(– 0,008)	– 0,342	– 0,351	(– 0,003)	– 0,348

Vir: ECB.

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

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

Povečanje avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti. K povečanju je največ prispevalo povprečno povpraševanje po bankovcih, ki se je povečalo za 14,9 milijarde EUR na 1.110,5 milijarde EUR, kar je na splošno v skladu z običajnimi vzorci ob koncu leta. Povečali so se tudi drugi povprečni avtonomni dejavniki, in sicer za 13,0 milijarde EUR na 682,3 milijarde EUR. Povprečne vloge države so ostale bolj ali manj nespremenjene, saj so se povečale le za 0,1 milijarde EUR na 152,0 milijarde EUR.

Avtonomi dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali kot posledica vztrajnega zmanjševanja neto aktive v eurih ob rahlem povečanju neto tuje aktive. Povprečna vrednost neto aktive v eurih se je od prejšnjega obravnavanega obdobja zmanjšala za 51,5 milijarde EUR na 388,4 milijarde EUR zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki jih ima Eurosistem v imetju za druge namene razen za denarno politiko, in zaradi povečanja obveznosti nacionalnih centralnih bank do tujih uradnih institucij. Te institucije so verjetno povečale svoja imetja zaradi omejenih naložbenih priložnosti na trgu. Povprečna neto tuja aktiva se je zmanjšala za 4,7 milijarde EUR na 681,5 milijarde EUR.

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

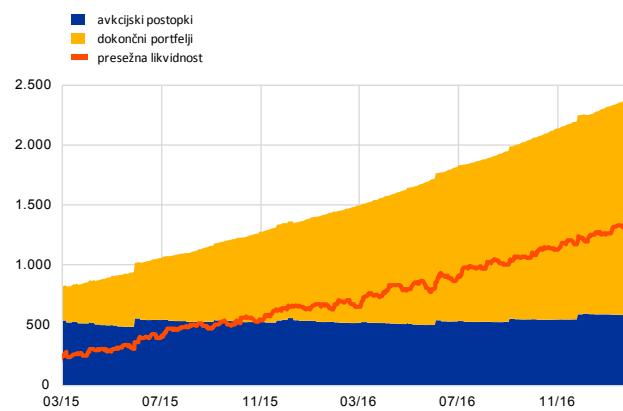
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. avkijskimi postopki in programi nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 257,2 milijarde EUR na 2.179,9 milijarde EUR (glej graf). Povečanje je bilo večinoma posledica programa nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB.

Graf

Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je povečal za 29,7 milijarde EUR na 563,2 milijarde EUR. Povečanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, je več kot izravnalo upad likvidnosti, zagotovljene v rednih operacijah. Povprečna likvidnost, zagotovljena v operacijah glavnega refinanciranja in 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, se je zmanjšala za 6,4 milijarde EUR oziroma 6,1 milijarde EUR, medtem ko se je stanje ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju povečalo za 42,1 milijarde EUR, kar večinoma odraža neto učinek poravnave tretje operacije iz serije CUODR-II in prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz druge operacije CUODR-I.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev, se je predvsem zaradi programa

nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečal za 227,4 milijarde EUR na 1.616,7 milijarde EUR. Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic, programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je povečala za 198,2 milijarde EUR, za 11,2 milijarde EUR, za 1,9 milijarde EUR oziroma za 24,2 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v predhodnih dveh programih nakupa kritih obveznic je znašalo 8,1 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju povečala za 172,0 milijarde EUR na 1.186,7 milijarde EUR (glej graf). V sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je povprečna presežna likvidnost povečala za 98,9 milijarde EUR zaradi likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev. Primerjalno manjše povečanje presežne likvidnosti za 88,8 milijarde EUR v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv je bilo predvsem posledica zmanjšanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti za 51,8 milijarde EUR, kar je delno izravnalo likvidnost, zagotovljeno z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev. Poleg tega so se nakupi vrednostnih papirjev v okviru programov nakupa v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv nekoliko upočasnili zaradi božičnega obdobja.

Povečanje presežne likvidnosti se je pokazalo predvsem v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 105,8 milijarde EUR na 867,8 milijarde EUR. Povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita se je povečala za 67,2 milijarde EUR na 437,1 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita (nekatere obrestne mere so bile nižje od te ravni), ob koncu leta pa je bilo na repo trgu opaziti rekordno nizke obrestne mere. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,350\%$, tako da je bila malenkostno nižja od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju ($-0,342\%$). EONIA se je gibala v relativno ozkem razponu med najvišjo vrednostjo na ravni $-0,329\%$ na zadnji dan leta 2016 in najnižjo vrednostjo na ravni $-0,356\%$. Na zavarovanem trgu so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale na $-0,405\%$ in pri razširjeni košarici na $-0,399\%$, kar je pri obeh 0,004 odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

Glavne obrestne mere za finančno premoženje za zavarovanje terjatev so okoli konca leta v obdobju omejitev na strani ponudbe dosegle rekordno nizke ravni. Na primer 1-dnevna repo obrestna mera za nemško finančno premoženje za

zavarovanje terjatev je v obdobju ob koncu leta dosegla $-4,9\%$, njej enakovredna francoska obrestna mera pa $-5,3\%$. Primerjalno je 1-dnevna repo obrestna mera za nemško finančno premoženje za zavarovanje terjatev v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala $-0,86\%$, obrestna mera za francosko finančno premoženje za zavarovanje terjatev pa v povprečju $-0,75\%$. Znižanje obrestnih mer za italijansko in špansko finančno premoženje za zavarovanje terjatev v obdobju ob koncu leta je bilo manjše. Ko je bilo leta konec, so se repo obrestne mere vrnile na novembrske ravni.

Od 8. decembra lahko centralne banke Eurosistema v svojem sistemu posojanja vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja sprejemajo kot zavarovanje tudi denarna sredstva, a teh jim ni treba ponovno investirati na denarno nevtralen način. Namen tega ukrepa je spodbuditi likvidnost in delovanje repo trga euroobmočja, pomaga pa tudi blažiti morebitne napetosti v zvezi z zavarovanjem terjatev na trgu.

5

Novi statistični podatki euroobmočja o zavarovalnicah

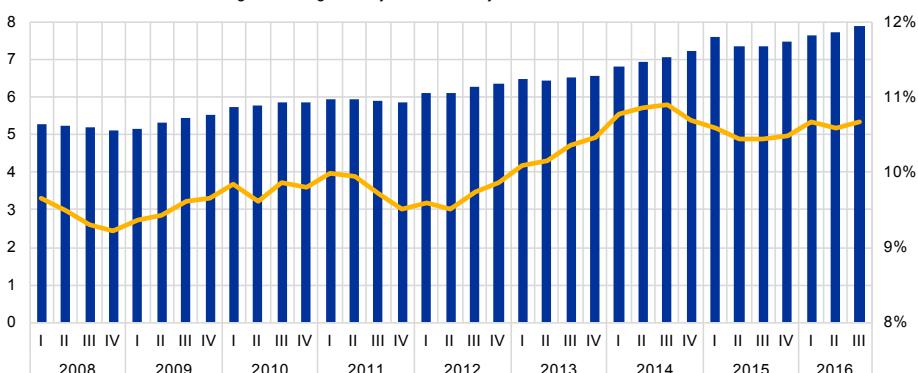
Zavarovalnice so precej velik podsektor v finančnem sektorju euroobmočja, saj so v tretjem četrletju 2016 predstavljale 11% bilančne vsote. Ta podsektor je v zadnjih letih vztrajno rasel, pri čemer je bilančna vsota v tretjem četrletju 2016 znašala 7,9 bilijona EUR (kar je enako 74% letnega BDP v euroobmočju), kot kaže spodnji graf.

Graf

Bilančna vsota zavarovalnic v euroobmočju

(v bilijonih EUR; v odstotkih)

■ vrednost
— kot odstotni delež celotnega finančnega sektorja v euroobmočju



Vira: ECB in izračuni ECB.

Februarja 2017 je ECB prvič objavila harmonizirane statistične podatke o zavarovalnicah. Nabor podatkov obsega agregirane četrletne podatke o sredstvih in obveznostih zavarovalnic, začenši s podatki za tretje četrletje 2016. Ti podatki (skupaj s posebnim novim naborom podatkov o pokojninskih skladih) še dodatno prispevajo k večji kakovosti, pokritosti in podrobnosti statističnih podatkov ECB o finančnem sektorju v euroobmočju. V tej začetni fazi nabor podatkov obsega stanja, v prihodnje pa so predvidene nadaljnje izboljšave, kot so na primer dodatni podatki o transakcijah, podrobnejše razčlenitve in bolj pravočasne objave podatkov.

Nabor podatkov o zavarovalnicah in pokojninskih skladih v euroobmočju, ki jih je ECB objavljala od junija 2011 do oktobra 2016, je imel določene pomanjkljivosti. Kot prvo, podatki niso bili harmonizirani v celotnem euroobmočju. Poleg tega so bili nekateri podatki objavljeni na podlagi ocen, kadar dejanski podatki na nacionalni ravni niso bili na voljo. Ta nabor podatkov se je zaključil po objavi podatkov za drugo četrletje 2016. Vseeno lahko uporabniki statističnih podatkov o zavarovalnicah izkoristijo povezavo med starim in novim naborom podatkov, saj so podatki o zavarovalnicah kot ocene po prejšnjem sistemu na voljo tudi za tretje četrletje 2016.

Novi statistični podatki o zavarovalnicah so v več pogledih boljši v primerjavi s prejšnjim naborom podatkov. Za novi nabor podatkov so značilni (i) harmonizirani koncepti, ki izpolnjujejo mednarodne statistične standarde; (ii) pokritost vseh institucij; (iii) podrobne razčlenitve sredstev in obveznosti; (iv) razčlenitve po vrstah

zavarovalnic na zavarovalne družbe za življenjsko zavarovanje, zavarovalne družbe za neživljenjsko zavarovanje, kompozitne zavarovalnice in pozavarovalnice; (v) bolj pravočasne objave podatkov.

Pri oblikovanju okvira zbiranja statističnih podatkov za novi nabor podatkov si je ECB odločno prizadevala čim bolj zmanjšati breme poročanja, ki ga imajo zavarovalnice, in sicer z združitvijo evropskih statističnih zahtev in nadzorniških zahtev glede poročanja podatkov. Okvir zbiranja statističnih podatkov tako omogoča, da se statistični podatki večinoma izpeljujejo iz podatkov, ki jih je treba posredovati za namene nadzora v okviru projekta EU Solventnost II. Številni pristojni nacionalni organi so se odločili, da prejemajo en poročevalski tok statističnih in nadzorniških podatkov na podlagi predlog za poročanje, ki jih je pripravila ECB – v tesnem sodelovanju z Evropskim organom za zavarovanja in poklicne pokojnine (EIOPA) – in konsolidirajo zahteve glede poročanja statističnih in nadzorniških podatkov. EIOPA je za lažjo integracijo vzpostavila skupni tehnični okvir na podlagi taksonomije razširljivega jezika za poslovno poročanje XBRL (eXtensible Business Reporting Language).

Konceptualna vprašanja v zvezi z merjenjem fiskalnega manevrskega prostora

Priporočila za izvajanje proračunskih politik pogosto omenjajo »fiskalni manevrski prostor« držav. Euroskupina je na primer 5. decembra 2016 izpostavila, da »so med državami članicami velike razlike z vidika fiskalnega manevrskega prostora in potreb po konsolidaciji proračunov«.³⁰ Skladno s tem se priporočila v zvezi z javnofinančno politiko pogosto nanašajo na to, kako se lahko ustvari fiskalni manevrski prostor, na primer z izvajanjem strukturnih reform, ki spodbujajo rast.³¹

Fiskalni manevrski prostor običajno opisuje obseg fiskalnega manevrskega prostora držav ob ohranjanju na splošno zdravih javnih financ. Ne obstaja pa noben skupno dogovoren pristop k merjenju. Namesto tega se ocene »fiskalnega manevrskega prostora« razlikujejo glede na uporabljeni metodo ali model. V okviru nedavnih razprav o javnofinančnih politikah so se razvili različni pristopi.

Razporedimo jih lahko v tri večje skupine glede na to, ali upoštevajo morebitne omejitve za javnofinančno politiko, ki izhajajo iz (i) obstoječih javnofinančnih okvirov, (ii) tveganj za vzdržnost dolga ali (iii) tako imenovane »zgornje meje zadolženosti«, tj. iz ocen stopnje zadolženosti, nad katero postane sposobnost države, da izpolni svoje dolžniške obveznosti, vprašljiva.³² Ta okvir opisuje in ocenjuje različne koncepte v kontekstu javnofinančnega upravljanja v EU.

Če začnemo pri prvi omejitvi, fiskalni manevrski prostor držav članic EU izhaja iz Pakta za stabilnost in rast ter iz nacionalnih javnofinančnih okvirov. Določbe pakta usmerjajo države, da bi srednjeročno dosegle vzdržen proračunski položaj. Določbe so zajete v tako imenovanih »srednjeročnih proračunskih ciljih«, ki so opredeljeni kot strukturni proračunski saldo, tj. popravljen za vpliv poslovnega cikla in začasnih ukrepov. Srednjeročni proračunski cilji so določeni za vsako posamezno državo in jih določa vlada ter so odvisni od upoštevanja minimalnih vrednosti, ki se izračunajo v skladu s skupno metodologijo.³³ Zato je najpreprostejše merilo fiskalnega manevrskega prostora v okviru Pakta za stabilnost in rast razlika med strukturnim saldom države in srednjeročnim proračunskim ciljem. Na podlagi zimske napovedi Evropske komisije iz leta 2017 naj bi samo tri države euroobmočja (tj. Nemčija, Luksemburg in Nizozemska) v letu 2017 presegle svoj srednjeročni proračunski cilj (glej tabelo). Državam, ki še niso izpolnile svojega srednjeročnega proračunskega cilja, pakt priporoča, naj si za to prizadevajo.³⁴ V primerjavi s priporočili posameznim državam za leto 2017 struktorna prizadevanja za dosego

³⁰ Glej glavne dosežke s sestanka Euroskupine z dne 5. decembra 2016, ki so na voljo na naslovu <http://www.consilium.europa.eu/en/meetings/eurogroup/2016/12/05/>.

³¹ Glej na primer, »*Priorities for structural reforms in G20 countries*«, dokument Staff Background Paper for the G20 surveillance Note, MDS, Washington, 2016.

³² Še en način razvrščanja obstoječih pristopov je opisan v članku z naslovom »Using the fiscal levers to escape the low-growth trap«, *Economic Outlook*, OECD, november 2016.

³³ V skladu s Paktom za stabilnost in rast morajo srednjeročni proračunski cilji služiti trem ciljem: (i) države članice vzdržujejo varnostno rezervo, ki preprečuje, da bi med cikličnim upadom prekršile 3-odstotno referenčno vrednost glede primanjkljaja iz Maastrichtske pogodbe; (ii) javni dolg države članice je vzdržen ob upoštevanju gospodarskih in proračunskih posledic staranja prebivalstva; (iii) države članice imajo proračunski manevrski prostor, zlasti kadar gre za ohranjanje državnih naložb.

³⁴ Več informacij je v okvirju z naslovom »Učinkovitost srednjeročnega proračunskega cilja kot sidra za javnofinančne politike«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2015.

zdravega proračunskega stanja predvidoma ne bodo skladna z zavezami iz pakta v številnih državah (glej tabelo). Tako bo letos verjetno le malo držav razpolagalo z – omejenim – fiskalnim manevrskim prostorom glede na zahtevane prilagoditve.

Tabela

Kazalniki fiskalnega manevrskega prostora

						Fiskalni manevrski prostor			
	Strukturni saldo (2017)	Srednjoročni proračunski cilj	Strukturna prizadevanja v letu 2017 (spremembu strukturnega salda v odstotnih točkah BDP)	Zaveza k strukturnim prizadevanjem na podlagi Pakta za stabilnost in rast (v odstotnih točkah)	Razlika glede na srednjoročni cilj	Nezadostna strukturna prizadevanja glede na zaveze*	Kriterij zadolženosti: razlika do referenčne vrednosti 60%	Vzdržnost dolga – splošna ocena Evropske komisije**	
Preventivni del Pakta za stabilnost in rast									
Belgia	-2,0	0,0	0,6	0,6	-2,0	0,0	46,5	VELIKA	
Nemčija	0,4	-0,5	-0,3		0,9	0,0	5,5	MAJHNA	
Estonija	-0,4	0,0	-0,7		-0,4	0,0	-49,9	MAJHNA	
Irska	-1,4	-0,5	0,5	0,6	-0,9	-0,1	13,6	SREDNJA	
Italija	-2,0	0,0	-0,4	0,6	-2,0	-1,0	73,3	VELIKA	
Ciper	-0,7	0,0	-1,3	-0,4	-0,7	-0,9	43,2	VELIKA	
Latvija	-1,6	-1,0	-0,9	-1,0	-0,6	0,1	-23,5	MAJHNA	
Litva	-1,4	-1,0	-0,4	-0,2	-0,4	-0,2	-16,5	MAJHNA	
Luksemburg	0,4	-0,5	-1,8		0,9	0,0	-36,9	MAJHNA	
Malta	-0,7	0,0	0,7	0,6	-0,7	0,1	-2,0	MAJHNA	
Nizozemska	0,0	-0,5	-0,1		0,5	0,0	0,2	MAJHNA	
Avstrija	-0,8	-0,5	0,1	0,3	-0,3	-0,2	21,3	SREDNJA	
Slovenija	-2,1	0,25	-0,2	0,6	-1,8	-0,8	18,9	VELIKA	
Slovaška	-1,3	-0,5	0,7	0,5	-0,8	0,2	-8,2	MAJHNA	
Finska	-1,5	-0,5	-0,3	0,6	-1,0	-0,9	5,6	VELIKA	
Korektivni del Pakta za stabilnost in rast									
Španija	-3,6	0,0	0,2	0,5	-3,6	-0,3	40,0	VELIKA	
Francija	-2,3	-0,4	0,2	0,9	-1,9	-0,7	36,7	VELIKA	
Portugalska	-2,3	0,25	-0,1	0,6	-2,0	0,7	68,9	VELIKA	

Vira: zimska napoved Evropske komisije 2017 in Debt Sustainability Monitor 2016 (glej https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en).

Opombe: V tabeli ni zajeta Grčija, ki je vključena v program finančne pomoči. * Zahtevana strukturna prizadevanja se nanašajo na tista, ki so navedena v priporočilih posameznim državam za leto 2017; lahko so manjša, če bo državam odobrena fleksibilnost, med drugim zaradi izvajanja strukturnih reform ali državnih načel. Po drugi strani so zahtevane prilagoditev večje za tiste države, katerih referenčna vrednost zmanjševanja zadolženosti je zavezujoča zahteva na podlagi Pakta za stabilnost in rast. Namen tega je zagotoviti zadosten napredek pri zmanjševanju visoke stopnje zadolženosti, da bi se približala referenčni vrednosti 60% BDP. ** To razvrščanje v kategorije tveganja se nanaša na tveganja, ki jih je Komisija ugotovila s »srednjoročno« analizo vzdržnosti dolga (DSA). Okvir Komisije za vzdržnost dolga vključuje celoviti »srednjoročno« analizo vzdržnosti dolga (DSA za 10-letno obdobje) skupaj s tako imenovanim kazalnikom »S1«, Evropska komisija uporablja še dva dodatna kazalnika za zajetje tveganj: za kratkoročna obdobja (tako imenovani kazalnik »S0«) in za (zelo) dolgoročna obdobja (kazalnik »S2«). Tako S2 izračuna vnaprejšnje javnofinancijsko prilagoditev, ki je potrebna, da se delež javnega dolga v razmerju do BDP stabilizira, vključno s financiranjem morebitnih dodatnih izdatkov zaradi staranja prebivalstva.

Javnofinancijski okvir EU je asimetričen. Države, ki ne uresničijo zahtevanih prilagoditev, morajo pospešiti konsolidacijska prizadevanja. Poleg tega lahko nekatere države v svojem nacionalnem javnofinancijsnem okviru zahtevajo javnofinancijske prilagoditve, ki so zahtevnejše od tistih v okviru pakta. Pakt za stabilnost in rast v nasprotju s tem ne zahteva, da države, ki imajo fiskalni manevrski prostor, slednjega tudi uporabijo.

Razpoložljivost fiskalnega manevrskega prostora na podlagi fiskalnih pravil EU odraža tudi gospodarska in druga gibanja. Številne določbe v Paktu za

stabilnost in rast izrecno dopuščajo ciklična gibanja in druge dejavnike. Na podlagi sporočila Komisije iz januarja 2015 o fleksibilnosti javnofinančnega okvira EU so zahtevane prilagoditve na podlagi preventivnega dela pakta odvisne od proizvodne vrzeli. Prilagoditve v smeri srednjeročnega cilja se lahko izvajajo tudi počasneje, če države izvajajo strukturne reforme ali povečajo naložbe.³⁵ Kar zadeva zahteve glede zmanjševanja zadolženosti, lahko več pomembnih dejavnikov, kot sta nizka inflacija in rast, zmanjša nujne potrebe po prilagoditvi.³⁶ Poleg tega »splošna odstopna klavzula«, ki je še nihče ni uporabil, načeloma omogoča spremembo javnofinančnih prilagoditev v primeru resne gospodarske krize, če to srednjeročno ne ogroža vzdržnosti dolga.

Glede druge omejitve lahko razpoložljivi fiskalni manevrski prostor ugotovimo na podlagi celovite analize vzdržnosti dolga. Enega samega merila, s katerim bi ocenili, ali je dolg v praksi vzdržen, ni. Celovita analiza vzdržnosti dolga (DSA) predstavlja pričakovano dinamiko dolga in raven, pri kateri se dolg stabilizira po osrednjem scenariju (referenčna vrednost) in v okolju različnih neugodnih šokov. DSA upošteva tudi druge pomembne kazalnike: potrebe držav po bruto financiraju, javnofinančni okvir, ročnostno strukturo javnega dolga, obseg pogojnih obveznosti, kakovost institucij in politično tveganje.³⁷ Ker je treba gibanja dolga predvideti dolgoročno, je vsaka analiza vzdržnosti dolga občutljiva na uporabljene predpostavke. Glede na zadnjo publikacijo Evropske komisije Debt Sustainability Monitor³⁸ se veliko število držav srednjeročno ukvarja s povečanimi ali velikimi tveganji za vzdržnost dolga (glej tabelo)³⁹. Na podlagi te metodologije ima torej večina držav euroobmočja zelo malo ali nič fiskalnega manevrskega prostora. Kot kaže tabela, so rezultati, pridobljeni s tem pristopom, zelo povezani z rezultati fiskalnega manevrskega prostora na podlagi pravil: države s povečanim ali velikim tveganjem vzdržnosti dolga so na splošno tudi tiste države, katerih stopnja zadolženosti najbolj presega referenčno vrednost 60% BDP in katerih strukturni proračunski položaj je najbolj oddaljen od srednjeročnega cilja.⁴⁰

Kar zadeva tretjo omejitev, koncept fiskalnega manevrskega prostora v povezavi z »zgornjo mejo zadolženosti« zajame fiskalni manevrski prostor kot razliko med trenutno stopnjo zadolženosti in stopnjo, nad katero države

³⁵ Več informacij je v okvirju z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact», *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2015.

³⁶ Glej tudi članka »Government debt reduction strategies in the euro area«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016, in »The euro area fiscal stance«, *Economic Bulletin*, številka 4, ECB, 2016.

³⁷ Glej na primer Bouabdallah O., Checherita-Westphal, C., Warmedinger, T., de Stefani, R., Drudi, F., Setzer, R. and Westphal, A., »Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework«, *Occasional Paper Series*, ECB, 2017, še ni objavljeno.

³⁸ Glej https://ec.europa.eu/info/publications/debt-sustainability-monitor-2016_en in tabelo.

³⁹ Glede na rezultate na podlagi kazalnika S0 visoko tveganje srednjeročno ne ogroža nobene države euroobmočja (EU), glede na rezultate na podlagi kazalnika S2 pa tveganja na (zelo) dolgi rok ogrožajo samo eno državo.

⁴⁰ Okolje nizkih obrestnih mer načeloma povečuje fiskalni manevrski prostor držav, kot izhaja iz Pakta za stabilnost in rast ter tudi iz omejitev, ki so povezane s stopnjo zadolženosti: nižje obrestne mere izboljšujejo strukturni saldo in vzdržnost dolga.

tvegajo, da ne bodo izpolnile svojih dolžniških obveznosti.⁴¹ Opredelitev takšne zgornje meje zadolženosti je neposredno povezana s sposobnostjo države, da poveča prihodke, ali je opredeljena širše kot točka, ko naj bi težave na političnem področju preprečevale konsolidacijske ukrepe za stabilizacijo naraščajoče zadolženosti. Različni pristopi modelirajo šoke, ki naj bi prizadeli gospodarstvo, javnofinančne rezultate držav in njihove odzive na naraščajočo zadolženost. Ker se zelo razlikujejo glede na predpostavke, so rezultati na podlagi modela in empirični rezultati zgornje meje zadolženosti na splošno dokaj negotovi. To postavlja pod vprašaj njihovo dejansko uporabnost za priporočila o javnofinančni politiki.

Za namene javnofinančne politike ima fiskalni manevrski prostor na podlagi pravil neposredno vlogo pri proračunskem načrtovanju v državah euroobmočja in je manj izpostavljen velikim popravkom kot druga merila. Zato zadovoljuje nujnost javnofinančnih politik v ekonomski in monetarni uniji, da so previdne. Pregled različnih konceptov za merjenje fiskalnega manevrskega prostora hkrati kaže, da se fiskalni manevrski prostor lahko oblikuje ob podpori dobro zastavljenih ukrepov javnofinančne politike.⁴² Med temi so dodatna konsolidacija, takšna sestava proračuna, ki bi bolj prispevala h krepitevi gospodarske rasti, ter strukturne reforme za povečanje rasti potencialnega proizvoda. To lahko izkoristijo vse države v euroobmočju.

⁴¹ Glej na primer Gosh, A. R., J.I. Kim, E. Mendoza, J. D. Ostry in M. Quereshi: »Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies«, *Economic Journal*, številka 123, 2013. Drug pristop je povezan z zajetjem stopnje zadolženosti v stabilnem stanju, tj. delež javnega dolga v razmerju do BDP, h kateremu gospodarstvo dolgoročno stremi. Operacionalizira se tako, da se pretekli primarni proračunski saldi diskontirajo s pozitivno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. V Gosh et al. ocene tako zajetih deležev vzdržnega dolga se v državah euroobmočja gibajo od 62% do 74% BDP.

⁴² Glej tudi okvir 3 v Bankowski, K. in Ferdinandusse, M., »Euro area fiscal stance«, *Occasional Paper Series*, št. 182, ECB, januar 2017.

Postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2017 in izvajanje priporočil posameznim državam iz leta 2016

Evropska komisija je 22. februarja 2017 objavila zimski paket v okviru evropskega semestra, ki vključuje sprejete zaključke po izvedbi postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji ter oceno napredka pri izvajanju reform v vsaki državi članici od sprejetja priporočil posameznim državam julija 2016.

Rezultati ocene Evropske komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2017

Postopek je bil uveden leta 2011 in se sedaj izvaja že šesto leto. Z njim se poskuša preprečiti nastanek škodljivih makroekonomskih neravnotežij v državah EU in jih odpraviti, kadar so čezmerna. Evropska komisija jeseni po začetnem pregledu, ki temelji na sklopu kazalnikov, izvede poglobljeni pregled izbranih držav (vključen v letna poročila po državah), s katerim oceni resnost morebitnih neravnotežij. Kadar Komisija ugotovi, da neravnotežja obstajajo, Svet Evropske unije v okviru preventivnega dela na zadevno državo članico naslovi priporočila glede politik, ki temeljijo na priporočilih Komisije. Če se ugotovi, da so neravnotežja čezmerna, se lahko na priporočilo Komisije Svetu EU začne postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.⁴³ V okviru tega korektivnega dela je treba zagotoviti načrt korektivnih ukrepov s pojasnili, kako bodo čezmerna neravnotežja odpravljena. Če zadevna država euroobmočja večkrat ne predloži ustreznega načrta ali če potrjenega načrta ne uresničuje, lahko Svet EU proti njej uvede finančne sankcije.

Evropska komisija je v svoji oceni ugotovila, da obstaja šest držav s čezmernimi neravnotežji: Bolgarija, Francija, Hrvaška, Italija, Ciper in Portugalska (glej tabelo A). Ugotovljeno je bilo, da čezmerna neravnotežja v vsaki od teh držav, z izjemo Cipra, obstajajo vse od leta 2015 dalje. Ciper je bil na seznam dodan leta 2016, potem ko je marca tega leta izstopil iz programa gospodarskih in finančnih prilagoditev. Če pogledamo daljše obdobje, se je število držav, pri katerih je Komisija ocenila, da imajo čezmerna neravnotežja, od leta 2012 povečalo vsako leto, ustalilo pa se je šele letos (glej graf A). Takšen trend so do določene mere poganjale države, katerih program gospodarskih prilagoditev se je končal in so bile zato avtomatično ponovno vključene v redni proces nadzora s strani EU. Čeprav so programi prilagoditev prispevali k zmanjšanju neravnotežij, pa ranljivosti v teh državah na splošno ostajajo velike in zato je natančno spremljanje še vedno nujno. Tudi če upoštevamo takšno »avtomatično« vključitev, pa se število držav v kategoriji »čezmernih neravnotežij« ni zmanjšalo. To je v skladu z ugotovitvijo iz ocene o izvajanju priporočil posameznim državam iz leta 2016 (glej spodaj), da uresničevanje reform ostaja počasno kljub izzivom, s katerimi se soočajo te države. Samo Španiji in Sloveniji se je uspelo izviti iz kategorije »čezmernih neravnotežij«, medtem ko je Italija v tej kategoriji že četrto leto.

⁴³ Glej uvodno izjavo 22 Uredbe (EU) št. 1176/2011 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 16. novembra 2011 o preprečevanju in odpravljanju makroekonomskih neravnotežij.

Tabela A

Zaključki Komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2017

		(1) Ni neravnotežij		(2) Neravnotežja		(3) Čezmerna neravnotežja		(4) Čezmerna neravnotežja in uporaba korektivnega dela (PČN)	
		2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
BE*	HU*	BE	HU	DE	DE	BG	BG	-	-
CZ	MT	CZ	MT	IE	IE	FR	FR		
DK	AT*	DK	AT	ES	ES	HR**	HR		
EE*	PL	EE	PL	NL	NL	IT	IT**		
LV	RO*	LV	RO	SI	SI	PT**	PT**		
LT	SK	LT	SK	FI		CY	CY**		
LU	UK*	LU	UK	SE	SE				
			FI*						

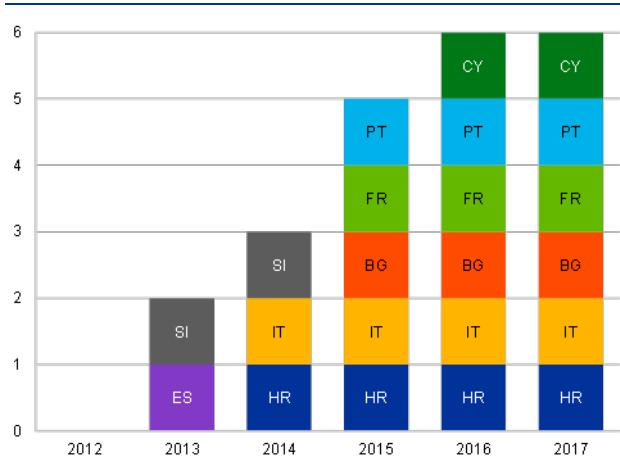
Vir: Evropska komisija.

Opombe: * Te države so bile leta 2017 predmet poglobljenega pregleda. Preostale države v stolpcu (1) so bile v poročlu o mehanizmu opozarjanja, ki predstavlja prvo fazo postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ocenjene, da nimajo nobenih neravnotežij.

** V primeru Italije, Cipra in Portugalske bo Komisija natančno pregledala, ali njihov nacionalni reformni program vsebuje dovolj ambiciozne ukrepe politik. Če bo Komisija ugotovila, da to državi ne bo sprožila korektivnega dela postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Enak pristop je bil leta 2016 uporabljen pri Hrvaški in Portugalski. PČN – postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

Graf A

Povečanje števila držav s čezmernimi neravnotežji od leta 2012



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Graf prikazuje tiste države, pri katerih je Evropska komisija vsako leto ugotovila, da imajo »čezmerna neravnotežja«. Država, v kateri se izvaja program gospodarskih prilagoditev, avtomatično vstopi v postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ko se program zaključi. Leta 2012 ni bila nobena država ocenjena, da ima čezmerna neravnotežja.

Podobno kot v prejšnjem letu je Komisija zopet ugotovila obstoj neravnotežij (sicer ne čezmernih) v Nemčiji, na Irskem, v Španiji, na Nizozemskem, v Sloveniji in na Švedskem. Nasprotno je Komisija v primeru Finske zaključila postopek, potem ko je ugotovila, da lani ugotovljena neravnotežja niso več prisotna, med drugim zaradi odločnih ukrepov politik, ki jih je država izvedla za ponovno vzpostavitev konkurenčnosti.

Čeprav je mogoče opaziti povečanje števila držav, ki leta 2016 niso imele nobenih neravnotežij, pa to ne pomeni, da naj bi se njihova prizadevanja za izvajanje reform zaključila. Večina držav v euroobmočju je še vedno daleč od najboljših praks z vidika dobro delujočih politik na trgu dela in trgu proizvodov.⁴⁴ Empirični podatki namreč kažejo, da obstaja tesna povezava med visoko kakovostnimi institucijami ter višjo odpornostjo proti šokom in višjo gospodarsko rastjo.⁴⁵ Zaradi tega so v takšnih državah potrebne dodatne reforme, s čimer bi povečale svojo

odpornost in konkurenčnost.

Čeprav je Evropska komisija ugotovila čezmerna neravnotežja v šestih državah, trenutno še ne predlaga sprožitve postopka v zvezi s čezmernimi

⁴⁴ Glej članek »Increasing resilience and long-term growth: the importance of sound institutions and economic structures for euro area countries and EMU«, *Economic Bulletin*, številka 5, 2016.

⁴⁵ Ibid.

neravnotežji (tj. korektivnega dela postopka). ECB je od same vzpostavitev tega postopka mnenja, da bi bilo treba orodja v okviru tega postopka – vključno s celotnim korektivnim delom – uporabiti v celoti v tistih državah, ki imajo čezmerna neravnotežja. K temu v svojem poročilu iz leta 2015 izrecno poziva tudi pet predsednikov.⁴⁶ Uporaba takšnih orodij je zaželena ne samo zato, da bi se povečali gospodarski obeti v posameznih državah, ampak tudi zato, da bi olajšali proces gospodarskega prilaganja znotraj euroobmočja in zmanjšali ranljivosti v euroobmočju kot celoti. Se pravi, da je v interesu celotnega euroobmočja.

Čeprav Komisija za zdaj še ni sprožila korektivnega dela, pa je objavila, da so bile tri države s čezmernimi neravnotežji (Italija, Ciper in Portugalska) naprošene, da v svojem nacionalnem reformnem programu (ki ga je treba predložiti do aprila 2017) navedejo še posebno ambiciozne ukrepe politik. Če ti programi ne bodo vsebovali zahtevanih ukrepov politik, bi se lahko maja začel postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji. V vsaki državi, ki je ocenjena, da ima neravnotežje ali čezmerno neravnotežje, bo Komisija izvedla posebno misijo spremljanja, ki bo ustrezala resnosti neravnotežja.

Ocena izvajanja priporočil posameznim državam iz leta 2016

Gledano v celoti države članice EU niso storile dovolj, da bi kot odgovor na priporočila posameznim državam iz leta 2016 izvedle potrebne reforme (glej tabelo B). Evropska komisija je zaključila, da je veliki večini reformnih priporočil – več kot 90% – sledil samo »določen« ali »omejen« napredok pri njihovem izvajaju, medtem ko sta bili samo dve priporočili posameznim državam (od približno 90) izvedeni v znatni meri, nobeno pa ni bilo izvedeno v celoti. Takšen šibek reformni zagon je v ostrem nasprotju z ugotovitvijo, da se število držav s čezmernimi neravnotežji ni zmanjšalo. Vseh šest držav, v katerih so bila lani ugotovljena čezmerna neravnotežja, kljub večji ranljivosti v povprečju ni doseglo bistveno višje stopnje izvajanja reform kot povprečna država članica EU – z izjemo Francije. To je še posebej presenetljivo v primeru Portugalske in Hrvaške, saj sta se ti državi zavezali, da bosta v letu 2016 izvedli ambiciozen program reform, zato je Komisija sklenila, da ne bo uporabila postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

⁴⁶ Juncker, J.-C. et al., *Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije*, junij 2015.

Tabela B

Ocena Komisije o izvajanju priporočil posameznim državam iz leta 2016

	BE	BG	CZ	DK	DE	EE	IE	ES	FR	HR	IT	CY	LV	LT	LU	HU	MT	NL	AT	PL	PT	RO	SI	SK	FI	SE	UK
PPD 1*																											
PPD 2																											
PPD 3																											
PPD 4																											
PPD 5																											
Kategorija PMN 2017	(1)	(3)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(3)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	

Vir: Evropska komisija.

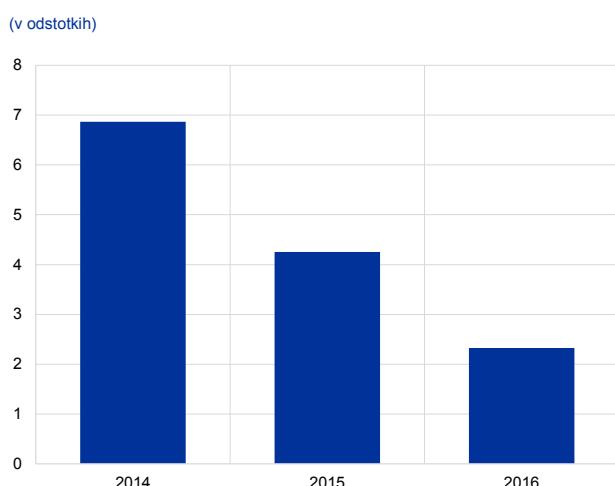
Opombe: * Ocena 1. priporočila posameznim državam (PPD 1) ne vključuje skladnosti s Paktom za stabilnost in rast, kar bo Komisija ocenila spomladi 2017.

Grčija (GR) leta 2016 ni bila vključena v evropski semester, ker izvaja program gospodarskih prilagoditev, zato ni dobila nobenih priporočil. »Brez napredka« pomeni, da država članica ni niti kredibilno napovedala niti sprejela nobenih ukrepov za uresničitev priporočil. Ta kategorija velja tudi v primeru, da je država članica strokovni skupini naročila, naj preuči možne ukrepe. »Omejen napredek« pomeni, da je država članica napovedala določene ukrepe, vendar se priporočila uresničujejo v omejenem obsegu, oziroma je vladnemu ali zakonodajnemu organu predložila zakonodajne akte, vendar ti še niso bili sprejeti in potrebno je precejšnje nadaljnje nezakonodajno delo, preden bodo priporočila izvedena, oziroma je predložila nezakonodajne akte, vendar brez nadaljnega ukrepanja z vidika izvedbe priporočil. »Določen napredek« pomeni, da je država članica sprejela ukrepe, s katerimi deloma uresničuje priporočila, oziroma je sprejela ukrepe, s katerimi uresničuje priporočila, vendar je še vedno potrebno precejšnje delo, da bi bila priporočila v celoti uresničena, saj so bili izvedeni samo nekateri sprejeti ukrepi. »Precejšnji napredek« pomeni, da je država članica sprejela ukrepe, s katerimi uresničuje priporočila, od katerih je bila večina izvedenih. »Izvedena v celoti« pomeni, da je država članica izvedla vse ukrepe, s katerimi ustrezno uresničuje priporočila. »Ni ocenjeno« velja v primerih, ko se PPD 1 večinoma ali izključno nanaša na Pakt za stabilnost in rast (glej zgoraj).

Za označo kategorijo iz postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnотеžji (PMN) 2017 glej tabelo A.

Graf B

Zmanjšanje deleža v celoti izvedenih priporočil ali priporočil s precejšnjim napredkom pri izvedbi



Vir: Evropska komisija.

Opomba: Graf kaže delež krovnih priporočil posameznim državam (za razliko od podrobnejših elementov), ki so bila v posameznem letu v celoti uresničena oziroma je bil pri njihovi izvedbi dosežen precejšnji napredek (glej opombe v tabeli B, kjer je podrobnejša opredelitev kategorij »izvedena v celoti« in »precejšnji napredek«).

Če se ozremo na izvajanje priporočil posameznim državam v zadnjih treh letih, je videti, da so reformna prizadevanja še naprej slabila kljub temu, da se je število priporočil zmanjšalo. Komisija je lani sklenila, da je večina držav dosegla samo »določen« ali »omejen« napredek pri izvajanju priporočil posameznim državam iz leta 2015. Letos je število primerov, ko je bil dosežen »precejšnji napredek« oziroma so bila priporočila posameznim državam »izvedena v celoti«, še manjše (glej graf B). Odločitev Komisije, da leta 2015 znatno zmanjša število priporočil, da bi se lahko države članice osredotočile na ključne prednostne naloge, ki so makroekonomsko in družbeno pomembne, ni prinesla želenega rezultata, da se okrepijo reformna prizadevanja.

Države članice so v celoti izvedle sorazmerno manj priporočil na področju politik trga proizvodov kot na področju politik trga dela. Po oceni Komisije je bilo izvajanje reform na trgu proizvodov še posebno šibko, če to primerjamo z drugimi področji (npr. z reformami na trgu dela). Med priporočili v zvezi s trgom proizvodov so pozivi državam članicam: (i) naj odpravijo ovire, ki novim podjetjem onemogočajo vstop v

omrežne dejavnosti (energetiko, promet, komunikacijske dejavnosti itd.), (ii) naj liberalizirajo zaprte poklice ter (iii) izboljšajo svoj pravni okvir, s čimer bodo spodbudile konkurenco. Izboljšanje na vseh teh področjih je ključno za večjo rast produktivnosti in spodbujanje naložb.

Samo s polno in učinkovito uporabo vseh instrumentov, ki so na razpolago v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji – vključno s korektivnim delom – bo mogoče močneje zagnati reforme. Nadaljnja upočasnitev pri izvajanju reform je v ostrem nasprotju tako s potrebo po odpravi največjih ranljivosti, ki so še vedno prisotne v številnih državah euroobmočja, kot tudi z nujnostjo povečanja odpornosti. Slabi rezultati držav v zvezi s tem kažejo, da politične zaveze, ki so jih države članice sprejele v nacionalnih reformnih programih, in večkratni pozivi Komisije k odločnim ukrepom očitno ne zadoščajo za uvajanje in uveljavljanje reform. Z orodji, ki so na voljo v okviru korektivnega dela postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, bi se lahko izboljšala reformna prizadevanja, kar bi povečalo odpornost posameznih držav in izboljšalo delovanje ekonomske in monetarne unije.

Članka

1

The impact of global value chain participation on current account balances – a global perspective

Participating in global value chains may improve an economy's competitiveness and thereby raise its current account balance. Specifically, an economy's competitiveness may increase as a result of substituting imported for domestically produced intermediate goods. The increase in competitiveness boosts the economy's exports and raises its income. If it is expected that other economies will eventually catch up in terms of competitiveness by also participating in global value chains, the economy's competitive edge – and thus the rise in income – is only temporary. As a consequence, part of the income gain will be saved, raising the economy's current account balance. This article provides empirical evidence suggesting that a rise in global value chain participation relative to the rest of the world has a positive impact on an economy's current account balance. Results from widely used reduced-form current account regression models suggest that economies that participate more in global value chains than their trading partners also display larger current account surpluses or smaller current account deficits. Differences in the extent to which countries participated in global value chains appear to explain a substantial fraction of the current account surpluses that were observed in the run-up to the global financial crisis.

1 Introduction

A salient feature of the global economy over the last few decades has been the existence of large and persistent global imbalances. For example, the years prior to the global financial crisis were marked by some emerging market economies, commodity exporters and some advanced economies running large current account surpluses, matched by deficits in particular in the United States. Several studies have shown that part of these global imbalances can be explained by differences in financial market development across economies, in particular by the lack of financial development in emerging market surplus economies.⁴⁷ At the same time, the debate about the driving forces underlying large and persistent current account surpluses in several advanced economies is still ongoing. Understanding the determinants of external imbalances is critical for academics and policymakers, because such determinants play an important role in the transmission of domestic shocks and policies across borders in an increasingly integrated world.

⁴⁷ See, for example, Bernanke, B.S., *The global saving glut and the U.S. current account deficit*, speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Board of Governors of the Federal Reserve System , 2005; Caballero, R., Farhi, E. and Gourinchas, P.-O., "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", *American Economic Review*, Vol. 98, Issue 1, 2008, pp. 358-393; or Mendoza, E.G., Quadrini, V. and Ríos-Rull, J.-V., "Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances", *Journal of Political Economy*, Vol. 117, No 3, 2009, pp. 371-416.

Another striking feature of the global economy during the last few decades has been the rise of global value chains. The increasing dispersion of stages of production across countries was spurred by a number of factors. The decline in transportation costs amid large wage differences between advanced and emerging market economies made the internationalisation of supply chains profitable. Moreover, advances in information and communication technologies made the complex coordination of production processes at distance possible.⁴⁸ A further factor was the adoption of trade-liberalising policies over the past few decades.

The fragmentation of production chains across countries led to a steady increase in the share of trade accounted for by intermediate goods. This development continued at least until the start of the global financial crisis. Trade in intermediate goods and services now accounts for a very large share of overall trade flows in goods and services.⁴⁹ The regional dispersion of the research and development underlying the iPod, the manufacturing and assembly of its components as well as its sale and distribution in local markets is a well-known example of global value chain fragmentation.⁵⁰

Global value chains may have effects on a wide range of economic outcomes. Several studies have shed light on the effects of global value chains by documenting the increased fragmentation of production across borders. Drawing on newly developed input-output tables, these studies have developed frameworks to measure trade in valued added and economies' and individual sectors' integration in global value chains.⁵¹ Building on these insights, other studies have been concerned with the economic implications of global value chains. For example, participation in global value chains appears to boost growth⁵², amplify cross-country monetary policy spillovers⁵³ and render an economy's income distribution more uneven.

This article examines the role of global value chains in current account balances from a global perspective.⁵⁴ It presents empirical evidence suggesting

⁴⁸ See, for example, Elms, D. and Low, P. (eds.), *Global value chains in a changing world*, WTO Secretariat, 2013; Baldwin, R., "Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going", in Elms, D. and Low, P. (eds.), *Global value chains in a changing world*, WTO Secretariat, 2013, pp. 13-59; and United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *World Investment Report 2013 – Global Value Chains: Investment and Trade for Development*, 2013.

⁴⁹ One estimate is that, respectively, 56% and 73% of overall trade flows in goods and services are accounted for by intermediates; see Miroudot, S., Lanz, R. and Ragoussis, A., "Trade in Intermediate Goods and Services", *OECD Trade Policy Papers* 93, OECD Publishing, 2009.

⁵⁰ See Dedrick, J., Kraemer, K. and Linden, G., "Who Profits from Innovation in Global Value Chains? A Study of the iPod and Notebook PCs", *Industrial and Corporate Change*, Vol. 19, Issue 1, 2010, pp. 81-116.

⁵¹ See, for example, Hummels, D., Ishii, J. and Yi, K.-M., "The nature and growth of vertical specialization in world trade", *Journal of International Economics*, Vol. 54, Issue 1, 2001, pp. 75-96; Trefler, D. and Zhu, S.C., "The structure of factor content predictions", *Journal of International Economics*, Vol. 82, Issue 2, November 2010, pp. 195-207; Johnson, R.C. and Noguera, G., "Accounting for Intermediates: Production Sharing and Trade in Value Added", *Journal of International Economics*, Vol. 86, Issue 2, 2012, pp. 224-236; or Koopman, R., Wang, Z. and Wei, S.-J., "Tracing Value-Added and Double Counting in Gross Exports", *American Economic Review*, Vol. 104, No 2, 2014, pp. 459-494.

⁵² See Saito, M., Ruta, M. and Turunen, J., "Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains", *IMF Policy Paper*, August 2013.

⁵³ See Georgiadis, G., "Determinants of global spillovers from US monetary policy", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 67, 2016, pp. 41-61.

⁵⁴ The article does not investigate the impact of global value chain participation on current account balances in the euro area, as this will be covered in more detail in future articles.

that economies which participate more in global value chains than other economies exhibit larger current account surpluses or smaller current account deficits. The evidence also suggests that the impact of global value chain participation on current account balances is economically significant. For example, about a quarter of the large US current account deficit during the run-up to the global financial crisis that cannot be explained by other fundamentals can be explained by its limited *relative* participation in global value chains.

The finding that global value chain participation improves an economy's current account balance has important policy implications. In particular, it implies that persistent deviations from a balanced current account do not, as is often argued, reflect domestic distortions, but are in fact welfare-maximising outcomes against the background of differences in economies' competitiveness. As a consequence, policies aimed at narrowing global imbalances should focus on measures that facilitate participation in global value chains. For example, adopting policies that facilitate innovation and reduce protectionist barriers may help to improve an economy's competitiveness by fostering its global value chain participation; similarly, multilateral initiatives aimed at trade and financial liberalisation may also reduce an economy's external imbalances by fostering participation in global value chains.

The article is structured as follows: Section 2 reviews the evolution of global imbalances and global value chain participation over the last few decades; Section 3 discusses the mechanism through which global value chain participation may affect an economy's current account balance; Section 4 reports results from an analysis of cross-country data that sheds light on the empirical relevance of participation in global value chains for current account balances; and Section 5 concludes.

2 The evolution of global imbalances and participation in global value chains

2.1 Global current account imbalances

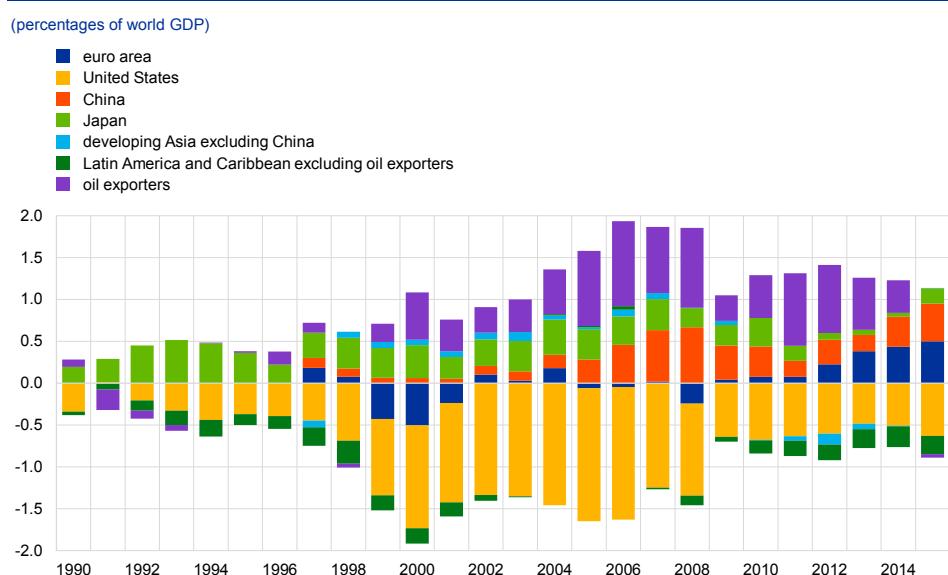
The period before the global financial crisis was characterised by a build-up of large external imbalances (see Chart 1). While the United States accumulated large current account deficits, China, Japan and oil-exporting economies recorded large surpluses. At the time, the consensus view was that an eventual – possibly rapid – unwinding of these imbalances could trigger a crisis.⁵⁵ The International Monetary Fund (IMF) repeatedly advocated policy measures that would facilitate a smooth unwinding in the context of a multilateral consultation process.⁵⁶

⁵⁵ See Catão, L.A. and Milesi-Ferretti, G.M., "External Liabilities and Crises", *IMF Working Paper* WP/13/113, May 2013.

⁵⁶ IMF, *Imbalances and Growth: Update of Staff Sustainability Assessments for G-20 Mutual Assessment Process*, September 2013.

The global financial crisis was followed by a rebalancing process. Between 2007 and 2015 surpluses and deficits declined markedly. For G20 economies, the average absolute current account balance relative to GDP fell from 4.7% in 2007 to 3.9% in 2015; in GDP-weighted terms, it fell from 3.6% to 2.6%, as larger economies underwent a stronger rebalancing. The global financial crisis that was triggered by other factors thus preceded the unwinding of global imbalances. While it is difficult to decompose current account balances into structural and cyclical components, the evidence suggests both contributed to the rebalancing after the global financial crisis.⁵⁷

Chart 1 Evolution of global current account balances



Source: IMF World Economic Outlook.

Adjustments in major surplus and deficit economies contributed markedly to the reduction in global imbalances. For example, the US current account deficit fell from 1.6% of world GDP in 2006 to 0.6% in 2015. In China, the current account surplus dropped from 0.6% of world GDP in 2007 to an average of about 0.3% between 2009 and 2015. In Japan, the persistent current account surplus of around 0.3% of world GDP between 2005 and 2010 subsequently almost disappeared, partly on account of a changed economic policy environment with the temporary halt in nuclear energy production and the effects of the “Abenomics” policies introduced in 2012.

Rebalancing was a global phenomenon across advanced and emerging market economies. This can be seen by the relationship between the current account positions of the countries monitored in the IMF World Economic Outlook in 2007 and the changes in their current account balances between 2007 and 2015 (see Chart 2). Economies with a positive current account balance at the onset of the global

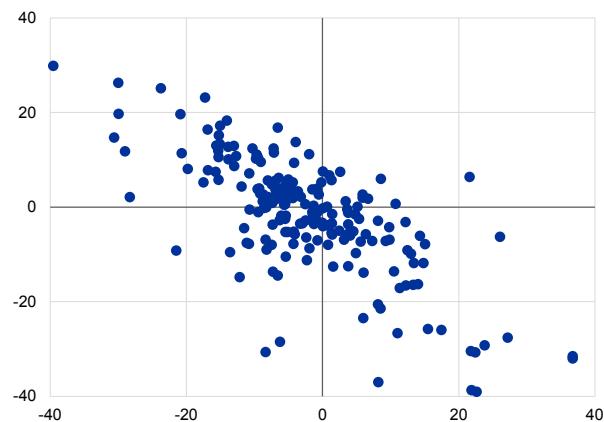
⁵⁷ IMF, “2013 Pilot External Sector Report”, *IMF Policy Paper*, August 2013.

financial crisis tended to experience a reduction between 2007 and 2015, whereas those with a negative position tended to see an improvement.

Chart 2

Current account balances in 2007 and changes between 2007 and 2015

(percentages of GDP; x-axis: current account balance 2007; y-axis: change in current account balance, 2007-15)

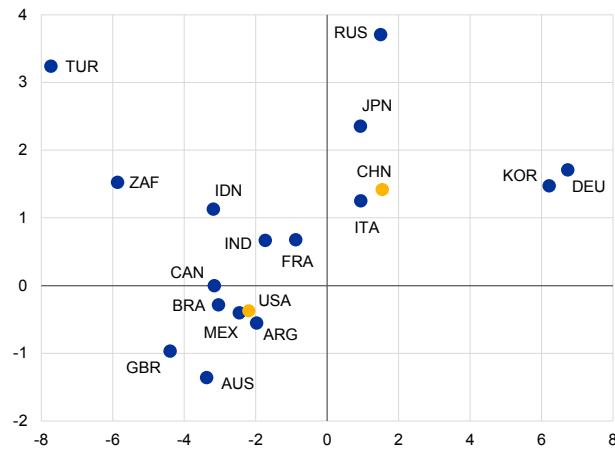


Source: IMF World Economic Outlook.

Chart 4

Current account balances in 2013 and changes between 2013 and 2015 for G20 economies

(percentages of GDP; x-axis: current account balance 2013; y-axis: change in current account balance, 2013-15)

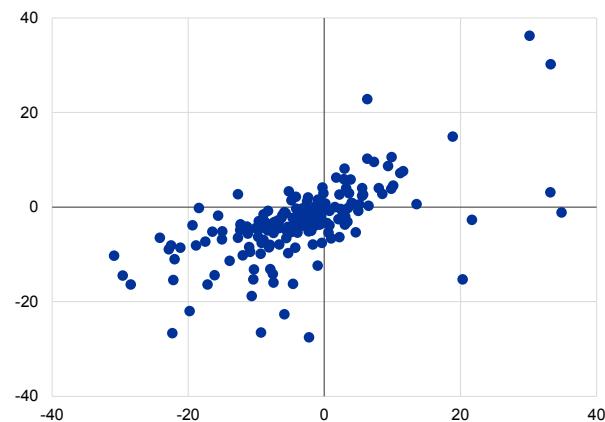


Source: IMF World Economic Outlook.

Chart 3

Current account balances over the periods 1990-2005 and 2008-15

(percentages of GDP; x-axis: current account balance 1990-2005; y-axis: current account balance 2008-15)



Source: IMF World Economic Outlook.

Despite the contraction in global imbalances across economies, the constellation of current account surpluses and deficits remained broadly unchanged. Chart 3 shows that the bulk of economies with current account surpluses (deficits) in the period 1990-2005 remained in surplus (deficit) in the period after 2008.

More recently, current account imbalances of several economies have widened again, in particular in some systemically important economies. After 2013 the US current account deficit widened to 2.6% of GDP, the surplus of China to 3% and that of Japan to 3.3%. The rebalancing process seems to have come to a halt across G20 economies in general, as there is a positive correlation between current account balances in 2013 and the change in current account balances between 2013 and 2015 (see Chart 4). Despite the recent rise in these economies' current account surpluses and deficits, global imbalances have remained broadly stable owing to the drop in oil prices and the associated fall in the current account surpluses of oil-exporting economies (see Chart 1).

2.2 Global value chain participation

Measuring global value chain participation is challenging. One measure of “downstream participation”, i.e. how much a country is using imports in its production of exports, is the ratio of domestic value added in an economy’s gross exports, or “VAX” ratio.⁵⁸ Low values of the VAX ratio indicate that a large share of an economy’s gross exports reflect the value added of foreign inputs. The production of the iPod may again serve as an illustrative example of downstream participation: while the iPod is exported from China, the actual value added in China is very limited, consisting mainly of low-skilled assembly services. The major part of the value is produced by firms in the United States, Japan, South Korea and Taiwan through delivery of sophisticated intermediate inputs.⁵⁹ China therefore has a low VAX ratio in terms of the iPod, and is, according to this downstream metric, participating strongly in the global value chain of the iPod. Another measure of downstream participation, the “backward participation” measure, can be constructed as the ratio of an economy’s gross intermediate inputs to total gross output on the basis of data from the World Input-Output Database (WIOD).⁶⁰ Box 1 presents a discussion of the WIOD and the backward participation measure.

Global value chain participation has risen significantly since the 1970s.

Historical data show that there has been a secular decline in the VAX ratio (see Chart 5). An increasingly large share of an economy’s gross exports thus represents imported value added, i.e. imported intermediates that are used in the production of exports. Global value chain participation has also risen when measured by backward participation (see Chart 6).

The rise in global value chain participation has been a global phenomenon.

The cross-country mean of backward participation has increased in tandem with its dispersion, measured by the standard deviation (see Table 1). This suggests that the rise in backward participation over this period has been spread relatively evenly across economies and in line with the limited increase in the range between the minimum and maximum values of backward participation.

⁵⁸ See Johnson, R.C. and Noguera, G., “A Portrait of Trade in Value Added over Four Decades”, *Review of Economics and Statistics*, 2016.

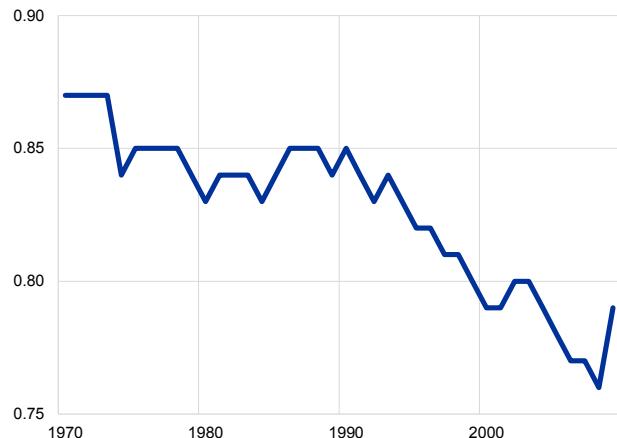
⁵⁹ See Dedrick et al., op. cit.

⁶⁰ See Timmer, M.P., Dietzenbacher, E., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G., “An Illustrated User Guide to the World Input-Output Database: the Case of Global Automotive Production”, *Review of International Economics*, Vol. 23, Issue 3, 2015, pp. 575-605; and Timmer, M.P., Los, B., Stehrer, R. and de Vries, G.J., “An Anatomy of the Global Trade Slowdown based on the WIOD 2016 Release”, *Groningen Growth and Development Centre research memorandum* 162, 2016.

Chart 5

Evolution of the global VAX ratio

(ratio of domestic value added to gross exports)

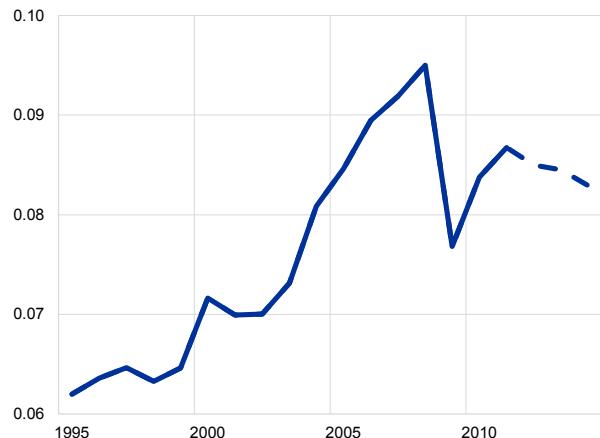


Source: Johnson, R.C. and Noguera, G. (see footnote 12).

Chart 6

Evolution of global backward participation

(ratio of gross imported intermediate inputs to total gross output)



Sources: WIOD and ECB calculations.

Note: The solid line represents data from the 2013 WIOD release and the dashed line data from the 2016 release.

Very recently, in the aftermath of the global financial crisis, measures of downstream participation have pointed to a slowdown in the rise of global value chains.⁶¹ As the levelling-off in the expansion of global value chains has been geographically widespread, the causes of the slowdown are unlikely to be country or region-specific. Possible explanations that have been put forward include reductions in the length of firms' supply chains aimed at improving risk management (for example, in response to the 2011 earthquake in Japan), the adoption of local content requirements and other regulatory measures, and changes in the composition of demand.⁶²

Table 1

Descriptive statistics for backward participation in 2000 and 2014

(ratio of gross imported intermediate inputs to total gross output)

	Observations	Mean	Standard deviation	Minimum	Maximum
2000	44	0.12	0.06	0.03	0.35
2014	44	0.15	0.08	0.04	0.42

Sources: WIOD and ECB calculations.

⁶¹ See also ECB, "Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?", *Occasional Paper Series*, No 178, 2016; Timmer, M., Los, B., de Vries, G. and Stehrer, R., "Peak trade? An anatomy of the recent global trade slowdown", Groningen Growth and Development Centre, 2016.

⁶² See also IMF, *World Economic Outlook*, October 2016.

Box 1

Measuring global value chain participation on the basis of international input-output tables

This article uses the WIOD to construct measures of economies' global value chain participation. In two editions, the WIOD provides global input-output tables at annual frequency for a large number of countries and sectors. The 2013 edition covers the period 1995-2011 and the 2016 edition the period 2000-14. Unfortunately, the two editions of the WIOD are not consistent in terms of country and sector coverage. For example, while the 2013 edition covers 35 sectors in 40 countries, the 2016 edition covers 56 sectors in 43 countries. Both editions also cover a block of countries constructed as the "rest of the world". For many purposes, therefore, the data from the two WIOD editions cannot be combined in order to construct continuous measures of global value chain participation for the entire period 1995-2014. This article uses changes in the backward global value chain participation measure for 2011 to 2014 from the 2016 vintage in order to extrapolate the values of the measures constructed using the 2013 vintage beyond 2011.

Various concepts and metrics have been proposed to measure trade in value added and global value chain participation on the basis of global input-output tables.⁶³ In this article, a simple measure of global value chain participation is constructed on the basis of the WIOD data: the "backward participation" measure reflects a country's downstream participation, and is defined as the ratio of an economy's gross intermediate imports relative to its total gross output.

Another framework for the measurement of trade in value added has been developed and established by the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).⁶⁴ In this framework, the OECD has defined backward participation as "foreign value added".⁶⁵ This indicator is constructed on the basis of the OECD-World Trade Organization (WTO) Trade in Value Added database, which covers 61 countries and 34 sectors for 1995, 2000, 2005, 2008 and 2011. The correlation between the backward participation measure used in this article and the measure of foreign value added based on the OECD definition is 0.94. The correlation between the VAX ratio and the backward participation measure used in this article is 0.97.

3 The impact of participation in global value chains on the current account

Participating in global value chains may give an economy a temporary competitive edge that results – in order to smooth consumption over time – in a rise in its current account balance. This could occur in a situation where domestic and imported intermediate goods are substitutes in production and the economy experiences a shock that reduces the cost of imported intermediate goods relative to those produced domestically; such a shock could reflect the adoption of trade and capital flow liberalising policies or advances in information and communication technologies, which have been identified in the literature as the

⁶³ See, for example, Hummels et al., op. cit.; Johnson, R.C. and Noguera, G., op. cit.; Koopman et al, op. cit.; or OECD, *TIVA 2015 indicators – definitions*, 2015.

⁶⁴ See OECD-WTO, *Trade in Value-Added: Concepts, Methodologies and Challenges*, 2012.

⁶⁵ OECD 2015, op. cit.

driving forces behind the rise in global value chain participation. By substituting less expensive imported intermediate goods for those produced domestically, domestic firms participate in global value chains and, at the same time, achieve a gain in competitiveness relative to exporters in the rest of the world. As a result, the economy's trade balance improves, driven by a rise in its exports.⁶⁶ As it is expected that foreign economies will – possibly with a delay – also adopt trade and capital flow liberalising policies and exploit advances in information and communication technologies, the gain in competitiveness for domestic exporters is perceived to be only temporary. As a consequence, in order to smooth consumption over time, part of the income gain in the domestic economy will be saved, which improves the current account balance.⁶⁷ A key element in this hypothesised mechanism is that participating in global value chains (by substituting imported for domestically produced intermediate goods) raises the efficiency of production in the domestic economy. Box 2 discusses the empirical evidence on the effect of global value chain participation on productivity. Moreover, it is crucial that the gain in competitiveness achieved through the substitution of imported intermediate goods for domestic goods is only temporary. If the competitive edge is permanent, or perceived to be so, the current account balance is likely to deteriorate as consumption, and thus imports, rise commensurately to permanent income.

Box 2

Empirical evidence on the effect of participation in global value chains on productivity

Participation in global value chains affects firm-level productivity, mainly by allowing firms to benefit from specialisation gains.⁶⁸ Studies that explore this link using industry-level data tend to conclude that off-shoring affects productivity positively. For example, Amiti and Wei⁶⁹ estimate the effects of off-shoring on productivity in US manufacturing industries, concluding that services off-shoring has a positive effect on productivity; off-shoring of material inputs also has a positive effect on productivity, but the magnitude is smaller. Winkler⁷⁰ obtains similar results for Germany using input-output data for 1995-2006. Crinò⁷¹ uses comparable data for nine European countries and finds that services off-shoring exerts a positive and economically large effect on domestic productivity. Egger and Egger⁷² analyse how off-shoring affects the productivity of low-skilled workers employed in the EU manufacturing sector. They find a negative effect on productivity in the

⁶⁶ In principle the rise in imports of intermediates could also lead to a deterioration of the economy's trade balance. However, in a standard structural open economy model in general equilibrium the rise in exports dominates the rise in imported intermediates: see Brumm, J., Georgiadis, G., Gräßl, J. and Trotter, F., *Global value chain participation and current account imbalances*, 2015.

⁶⁷ For an analysis of this mechanism in a structural general equilibrium model, see Brumm et al., op. cit.

⁶⁸ For a survey, see Amador, J. and Cabral, S., "Global Value Chains: Surveying Drivers, Measures and Impacts", *Banco de Portugal Working Paper*, No 3/2014, 2014.

⁶⁹ See Amiti, M. and Wei, S.-J., "Service Offshoring and Productivity: Evidence from the US", *The World Economy*, Vol. 32, Issue 2, 2009, pp. 203-220.

⁷⁰ See Winkler, D., "Services Offshoring and its Impact on Productivity and Employment: Evidence from Germany, 1995-2006", *The World Economy*, Vol. 33, Issue 12, 2010, pp. 1672-1701.

⁷¹ See Crinò, R., "Service Offshoring and Productivity in Western Europe", *Economics Bulletin*, Vol. 6, No 35, 2008, pp. 1-8.

⁷² See Egger, H. and Egger, P., "International Outsourcing and the Productivity of Low-Skilled Labor in the EU", *Economic Inquiry*, Vol. 44, Issue 1, 2006, pp. 98-108.

short run, but that the impact becomes positive in the long run. Schwörer⁷³ combines industry-level data on off-shoring from the WIOD with firm-level data for nine European countries between 1995 and 2008. The study finds that off-shoring of services and of non-core manufacturing activities contributed to an increase in productivity; however, no significant effect is found for off-shoring of core manufacturing activities. Schwörer also finds evidence for additional productivity gains for multinational firms.

Other studies have used firm-level data. Görg and Hanley⁷⁴ examine the effect of international outsourcing on productivity at the plant level in the electronics industry in Ireland. They find that total international outsourcing increases plant-level productivity, but that this effect only holds for plants with low export intensities. When distinguishing between off-shoring of services and materials, their study finds that the positive impact on productivity is limited to materials outsourcing. Görg et al.⁷⁵ investigate the impact of international outsourcing on productivity with plant-level data for Irish manufacturing, finding that being more embedded in international markets leads to larger productivity gains from outsourcing. McCann⁷⁶ also finds that an increase in outsourcing intensity leads to productivity gains for foreign-owned firms and for indigenous exporters in Ireland. In contrast, being an outsourcer matters strongly for Irish firms that are not exporting, while for exporters and foreign affiliates productivity increases are much lower. Using a dataset of Japanese firms, Ito et al.⁷⁷ find productivity gains for firms that outsource both manufacturing and services tasks, but not for firms that outsource only one or the other. Hijzen et al.⁷⁸ also use firm-level data for the Japanese manufacturing industries, and find that intra-firm off-shoring has generally a positive effect on productivity of the off-shoring firm, while arm's length off-shoring does not. Kasahara and Rodrigue⁷⁹ find evidence of a positive impact of imported intermediates on productivity in Chilean manufacturing plants. Morrison Paul and Yasar⁸⁰ find that higher shares of imported materials and subcontracted inputs are associated with higher productivity for Turkish textile and apparel manufacturing plants. The results of Fariñas and Martín-Marcos⁸¹ suggest that foreign outsourcing has a positive impact on total factor productivity growth at the firm level in a sample of Spanish manufacturing firms. Jabbour⁸² finds positive effects of off-shoring on productivity and profitability for French manufacturing firms, but only in the case of

⁷³ See Schwörer, T., "Offshoring, domestic outsourcing and productivity: Evidence for a number of European Countries", *Review of World Economics* (Weltwirtschaftliches Archiv), Vol. 149, Issue 1, 2013, pp. 131-149.

⁷⁴ See Görg, H. and Hanley, A., "International Outsourcing and Productivity: Evidence from the Irish Electronics Industry", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 16, Issue 2, 2005, pp. 255-269.

⁷⁵ See Görg, H., Hanley, A. and Strobl, E., "Productivity Effects of International Outsourcing: Evidence from Plant-level Data", *Canadian Journal of Economics*, Vol. 41, Issue 2, 2008, pp. 670-688.

⁷⁶ See McCann, F., "The heterogeneous effect of international outsourcing on firm productivity", *Working Papers* 2010-06, CEPII Research Center, 2010.

⁷⁷ See Ito, B., Tomiura, E. and Wakasugi, R., "Offshore Outsourcing and Productivity: Evidence from Japanese Firm-level Data Disaggregated by Tasks", *Review of International Economics*, Vol. 19, Issue 3, 2011, pp. 555-567.

⁷⁸ See Hijzen, A., Inui, T. and Todo, Y., "Does Offshoring Pay? Firm-Level Evidence From Japan", *Economic Inquiry*, Vol. 48, Issue 4, 2010, pp. 880-895.

⁷⁹ See Kasahara, H. and Rodrigue, J., "Does the use of imported intermediates increase productivity? Plant-level evidence", *Journal of Development Economics*, Vol. 87, Issue 1, 2008, pp. 106-118.

⁸⁰ See Morrison Paul, C. and Yasar, M., "Outsourcing, Productivity, and Input Composition at the Plant Level", *Canadian Journal of Economics*, Vol. 42, Issue 2, 2009, pp. 422-439.

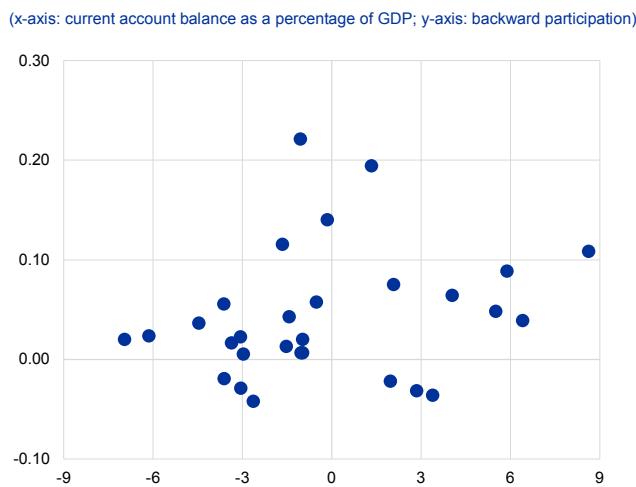
⁸¹ See Fariñas, J.C. and Martín-Marcos, A., "Foreign Sourcing and Productivity: Evidence at the Firm Level", *World Economy*, Vol. 33, Issue 3, 2010, pp. 482-506.

⁸² See Jabbour, L., "Offshoring and Firm Performance: Evidence from French Manufacturing Industry", *World Economy*, Vol. 33, Issue 3, 2010, pp. 507-524.

international outsourcing to developing countries. Finally, for Germany Wagner⁸³ finds some evidence of a positive causal effect of off-shoring on firm-level productivity, although this effect is small.

4 Empirical evidence on the effect of global value chain participation on current account balances

Chart 7
Economies' current account balances and backward participation relative to the rest of the world



Source: WIOD and ECB calculations.

Note: Each dot corresponds to a country's sample mean backward participation and its current account balance relative to the rest of the world.

Global value chain participation and current account balances are positively correlated.

Consistent with the mechanism discussed in the previous section, the unconditional cross-country correlation between current account balances and economies' backward participation relative to the rest of the world is positive, albeit not statistically significantly different from zero (see Chart 7). Moreover, for selected economies with large and persistent current account imbalances, there is a noticeable co-movement between backward participation relative to the rest of the world and the current account balance over time (see Chart 8).⁸⁴ For example, for the United States, the rise and fall in the current account deficit over the past two decades has been accompanied by a similar decline and subsequent increase in the country's backward participation relative to the rest of the world. Likewise, for Germany and China there is a markedly positive correlation between their backward participation relative to the rest of the world and their current account balances.

⁸³ See Wagner, J., "Offshoring and Firm Performance: Self-selection, Effects on Performance, or Both?", *Review of World Economics* (Weltwirtschaftliches Archiv), Vol. 147, Issue 2, June 2011, pp. 217-247.

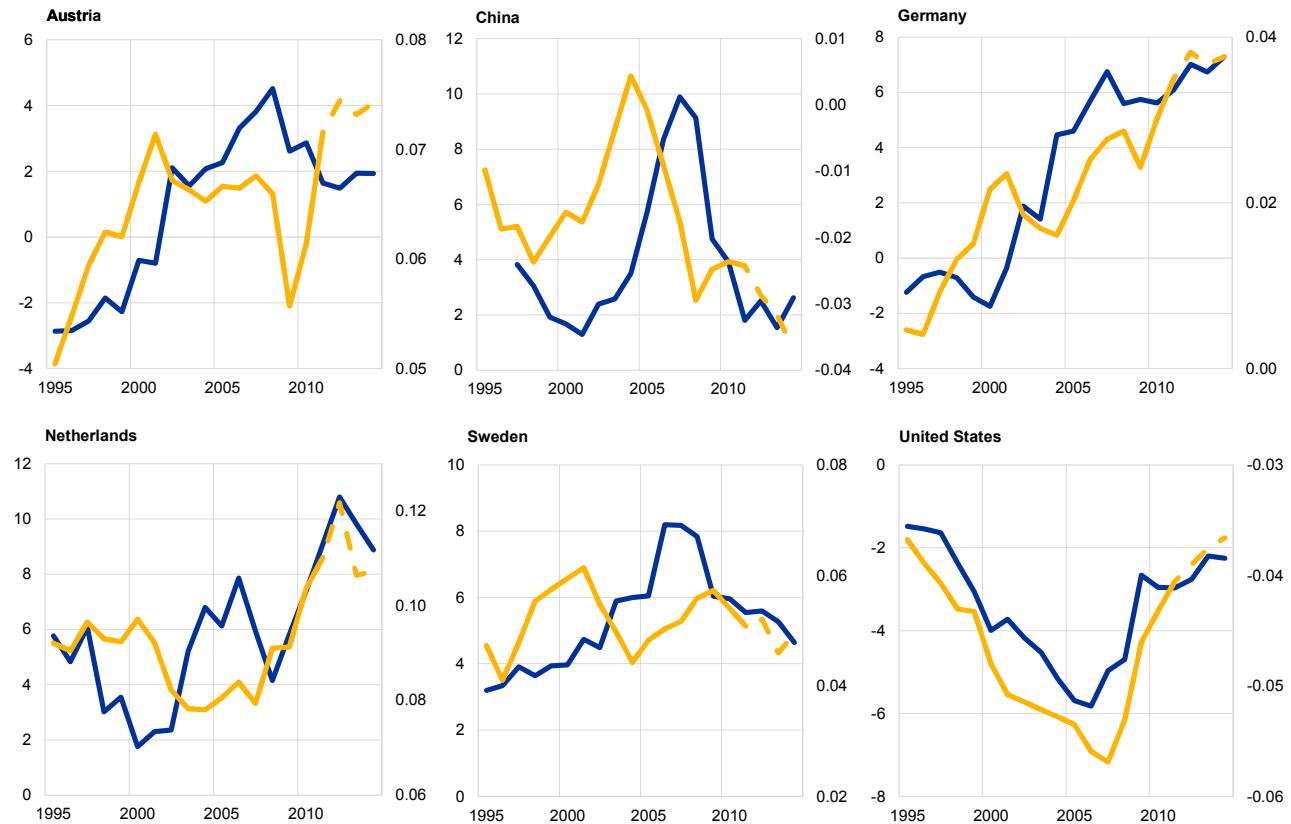
⁸⁴ The backward measure used in Chart 8 refers to the value of an economy's backward participation relative to the rest of the world. A change in global value chain participation in a given country can affect its current account balance only to the extent that other countries' global value chain participation does not change to the same degree.

Chart 8

Co-movement between selected economies' global value chain participation relative to the rest of the world and current account balances

(current account as a percentage of GDP)

— current account/GDP
— backward participation relative to the rest of the world



Sources: IMF World Economic Outlook and WIOD.

Note: For the global value chain participation data, the solid line represents data from the 2013 WIOD release and the dashed line data from the 2016 release. The data from the 2016 release have been used to extrapolate the data from the 2013 release.

In order to identify the effect of global value chain participation on current account balances, other possible determinants of the current account must be controlled for. To do so, current account balances are typically regressed on a large number of potential determinants in cross-country panel datasets. Such an approach has also been adopted by the IMF in its multilateral surveillance, namely the Consultative Group on Exchange Rate Issues (CGER) methodology and its successor, the External Balance Assessment (EBA). While it is widely recognised that the EBA model does have its weaknesses,⁸⁵ it is a useful empirical framework, not least because it has become the main reference for the assessment of current account imbalances in the IMF's Article IV consultations and External Sector Reports. Box 3 provides a more detailed description of the IMF's EBA model.

⁸⁵ For a discussion, see Phillips, S., Catão, L., Ricci, L., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., Unsal, D.F., Castillo, M., Lee, J., Rodriguez, J. and Vargas, M., "The External Balance Assessment (EBA) Methodology", *IMF Working Paper*, Issue 13, 2013.

Box 3

The External Balance Assessment model

In order to identify the determinants of current account balances, one strand of the literature has used structural models inspired by the new open economy macroeconomics paradigm.⁸⁶ Under this inter-temporal approach, current account imbalances are the outcome of decisions taken by forward-looking agents who maximise utility given expectations of future productivity, fiscal policy and financial market conditions. While these models allow a structural analysis of current account dynamics, their empirical fit tends to be relatively poor. Another strand of the literature has examined the determinants of the current account in empirical frameworks that are not tied to a particular structural model.⁸⁷ In this spirit, reduced-form panel regressions for the determination of the current account have been explored. The IMF's External Balance Assessment (EBA) model is a version of such a reduced-form panel regression model.⁸⁸

The backbone of the EBA consists of the panel data regression

$$ca_{it} = \alpha + x_{it} * \beta + u_{it},$$

where ca denotes the current account balance relative to GDP for country i in period t , and x is a set of economic fundamentals that are believed to determine the current account. Importantly, most of the explanatory variables in x are measured relative to rest-of-the-world averages; this is done because a change in, for example, the fiscal balance in country i can affect its current account balance only to the extent that other countries' fiscal balances do not change commensurately. The explanatory variables in the EBA include the net foreign asset position, the oil balance, output per worker, population growth, the old-age dependency ratio, capital account openness, expected output growth, the terms of trade, the output gap and the fiscal balance. The residuals from the EBA regression are commonly interpreted as those parts of the observed current account balances that cannot be explained by economic fundamentals.

The results from EBA regression models suggest that higher global value chain participation relative to the rest of the world improves economies' current account balances, even after controlling for other economic fundamentals. The first column of Table 2 reports the estimation results for the effect of economies' backward participation relative to the rest of the world on the

⁸⁶ See, for example, Sachs, J., "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 12, Issue 1, 1981, pp. 201-282; Glick, R. and Rogoff, K., "Global versus country-specific productivity shocks and the current account", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35, Issue 1, 1995, pp. 159-192; or Obstfeld, M. and Rogoff, K., "The Intertemporal Approach to the Current Account", in Grossman, G. and Rogoff, K. (eds.), *Handbook of International Economics*, Vol. 3, Elsevier, 1995, Ch. 34, pp. 1731-1799.

⁸⁷ See, for example, Calderon, C., Chong, A. and Loayza, N., "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 2, Issue 1, 2002, pp. 1-33; Chinn, M. and Prasad, E., "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration", *Journal of International Economics*, Vol. 59, Issue 1, 2003, pp. 47-76; Gruber, J., Kamin, S., "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances", *International Finance Discussion Papers*, Issue 846, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005; or Ca'Zorzi, M., Chudik, A. and Dieppe, A., "Thousands of Models, One Story: Current Account Imbalances in the Global Economy", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 31, Issue 6, 2012, pp. 1319-1338.

⁸⁸ IMF 2013, op. cit.; and Phillips et al., op. cit.

current account balance obtained from the EBA regression model.⁸⁹ The coefficient estimate is positive and statistically significant, and consistent with the mechanism discussed in Section 3: countries that participate more in global value chains display larger current account surpluses or smaller deficits.^{90, 91}

Table 2
EBA regression results

	current account (1)	trade balance (2)
backward participation	0.13***	0.50***

Source: ECB calculations.

Note: *** indicates statistical significance at the 1% level.

The evidence suggests that the effect of global value chain participation on the current account operates through the trade balance. The mechanism laid out in Section 3 suggests that participation in global value chains affects an economy's current account balance by boosting its exports and thereby its trade balance. The empirical evidence reported in the second column of Table 2 provides support to this hypothesis, suggesting that participation in global value chains indeed improves economies' trade balances.

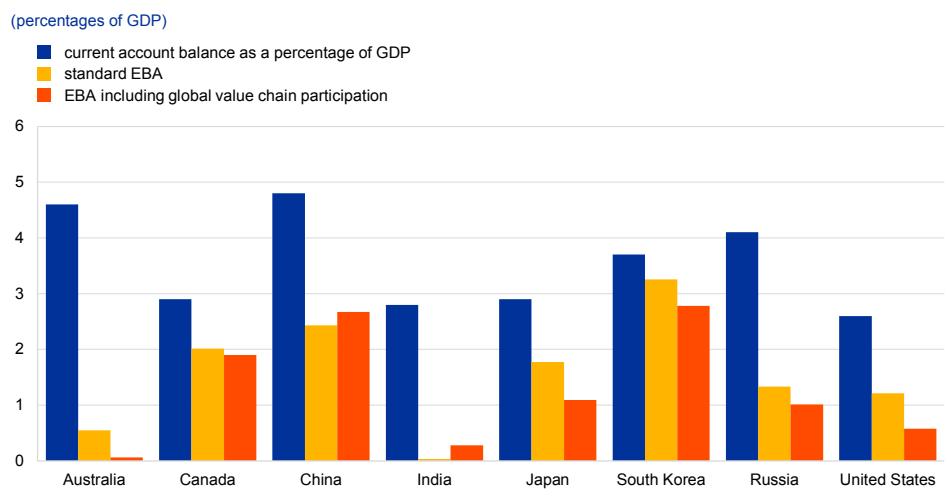
Cross-country differences in global value chain participation account for a significant fraction of the unexplained component of observed current account balances. Despite some success in terms of empirical fit, a general finding in the literature on reduced-form empirical models is that the unexplained part of the observed current account balances remains large. Chart 9 plots absolute current account balances as a percentage of GDP for the year 2009 for non-EU countries for which this exceeded 2.5% before the recent contraction of global imbalances. The absolute residuals of the EBA model that do and do not account for economies' participation in global value chains are plotted as additional bars. Chart 9 suggests that there are large unexplained current account balances for surplus and deficit economies in the standard EBA model without global value chain participation measures. The unexplained current account balances are considerably smaller when economies' participation in global value chains is accounted for. For example, for the United States about half of the unexplained part of the observed current account deficit of 2.6% of GDP in 2009 can be accounted for by the country's limited participation in global value chains relative to the rest of the world.

⁸⁹ Analogously to the IMF's original EBA model, the results are obtained from generalised least squares estimation using data for 29 economies over the period 1995-2011. The regression results reported are robust to heteroscedasticity and autocorrelation in the error term.

⁹⁰ The results also imply that an economy's current account balance improves if its global value chain participation falls by less than that of the rest of the world.

⁹¹ There is also some evidence that, in addition to backward participation, increased forward participation can improve the current account balances of economies, even though the effects are quantitatively weaker and operate through other mechanisms (see Brumm et al., op. cit.).

Chart 9
Observed and unexplained current account balances



Sources: IMF World Economic Outlook and ECB calculations.

5 Conclusion

The empirical evidence suggests that apart from fostering growth, magnifying cross-country spillovers and changing an economy's income distribution, global value chain participation improves current account balances.

Against the background of the recent stalling in the rise in global value chain participation, it is natural to ask whether this will have implications for global current account balances. However, it must be borne in mind that an economy's global value chain participation only affects its current account balance if the former changes relative to that in the rest of the world. As highlighted in the recent literature, the observed slowdown in the fragmentation of production across borders has been a global phenomenon and is unlikely to impact global current account configurations.

2

Firm heterogeneity and competitiveness in the European Union

Firms are very heterogeneous in terms of economic performance within even narrowly defined sectors, as is confirmed by the evidence provided in this article for several EU countries. This has major implications for a country's competitiveness, understood as its ability to export or, more broadly, as its aggregate productivity growth. The article discusses those implications and the ensuing policy recommendations to enhance competitiveness in the EU. Regarding trade performance, only a relatively small number of firms – the largest and the most productive in a given sector – are able to export. This implies that the aggregate export performance of each country crucially depends on the dynamics of these firms. In turn, trade participation affects the productivity of exporting and, indirectly, non-exporting firms, thereby positively affecting developments in aggregate productivity. Furthermore, extensive firm heterogeneity means that aggregate productivity growth can be fostered significantly by a better allocation of capital and labour across firms, with evidence suggesting that significant productivity gains can stem from enhanced allocative efficiency within sectors. However, some indicators of capital misallocation have been trending upwards in several EU countries in recent years, on account of both uncertainty and frictions in the production factor and credit markets.

1 Introduction

Owing to the increased availability of firm-level data, various empirical studies have documented the existence of a marked heterogeneity in performance across firms. Empirical literature based on granular data shows that firms are very different in terms of e.g. size, cost structure, profits and productivity, even within finely disaggregated sectors.⁹² This also holds true for EU countries, as is confirmed by a database recently produced by the Competitiveness Research Network (CompNet).⁹³ In the “old” EU Member States (i.e. the nine countries that had joined the EU by 1995 at the latest, for which data are available), the top 10% most

⁹² For a review of the literature, see Bartelsman, E.J. and Doms, M., “Understanding Productivity: Lessons from Longitudinal Microdata”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 38, 2000, pp. 569–594; and, more recently, Syverson, C., “What Determines Productivity?”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 49, No 2, 2011, pp. 326–365.

⁹³ CompNet is a research network originally created within the European System of Central Banks (ESCB) in 2012, which is devoted to the analysis of competitiveness from a multi-dimensional prospective. It is composed of economists from the ECB/ESCB, the European Commission and a number of European and international organisations, universities, statistical institutes and think tanks. The CompNet dataset is based mainly on administrative data from firm registries and provides harmonised cross-country information on the main moments of the sector distribution (e.g. mean, median, standard deviation, deciles of the distribution, etc.) for a number of variables related to firm performance and competitiveness. For details on this micro-aggregated productivity database, see Lopez-Garcia, P., di Mauro, F. and the CompNet Task Force, “Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database”, *Working Paper Series*, No 1764, ECB, 2015, as well as Berthou, A., Dhyne, E., Bugamelli, M., Cazacu, A.-C., Demian, C.-V., Harasztosi, P., Lalinsky, T., Meriküll, J., Oropallo, F. and Soares, A.C., “Assessing European firms’ exports and productivity distributions: the CompNet trade module”, *Working Paper Series*, No 1788, ECB, 2015, for the details on trade data.

productive firms are, on average, nearly three times more productive than firms located at the bottom 10% of the productivity distribution within each sector (see Chart 1).⁹⁴ This figure is even higher for most of the ten “new” EU Member States for which data are available.⁹⁵ Moreover, the productivity distribution is asymmetric as it displays a large density of low-productive firms and few highly productive firms. Although this empirical regularity applies to all countries and sectors, the shape of the distribution can differ across countries, reflecting their structural characteristics. For example, the productivity distributions of the manufacturing sector in France and Germany are characterised by a higher mean and fatter right tail than those in countries such as Spain and Italy (see Chart 2).

Firm heterogeneity has implications for the overarching assessment of competitiveness, which covers both trade outcomes and productivity developments. In a broad sense, competitiveness relates to the business environment and institutional framework that allow efficient firms to thrive,⁹⁶ thus supporting trade performance and productivity. The existence of a significant degree of heterogeneity across firms has important implications for the assessment of competitiveness along both such dimensions.

Regarding trade performance, both the empirical and the theoretical literature highlight a two-way link between firm-level trade and productivity. In line with empirical evidence based on granular data, the most recent theoretical international trade literature predicts that exporters are the most productive firms in an economy.⁹⁷ Moreover, in addition to the traditional gains from trade, both models and empirical analyses show that trade liberalisation can, in turn, boost aggregate productivity by reallocating resources to exporting, more productive firms.

Firm heterogeneity also has implications for aggregate productivity growth. In the presence of heterogeneous firm performance, aggregate productivity developments also depend on the efficiency with which production factors are

⁹⁴ In most cases, the cross-country evidence on trade outcomes provided in this article covers 16 EU countries: ten euro area countries (Belgium, Estonia, France, Italy, Latvia, Lithuania, Portugal, Slovenia, Slovakia and Finland) and six other EU Member States (the Czech Republic, Denmark, Croatia, Hungary, Poland and Romania). The charts containing only productivity indicators also include Germany, Spain and Austria. The use of (slightly) different country samples is flagged in the note to the related chart. Information for 2013 is only available for 12 countries, since it is not available for Lithuania, Hungary, Romania and Slovenia. This article considers 54 two-digit sectors in the non-financial business economy, 23 of which are in manufacturing, according to the NACE rev. 2 system. Moreover, throughout the article, only CompNet data referring to firms with more than 20 employees are considered. This sample is population-weighted, which enhances cross-country comparability. However, some comparability issues, related to, for example, sampling procedures, remain. For detailed information on the dataset, see Lopez-Garcia et al., op. cit., and Berthou et al., op. cit.

⁹⁵ Bartelsman et al. explain the differences in within-sector dispersion in productivity between central and eastern European countries and western Europe with the fact that during the initial years of the transition, low-productivity firms were able to survive in the market and coexist with new, far more productive firms created in the private sector (see Bartelsman, E., Haltiwanger, J. and Scarpetta, S., “Cross-Country Differences in Productivity: The Role of Allocation and Selection”, *The American Economic Review*, Vol. 103, No 1, 2013, pp. 305-334).

⁹⁶ See, for example, the definition given in *The Five Presidents’ Report: Completing Europe’s Economic and Monetary Union*, European Commission, June 2015, p. 8: “In the end, a competitive economy is one in which institutions and policies allow productive firms to thrive.”

⁹⁷ It should not be overlooked that this literature originates from the contribution of economists such as Joseph Schumpeter, who already in the 1930s took into account the dynamic evolution of heterogeneous economic agents in his work (see, for example, Schumpeter, J.A., *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1934).

allocated across firms as a result of two fundamental developments: (i) the birth and death of firms, and (ii) their expansion and contraction. Factor reallocation is productivity-enhancing when, as a result of such developments, resources shift from the least to the most productive firms. However, constraints such as credit frictions or structural rigidities may impair the efficient allocative process.

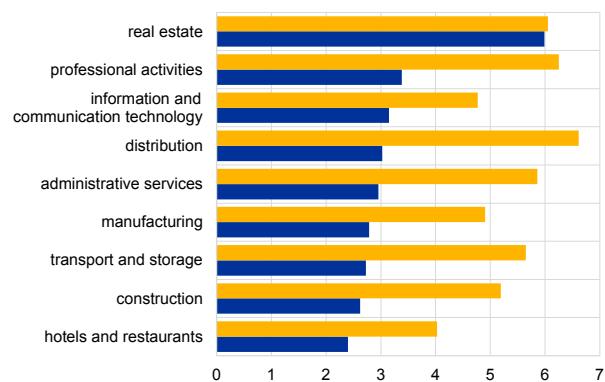
The aim of this article is to take stock of the implications of firm heterogeneity for competitiveness in the EU. The structure of the article is as follows. Section 2 examines the link between firm productivity and trade from an empirical standpoint. Within that section, Box 1 discusses the workhorse theoretical trade models underpinning the empirical analysis, whereas Box 2 assesses the role of firm heterogeneity in explaining the reactivity of aggregate exports to changes in real exchange rates, within and across countries. Section 3 focuses on the efficiency with which capital and labour are allocated across firms within a given sector, which is an important determinant of productivity growth. Section 4 concludes with some policy implications.

Chart 1

Dispersion of firm productivity within sectors in 19 EU countries

(ratio of the labour productivity level of the top and bottom deciles of firms in each two-digit sector, then aggregated to the macro-sector level; averages across countries in the years 2001–13)

- old EU Member States
- new EU Member States



Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

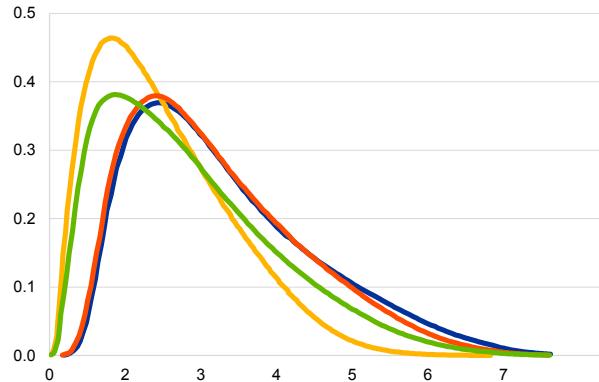
Notes: The old EU Member States included in the chart are: Belgium, Denmark, Germany, Spain, France, Italy, Austria, Portugal and Finland. The new EU Member States considered here are: the Czech Republic, Estonia, Croatia, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia and Slovakia. The ratios in each two-digit sector are aggregated to the macro-sector level using value-added shares. Unweighted averages across countries and years. 2013 data are available for 12 countries, since they are not available for Germany, Lithuania, Hungary, Austria, Portugal, Romania and Slovenia.

Chart 2

The distribution of firm productivity in manufacturing in the four largest euro area countries

(labour productivity kernels, normalised to country GDP per capita, in EUR ten thousands; manufacturing sector; average over the years 2006–12)

- Germany
- Spain
- France
- Italy



Sources: ECB staff calculations based on CompNet data, Eurostat data and Statistical office of Germany – AFID-Panel data for Germany.

Notes: The productivity levels are rescaled so that the mean of the productivity distribution is equal to the GDP per capita sourced from Eurostat. It should be noted, however, that rescaling with GDP per capita might alter the order of countries for reasons not necessarily related to productivity, such as the sector composition, the size of the shadow economy or unusual demographic patterns.

Data for Germany refer to a stratified representative sample of manufacturing firms with more than 20 employees. As the revised German data are available by size class, a weighted average was computed, where the weights are the number of firms within a given size class.

2 Productivity and trade: a two-way link

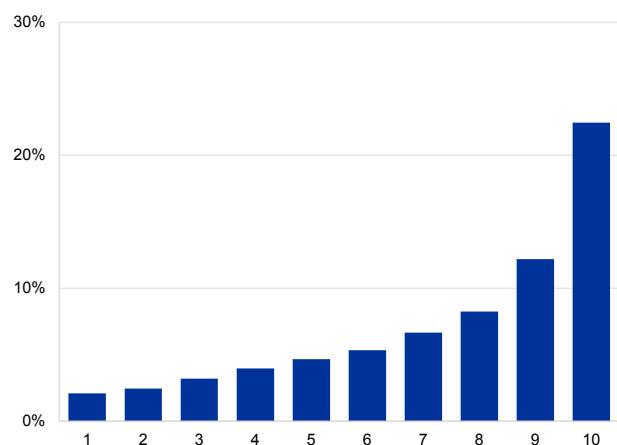
2.1 The importance of firms' productivity for trade

Firms' participation in international trade and their relative importance in a country's exports hinge crucially on their productivity level. Micro-founded evidence based on CompNet trade data, which are available for the manufacturing sectors in 15 EU countries, shows that the export share of firms that are in the top decile of the labour productivity distribution is about four times that of the median firm (see Chart 3).

Chart 3

Export share of manufacturing firms in different deciles of the labour productivity distribution in 15 EU countries

(average across countries over the period 2001-13; percentage share of total manufacturing exports)



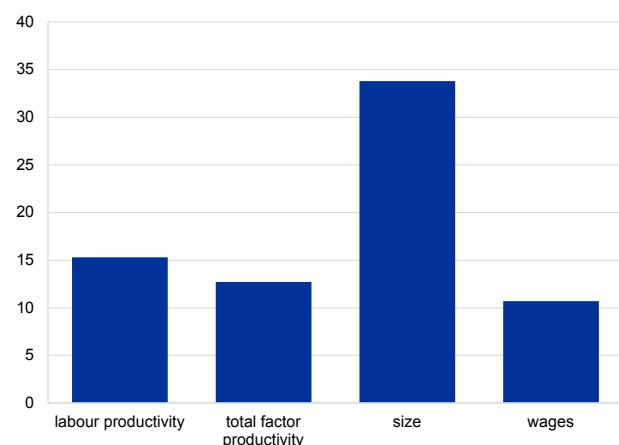
Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Note: Average share of exports as a percentage of total manufacturing exports per labour productivity decile across the 15 EU countries (the 16 EU countries mentioned in footnote 3, with the exception of Hungary).

Chart 4

Performance gap of new manufacturing exporters vis-à-vis non-exporting firms in the same sector in 16 EU countries

(percentage points)



Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Notes: The countries covered in this chart are the 16 EU countries mentioned in footnote 3. Bars represent the estimated coefficient of a dummy variable taking the value of one for the new exporters, and zero otherwise, after controlling for country and two-digit sector-specific fixed effects. All dummy coefficients are significant. The ordinary least squares (OLS) regressions are conducted over the period 2001-13. New exporters are defined as firms that export in time t and not in t-1.

Based on firm-level empirical studies, exporting firms in all sectors are found to be not only more productive, but also larger, more capital-intensive and able to pay higher wages than non-exporting firms in the same sector.⁹⁸ After controlling for country and sector-specific fixed effects, it is found that new exporting firms (i.e. firms that have just started to export) in the sample of EU countries are, on average, about 15% more productive, 30% larger and pay 10% higher wages than non-exporting firms in the same narrowly defined sector (see Chart 4). This supports

⁹⁸ For example, Bernard and Jensen document large, significant differences between exporters and non-exporters among US manufacturing firms (see Bernard, A.B. and Jensen, J.B., "Exporters, Jobs, and Wages in US Manufacturing: 1976-1987", *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, Vol. 1995, 1995, pp. 67-112; "Exporters, skill upgrading and the wage gap", *Journal of International Economics*, Vol. 42, 1997, pp. 3-31; and "Exceptional exporter performance: cause, effect, or both?", *Journal of International Economics*, Vol. 47, No 1, 1999, pp. 1-25).

the hypothesis that new exporters display a productivity and size advantage in comparison with non-exporters before they even start competing in international markets.⁹⁹

A key reason why exporting firms need to be more productive is that only in this way can they afford to pay the related trade costs, so that expansion into foreign markets is profitable.¹⁰⁰ Engaging in trading activities is costly. Examples of barriers to trade are infrastructure and logistic costs, tariffs and non-tariff barriers, hedging costs to the nominal exchange rate, the cost of credit, and the cost of obtaining information on foreign markets.¹⁰¹ As discussed in Box 1, both the theoretical and the empirical literature suggest that there is a productivity threshold above which firms find it profitable to pay these costs and expand in foreign markets. A proxy for this unobservable threshold is the estimated labour productivity advantage of new exporters versus non-exporters operating in the same sector – the “exporter productivity premium”.¹⁰²

In line with the literature, evidence on EU countries suggests that the lower the level of economic development of a country, the higher tends to be the exporter productivity premium. Countries with low GDP per capita usually have less integrated markets; this allows non-exporters with low levels of productivity to survive, thus explaining the coexistence in the same sector of very productive firms that are able to afford the costs associated with exporting and low-productivity domestically oriented firms.¹⁰³ As a result, the exporter productivity premium is larger in economies such as Romania than in, for example, Finland and Denmark (see Chart 5). GDP per capita is also a proxy of institutional quality. Better institutions decrease both the fixed and the variable costs of trade faced by firms.¹⁰⁴ The exporter productivity premium in Chart 5 is indeed found to be low in countries where institutional quality is known to be high.

⁹⁹ Engagement in trading activities might in turn foster firms' own productivity growth (on this issue, see Section 2.2 below).

¹⁰⁰ Evidence about the presence of sunk entry costs to exports and persistence in export activities were found for Columbia (see Roberts, M.J. and Tybout, J.R., “The Decision to Export in Colombia: An Empirical Model of Entry with Sunk Costs”, *The American Economic Review*, Vol. 87, No 4, 1997, pp. 545-564). Other examples of self-selection of firms into export markets refer to France (see Eaton, J., Kortum, S. and Kramarz, F., “An anatomy of international trade: evidence from French firms”, *Econometrica*, Vol. 79, No 5, 2011, pp. 1453-1498), Germany (see Bernard, A.B. and Wagner, J., “Export entry and exit by German firms”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 137, No 1, 2001, pp. 105-123), and the United States (see Bernard, A.B. and Jensen, J.B., “Exporting and Productivity in the USA”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No 3, 2004, pp. 343-357).

¹⁰¹ See, for example, Minetti, R. and Chun Zhu, S. “Credit constraints and firm export: Microeconomic evidence from Italy”, *Journal of International Economics*, Vol. 83, No 2, 2011, pp. 109-125, on the role of credit rationing; and Fontagné, L., Oreffice, G., Piermartini, R. and Rocha, N., “Product standards and margins of trade: Firm-level evidence” *Journal of International Economics*, Vol. 97, No 1, 2015, pp. 29-44, on the impact of tariffs and stringent non-tariff barriers in the foreign markets on export performance.

¹⁰² The exporter productivity premium in this article is estimated following the methodology of the International Study Group on Exports and Productivity (ISGEP), “Understanding Cross-Country Differences in Exporter Premia: Comparable Evidence for 14 Countries”, *Review of World Economics*, Vol. 144, No 4, 2008, pp. 596-635. However, in contrast to that study, only new exporters among the set of exporting firms have been included here so as to better ensure that the productivity premium does not include the productivity gains due to firms' engagement in international trade.

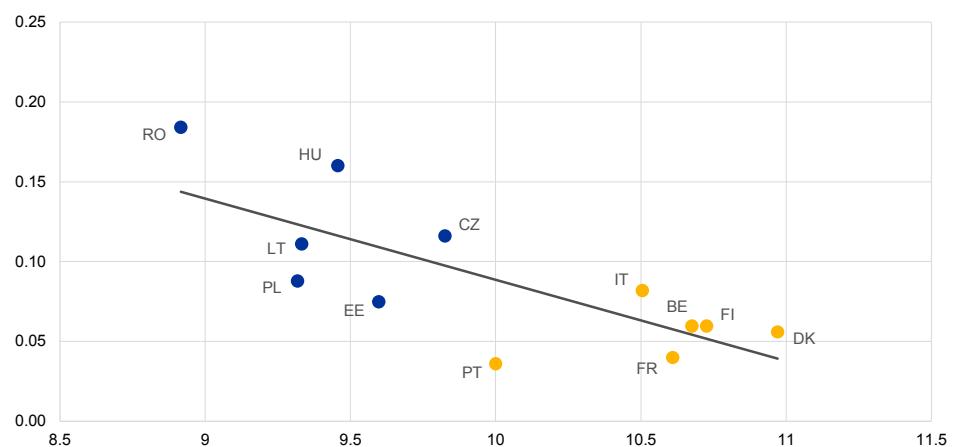
¹⁰³ See Hallward-Driemeier, M., Iarossi, G. and Sokoloff, K.L., “Exports and Manufacturing Productivity in East Asia: A Comparative Analysis with Firm-Level Data”, *NBER Working Papers*, No 8894, National Bureau of Economic Research, 2002.

¹⁰⁴ See ISGEP, op. cit.

Chart 5

Exporter productivity premium in manufacturing and GDP per capita in 12 EU countries

(averages over the period 2001-13; x-axis: GDP per capita (log); y-axis: exporter productivity premium)



Sources: ECB staff calculations based on ISGEP, CompNet data, and World Bank Development Indicators database.

Notes: The exporter productivity premium is estimated on the basis of the ISGEP methodology. It is computed as the coefficient on a dummy variable taking the value of one for the new exporters, and zero otherwise, in a regression where the dependent variable is the log of the average sector labour productivity. Additional explanatory variables include the average firm size, average wage, year and two-digit sector-specific fixed effects. The countries covered in this chart are the 16 EU countries mentioned in footnote 3, with the exceptions of Croatia, for which data are not available, and Latvia, Slovenia and Slovakia, for which estimated coefficients were not statistically significant at conventional levels. Countries marked in blue are central and eastern European countries; countries in yellow are western European countries.

Box 1

Reconciling empirical evidence with theory: introducing heterogeneous firms in trade theory

Until the 1990s most studies assumed that firms were homogeneous when assessing competitiveness, understood as trade performance. In neoclassical trade models, welfare gains from trade arise from the increase in world production and consumption following the specialisation of countries in industries where they have a comparative advantage. Specifically, countries export those products for which they have lower opportunity costs of production relative to other industries and to other countries. Later “new-trade” models incorporated the empirical feature that countries exchange similar goods, implying that trade across countries also occurs within the same industry, by assuming increasing returns to scale, monopolistic competition and consumers’ preference for a variety of products. In these models, the gains from trade arise because trade liberalisation leads to an increase in market size, which allows firms to reduce production costs and widens the availability of cheaper varieties of goods.¹⁰⁵ In all these models, firms are assumed to be homogeneous.

The so-called “new new-trade” theory acknowledges the presence of firm heterogeneity, as unveiled by empirical studies, and provides for a tractable framework to analyse competitiveness through the link between trade and productivity. In a seminal article of 2003, Marc Melitz introduced firm heterogeneity in productivity into the standard new-trade theory

¹⁰⁵ The reference point for this literature is Krugman, P.R., “Scale Economies, Product Differentiation, and the Pattern of Trade”, *The American Economic Review*, Vol. 70, 1980, pp. 950-959.

models.¹⁰⁶ Building on earlier theoretical models of firm size and dynamics,¹⁰⁷ the Melitz model offers a tractable framework and has become the new cornerstone of trade theory. In this model, firms need to pay a fixed cost to be able to produce domestically. Participation in export activities also requires the payment of an additional fixed cost, as well as of a variable cost. This implies that firms will enter the market and produce, and eventually export, only if they find it profitable (i.e. if their revenues are larger than these fixed and variable costs). Since profitability depends on the productivity level of each firm, only a fraction of the total number of firms (i.e. those above a certain "productivity threshold") will be able to produce for the domestic market, and only a fraction of these firms will in turn be able to export.¹⁰⁸ At the same time, while trade liberalisation leads to an increase in potential export market sales, it also heightens domestic competition. Consequently, the most productive firms – those that are able to pay the cost of exporting – engage in export activities and expand to take advantage of the larger foreign market, whereas the least efficient producers tend to exit the market as increased competition causes their revenues to contract. Resources are, therefore, reallocated towards the most productive producers, which leads to an increase in aggregate productivity.

¹⁰⁶ See Melitz, M.J., "The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity", *Econometrica*, Vol. 71, 2003, pp. 1695-1725. Firm heterogeneity was introduced in Krugman's model (see Krugman, op. cit.).

¹⁰⁷ Older theoretical models in this strand of the literature include, for example, Jovanovic, B., "Selection and the evolution of industry", *Econometrica*, Vol. 50, No 3, 1982, pp. 649-670, and Hopenhayn, H., "Entry, Exit, and Firm Dynamics in Long Run Equilibrium", *Econometrica*, Vol. 60, No 5, 1992, pp. 1127-1150.

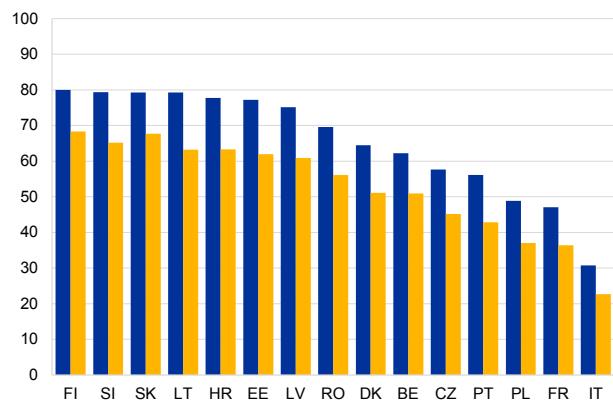
¹⁰⁸ In the model put forward by Marc Melitz, only the first moment of the productivity distribution, i.e. average firm productivity, matters for exports. However, a recent study based on CompNet data for 16 EU countries in the period from 2001 to 2012 shows how exporter competitiveness (measured as the residual of an export regression, once all possible characteristics of the destination market, trade costs, and geographical, cultural and historical features are netted out) is positively correlated not only with average firm productivity, but also with other moments of the productivity distribution, namely with its dispersion and asymmetry. See Barba Navaretti, G., Bugamelli, M., Forlani, E. and Ottaviano, G., "The importance of micro data in assessing aggregate outcomes", in Altomonte, C. and Békés, G. (eds.), *Measuring competitiveness in Europe: resource allocation, granularity and trade*, Bruegel Blueprint Series, Vol. 24, 2016, pp. 14-25.

Chart 6

Share of manufacturing exports sold by top exporting firms, broken down by country

(average percentage shares in the period 2001-13; weighted averages across sectors, where the weights are value-added shares in total manufacturing value added)

■ top ten exporters
■ top five exporters



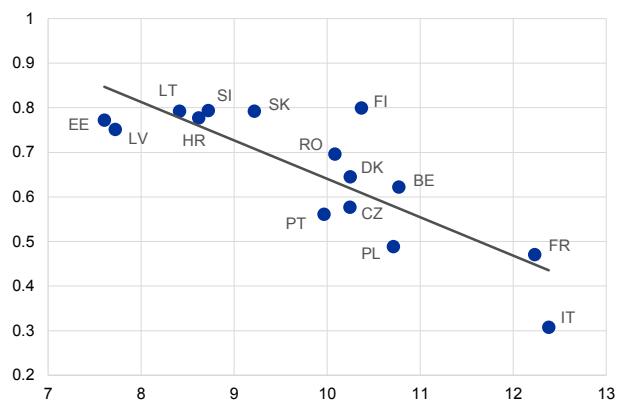
Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Note: The countries covered in this chart are the 16 EU countries mentioned in footnote 3, with the exception of Hungary.

Chart 7

Share of manufacturing exports sold by top exporting firms and size of manufacturing in each country

(export share of the top ten exporting firms in each manufacturing sector and the size of the manufacturing sector in real value-added terms in each country; value-added-weighted sector averages for each country over the period 2001-13; x-axis: manufacturing value added (log); y-axis: concentration of exports in top ten exporters)



Source: ECB staff calculations based on CompNet and Eurostat data.

Notes: The countries considered are those in Chart 6. The correlation between these two series is -0.83.

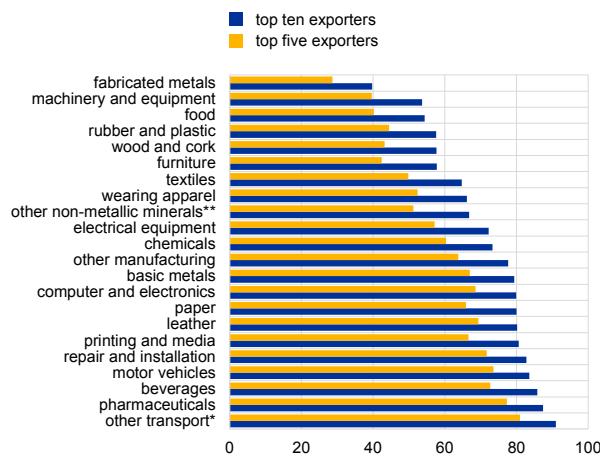
These findings also imply that the international performance of a given country will depend on its productivity distribution, as depicted in Chart 2, and, in particular, on the behaviour of relatively few exporting firms. In the 15 EU countries considered in Chart 6, the top exporters (top ten firms in terms of exporting value) account for about 50% to 80% of aggregate exports, with the exceptions of France and, more starkly, Italy, where the shares of top exporters are lower. There is evidence of the concentration of exports being higher the smaller the size of a country's manufacturing sector (see Chart 7).¹⁰⁹ The generally large concentration of exports in most countries implies that aggregate trade performance is driven by very few firms. Export concentration also varies significantly across manufacturing sectors, the highest being recorded in sectors such as transport equipment and pharmaceuticals and the lowest in, for example, the machinery and equipment and fabricated metals sectors (see Chart 8). Sector differences in export concentration can be partially related to sector-specific technological characteristics of production processes, which require different firm sizes across sectors. Chart 9 shows a positive correlation between the cross-country average export concentration and the median size of firms in each sector, which is a proxy of the required scale of operations in the sector.

¹⁰⁹ Moreover, according to CompNet data, the median size of exporting firms in a given sector in Italy is about 60% the size of the median exporting firms in the same sector in all other countries considered in Chart 6. The small size of exporters in Italy can contribute to explaining its low concentration of exports.

Chart 8

Share of manufacturing exports sold by top exporting firms, broken down by sector

(average percentage shares in the years 2001-13; unweighted averages across countries)



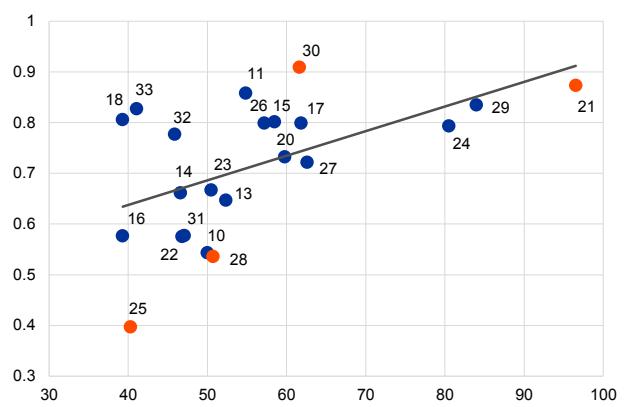
Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Notes: The countries included are those considered in Chart 6. *Manufacture of transport equipment net of motor vehicles. **Manufacture of non-metallic mineral products, such as glass, plastic, cement, etc.

Chart 9

Share of manufacturing exports sold by top exporting firms and median firm size in the sector

(export share of the top ten exporting firms in each manufacturing sector and median number of employees per company in a given sector; cross-country averages for each sector over the period 2001-13; x-axis: median firm size in a given sector (employees); y-axis: concentration of exports in top ten exporters)



Sources: ECB staff calculations based on CompNet data.

Notes: Unweighted averages across the countries considered in Chart 6. Sectors: 10. Food products; 11. Beverages; 13. Textiles; 14. Wearing apparel; 15. Leather and related products; 16. Wood and cork; 17. Paper; 18. Printing and media; 20. Chemicals; 21. Pharmaceuticals; 22. Rubber and plastic; 23. Other non-metallic minerals; 24. Basic metals; 25. Fabricated metal products; 26. Computer and electronics; 27. Electrical equipment; 28. Machinery and equipment; 29. Motor vehicles; 30. Other transport; 31. Furniture; 32. Other manufacturing; 33. Repair and installation of machinery. Sectors marked in red are sectors with the two highest (sectors 30 and 21) and lowest (sectors 25 and 28) average percentage shares of manufacturing exports sold by top exporting firms (see Chart 8). The correlation between these series is 0.54.

This granular distribution of exports implies that microeconomic shocks affecting a relatively small number of firms can have aggregate effects. An example of this is provided in Box 2, which discusses the impact that export granularity, as shown in Chart 6, and the shape of the productivity distribution, as displayed in Chart 2, can have on how a country's aggregate exports react to changes in the real effective exchange rate.¹¹⁰ In particular, the increase of exports in response to a depreciation of the real effective exchange rate is the stronger, the larger the pool of productive firms that would find it profitable to start exporting under the improved price competitiveness conditions (i.e. the "fatter" is the right tail in a country's productivity distribution). Conversely, the elasticity of exports to fluctuations in the real effective exchange rate will tend to be lower in countries or sectors with a relatively higher concentration of exports in few firms.

¹¹⁰ The real effective exchange rate is the weighted average of a country's exchange rate relative to a basket of currencies of its trading partners, adjusted for the effects of inflation. More generally speaking, several other macroeconomic questions can be clarified by looking at the behaviour of large firms. See Gabaix, X., "The granular origins of aggregate fluctuations", *Econometrica*, Vol. 79, No 3, 2011, pp. 733-772.

Box 2

The productivity distribution of firms, real exchange rate movements and aggregate exports

This box discusses how the distribution of productivity across firms, which differs from country to country, can affect the external rebalancing processes. Aggregate export dynamics depend, among other factors, on changes in a country's price competitiveness, which is commonly measured by the real effective exchange rate (REER). While, all other things being equal, a depreciation of the REER generally leads to higher export growth, it is critical to recall that this impact takes place via two different channels, namely (i) the "intensive margin" (the changes in foreign sales of existing exporting firms) and (ii) the "extensive margin" (the entry of new exporting firms). Recent empirical literature has shown that the magnitude of such effects across countries depends – via each of the two channels – on two factors reviewed in this article: first, the extent to which exports are concentrated in few firms (as illustrated in Chart 6) and second, the shape of the productivity distribution prevailing in a given country's manufacturing sector (as illustrated in Chart 2).

With respect to the intensive margin (i.e. the export intensity of existing exporters), large and more productive exporting firms tend to be less sensitive to real exchange rate developments, possibly because of higher market power, product diversification and import intensity. According to evidence based on 11 EU countries, the largest and most productive exporters are found to exhibit up to three times lower elasticities to REER movements than the smaller, less productive exporting firms.¹¹¹ Hence, all other factors being equal, the overall reactivity of exports to REER fluctuations will be the lower, the larger the concentration of exports in few, highly productive firms. A first possible explanation of the different reactivity of firms to exchange rate shocks is that firms have heterogeneous *pricing-to-market strategies*: for the largest, most productive exporters, it is easier to absorb exchange rate changes by varying their mark-up, which leads to a weaker reaction of their export volumes.¹¹² More *import-intensive exporters* are usually the largest and most productive firms even among exporters; they thus need to adjust their export prices less to changes in REERs because their mark-ups are larger and because there are offsetting exchange rate effects on their marginal costs.¹¹³ Finally, large *multi-product firms* are less sensitive to REER movements because, in response to negative exchange rate shocks, they can afford to pull out their least profitable products from the export markets.¹¹⁴

¹¹¹ This result is based on the estimation of export elasticities to unit labour cost-deflated real effective exchange rates by firm-level productivity quartile on CompNet data for 11 EU countries in the period from 2001 to 2008 (Berthou, A., Demian, V. and Dhyne, E., "Exchange rate movements, firm-level exports and heterogeneity", forthcoming). See also Demian, C.-V. and Di Mauro, F., "The exchange rate, asymmetric shocks and asymmetric distributions", *Working Paper Series*, No 1801, ECB, 2015.

¹¹² There is strong evidence of heterogeneous pricing-to-market strategies in France, for example (Berman, N., Martin, P. and Mayer, T., "How do different exporters react to exchange rate changes?", *The Quarterly Journal of Economics*, No 127, 2012, pp. 437-492).

¹¹³ Amiti, M., Itskhoki, O. and Konings, J., "Importers, Exporters, and Exchange Rate Disconnect", *The American Economic Review*, Vol. 104, No 7, 2014, pp. 1942-1978. For a thorough discussion of the determinants of the exchange rate pass-through (the degree to which exchange rate changes are transmitted to import prices and subsequently to final consumer prices), see "Exchange rate pass-through into euro area inflation", *Economic Bulletin*, ECB, July 2016. Such determinants include the degree of competition across industries, the currency of invoice for imports, menu costs, a country's degree of openness, and the perceived persistence of shocks.

¹¹⁴ Dekle, R., Jeong, H. and Kiyotaki, N., "Dynamics of Firms and Trade in General Equilibrium", *USC Dornsife Institute for New Economic Thinking Working Paper*, University of Southern California, 2015, No 15-12; and Mayer, T., Melitz, M. and Ottaviano, G., "Product Mix and Firm Productivity Responses to Trade Competition", *CEP Discussion Papers*, No 1442, Centre for Economic Performance, 2016.

Turning to the extensive margin, i.e. the extent to which more firms become exporters, this will also depend on the shape of the productivity distribution prevailing in the country in question. A depreciation of the REER in a given country will trigger higher demand for its tradable goods, thus leading to a decrease in the “productivity threshold” of exporting firms, i.e. the threshold above which it becomes feasible for firms to enter export markets. The country’s aggregate exports will, therefore, increase as a result of additional sales by existing exporting firms, as well as on account of new firms becoming exporters. Against this background, the larger the pool of very productive firms in a given country, the higher the probability that new firms will be able to enter foreign markets when price competitiveness improves. All other things being equal, countries such as Germany and France, which are characterised by a higher average productivity and a fatter right tail in the productivity distribution (i.e. a larger reservoir of relatively highly productive firms) than countries such as Italy and Spain (see Chart 2), may record a more marked impact of a given exchange rate change on their exports via the extensive margin.¹¹⁵

Ultimately, the overall sensitivity of aggregate exports to real exchange rate changes will depend on the relative importance of the intensive versus the extensive margin. The existing empirical literature is inconclusive with respect to the relative importance of the two channels through which changes in the REER can affect aggregate exports, since this varies across sectors, the time-span considered and the granularity of the data employed.¹¹⁶ However, the intensive margin is generally found to matter more than the extensive margin in advanced economies.¹¹⁷ This would imply that, all other things being equal, the smaller share of large exporting firms in, for example, Italy relative to France and Germany would play an important role in explaining the higher reactivity of aggregate exports to REER changes in Italy, as documented in the macroeconomic literature.¹¹⁸

2.2 The effects of trade on productivity

Trade, in turn, can enhance aggregate productivity through two channels: first, through firms’ own productivity growth and, second, through a better allocation of capital and labour across firms. Exposure to international trade can, indeed, induce exporting firms to increase their own productivity (“within-firm productivity growth”). It can also result in a different allocation of production factors across exporting and non-exporting firms, both within a given sector and across sectors (“reallocation effect”), with a potentially large impact on aggregate productivity.

¹¹⁵ Di Mauro, F. and Pappadà, F., “Euro area external imbalances and the burden of adjustment”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 48, 2014, pp. 336-356.

¹¹⁶ See, for example, Crozet, M. and Koenig, P., “Structural gravity equations with intensive and extensive margins”, *CEPII Working Papers*, No 30, 2008.

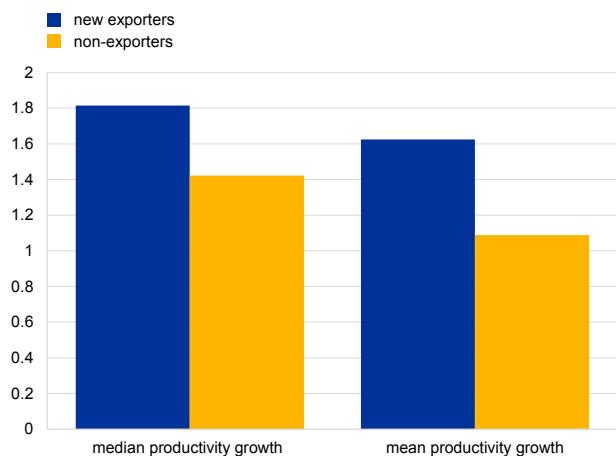
¹¹⁷ Beseděš, T. and Prusa, T.J., “The role of extensive and intensive margins and export growth”, *Journal of Development Economics*, Vol. 96, 2011, pp. 371-379.

¹¹⁸ See, for example, Giordano, C. and Zollino, F., “Shedding light on price and non-price competitiveness determinants of foreign trade in the four largest euro-area countries”, *Review of International Economics*, Vol. 24, No 3, 2016, pp. 604-634.

Chart 10

Labour productivity growth of new manufacturing exporters following entry into export markets and of non-exporters in the same sector within 16 EU countries

(annual growth rates of labour productivity in the year after entry of new exporters; percentages)



Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Note: The countries covered in this chart are the 16 EU countries mentioned in footnote 3.

Starting with the first channel, trade can alter within-firm productivity for the following main reasons: (i) exporters “learn by exporting”, and (ii) exporters benefit from imports of cheaper and/or higher-quality intermediate goods. Regarding the first reason, empirical evidence documents that exporters are more likely to innovate, shift resources toward the most profitable products and broaden the scope of firm products.¹¹⁹ As a result, the productivity gap relative to non-exporting firms tends to increase after entry into export markets. Indeed, on average in the sample of EU countries used here, the productivity growth of exporters a year after their entering foreign markets is higher than that of non-exporting firms (see Chart 10).¹²⁰ Hence, not only are the most productive firms those that enter into export markets, as discussed in Section 2.1, but export activity boosts their productivity further *after entry*. Turning to the second reason, importing intermediate goods is empirically found to foster within-firm productivity.¹²¹ This is because importers have access to a broader range of more sophisticated inputs.¹²² In particular, participation

in global value chains (GVCs) acts as a mechanism of technology diffusion. Recent evidence based on CompNet data reveals, for example, that the productivity growth of the better-performing firms (so-called “national frontier firms”) in 11 EU countries in central and eastern Europe closely mimics the productivity growth of national frontier firms in EU countries outside central and eastern Europe that supply inputs to the former (the so-called “GVC frontier”). Interestingly, the correlation between these two series is higher than that between productivity developments of national frontier firms

¹¹⁹ For theoretical and empirical evidence see, for example, Mayer, T., Melitz, M.J. and Ottaviano, G., “Market Size, Competition, and the Product Mix of Exporters”, *The American Economic Review*, Vol. 104, No 2, 2014, pp. 495-536.

¹²⁰ Note also that persistent exporters increase their productivity to a larger extent than non-exporting firms in the same sector.

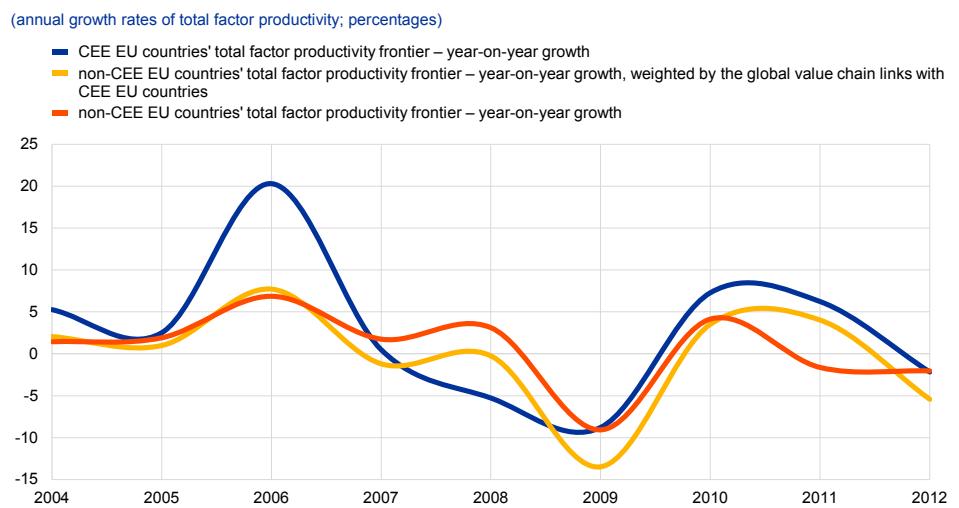
¹²¹ Based on a panel of Indonesian firms, Amiti and Konings show that a 10 percentage point fall in input tariffs leads to a productivity gain of 12% for firms that import their inputs (see Amiti, M. and Konings, J., “Trade Liberalisation, Intermediate Inputs, and Productivity: Evidence from Indonesia”, *The American Economic Review*, Vol. 97, No 5, 2007, pp. 1611-1638). Similarly, focusing on trade liberalisation in India, Topolova and Khandelwal show that access to better inputs, due to lower input tariffs, contributed to increasing firm-level productivity (see Topolova, P. and Khandelwal, A., “Trade Liberalisation and Firm Productivity: The Case of India”, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, No 3, 2011, pp. 995-1009).

¹²² For example, based on a panel of French firms, Bas and Strauss-Kahn find that the average firm adds four types of imported inputs over the period, leading to an increase of 2.5% in total factor productivity (TFP). Similarly, they find that controlling for TFP, a 10% increase in the number of imported input varieties raises export product scope by 10.5% (see Bas, M. and Strauss-Kahn, V., “Does importing more inputs raise exports? Firm-level evidence from France”, *Review of World Economics*, Vol. 150, No 2, 2014, pp. 241-475).

in central and eastern European EU countries and those of EU countries outside that region which do not have particular GVC links with them (see Chart 11).¹²³

Chart 11

Productivity growth of the most productive (“frontier”) firms and their global value chain partners in 11 central and eastern European EU countries and nine other EU countries



Sources: Chiacchio et al., 2016, based on CompNet and OECD data.

Notes: The total factor productivity frontier refers to the unweighted average annual total factor productivity growth of the top 20% of productive firms in each two-digit sector. The global value chain frontier is the weighted average of total factor productivity growth of the most productive firms in non-CEE EU countries, with weights based on the share of imported intermediates of each CEE country-sector pair from each non-CEE EU country. The CEE EU countries are Bulgaria, the Czech Republic, Estonia, Croatia, Latvia, Lithuania, Hungary, Poland, Romania, Slovenia and Slovakia; the non-CEE EU countries are Belgium, Denmark, Germany, Spain, France, Italy, Austria, Portugal and Finland.

Turning to the second channel through which trade can enhance aggregate productivity growth, exporting can also foster a better allocation of resources. When trade costs fall, the most productive, exporting firms are likely to expand to the detriment of the least productive firms, thereby improving the allocation of resources across firms (see Box 1 for the theoretical framework). The empirical literature has also found robust evidence that a shift of resources towards producers that are exposed to international trade can boost aggregate productivity. For example, based on US census data for 1983-92, around 40% of aggregate productivity growth was found to result from increasing output shares of the more productive, exporting firms.¹²⁴ Similarly, according to CompNet data referring to 14 EU countries, in the period from 1998 to 2011 an increase in export demand was associated with a rise in

¹²³ Chiacchio, F., Gamberoni, E., Gradeva, K. and Lopez-Garcia, P., “The post-crisis total factor productivity growth slowdown in central and eastern European countries: exploring the role of global value chains”, forthcoming.

¹²⁴ Bernard, A.B. and Jensen, J.B., “Exporting and Productivity in the USA”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No 3, 2004, pp. 343-357.

total manufacturing productivity, about one-third of which accrued from within-sector labour reallocation.¹²⁵

3 Allocative efficiency and aggregate productivity growth

In addition to trade boosting productivity via the two channels reviewed in the previous section, firm heterogeneity has other, more direct implications for competitiveness, understood as aggregate productivity growth. In the presence of firm heterogeneity, aggregate productivity growth will depend significantly on the degree of allocative efficiency.¹²⁶

All other things being equal, aggregate productivity gains from resource reallocation will be the larger, the more dispersed is the distribution of productivity across firms. Chart 12 shows that the within-sector dispersion between the most and the least productive firms, measured by the ratio of productivity of the top 10% of firms relative to that of the bottom 10% of firms, is substantially larger than the difference in average productivity between firms in the non-tradable and tradable sectors. This fact holds for all countries and time periods.

The allocation of resources across firms within a sector is often not efficient; the most widely used, albeit imperfect, measure of resource misallocation is the dispersion in the marginal revenue productivity of capital and labour – MRPK(L) – across firms.¹²⁷ The idea behind this indicator is that in a given sector, if firms face the same marginal costs, labour and capital should flow across firms until the marginal return of hiring an extra unit of input is equalised across firms. However, the presence of different constraints that affect input allocation (e.g. differing access to financial resources, different degrees of exposure to regulation, etc.) could prevent such reallocation of resources and, therefore, induce firms to employ sub-optimal amounts of inputs compared to their productivity level. The result would be that marginal revenue productivities of inputs are not equalised across firms within a

¹²⁵ Berthou, A., Hyun Chung, J., Manova, K. and Sandoz, C., "Productivity, Misallocation and Trade", paper presented at the Annual Meeting of the American Economic Association, January 2017. The importance of the reallocation effect in boosting aggregate productivity via trade is not only limited to advanced economies. For example, in the aftermath of trade liberalisations in Chile, roughly two-thirds of the observed rise in aggregate productivity was found to be the result of reallocation from the least to the most efficient producers (see Pavcnik, N., "Trade liberalisation, exit and productivity improvement: Evidence from Chilean plants", *Review of Economic Studies*, Vol. 69, No 1, 2002, pp. 245-276).

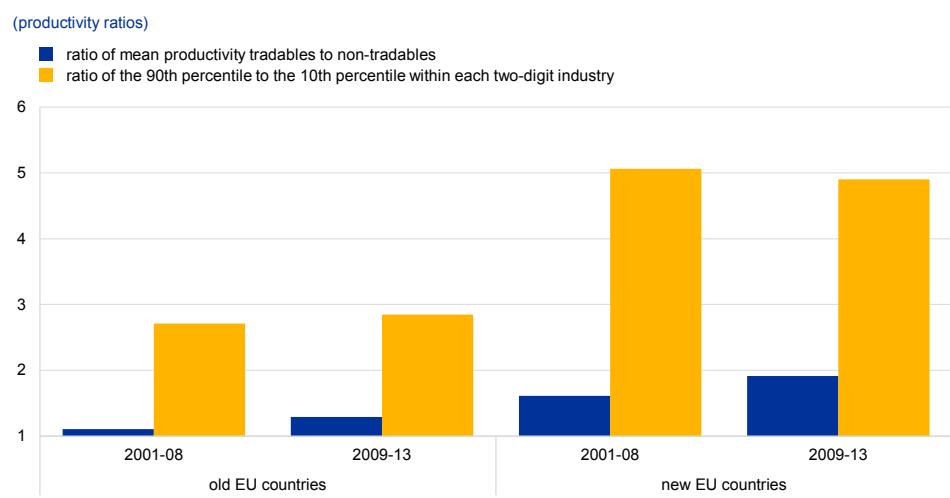
¹²⁶ See, for example, Bartelsman, E., Haltiwanger, J. and Scarpetta, S., "Measuring and analyzing cross-country differences in firm dynamics", in Dunne, T., Bradford, J.B., and Roberts, M.J. (eds.), *Producer dynamics: New evidence from micro data*, University of Chicago Press, 2009, and Bartelsman, E., Haltiwanger, J. and Scarpetta, S., "Cross-country differences in productivity: the role of allocation and selection", *The American Economic Review*, Vol. 103, No 1, 2013, pp. 305-334.

¹²⁷ In the presence of output distortions, Hsieh and Klenow show that: $MRPL_{si} = w_s \frac{1}{1-\tau_{Y_{si}}}$, i.e. firm i 's marginal revenue product of labour is not equal to the average wage of the sector s in which it operates (and therefore not equal to that of all other firms in the sector), but rather it is larger than the average wage. In particular, it is the higher, the higher the firm's output distortion. Similarly, $MRPK_{si} = r_s \frac{1+\tau_{K_{si}}}{1-\tau_{Y_{si}}}$, i.e. the marginal revenue product of capital is equal to the average sector interest rate, adjusted by both the firm's capital and output distortions. This implies that MRPK is also not equalised across firms in the sector. A standard measure of within-sector dispersion of MRPK(L) across firms is the standard deviation of MRPK(L), which is indeed the measure of capital (labour) misallocation suggested by Hsieh and Klenow (see Hsieh, C.-T. and Klenow, P., "Misallocation and manufacturing TFP in China and India", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 124, No 4, 2009, pp. 1403-1448).

sector, leading to a dispersion in MRP_K(L). The higher the dispersion, the higher is the misallocation of inputs.

Chart 12

Productivity differences across tradable and non-tradable sectors versus productivity differences within sectors in 15 EU countries



Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Notes: According to the AMECO classification, tradable sectors include: manufacturing, wholesale and retail trade, transportation and storage, and information and communications technology. Non-tradable sectors include: construction, hotels and restaurants, and professional and administrative services. The within-sector 90th percentile/10th percentile productivity ratio is aggregated to the country level using sector shares in total value added. The "old" EU countries are Belgium, Denmark, France, Italy, Portugal and Finland. The "new" EU countries are the Czech Republic, Estonia, Croatia, Latvia, Lithuania, Hungary, Romania, Slovenia and Slovakia.

Different empirical studies using this indicator have found that capital misallocation has been trending upwards since at least the early 2000s, while developments in labour misallocation have been flatter. Recent cross-country research by ECB staff based on CompNet data has found that capital misallocation, measured by the aforementioned indicator, has been on an upward trend throughout the period from 2002 to 2013 in Belgium, Spain, France and Italy (see Chart 13).¹²⁸ Country-specific studies on Spain, Italy and Portugal that are based on different data sources also point to similar results.¹²⁹ The rise in capital misallocation has been particularly apparent in services. This could be related to the fact that the tertiary sector is more regulated and less exposed to international competition than, for example, manufacturing, as well as to the fact that it is more dependent on external finance, which increases its exposure to credit constraints. Labour misallocation has

¹²⁸ Gamberoni, E., Giordano, C. and Lopez-Garcia, P., "Capital and labour (mis)allocation in the euro area: some stylized facts and determinants", *Working Paper Series*, No 1981, ECB, 2016. The study also includes Germany and shows that capital misallocation in Germany increased up to 2006, but then declined until 2012 (the last year for which German data are available, which is why this country has not been included in Charts 13 and 14). The recent drop was driven by the decrease in allocative inefficiency observed in Germany's large manufacturing sector, whereas capital misallocation continued to rise in service sectors.

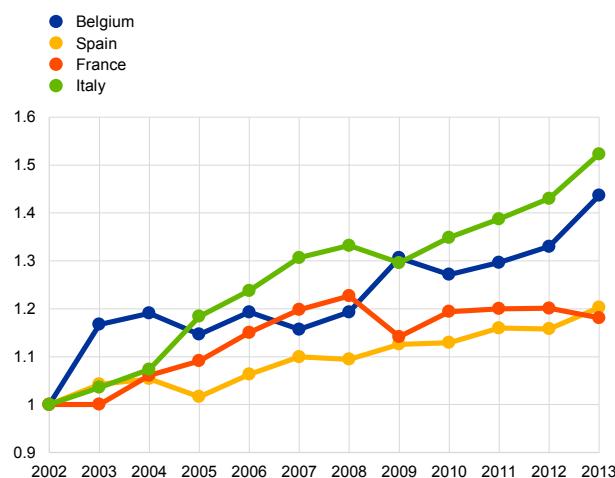
¹²⁹ See Calligaris, S., "Misallocation and Total Factor Productivity in Italy: Evidence from Firm-Level Data", *Labour*, Vol. 29, No 4, 2015, pp. 367-393; Dias, D., Robalo Marques, C. and Richmond, C., "Misallocation and productivity in the lead up to the Eurozone crisis", *Journal of Macroeconomics*, Vol. 49, 2016, pp. 46-70; Garcia-Santana, M., Moral-Benito, E., Pijoan-Mas, J. and Ramos, R., "Growing like Spain: 1995-2007", *CEPR Discussion Papers*, No 11144, Centre for Economic Policy Research, 2016.

instead risen less steeply over the period 2002-13 or has, in the case of Spain, even decreased after the crisis (see Chart 14). Similar capital and labour misallocation trends are also present in other non-euro area EU countries, such as those in central and eastern Europe,¹³⁰ as well as in other mature economies such as the United States.¹³¹

Chart 13

Developments in *capital* misallocation in Belgium, Spain, France and Italy in the period 2002-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of capital across firms within a given sector; 2002=1)

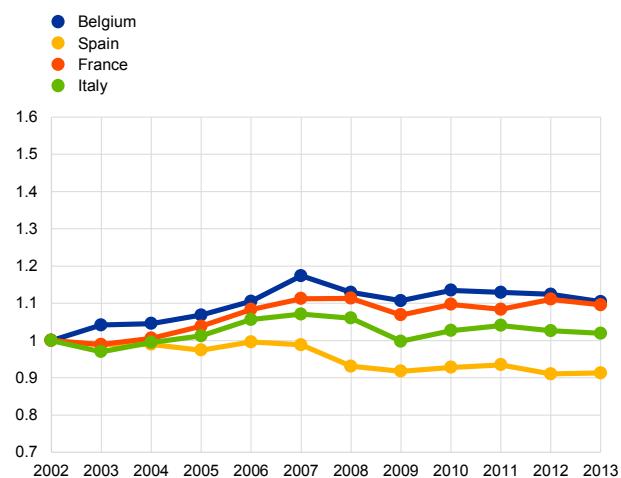


Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Chart 14

Developments in *labour* misallocation in Belgium, Spain, France and Italy in the period 2002-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of labour across firms within a given sector; 2002=1)



Source: ECB staff calculations based on CompNet data.

Although the factors behind these trends are not clear-cut, several studies have found that cross-country and sector differences in the misallocation of capital and labour are associated with product and labour market regulation. In the presence of *high barriers to entry*, unproductive firms can survive more easily, and thus retain productive resources which could otherwise be shifted to the most efficient firms in a given sector.¹³² Furthermore, *employment regulation* that is too stringent may prevent firms from adjusting their workforce to optimal levels, especially in sectors with a higher natural rate of “job churning” (i.e. the ongoing process of job leavers being replaced with new hires) due to their technological characteristics.¹³³ This is illustrated in Chart 15 for Belgium, Spain, France and Italy.

¹³⁰ The only exception is Slovakia, where capital misallocation declined moderately over the period from 2002 to 2013.

¹³¹ For evidence on non-euro area EU countries, see Gamberoni, E., Gartner, C., Giordano, C. and Lopez-Garcia, P., “Is corruption efficiency-enhancing? A case study of nine Central and Eastern European countries”, *Working Paper Series*, No 1590, ECB, 2016. For US evidence, see Hsieh and Klenow, op. cit. The latter study also shows that in emerging economies such as China and India, resource misallocation is very large, but on a downward trend.

¹³² See, for example, Andrews, D. and Cingano, F., “Public policy and resource allocation: evidence from firms in OECD countries”, *Economic Policy*, Vol. 29, No 78, 2014, pp. 253-296, and Restuccia, D. and Rogerson, R., “Misallocation and productivity”, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 16, No 1, 2013, pp. 1-10.

¹³³ See Haltiwanger, J., Scarpetta, S. and Schweiger, H., “Cross country differences in job reallocation: the role of industry, firm size and regulations”, *Labour Economics*, Vol. 26, 2014, pp. 11-25, and Bartelsman, E.J., Gautier, P.A. and de Wind, J., “Employment protection, technology choice, and worker allocation”, *DNB Working Papers*, No 295, De Nederlandsche Bank, 2011.

In this chart, country-sectors are split into two groups each year, depending on whether their exposure to regulation is above or below the median regulation indicator across all countries and sectors considered – the “tighter regulation” and the “looser regulation” group respectively. The indicator of factor misallocation is then computed for both sub-groups of country-sectors. The chart shows that capital misallocation in the post-crisis period dropped in the country-sectors with more flexible product market regulation (such as manufacturing, construction and distribution), as a result of the exit of less productive firms and an expansion of more productive ones. In country-sectors with stricter regulation, by contrast, the crisis did not have a similar cleansing effect.

Capital misallocation dynamics are also found to be correlated with demand uncertainty and credit market frictions. In addition to product market regulation, *demand uncertainty*¹³⁴ is found to be strongly correlated with the observed changes in capital misallocation, as illustrated in Chart 16 by using the same methodology and referring to the same euro area countries as in the previous chart. While it is well-known that demand uncertainty reduces investment, recent empirical evidence documents that it may also affect capital allocation across firms, and thus aggregate productivity dynamics. Heightened uncertainty is indeed conducive to all firms adopting a “wait-and-see strategy”, which means that high-productivity firms do not expand and low-productivity firms do not downsize, thereby stalling efficiency-enhancing reallocation and leading to higher resource misallocation.¹³⁵ Moreover, higher uncertainty tends to reduce the productivity growth of firms that are relatively more dependent on external finance, generally small firms, irrespective of their level of productivity, thereby possibly leading to a more inefficient input allocation.¹³⁶ *Credit market frictions* are also associated with an increase in capital misallocation. Indeed, in country-sectors with a cost of credit above the median (see Chart 17) and tighter credit supply standards (see Chart 18), capital misallocation increased significantly more over the whole period considered than in country-sectors with a lower credit cost and looser credit standards. This supports the idea that the existence of frictions in the financial markets may prevent productive firms from obtaining the resources needed to expand, so that input choices differ systematically across firms in ways that are unrelated to their productivity.¹³⁷

¹³⁴ Here, demand uncertainty is measured as the dispersion in the expectations of firms interviewed in the European Commission’s monthly business surveys, when replying to questions such as (depending on the sector) “expectations of the demand over the next three months”, “order expectations over the next three months” and “production expectations for the months ahead”.

¹³⁵ Bloom, N., “The impact of uncertainty shocks”, *NBER Working Papers*, No 13385, National Bureau of Economic Research, 2007.

¹³⁶ Choi, S., Furceri, D., Huang, Y. and Loungani, P., “Aggregate uncertainty and sectoral productivity growth: The role of credit constraints”, *IMF Working Papers*, No 174, International Monetary Fund, 2016, and Ghosal, V. and Loungani, P., “The differential impact of uncertainty on investment in small and large businesses”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No 2, 2000, pp. 338-343. The negative impact of uncertainty on capital allocation is also found in Gamberoni et al., op. cit.

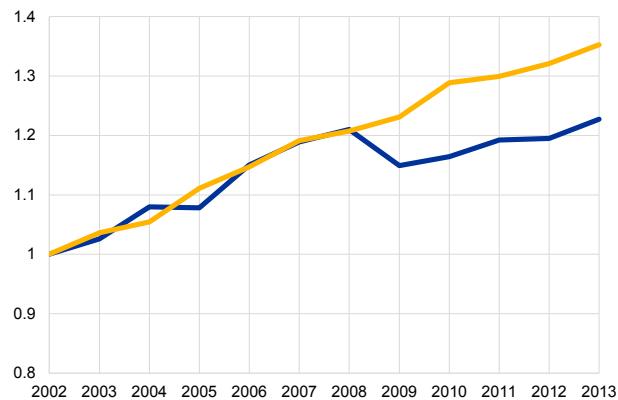
¹³⁷ See *Investment and investment finance in Europe. Financing productivity growth*, European Investment Bank, 2016, pp. 232-233. The European Investment Bank notes that a credit crunch tends to have a higher negative impact on the relatively smaller and younger firms within a given sector, which present low net worth, but may potentially be more productive. See also Buer, F., Fattal-Jaef, R. and Shin, Y., “Anatomy of a credit crunch: from capital to labour markets”, *Review of Economic Dynamics*, Vol. 18, 2016, pp. 101-117.

Chart 15

Developments in capital misallocation within four euro area economies according to the tightness of *product market regulation*, 2002-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of capital across firms within a given sector for country/sectors below and above the time-varying median of product market regulation (PMR); 2002=1)

- looser PMR
- tighter PMR



Sources: ECB staff calculations based on CompNet and OECD data.

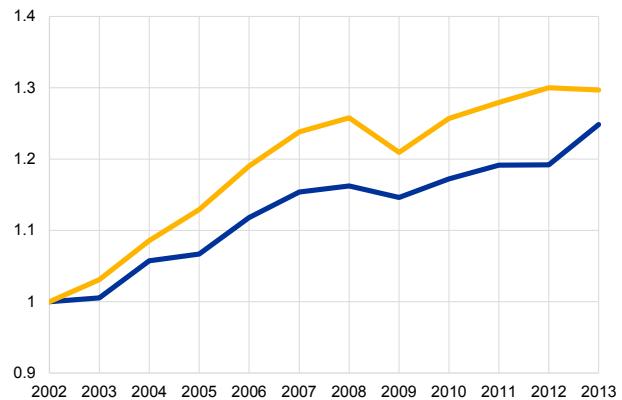
Note: The euro area countries considered are Belgium, Spain, France and Italy.

Chart 16

Developments in capital misallocation within four euro area economies according to the *demand uncertainty* which firms face, 2002-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of capital across firms within a given sector for country/sectors below and above the time-varying median of demand uncertainty; 2002=1)

- lower uncertainty
- higher uncertainty



Sources: ECB staff calculations based on CompNet and European Commission data.

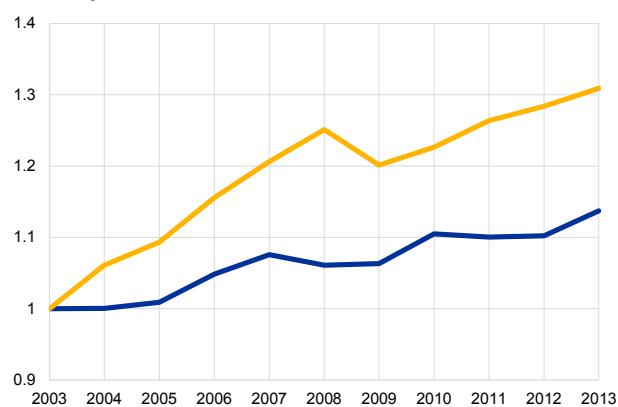
Notes: The euro area countries considered are Belgium, Spain, France and Italy. Demand uncertainty is computed as the dispersion in the responses on demand expectations of firms surveyed in the context of the European Commission's business surveys, as in Gamberoni et al., 2016.

Chart 17

Developments in capital misallocation within four euro area economies according to the *cost of credit*, 2003-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of capital across firms within a given sector for country/sectors below and above the time-varying median of the cost of credit; 2003=1)

- lower cost of credit
- higher cost of credit



Sources: ECB staff calculations based on CompNet and ECB data.

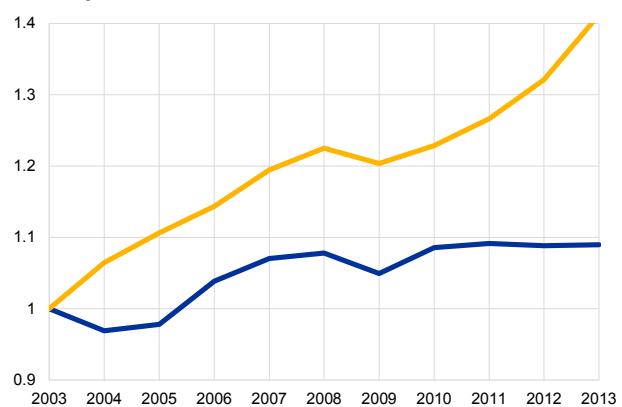
Note: The euro area countries considered are Belgium, Spain, France and Italy.

Chart 18

Developments in capital misallocation within four euro area economies according to *credit tightness*, 2003-13

(weighted averages of dispersion in the marginal revenue product of capital across firms within a given sector for country/sectors below and above the time-varying median of the tightness of credit standards; 2003=1)

- looser credit standards
- tighter credit standards



Sources: ECB staff calculations based on CompNet and ECB bank lending survey (BLS) data.

Notes: The euro area countries considered are Belgium, Spain, France and Italy. The credit standards indicator is the first component of a principal component analysis based on the diffusion indices of five BLS questions on credit standards, as in Gamberoni et al., 2016.

4 Policy implications

A core implication of the firm heterogeneity addressed in this article is that aggregate competitiveness outcomes vary depending on the distribution of productivity across firms in each economy. As, typically, only the relatively more productive firms are capable of exporting, the sector-specific density of high-productivity firms in a given country affects its international performance. Trade, in turn, positively affects aggregate productivity growth in a virtuous cycle; conversely, trade restrictions would lower productivity growth as a result of weaker productivity growth of individual firms, and of a less efficient input allocation across firms. The dispersion in the distribution of productivity across firms also determines the aggregate productivity gains of a reallocation of capital and labour. In light of this evidence, a set of broad policy recommendations can be identified which would help countries enhance their competitiveness.¹³⁸

First, policy action aimed at lowering trade costs enhances the scope for export-related activities and firms' ability to switch between domestic and foreign markets. This means, among other things, reducing tariffs and non-tariff barriers, wherever needed. In some countries, it may also be helpful to enhance the activities of export-promotion agencies which provide networks and information to potential exporters and to reduce logistic and trade-related transport infrastructure costs.

Second, measures designed to support firm productivity make it easier for a larger set of firms to access international markets. Potential reforms include incentives for research and development, enhancing the link between (university) research and (firm) innovation, as well as the liberalisation of closed professions and certain closed sectors, which can have positive downstream effects on manufacturing firms.

Third, policies aimed at removing distortions that prevent a productivity-enhancing reallocation of capital and labour across firms can significantly increase aggregate productivity, and thus competitiveness. In order to boost aggregate productivity growth and fully reap the gains of international trade, structural reforms aimed at removing barriers to the flow of production inputs from the least to the most productive firms are warranted. Examples of allocative efficiency-enhancing measures include:

- (i) in *product markets*, lowering the entry barriers for firms and promoting the creation of innovative start-ups, enhancing bankruptcy regulations that facilitate the exit of unproductive firms, removing obstacles that prevent firms from reaching their optimal size (e.g. by redesigning size-contingent regulations that set disincentives above a given employee threshold) and making further progress in the establishment of a fully fledged EU internal market for services;

¹³⁸ The specification of the ensuing policy measures would, in turn, hinge on a detailed analysis of institutions, governance and framework conditions, country by country, which falls outside the scope of this article.

- (ii) in *labour markets*, avoiding excessively rigid employment protection legislation that prevents firms from adjusting their workforce to optimal levels, setting incentives for labour mobility (both within countries and intra-EU) and enhancing lifelong education to lower skill mismatches;
- (iii) in *financial markets*, increasing the opportunities for small and medium-sized enterprises to turn to capital markets (e.g. by promoting equity financing and venture capital markets) and enhancing banks' selection and monitoring procedures in order to reduce forbearance and cut finance to "zombie" firms.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

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

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

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

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

3) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	54,1	57,3	57,9	50,9	51,1	52,7	53,2	54,0	51,5	2,6	3,8	1,7
2015	53,1	55,8	56,3	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,3	3,8	-0,3
2016	51,6	52,4	53,5	50,5	51,4	53,3	51,8	51,9	50,2	0,9	1,2	0,6
2016 I	51,1	51,5	54,1	51,2	50,3	53,2	50,8	51,2	49,4	-0,6	0,6	-1,4
II	50,7	51,5	52,5	49,0	50,5	53,1	49,9	51,0	48,8	-0,3	0,1	-0,5
III	51,3	51,9	51,6	49,6	51,7	52,9	51,7	51,2	50,1	1,1	1,1	1,1
IV	53,2	54,6	55,6	52,0	53,1	53,8	53,3	53,1	50,6	0,7	-1,3	2,1
2016 sep.	51,5	52,3	53,9	48,9	51,4	52,6	51,6	51,5	50,2	1,1	1,1	1,1
okt.	53,0	54,9	54,8	51,3	52,9	53,3	53,3	52,9	50,4	0,9	0,2	1,4
nov.	53,0	54,9	55,3	52,0	52,9	53,9	53,2	53,0	50,6	0,3	-1,0	1,2
dec.	53,5	54,1	56,7	52,8	53,5	54,4	53,5	53,5	50,7	0,7	-1,3	2,1
2017 jan.	53,9	55,8	55,4	52,3	52,2	54,4	53,1	54,1	51,6	.	.	.
feb.	52,9	54,1	53,8	52,2	52,6	56,0	53,4	52,7	52,2	.	.	.

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

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

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

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

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2016 avg.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,19	-0,05	0,81	-0,02
sep.	-0,34	-0,37	-0,30	-0,20	-0,06	0,85	-0,03
okt.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,88	-0,02
nov.	-0,35	-0,37	-0,31	-0,21	-0,07	0,91	-0,06
dec.	-0,35	-0,37	-0,32	-0,22	-0,08	0,98	-0,04
2017 jan.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,09	1,03	-0,02
feb.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,24	-0,11	1,04	-0,01

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2016 avg.	-0,65	-0,64	-0,65	-0,54	-0,12	0,53	0,98	0,48	-0,65	-0,66	-0,16	0,64
sep.	-0,74	-0,72	-0,72	-0,59	-0,16	0,56	1,00	0,60	-0,71	-0,71	-0,22	0,64
okt.	-0,82	-0,74	-0,66	-0,38	0,14	0,88	1,18	1,03	-0,65	-0,51	0,17	1,03
nov.	-0,80	-0,80	-0,78	-0,42	0,27	1,07	1,60	1,30	-0,80	-0,69	0,39	1,29
dec.	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017 jan.	-0,70	-0,70	-0,69	-0,28	0,50	1,20	1,69	1,36	-0,72	-0,60	0,64	1,63
feb.	-0,87	-0,88	-0,90	-0,54	0,25	1,13	1,56	1,05	-0,92	-0,86	0,34	1,46

Vir: ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska	
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2016 avg.	323,2	2.992,9	637,9	253,0	621,1	284,0	138,3	510,9	391,9	255,4	320,0	785,4	2.177,5	16.586,1
sep.	325,5	3.012,1	635,6	255,4	617,6	281,3	142,8	518,7	396,1	251,6	321,0	780,1	2.157,7	16.737,0
okt.	327,9	3.042,3	649,8	253,5	620,8	291,0	146,7	519,1	393,0	247,2	318,4	768,8	2.143,0	17.044,5
nov.	324,5	3.026,4	654,4	247,7	594,1	286,0	152,5	515,1	378,7	231,5	306,9	778,3	2.165,0	17.689,5
dec.	342,6	3.207,3	698,1	253,7	619,1	313,6	165,7	541,6	396,0	237,1	320,9	797,3	2.246,6	19.066,0
2017 jan.	352,4	3.298,8	720,9	258,4	637,7	321,1	170,1	557,7	412,7	240,1	337,5	817,4	2.275,1	19.194,1
feb.	353,2	3.293,1	728,9	257,0	644,9	312,5	166,6	563,0	431,7	239,1	334,6	839,5	2.329,9	19.188,7

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge				Revolving posojila in okvirna posojila	Ob- restova- ni dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostoj- nim pod- jetnikom in neinkor- poriranim partnerst- vom	Stanovanjska posojila					Ses- tavljeni indeks stroškov izposo- janja		
	Na odpoklic z dobo odpok- lica do 3 mesecev	Vezane		do 2 let				Po začethi fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov ³⁾	Po začetni fiksni obrestni meri				Letni odstotek stroškov ³⁾		
		1	2					5	6	7		8	9	10	11	12	13	14
2016 feb.	0,12	0,60	0,60	0,89	6,66	16,89	5,01	6,13	6,46	2,62	2,00	2,20	2,23	2,33	2,49	2,19		
mar.	0,11	0,58	0,59	0,88	6,63	16,88	5,14	5,97	6,34	2,53	1,90	2,10	2,10	2,24	2,38	2,11		
apr.	0,11	0,57	0,58	0,85	6,54	16,82	5,19	5,99	6,33	2,56	1,86	2,09	2,17	2,23	2,41	2,09		
maj	0,10	0,56	0,54	0,87	6,56	16,75	5,21	6,09	6,46	2,56	1,85	2,03	2,06	2,12	2,37	2,02		
jun.	0,09	0,54	0,56	0,85	6,54	16,80	4,96	5,87	6,18	2,44	1,81	2,00	1,97	2,01	2,32	1,97		
jul.	0,09	0,52	0,50	0,92	6,46	16,80	5,14	5,96	6,29	2,39	1,82	1,96	1,96	1,96	2,33	1,92		
avg.	0,08	0,51	0,52	0,84	6,48	16,78	5,43	6,01	6,37	2,40	1,87	1,96	1,86	1,88	2,31	1,90		
sep.	0,08	0,50	0,50	0,79	6,50	16,78	5,16	5,75	6,14	2,35	1,80	1,98	1,85	1,85	2,28	1,86		
okt.	0,08	0,49	0,44	0,76	6,43	16,78	5,17	5,69	6,11	2,43	1,78	1,90	1,80	1,81	2,25	1,81		
nov.	0,08	0,49	0,43	0,78	6,40	16,71	4,91	5,74	6,12	2,43	1,76	1,91	1,76	1,79	2,24	1,79		
dec.	0,08	0,49	0,43	0,76	6,34	16,68	4,78	5,48	5,87	2,31	1,77	1,88	1,80	1,76	2,24	1,78		
2017 jan. ^(p)	0,07	0,48	0,42	0,76	6,36	16,67	5,06	5,85	6,21	2,27	1,75	1,87	1,80	1,76	2,29	1,81		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge				Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposo- janja	
	do 2 let	Vezane		nad 2 leti		do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR				
		1	2			4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016 feb.	0,13	0,24	0,70	2,93	3,16	3,28	2,76	1,97	2,11	2,09	1,37	1,48	1,74	2,03		
mar.	0,13	0,16	0,87	2,89	3,03	3,20	2,68	1,92	2,03	2,02	1,38	1,74	1,77	2,04		
apr.	0,12	0,19	0,64	2,80	2,99	3,12	2,66	1,93	1,96	1,98	1,38	1,59	1,81	2,01		
maj	0,11	0,13	0,63	2,76	2,91	3,10	2,61	1,91	1,94	1,92	1,27	1,68	1,74	1,92		
jun.	0,11	0,15	0,64	2,75	2,66	3,01	2,52	1,85	1,91	1,85	1,34	1,60	1,64	1,89		
jul.	0,09	0,16	0,42	2,70	2,73	3,07	2,47	1,87	1,91	1,80	1,28	1,56	1,69	1,87		
avg.	0,09	0,16	0,47	2,74	2,69	3,01	2,46	1,86	1,94	1,79	1,22	1,48	1,54	1,83		
sep.	0,09	0,12	0,47	2,72	2,65	2,96	2,42	1,82	1,85	1,73	1,28	1,61	1,63	1,86		
okt.	0,08	0,15	0,49	2,68	2,63	3,04	2,37	1,81	1,83	1,72	1,28	1,40	1,63	1,83		
nov.	0,07	0,12	0,42	2,64	2,60	2,91	2,38	1,82	1,82	1,68	1,28	1,43	1,52	1,82		
dec.	0,07	0,12	0,59	2,64	2,58	2,84	2,30	1,84	1,84	1,68	1,33	1,46	1,62	1,81		
2017 jan. ^(p)	0,06	0,12	0,51	2,69	2,67	2,83	2,30	1,81	1,85	1,73	1,22	1,45	1,63	1,80		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25
2015	1.278	517	156	.	62	478	65	338	153	37	.	33	82	34
2016	1.241	521	133	.	59	466	62	335	147	45	.	32	79	33
2016 avg.	1.301	526	151	.	71	484	70	321	142	51	.	24	77	27
sep.	1.315	540	149	.	69	492	66	355	159	44	.	30	86	36
okt.	1.291	531	139	.	71	484	67	340	155	43	.	35	69	37
nov.	1.304	537	145	.	70	487	65	349	139	63	.	33	88	26
dec.	1.241	521	133	.	59	466	62	303	128	69	.	31	50	25
2017 jan.	1.273	537	134	.	71	469	62	390	187	37	.	38	88	41
Dolgoročne														
2014	15.135	4.050	3.167	.	990	6.285	642	220	65	44	.	16	85	10
2015	15.242	3.783	3.285	.	1.055	6.482	637	215	68	45	.	13	81	9
2016	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	207	59	45	.	17	77	9
2016 avg.	15.167	3.696	3.125	.	1.078	6.629	640	99	32	17	.	3	42	5
sep.	15.184	3.677	3.141	.	1.097	6.630	638	217	52	46	.	29	84	7
okt.	15.214	3.673	3.169	.	1.103	6.618	651	239	56	61	.	22	82	18
nov.	15.276	3.666	3.177	.	1.129	6.653	652	216	43	64	.	26	76	7
dec.	15.255	3.645	3.191	.	1.133	6.635	651	156	45	71	.	13	25	2
2017 jan.	15.311	3.647	3.203	.	1.135	6.679	648	287	94	62	.	15	107	9

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2014	16.455,1	4.593,1	3.297,3	.	1.048,8	6.823,2	692,7	5.958,0	591,1	780,6	4.586,3		
2015	16.520,7	4.300,6	3.441,5	.	1.116,6	6.960,0	702,1	6.744,7	586,1	910,5	5.248,1		
2016	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6		
2016 avg.	16.468,4	4.221,7	3.276,1	.	1.148,3	7.112,6	709,7	6.535,7	444,7	880,6	5.210,3		
sep.	16.498,3	4.216,3	3.289,9	.	1.165,9	7.122,3	703,9	6.593,0	427,5	877,3	5.288,2		
okt.	16.504,4	4.203,1	3.307,7	.	1.174,4	7.101,5	717,6	6.665,7	479,2	912,2	5.274,4		
nov.	16.579,9	4.203,0	3.321,6	.	1.198,8	7.140,0	716,4	6.651,0	482,3	957,1	5.211,6		
dec.	16.496,0	4.165,6	3.324,7	.	1.192,2	7.100,2	713,3	7.029,1	538,7	1.022,8	5.467,6		
2017 jan.	16.583,7	4.183,7	3.336,8	.	1.205,8	7.147,5	709,9	7.015,2	542,3	1.020,9	5.452,0		
Stopnja rasti													
2014	-0,7	-8,1	0,4	.	4,9	3,1	1,1	1,6	7,2	2,0	0,7		
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,5	1,5	0,6		
2016	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4		
2016 avg.	0,1	-4,5	0,1	.	3,9	2,1	2,1	0,9	2,8	1,6	0,6		
sep.	0,0	-3,8	-0,9	.	5,5	1,6	1,9	0,9	2,8	1,7	0,6		
okt.	-0,3	-4,0	-1,7	.	6,2	1,3	3,1	0,9	2,8	1,4	0,7		
nov.	-0,2	-4,2	-1,2	.	7,1	1,5	1,0	0,8	2,8	1,0	0,5		
dec.	0,0	-2,9	-2,8	.	6,9	2,0	1,4	0,5	1,2	1,0	0,4		
2017 jan.	0,6	-2,0	-1,7	.	8,6	2,0	1,1	0,6	1,5	1,1	0,4		

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni 1	Realni CPI 2	Realni PPI 3	Deflator realnega BDP 4	Realni ULCM ²⁾ 5	Realni ULCT 6	Nominalni 7	Realni CPI 8
2014	101,8	97,8	97,0	91,9	98,5	100,0	114,7	96,1
2015	92,4	88,4	89,3	83,7	85,0	90,9	106,5	87,8
2016	94,8	90,1	91,4	-	-	-	110,4	90,0
2016 I	94,1	89,5	91,0	85,6	85,4	91,9	110,4	90,1
II	94,9	90,3	91,7	86,1	85,5	92,2	110,8	90,4
III	95,2	90,5	91,7	86,2	86,1	92,2	110,6	90,1
IV	94,9	90,2	91,1	-	-	-	110,0	89,6
2016 sep.	95,4	90,6	91,8	-	-	-	110,9	90,3
okt.	95,5	90,8	91,8	-	-	-	110,6	90,1
nov.	95,0	90,2	91,1	-	-	-	110,3	89,7
dec.	94,2	89,6	90,4	-	-	-	109,2	88,9
2017 jan.	94,4	89,7	90,4	-	-	-	109,7	89,1
feb.	93,9	89,2	89,8	-	-	-	108,8	88,3
% sprememba glede na predhodni mesec								
2017 feb.	-0,5	-0,5	-0,6	-	-	-	-0,8	-0,9
% sprememba glede na predhodno leto								
2017 feb.	-0,9	-0,8	-2,0	-	-	-	-2,2	-2,8

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi 1	Hrvatska kuna 2	Češka krona 3	Danska krona 4	Madžarski forint 5	Japonski jen 6	Poljski zlot 7	Britanski funt 8	Romunski leu 9	Švedska krona 10	Švicarski frank 11	Ameriški dolar 12
2014	8,186	7,634	27,536	7,455	308,706	140,306	4,184	0,806	4,4437	9,099	1,215	1,329
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2016 I	7,210	7,617	27,040	7,461	312,024	126,997	4,365	0,770	4,4924	9,327	1,096	1,102
II	7,379	7,504	27,040	7,439	313,371	121,949	4,372	0,787	4,4986	9,278	1,096	1,129
III	7,443	7,493	27,029	7,442	311,016	114,292	4,338	0,850	4,4646	9,511	1,089	1,117
IV	7,369	7,523	27,029	7,439	309,342	117,918	4,378	0,869	4,5069	9,757	1,080	1,079
2016 sep.	7,482	7,500	27,022	7,447	308,678	114,218	4,321	0,852	4,4502	9,565	1,092	1,121
okt.	7,420	7,507	27,022	7,440	307,000	114,473	4,308	0,894	4,4942	9,707	1,089	1,103
nov.	7,388	7,521	27,033	7,441	308,816	116,933	4,391	0,869	4,5100	9,851	1,076	1,080
dec.	7,298	7,540	27,031	7,436	312,235	122,395	4,436	0,844	4,5164	9,709	1,075	1,054
2017 jan.	7,319	7,530	27,021	7,435	308,987	122,136	4,367	0,861	4,5018	9,511	1,071	1,061
feb.	7,314	7,448	27,021	7,435	308,502	120,168	4,308	0,853	4,5136	9,476	1,066	1,064
% sprememba glede na predhodni mesec												
2017 feb.	-0,1	-1,1	0,0	0,0	-0,2	-1,6	-1,4	-1,0	0,3	-0,4	-0,5	0,3
% sprememba glede na predhodno leto												
2017 feb.	0,7	-2,5	-0,1	-0,4	-0,6	-5,6	-2,0	9,9	0,7	0,7	-3,3	-4,1

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg			
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti					
Saldo (stanje mednarodnih naložb)															
2015 IV	22.234,9	23.309,5	-1.074,5	9.813,6	8.082,4	7.175,8	10.301,2	-44,6	4.645,8	4.925,9	644,2	13.003,5			
2016 I	22.100,4	23.177,4	-1.077,0	9.675,5	7.997,6	7.111,3	10.108,7	-21,8	4.660,0	5.071,1	675,3	13.236,7			
II	22.655,4	23.592,2	-936,9	9.808,6	8.199,1	7.428,4	10.144,1	-54,0	4.750,5	5.249,0	721,8	13.379,8			
III	22.850,8	23.717,5	-866,6	9.746,7	8.053,4	7.689,8	10.288,3	-49,2	4.736,5	5.375,8	727,0	13.362,6			
Saldo.kot.odstotek.BDP															
2016 III	214,0	222,2	-8,1	91,3	75,4	72,0	96,4	-0,5	44,4	50,4	6,8	125,2			
Transakcije															
2016 I	385,6	381,0	4,6	113,8	74,8	134,1	40,6	27,3	109,3	265,6	1,0	-			
II	205,9	143,7	62,3	-13,5	24,6	122,3	-34,2	-44,6	139,5	153,3	2,2	-			
III	205,0	39,3	165,7	37,5	-87,8	138,2	-29,6	26,0	-4,4	156,7	7,7	-			
IV	103,1	-52,1	155,2	154,6	1,9	-18,5	-42,0	17,1	-54,5	-12,0	4,3	-			
2016 jul.	135,6	111,2	24,4	5,1	-26,7	53,6	-5,2	14,7	63,0	143,2	-0,9	-			
avg.	126,1	74,2	51,9	44,5	2,3	54,2	-16,2	6,7	18,8	88,1	1,8	-			
sep.	-56,7	-146,1	89,5	-12,2	-63,4	30,4	-8,2	4,6	-86,3	-74,6	6,8	-			
okt.	243,7	252,8	-9,1	95,7	24,7	-12,0	-9,0	8,7	155,3	237,2	-4,1	-			
nov.	43,0	22,7	20,3	51,6	22,3	-20,6	22,4	2,3	7,5	-22,0	2,2	-			
dec.	-183,6	-327,6	144,1	7,3	-45,1	14,2	-55,4	6,1	-217,3	-227,2	6,1	-			
Skupne 12-mesečne transakcije															
2016 dec.	899,6	511,9	387,8	292,4	13,5	376,2	-65,2	25,9	190,0	563,5	15,2	-			
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP															
2016 dec.	8,4	4,8	3,6	2,7	0,1	3,5	-0,6	0,2	1,8	5,3	0,1	-			

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Skupaj	Izvoz ¹⁾	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2014	10.135,2	9.776,8	5.632,5	2.125,5	1.988,6	1.000,5	598,7	382,2	30,3	358,3	4.532,5	4.174,2
2015	10.459,6	9.986,9	5.743,3	2.164,6	2.066,3	1.018,6	631,9	407,6	12,7	472,7	4.833,4	4.360,7
2016	10.733,2	10.233,2	5.875,7	2.221,5	2.138,1				-2,1	500,0	4.902,6	4.402,6
2016 I	2.660,3	2.534,3	1.455,0	551,5	527,1	259,8	163,1	102,0	0,7	126,0	1.200,3	1.074,3
II	2.671,4	2.547,7	1.462,9	553,8	534,7	260,2	164,4	107,4	-3,6	123,7	1.215,5	1.091,8
III	2.686,7	2.560,7	1.469,9	556,6	533,6	263,2	165,1	102,9	0,6	126,1	1.223,8	1.097,7
IV	2.707,8	2.586,1	1.483,2	559,6	539,0				4,3	121,8	1.253,4	1.131,7
<i>Odstotek BDP</i>												
2016	100,0	95,3	54,7	20,7	19,9				0,0	4,7	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrletne spremembe v odstotkih</i>												
2016 I	0,5	0,4	0,7	0,7	0,3	1,0	0,0	-0,6	-	-	0,2	-0,1
II	0,3	0,3	0,3	0,3	1,2	-0,6	1,0	5,7	-	-	1,3	1,4
III	0,4	0,3	0,3	0,1	-0,7	0,9	-0,2	-4,6	-	-	0,3	-0,1
IV	0,4	0,6	0,4	0,4	0,6				-	-	1,5	2,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2014	1,2	1,2	0,8	0,6	1,5	-0,9	4,4	3,1	-	-	4,4	4,9
2015	2,0	1,9	1,8	1,3	3,2	1,3	4,7	5,6	-	-	6,5	6,5
2016	1,7	2,0	2,0	1,8	2,6				-	-	2,9	3,5
2016 I	1,7	2,1	2,0	2,0	2,5	2,1	4,1	0,7	-	-	2,5	3,4
II	1,6	2,3	1,9	2,0	3,8	2,1	5,2	5,0	-	-	2,5	4,0
III	1,8	1,8	1,8	1,6	2,3	2,6	3,9	-1,0	-	-	2,6	2,8
IV	1,7	1,6	1,8	1,6	1,5				-	-	3,3	3,2
<i>Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016 I	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,1	-	-
II	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,2	-0,2	0,0	-	-
III	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,1	0,0	-0,2	0,2	0,2	-	-
IV	0,4	0,5	0,2	0,1	0,1				0,1	-0,1	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014	1,2	1,2	0,4	0,1	0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,0	-	-
2015	2,0	1,8	1,0	0,3	0,6	0,1	0,3	0,2	-0,1	0,2	-	-
2016	1,7	1,9	1,1	0,4	0,5				-0,1	-0,1	-	-
2016 I	1,7	2,0	1,1	0,4	0,5	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,3	-	-
II	1,6	2,1	1,0	0,4	0,7	0,2	0,3	0,2	0,0	-0,5	-	-
III	1,8	1,7	1,0	0,3	0,5	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	-	-
IV	1,7	1,5	1,0	0,3	0,3				-0,1	0,2	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)											
2014	9.100,9	150,0	1.777,2	461,1	1.711,3	415,4	461,5	1.044,9	979,2	1.778,7	321,5
2015	9.387,7	150,6	1.886,6	466,7	1.766,6	428,2	459,9	1.062,9	1.021,8	1.817,6	326,9
2016	9.626,0	145,8	1.923,6	486,1	1.819,8	443,0	451,6	1.090,2	1.063,8	1.865,8	336,4
2016 I	2.387,0	36,1	478,9	120,2	450,0	109,6	113,6	269,9	262,7	462,5	83,5
II	2.396,0	36,0	476,7	120,8	452,7	110,5	113,0	271,9	265,4	465,2	83,8
III	2.409,3	36,3	480,3	121,7	455,0	111,0	112,8	273,3	267,0	467,8	84,1
IV	2.426,9	37,4	484,8	123,0	460,0	111,5	112,2	275,1	268,1	470,0	84,6
Odstotek dodane vrednosti											
2016	100,0	1,5	20,0	5,0	18,9	4,6	4,7	11,3	11,1	19,4	3,5
Verižni obseg (cene preteklega leta)											
Četrletne spremembe v odstotkih											
2016 I	0,6	-1,3	0,2	1,1	0,9	1,0	0,9	0,2	0,8	0,4	0,5
II	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	1,3	-0,6	0,3	1,1	0,2	0,1
III	0,4	-0,7	0,7	0,4	0,4	1,1	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4
IV	0,4	0,1	0,4	0,6	0,7	0,6	0,0	0,3	0,3	0,2	0,3
Medletne spremembe v odstotkih											
2014	1,2	1,2	2,4	-1,1	1,2	3,5	-1,2	0,5	2,5	0,5	0,1
2015	1,9	-0,6	4,3	-0,1	2,1	2,8	-0,3	0,8	2,8	1,0	0,0
2016	1,6	-2,0	1,4	1,8	2,4	3,1	0,2	1,0	2,9	1,1	1,2
2016 I	1,5	-1,7	1,7	1,4	2,2	2,5	0,3	0,8	2,7	0,9	0,9
II	1,5	-1,8	1,1	1,5	2,3	3,1	-0,3	1,0	3,3	1,0	1,3
III	1,7	-2,1	1,2	2,4	2,3	3,6	0,5	1,0	3,1	1,2	1,4
IV	1,7	-2,6	1,4	2,1	2,5	4,1	0,4	1,1	2,5	1,1	1,3
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah											
2016 I	0,6	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0
II	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0
III	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0
IV	0,4	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah											
2014	1,2	0,0	0,5	-0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,0
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016	1,6	0,0	0,3	0,1	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
2016 I	1,5	0,0	0,3	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
II	1,5	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0
III	1,7	0,0	0,2	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0
IV	1,7	0,0	0,3	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

	Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti										
		Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
Število zaposlenih														
<i>v odstotkih</i>														
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,2	6,2	24,7	2,7	2,7	1,0	12,9	24,1	7,1	
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,1	6,1	24,8	2,7	2,7	1,0	13,1	24,2	7,1	
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,1	7,1	
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2013	-0,6	-0,6	-0,8	-1,8	-1,3	-3,6	-0,9	0,4	-1,3	-1,4	0,4	0,3	0,4	
2014	0,6	0,6	0,1	0,0	-0,4	-1,7	0,7	0,6	-0,8	0,8	2,1	1,0	0,5	
2015	1,0	1,2	0,0	-0,9	0,1	0,0	1,1	1,2	-0,5	0,8	3,0	0,9	1,1	
2015 IV	1,2	1,5	-0,3	-1,0	0,3	0,0	1,5	1,7	-0,7	0,2	3,2	1,0	1,6	
2016 I	1,4	1,7	-0,5	-0,9	0,7	-0,1	1,7	2,4	-0,4	1,1	3,3	1,0	1,9	
II	1,4	1,6	-0,1	-0,4	0,6	-0,2	1,9	2,0	-0,4	0,3	3,0	1,1	1,6	
III	1,2	1,4	-0,1	0,3	0,6	-0,1	1,7	1,8	-0,3	1,4	2,6	1,0	1,2	
Opravljene delovne ure														
<i>v odstotkih</i>														
2013	100,0	80,1	19,9	4,4	15,7	6,9	25,7	2,8	2,7	1,0	12,5	21,8	6,3	
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,7	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3	
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3	
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2013	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,5	-5,0	-1,7	0,1	-1,9	-2,7	-0,6	-0,2	-1,0	
2014	0,5	0,8	-0,5	-0,5	0,0	-1,4	0,4	0,6	-0,9	0,6	2,2	1,1	0,2	
2015	1,1	1,4	0,2	0,2	0,5	0,6	0,9	2,1	-0,5	1,1	3,2	1,1	1,1	
2015 IV	1,2	1,4	0,2	0,1	0,1	0,7	1,3	2,2	-0,4	-0,6	3,2	1,1	1,6	
2016 I	1,5	1,8	0,2	0,7	0,9	0,4	1,7	3,0	0,0	1,0	3,9	1,0	1,1	
II	1,5	1,7	1,0	0,5	1,0	0,0	2,0	2,5	0,4	0,4	3,6	0,9	1,8	
III	1,1	1,3	-0,1	0,5	0,6	-0,2	1,7	1,7	-0,2	0,1	2,2	0,7	0,7	
Opravljene delovne ure na zaposlenega														
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>														
2013	-0,8	-0,7	-0,9	0,2	-0,2	-1,5	-0,8	-0,2	-0,7	-1,4	-1,1	-0,5	-1,4	
2014	0,0	0,1	-0,6	-0,6	0,4	0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,1	-0,3	
2015	0,1	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	
2015 IV	0,0	-0,1	0,6	1,1	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,3	-0,8	0,0	0,0	0,0	
2016 I	0,2	0,1	0,7	1,6	0,3	0,5	0,0	0,6	0,3	-0,1	0,6	-0,1	-0,8	
II	0,2	0,0	1,1	0,8	0,4	0,2	0,0	0,4	0,8	0,2	0,6	-0,2	0,2	
III	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,3	-0,4	-0,3	-0,4	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest ²⁾		
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu					
		V milijonih		% delovne sile	Odrasli		Mladi		Moški		Ženske					
		V milijonih	1	% delovne sile	2		V milijonih	6	% delovne sile	7	V milijonih	8	% delovne sile	10	% delovne sile	14
% od skupaj v letu 2016	100,0				81,8		18,2			52,2			47,8			
2014	160,334	4,6	18,636	11,6	6,1	15,216	10,4	3,421	23,7	9,933	11,5	8,703	11,8	1,5		
2015	160,600	4,6	17,443	10,9	5,6	14,293	9,8	3,149	22,3	9,252	10,7	8,190	11,0	1,5		
2016	.	.	16,233	10,0	.	13,283	9,0	2,950	20,9	8,471	9,7	7,761	10,4	1,7		
2016 I	161,013	4,5	16,633	10,3	5,2	13,627	9,2	3,006	21,5	8,712	10,0	7,921	10,6	1,7		
II	161,849	4,5	16,387	10,1	5,1	13,406	9,1	2,981	21,0	8,518	9,8	7,869	10,5	1,7		
III	162,465	4,1	16,130	9,9	4,8	13,202	8,9	2,929	20,7	8,389	9,6	7,741	10,3	1,6		
IV	.	.	15,779	9,7	.	12,897	8,7	2,882	20,4	8,265	9,4	7,514	10,0	1,7		
2016 avg.	-	-	16,153	9,9	-	13,218	8,9	2,936	20,7	8,386	9,6	7,767	10,4	-		
sep.	-	-	16,042	9,9	-	13,148	8,9	2,894	20,5	8,361	9,6	7,680	10,2	-		
okt.	-	-	15,860	9,8	-	12,990	8,8	2,870	20,4	8,305	9,5	7,555	10,1	-		
nov.	-	-	15,802	9,7	-	12,899	8,7	2,903	20,5	8,295	9,5	7,507	10,0	-		
dec.	-	-	15,676	9,6	-	12,803	8,6	2,874	20,3	8,195	9,3	7,481	10,0	-		
2017 jan.	-	-	15,620	9,6	-	12,794	8,6	2,826	20,0	8,152	9,3	7,468	10,0	-		

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov	
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki				
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	Skupaj	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0	
	Medletne spremembe v odstotkih													
2014	0,9	1,8	1,3	1,8	2,6	-5,3	2,0	3,1	1,5	0,7	2,4	-0,1	3,8	
2015	2,0	2,3	1,0	3,6	2,3	0,8	-0,8	3,6	2,7	1,7	3,5	2,4	8,8	
2016	1,4	1,5	1,7	1,7	1,0	-0,1	1,9	0,4	1,9	1,3	2,5	1,8	7,2	
2016 I	1,3	2,0	1,9	2,9	1,0	-3,7	2,6	0,4	2,2	1,7	2,8	1,4	9,5	
II	1,1	1,1	1,2	1,3	1,1	-0,9	-0,1	-2,3	1,8	0,6	2,8	2,2	8,5	
III	1,0	1,2	1,5	0,9	1,3	-0,5	3,1	0,2	1,4	1,3	1,5	2,3	6,5	
IV	2,0	1,6	2,3	1,6	0,7	4,8	2,2	3,3	2,2	1,5	3,1	1,3	4,0	
2016 avg.	2,4	2,5	2,7	3,4	0,6	2,1	2,1	2,0	1,2	0,5	1,9	1,7	3,9	
sep.	1,3	1,3	1,5	1,2	1,3	1,4	1,8	1,8	1,1	1,9	0,3	2,3	9,4	
okt.	0,8	0,6	0,9	1,3	-0,8	2,0	1,7	3,2	2,9	2,4	3,9	1,4	4,2	
nov.	3,2	2,8	2,9	3,3	2,5	5,8	0,6	2,4	2,7	1,7	3,7	2,2	4,5	
dec.	2,0	1,3	3,4	-0,1	0,5	6,5	3,2	4,1	1,2	0,6	1,9	0,2	3,1	
2017 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,2	0,3	2,2	0,6	3,0
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2016 avg.	2,0	2,1	1,8	4,2	0,0	3,5	0,2	2,4	-0,2	-0,1	0,1	0,0	-0,6	
sep.	-0,8	-1,0	-0,5	-2,1	-0,7	-0,1	-0,9	-1,1	-0,1	0,5	-1,1	0,0	4,1	
okt.	0,2	0,0	-0,3	1,4	-0,9	0,8	0,7	2,6	1,2	0,2	2,6	-0,7	-3,9	
nov.	1,5	1,6	1,9	0,2	1,7	1,3	0,9	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,5	2,4	
dec.	-1,6	-1,7	-0,2	-3,3	-0,8	-1,4	-0,2	2,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,5	2,3	
2017 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,1	-0,2	0,8	0,8

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)								Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)			
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2013	100,0	-6,1	80,7	-12,8	-13,6	-8,7	7,0	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2014	101,4	-3,8	80,5	-10,2	-26,6	-3,1	4,9	87,7	51,8	53,3	52,5	52,7
2015	104,2	-3,1	81,4	-6,2	-22,4	1,6	9,3	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,8	-2,6	81,9	-7,7	-16,6	1,5	11,2	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2016 I	103,9	-3,8	81,7	-8,3	-18,9	2,0	10,7	88,8	51,7	52,9	53,3	53,2
II	104,2	-3,4	81,6	-7,8	-18,4	1,8	11,2	89,0	52,0	53,0	53,1	53,1
III	104,2	-2,9	82,0	-8,2	-16,0	0,3	10,3	89,2	52,1	53,7	52,6	52,9
IV	106,9	-0,6	82,4	-6,4	-13,1	1,8	12,4	89,4	54,0	54,9	53,5	53,8
2016 sep.	104,8	-1,8	-	-8,2	-15,7	0,5	9,9	-	52,6	53,8	52,2	52,6
okt.	106,3	-0,7	82,3	-8,0	-14,4	0,4	12,1	89,4	53,5	54,6	52,8	53,3
nov.	106,5	-1,1	-	-6,2	-12,9	1,5	12,2	-	53,7	54,1	53,8	53,9
dec.	107,8	0,0	-	-5,1	-12,1	3,5	12,9	-	54,9	56,1	53,7	54,4
2017 jan.	107,9	0,8	82,5	-4,8	-12,9	2,3	12,8	89,4	55,2	56,1	53,7	54,4
feb.	108,0	1,3	-	-6,2	-10,3	1,9	13,8	-	55,4	57,3	55,5	56,0

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja zadolženosti	Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
	kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2013	12,5	95,6	-0,5	1,2	-4,9	0,9	-1,4	32,5	4,2	129,6	2,0	-0,1	0,7
2014	12,5	94,7	0,7	1,8	0,6	2,6	1,0	33,0	4,8	130,9	2,4	6,5	1,3
2015	12,3	94,1	1,8	2,0	2,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	2,5	2,1
2015 IV	12,3	94,1	1,8	2,0	5,4	3,4	2,7	34,2	6,1	133,4	3,8	4,6	2,1
2016 I	12,3	93,5	2,4	1,9	3,7	2,1	3,4	33,5	5,8	132,8	3,7	4,8	2,1
II	12,5	93,6	2,5	2,3	5,6	3,2	3,8	33,7	6,1	133,4	3,9	4,5	2,2
III	12,5	93,5	1,7	2,2	5,7	4,4	4,3	33,5	6,1	131,8	3,5	3,0	1,9

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2016 I	878,7	793,7	84,9	515,4	426,1	194,6	177,5	143,6	135,6	25,1	54,6	9,8	11,1
II	887,3	792,2	95,1	518,8	421,3	191,0	178,0	152,1	140,4	25,4	52,6	7,3	6,9
III	896,4	807,5	88,8	524,4	427,6	196,0	175,8	150,5	141,7	25,5	62,4	6,5	5,7
IV	913,9	818,2	95,8	541,5	452,9	197,4	178,5	151,9	128,1	23,2	58,6	13,8	7,8
2016 jul.	294,6	264,5	30,1	171,8	142,2	63,2	57,2	50,7	46,4	8,9	18,6	2,6	2,0
avg.	300,7	271,2	29,5	176,4	143,7	65,5	58,7	50,5	47,6	8,4	21,1	1,7	1,7
sep.	301,1	271,8	29,3	176,3	141,7	67,3	59,8	49,3	47,7	8,2	22,6	2,2	2,0
okt.	297,2	268,8	28,4	174,9	148,9	66,4	57,5	48,5	42,1	7,4	20,3	3,1	2,0
nov.	311,1	274,7	36,4	182,5	151,7	66,0	60,7	55,1	42,9	7,5	19,3	3,4	2,0
dec.	305,6	274,6	31,0	184,1	152,3	64,9	60,3	48,3	43,0	8,4	19,0	7,3	3,8
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2016 dec.	3.576,3	3.211,7	364,7	2.100,1	1.727,9	779,0	709,9	598,1	545,7	99,1	228,1	37,4	31,5
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2016 dec.	33,3	29,9	3,4	19,6	16,1	7,3	6,6	5,6	5,1	0,9	2,1	0,3	0,3

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
			Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)
2016 I	-0,9	-2,5	502,2	233,1	104,2	151,2	421,6	438,5	240,8	72,5	116,8	326,7	37,4	
II	0,0	-3,7	502,9	231,7	106,1	153,6	432,9	431,9	236,8	71,7	115,4	325,7	42,4	
III	-0,2	-2,2	506,5	236,6	102,9	153,7	427,5	440,8	242,5	71,2	116,7	326,9	43,7	
IV	2,2	1,9	523,9	.	.	.	438,7	457,4	.	.	.	332,7	.	
2016 jul.	-9,4	-8,0	166,4	77,6	33,6	50,4	135,1	146,6	80,6	23,6	38,8	104,8	15,0	
avg.	8,4	3,8	170,5	79,3	35,0	52,0	147,1	147,7	81,2	24,1	39,2	112,0	14,4	
sep.	2,2	-1,7	169,7	79,7	34,3	51,3	145,3	146,5	80,7	23,6	38,8	110,0	14,4	
okt.	-4,5	-3,0	169,5	78,9	34,7	51,2	136,4	149,8	82,4	24,9	39,3	107,0	15,6	
nov.	5,7	4,9	174,7	82,2	34,7	52,8	148,3	152,5	85,1	24,1	39,7	112,5	16,4	
dec.	5,9	4,2	179,6	.	.	.	154,0	155,1	.	.	.	113,1	.	
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2016 I	-0,8	2,5	118,3	115,6	117,5	121,7	116,9	109,9	110,8	107,0	110,0	111,3	110,7	
II	2,3	4,5	118,3	114,2	119,8	124,0	120,1	107,7	107,0	105,7	110,7	112,5	101,2	
III	0,5	1,1	118,3	115,6	115,1	123,6	117,9	108,4	107,4	105,0	110,8	111,9	100,1	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 jun.	0,1	2,7	117,6	112,8	118,3	124,5	120,8	107,6	106,8	106,4	110,6	113,5	97,0	
jul.	-8,3	-3,7	116,9	113,9	113,6	121,7	112,0	108,7	107,5	105,0	110,6	108,1	102,4	
avg.	9,1	7,1	119,1	116,1	116,5	125,0	121,3	109,0	108,1	106,4	111,5	114,8	99,8	
sep.	2,4	0,5	119,0	116,9	115,2	124,2	120,5	107,6	106,6	103,5	110,3	112,8	98,2	
okt.	-4,8	-2,6	118,3	114,8	115,6	124,0	112,8	108,8	107,3	108,4	111,5	108,9	100,5	
nov.	4,8	4,0	121,1	119,3	115,9	125,6	121,8	109,9	109,7	104,2	111,8	113,7	107,3	

Vir: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) ²⁾							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2017	100,0	100,0	70,9	55,4	44,6	100,0	12,1	7,5	26,3	9,5	44,6	86,8	13,2
2014	100,0	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	0,9
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,2
2016 I	99,2	0,0	1,0	-0,8	1,1	-0,4	0,1	-1,0	0,1	-4,4	0,2	0,0	0,3
II	100,4	-0,1	0,8	-0,9	1,0	0,4	0,2	0,8	0,1	2,0	0,3	-0,1	0,0
III	100,3	0,3	0,8	-0,4	1,1	0,3	0,1	1,2	0,1	0,3	0,4	0,3	0,3
IV	101,0	0,7	0,8	0,4	1,1	0,4	0,3	0,0	0,1	2,4	0,3	0,8	0,3
2016 sep.	100,6	0,4	0,8	-0,2	1,1	0,1	0,0	-0,8	0,0	1,0	0,1	0,4	0,4
okt.	100,9	0,5	0,8	0,1	1,1	0,2	0,1	0,0	0,0	1,6	0,1	0,6	0,2
nov.	100,8	0,6	0,8	0,2	1,1	0,0	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,6	0,3
dec.	101,3	1,1	0,9	1,0	1,3	0,4	0,1	0,7	0,1	1,8	0,2	1,3	0,3
2017 jan.	100,5	1,8	0,9	2,2	1,2	0,3	0,1	0,8	0,1	2,5	0,0	2,0	0,4
feb. ³⁾	100,8	2,0	0,9	.	1,3	0,1	0,1	1,6	-0,2	-0,2	0,2	.	.
Blago													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobaknimi izdelki)				Industrijsko blago			Stanovanjske storitve		Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve		
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine							
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25		
% od skupaj v letu 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	15,1	8,2	
2014	0,5	1,2	-0,8	-0,5	0,1	-1,9	1,7	1,4	1,7	-2,8	1,5	1,3	
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2016 I	0,8	0,6	1,1	-1,7	0,6	-7,4	1,1	1,0	0,6	0,0	1,6	1,2	
II	0,9	0,5	1,4	-1,9	0,5	-7,7	1,1	1,0	0,6	0,0	1,3	1,2	
III	1,1	0,5	2,1	-1,3	0,3	-5,1	1,1	1,0	0,9	0,0	1,5	1,3	
IV	0,8	0,6	1,0	0,2	0,3	0,2	1,2	1,2	1,2	-0,1	1,3	1,2	
2016 sep.	0,7	0,5	1,1	-0,6	0,3	-3,0	1,1	1,1	0,9	0,0	1,5	1,3	
okt.	0,4	0,5	0,2	-0,1	0,3	-0,9	1,1	1,2	1,0	0,0	1,2	1,1	
nov.	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,3	-1,1	1,2	1,2	1,1	-0,1	1,1	1,2	
dec.	1,2	0,7	2,1	0,9	0,3	2,6	1,2	1,3	1,4	-0,3	1,6	1,2	
2017 jan.	1,8	0,7	3,5	2,5	0,5	8,1	1,3	1,3	1,3	-1,0	1,7	0,7	
feb. ³⁾	2,5	0,9	5,2	.	0,2	9,2	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjačo se sestavo euroobmočja.

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

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

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništa											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ¹⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ¹⁾				
	Skupaj		Industrija brez gradbeništa in energentov															
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo					Ener- genti								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,1	72,1	29,4	20,1	22,6	13,8	8,9	27,9								
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,3	0,3	0,4	1,3					
2015	104,0	-2,7	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	0,2	1,6	4,5					
2016	101,6	-2,3	-1,5	-0,5	-1,7	0,4	0,0	-0,1	0,1	-6,9								
2016 I	100,6	-3,7	-2,7	-0,9	-2,2	0,4	-0,4	-0,5	0,0	-11,1	-0,3	2,8	5,8					
II	100,9	-3,8	-2,8	-1,1	-2,7	0,4	-0,5	-0,8	0,1	-10,7	0,2	3,1	3,5					
III	101,9	-2,0	-1,3	-0,6	-1,8	0,4	0,0	-0,1	0,1	-5,9	0,5	3,4						
IV	103,1	0,4	1,0	0,4	0,0	0,5	0,8	1,2	0,1	0,4								
2016 avg.	101,8	-1,9	-1,3	-0,7	-1,8	0,5	0,0	-0,1	0,1	-5,7	-	-	-					
sep.	101,9	-1,5	-0,7	-0,3	-1,4	0,4	0,1	0,2	0,1	-4,5	-	-	-					
okt.	102,6	-0,5	0,3	0,0	-0,8	0,5	0,6	0,6	0,2	-1,6	-	-	-					
nov.	102,9	0,0	0,5	0,4	0,1	0,5	0,7	1,1	0,1	-0,8	-	-	-					
dec.	103,7	1,6	2,3	0,9	0,8	0,6	1,2	1,7	0,1	3,8	-	-	-					
2017 jan.	104,4	3,5	3,7	1,5	2,1	0,8	1,5	2,1	0,3	9,7	-	-	-					

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

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deser- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	Tehtano z uvozom ²⁾	Tehtano s porabo ²⁾						
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
% od skupaj															
2014	104,6	0,9	0,6	0,5	0,9	0,6	-0,7	-1,5	74,1	-3,4	2,0	-8,5	-0,4	4,6	-6,4
2015	105,8	1,1	0,3	0,1	0,5	0,7	0,1	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,7	0,9	0,5	0,3	0,8	0,8	-1,4	-2,5	39,9	-3,6	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2016 I	106,4	1,1	0,4	0,3	0,9	0,7	-1,5	-3,3	31,2	-12,2	-8,5	-16,4	-12,9	-11,1	-15,4
II	106,5	0,9	0,2	0,1	0,7	0,7	-2,3	-4,1	40,8	-9,0	-5,7	-12,5	-12,5	-12,6	-12,3
III	106,7	0,8	0,6	0,3	0,9	0,9	-1,5	-2,2	41,0	-0,5	-2,1	1,4	-5,8	-10,6	1,3
IV	107,1	0,7	0,9	0,7	0,8	1,0	-0,1	0,0	46,5	9,1	1,1	18,6	3,3	-6,7	18,5
2016 sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	41,2	1,2	0,7	1,7	-4,5	-8,9	1,9
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	45,1	3,1	-0,3	7,1	-2,9	-10,3	8,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,1	8,5	-0,1	19,0	2,4	-8,1	18,7
dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,3	15,7	3,9	30,2	10,6	-1,4	28,8
2017 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,6	19,4	7,5	34,0	13,3	1,0	32,0
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	52,2	21,0	7,7	37,0	15,2	1,7	35,6

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2013	4,7	-	-	-2,0	34,0	57,7	56,7	-	49,9	
2014	-0,9	-1,5	0,9	-17,4	14,2	49,6	53,5	49,7	48,2	
2015	-2,8	1,3	2,6	-13,2	-1,2	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-0,4	1,7	4,4	-7,3	-0,7	49,8	53,9	49,3	49,6	
2016 I	-4,8	0,7	3,7	-9,1	-1,8	41,5	52,5	47,7	49,0	
II	-1,0	1,9	4,6	-8,1	-2,2	47,5	54,4	48,5	49,0	
III	-0,2	1,0	4,5	-6,6	-0,3	51,4	54,0	49,6	49,8	
IV	4,6	3,1	4,9	-5,4	1,6	58,6	54,9	51,6	50,5	
2016 sep.	-0,1	0,9	4,5	-7,5	0,4	52,4	54,0	49,9	50,0	
okt.	3,5	2,6	4,5	-5,0	0,0	53,9	54,3	50,8	49,7	
nov.	4,9	2,8	5,3	-6,0	1,8	58,8	54,4	51,4	50,3	
dec.	5,4	4,0	4,9	-5,1	2,8	63,2	56,0	52,5	51,4	
2017 jan.	8,3	4,9	6,7	-5,1	8,3	67,0	56,4	54,0	50,9	
feb.	9,0	6,1	6,4	-3,1	12,9	68,3	56,9	55,4	51,1	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7
2014	102,7	1,3	1,3	1,1	1,3	1,2		1,7
2015	104,3	1,6	2,0	0,6	1,6	1,6		1,5
2016	.	.	.	.	.	.		1,4
2016 I	99,0	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6		1,4
II	109,3	1,0	0,8	1,4	0,9	1,2		1,5
III	102,6	1,6	1,7	1,2	1,4	1,7		1,5
IV	.	.	.	.	.	.		1,4

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih										Umetnost, zabava in druge storitve
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	12	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda													
2013	103,8	1,2	-1,6	2,0	1,4	1,0	-0,8	-0,2	-2,7	1,4	1,6	2,1	
2014	104,6	0,7	-1,0	-0,7	1,1	0,5	-0,6	2,1	1,8	1,2	1,6	1,4	
2015	104,8	0,2	1,4	-2,3	1,1	0,5	0,8	0,2	2,6	1,8	1,1	2,1	
2015 IV	105,3	0,4	0,8	-2,1	-0,1	1,4	1,6	0,3	2,7	1,9	1,3	2,3	
2016 I	105,4	1,0	2,6	0,4	-0,1	0,7	1,1	1,3	4,0	2,0	1,4	2,5	
II	105,6	0,9	3,9	0,5	-0,3	0,9	0,2	1,4	2,4	0,8	1,4	1,3	
III	105,8	0,8	3,7	0,8	-0,8	0,6	-0,6	0,9	2,6	0,7	1,4	1,3	
Sredstva za zaposlene													
2013	105,1	1,5	2,6	2,7	1,3	1,0	0,8	1,6	0,1	1,3	1,5	0,8	
2014	106,5	1,3	0,1	2,0	1,8	1,1	2,2	1,7	1,5	1,6	1,1	1,1	
2015	107,9	1,3	1,8	1,7	0,9	1,4	2,4	0,4	2,6	1,6	1,1	1,1	
2015 IV	108,5	1,2	2,0	1,5	0,8	1,7	1,9	0,3	3,4	1,5	1,2	1,1	
2016 I	108,9	1,3	1,8	1,4	1,4	1,3	1,3	1,9	3,8	1,5	1,3	1,5	
II	109,0	1,1	2,4	1,0	1,4	1,3	1,2	1,5	3,1	1,2	1,3	0,9	
III	109,5	1,3	1,2	1,4	1,7	1,2	1,1	1,8	2,2	1,2	1,6	1,5	
Produktivnost dela na zaposlenega													
2013	101,3	0,3	4,3	0,6	-0,1	0,0	1,5	1,8	2,8	-0,1	-0,1	-1,3	
2014	101,9	0,6	1,2	2,8	0,6	0,5	2,8	-0,4	-0,3	0,4	-0,5	-0,3	
2015	102,9	1,0	0,3	4,1	-0,2	0,9	1,6	0,2	0,0	-0,2	0,1	-1,0	
2015 IV	103,1	0,8	1,2	3,7	0,9	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,3	-0,1	-1,2	
2016 I	103,3	0,3	-0,8	1,0	1,5	0,5	0,2	0,7	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0	
II	103,3	0,3	-1,4	0,5	1,7	0,3	1,0	0,1	0,7	0,4	-0,1	-0,4	
III	103,5	0,5	-2,4	0,6	2,5	0,6	1,7	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2	
Sredstva za delovno uro													
2013	107,2	2,3	2,4	2,8	2,8	1,9	0,7	2,1	1,5	2,4	1,9	2,3	
2014	108,5	1,2	1,1	1,5	1,3	1,2	2,0	1,6	1,3	1,2	0,9	1,2	
2015	109,7	1,1	1,2	1,3	0,3	1,5	1,4	0,5	2,2	1,2	1,0	1,2	
2015 IV	110,2	1,3	1,4	1,6	0,4	2,0	1,3	0,2	3,3	1,3	1,3	1,2	
2016 I	110,5	1,2	0,2	1,1	1,2	1,2	0,8	1,5	3,3	0,8	1,4	2,4	
II	110,6	1,1	1,8	0,7	1,5	1,3	0,7	1,0	2,8	0,8	1,6	0,8	
III	111,2	1,5	1,3	1,4	2,0	1,2	1,1	1,7	3,4	1,3	1,8	2,0	
Produktivnost dela na uro													
2013	103,4	1,1	4,0	0,8	1,4	0,8	1,8	2,4	4,2	1,0	0,4	0,1	
2014	104,1	0,7	1,8	2,4	0,3	0,9	2,8	-0,3	-0,1	0,3	-0,6	0,0	
2015	105,0	0,9	-0,8	3,8	-0,7	1,2	0,7	0,2	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	
2015 IV	105,0	0,8	0,1	3,9	0,2	0,6	-0,2	-0,2	1,4	-0,3	-0,1	-1,2	
2016 I	105,2	0,2	-2,4	0,7	1,0	0,5	-0,4	0,3	-0,2	-1,1	0,0	-0,2	
II	105,0	0,1	-2,2	0,1	1,5	0,3	0,6	-0,7	0,5	-0,2	0,1	-0,6	
III	105,5	0,7	-2,6	0,6	2,6	0,6	1,9	0,7	0,9	0,9	0,5	0,7	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2						M3-M2					
	M1		M2-M1		M3-M2		Repo posli		Točke/delnice skladov denarnega trga		Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let	
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev			7	8	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6						
	Stanja											
2014	969,5	4.970,5	5.939,9	1.581,7	2.149,8	3.731,5	9.671,4	121,5	422,2	107,0	650,7	10.322,1
2015	1.036,5	5.566,3	6.602,8	1.439,2	2.161,8	3.601,0	10.203,8	74,6	479,0	73,6	627,2	10.831,1
2016	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 I	1.049,6	5.711,9	6.761,6	1.421,0	2.164,8	3.585,8	10.347,3	85,3	465,5	94,9	645,8	10.993,1
II	1.054,6	5.821,2	6.875,8	1.411,0	2.171,9	3.582,9	10.458,7	84,2	481,7	94,8	660,7	11.119,4
III	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
IV	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2016 avg.	1.061,5	5.922,6	6.984,1	1.393,0	2.173,9	3.566,9	10.551,0	82,3	481,0	98,8	662,1	11.213,1
sep.	1.066,6	5.946,7	7.013,3	1.393,3	2.174,5	3.567,8	10.581,1	80,5	496,0	93,8	670,2	11.251,3
okt.	1.072,4	5.981,7	7.054,1	1.361,2	2.175,0	3.536,2	10.590,3	74,4	503,7	91,4	669,5	11.259,8
nov.	1.075,2	6.069,9	7.145,1	1.350,4	2.171,9	3.522,4	10.667,5	72,5	506,1	98,7	677,3	11.344,7
dec.	1.073,1	6.117,1	7.190,2	1.320,3	2.175,8	3.496,1	10.686,3	70,4	521,5	96,4	688,4	11.374,7
2017 jan. (p)	1.081,8	6.156,0	7.237,9	1.329,6	2.178,3	3.507,9	10.745,8	75,1	517,4	98,1	690,6	11.436,4
	Transakcije											
2014	59,0	374,9	433,9	-91,8	3,7	-88,1	345,8	3,6	10,4	13,3	27,3	373,1
2015	65,9	562,6	628,5	-135,4	12,2	-123,2	505,3	-48,0	51,4	-26,3	-22,9	482,5
2016	36,7	544,7	581,4	-108,5	16,0	-92,5	488,8	-4,3	42,3	17,6	55,7	544,5
2016 I	13,3	156,1	169,4	-14,0	3,1	-10,9	158,6	11,2	-13,4	19,2	17,0	175,6
II	5,0	104,4	109,3	-12,7	7,2	-5,5	103,8	-1,4	15,5	-1,4	12,7	116,6
III	12,0	127,9	139,9	-15,7	2,3	-13,4	126,5	-3,7	14,7	-2,4	8,6	135,2
IV	6,5	156,2	162,7	-66,2	3,4	-62,8	99,9	-10,4	25,5	2,1	17,3	117,2
2016 avg.	3,3	44,6	47,9	-11,8	1,0	-10,8	37,1	-0,1	-5,7	1,0	-4,7	32,4
sep.	5,0	25,1	30,2	0,6	0,3	0,9	31,0	-1,8	15,0	-5,7	7,5	38,5
okt.	5,9	28,4	34,2	-25,0	0,7	-24,3	9,9	-6,2	7,7	-3,8	-2,3	7,7
nov.	2,8	81,3	84,0	-12,8	-1,2	-14,0	70,0	-2,1	2,4	8,1	8,4	78,3
dec.	-2,1	46,6	44,5	-28,3	3,9	-24,5	20,0	-2,1	15,4	-2,1	11,2	31,2
2017 jan. (p)	8,7	42,7	51,4	11,9	2,4	14,3	65,7	4,8	-4,1	0,9	1,7	67,4
	Stopnje rasti											
2014	6,5	8,4	8,0	-5,4	0,2	-2,3	3,7	2,9	2,5	19,9	4,4	3,8
2015	6,8	11,3	10,5	-8,6	0,6	-3,3	5,2	-39,1	12,0	-25,3	-3,5	4,7
2016	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 I	6,0	11,1	10,3	-6,2	0,6	-2,2	5,6	-25,9	6,6	-1,1	-0,4	5,2
II	4,0	9,7	8,8	-4,1	0,6	-1,3	5,1	1,1	9,2	-3,0	6,1	5,1
III	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
IV	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2016 avg.	3,6	9,6	8,6	-4,1	0,5	-1,3	5,0	-8,0	5,0	19,0	5,0	5,0
sep.	3,7	9,3	8,4	-3,3	0,5	-1,0	5,0	-12,8	8,4	13,7	5,9	5,1
okt.	4,0	8,8	8,0	-4,7	0,6	-1,5	4,6	-27,3	6,8	13,6	2,2	4,5
nov.	3,8	9,4	8,5	-5,5	0,6	-1,9	4,9	-15,8	4,9	12,1	3,1	4,8
dec.	3,5	9,8	8,8	-7,6	0,7	-2,6	4,8	-5,8	8,8	23,8	8,8	5,0
2017 jan. (p)	3,6	9,3	8,4	-6,8	0,8	-2,2	4,7	-7,3	9,3	11,2	7,5	4,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2014	1.845,1	1.349,1	365,1	111,6	19,4	5.557,7	2.749,5	812,1	1.993,2	2,8	865,5	222,2	332,9
2015	1.930,5	1.483,9	321,7	116,4	8,4	5.750,9	3.059,7	695,1	1.993,7	2,4	970,1	225,8	364,7
2016	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 I	1.984,8	1.536,6	322,7	116,0	9,4	5.829,7	3.137,1	693,6	1.996,3	2,7	973,7	218,9	375,9
II	2.013,7	1.574,3	314,0	117,1	8,4	5.906,0	3.214,2	688,8	2.000,0	3,0	978,0	210,7	379,9
III	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
IV	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2016 avg.	2.032,2	1.596,3	310,1	117,0	8,7	5.960,8	3.277,2	677,6	2.003,2	2,8	979,4	213,4	386,0
sep.	2.047,5	1.602,5	317,8	118,1	9,1	5.979,5	3.301,8	672,0	2.003,1	2,6	975,5	206,2	386,3
okt.	2.037,3	1.604,6	307,6	118,1	7,0	6.001,8	3.334,4	660,0	2.004,6	2,8	953,4	206,5	393,2
nov.	2.064,6	1.634,0	305,1	117,1	8,5	6.029,6	3.372,2	652,0	2.002,9	2,5	981,1	206,3	383,1
dec.	2.056,1	1.636,7	293,9	117,0	8,6	6.049,7	3.399,7	643,6	2.004,8	1,7	1.000,7	196,5	380,6
2017 jan. ^(p)	2.099,4	1.677,3	299,1	116,0	7,0	6.087,9	3.438,5	636,1	2.010,7	2,7	962,6	194,5	394,5
Transakcije													
2014	68,7	91,1	-26,7	1,5	2,8	140,7	208,8	-65,0	-1,4	-1,7	52,7	7,3	21,0
2015	81,8	121,7	-33,5	4,9	-11,2	193,4	303,0	-109,9	0,8	-0,4	86,1	-0,1	30,3
2016	128,9	152,8	-24,1	0,0	0,2	301,4	335,5	-46,8	13,4	-0,8	29,7	-29,3	17,1
2016 I	61,2	57,8	2,7	-0,4	1,1	80,9	78,5	-0,6	2,8	0,3	8,8	-6,5	12,1
II	27,3	36,3	-8,9	1,0	-1,1	75,5	76,2	-5,1	4,0	0,4	-0,5	-8,5	3,7
III	34,8	29,5	4,0	0,6	0,7	73,7	87,7	-16,6	3,1	-0,5	0,4	-4,2	6,2
IV	5,6	29,3	-21,9	-1,3	-0,5	71,3	93,1	-24,4	3,5	-0,9	21,1	-10,0	-4,9
2016 avg.	2,5	5,5	-3,9	0,5	0,3	28,2	32,1	-6,4	2,6	-0,1	4,1	-1,2	0,2
sep.	15,7	6,8	7,8	0,7	0,4	18,7	24,6	-5,5	-0,1	-0,2	-3,4	-7,0	0,2
okt.	-9,3	0,6	-7,8	-0,1	-2,1	23,4	29,1	-7,3	1,4	0,2	-23,9	0,2	7,5
nov.	23,8	26,4	-3,0	-1,1	1,5	28,1	36,8	-8,6	0,2	-0,3	23,7	-0,4	-10,1
dec.	-8,8	2,2	-11,1	-0,1	0,1	19,8	27,3	-8,5	1,9	-0,8	21,2	-9,8	-2,4
2017 jan. ^(p)	45,9	42,4	6,1	-1,0	-1,6	38,9	39,4	-7,3	5,8	1,0	-35,2	-1,8	14,0
Stopnje rasti													
2014	4,0	7,6	-6,7	1,3	15,9	2,6	8,2	-7,4	-0,1	-37,8	6,5	3,9	7,0
2015	4,4	9,0	-9,4	4,4	-57,4	3,5	11,0	-13,6	0,0	-15,1	9,8	0,0	9,1
2016	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 I	7,4	11,0	-4,5	3,8	-31,3	4,2	10,7	-8,8	0,2	-30,6	6,2	-3,3	10,3
II	8,0	11,1	-2,9	3,9	-27,8	4,6	10,4	-5,9	0,1	0,3	4,2	-8,5	10,3
III	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
IV	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2016 avg.	7,3	10,2	-4,1	2,2	11,9	5,2	10,8	-4,8	0,4	-12,1	1,4	-6,2	8,9
sep.	7,4	9,9	-1,3	1,7	-8,5	5,1	10,6	-4,9	0,4	-18,2	1,1	-5,7	7,7
okt.	5,5	7,9	-2,8	0,9	-29,6	5,2	10,7	-5,5	0,6	-19,8	-1,0	-9,4	7,8
nov.	7,1	10,1	-3,7	-0,1	-5,3	5,4	11,1	-6,0	0,7	-32,6	0,5	-8,0	3,1
dec.	6,7	10,3	-7,6	0,0	2,2	5,2	11,0	-6,8	0,7	-31,2	3,1	-13,0	4,7
2017 jan. ^(p)	7,1	10,5	-5,5	-0,2	-26,8	5,5	11,4	-7,7	1,0	-19,6	-1,1	-13,5	6,0

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Prilagojena posojila ²⁾		Posojila				Zavarovalnicam in pokojninskim skladom						
					Skupaj	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Stanja			
Transakcije															
2014	3.615,6	1.135,0	2.478,5	12.504,8	10.454,5	10.726,7	4.299,6	5.200,7	825,1	129,0	1.280,0	770,3			
2015	3.904,2	1.112,3	2.789,5	12.599,4	10.512,0	10.807,4	4.274,5	5.307,6	806,3	123,5	1.305,1	782,3			
2016	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2			
2016 I	4.053,6	1.115,9	2.924,6	12.629,6	10.561,2	10.824,5	4.288,8	5.338,9	824,8	108,8	1.312,2	756,2			
II	4.191,8	1.112,5	3.066,2	12.664,0	10.566,1	10.870,4	4.297,1	5.348,3	816,8	103,9	1.342,5	755,4			
III	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5			
IV	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2			
2016 avg.	4.255,8	1.107,7	3.134,8	12.744,2	10.602,0	10.907,7	4.296,1	5.366,0	829,4	110,5	1.364,5	777,7			
sep.	4.272,2	1.105,2	3.153,6	12.769,1	10.623,5	10.927,4	4.289,6	5.379,3	845,5	109,1	1.365,2	780,5			
okt.	4.291,1	1.099,6	3.178,1	12.810,3	10.656,5	10.956,9	4.302,9	5.388,3	850,8	114,5	1.373,1	780,7			
nov.	4.320,9	1.092,5	3.215,0	12.851,3	10.699,4	10.981,8	4.321,0	5.407,2	855,3	115,9	1.379,0	772,9			
dec.	4.397,5	1.082,0	3.302,3	12.846,6	10.675,2	10.982,9	4.302,2	5.409,6	851,0	112,5	1.385,2	786,2			
2017 jan. ^(p)	4.388,3	1.087,3	3.287,3	12.882,9	10.692,5	10.988,4	4.313,0	5.422,7	842,4	114,5	1.403,2	787,2			
Stopnje rasti															
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,4	-0,3	-1,4	-0,3	1,8	11,9	-6,6	4,4			
2015	7,9	-1,9	12,3	0,7	0,6	0,7	-0,3	1,9	-2,6	-4,4	2,0	0,4			
2016	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7			
2016 I	10,2	-2,8	16,1	1,2	1,2	1,1	0,9	2,2	0,1	-19,2	3,1	-2,3			
II	11,7	-2,8	18,1	1,5	1,2	1,6	1,3	1,9	0,3	-23,6	7,2	-2,9			
III	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8			
IV	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7			
2016 avg.	10,9	-2,8	16,7	1,6	1,5	1,9	1,2	2,0	1,7	-14,0	4,1	-0,5			
sep.	10,1	-2,5	15,3	2,0	1,9	2,1	1,5	2,1	4,9	-10,7	3,5	0,8			
okt.	10,6	-2,6	16,0	2,3	2,0	2,2	1,7	1,9	5,6	-7,8	5,4	0,5			
nov.	10,7	-3,0	16,3	2,4	2,1	2,2	1,8	2,1	4,2	-6,7	7,4	-0,7			
dec.	11,7	-3,1	17,6	2,5	2,2	2,3	1,9	2,2	5,3	-9,0	6,2	0,7			
2017 jan. ^(p)	10,5	-2,9	15,8	2,7	2,2	2,4	1,7	2,4	4,5	-8,6	7,0	3,0			

Vir: ECB.

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

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	1	2				3	4			
Stanja										
2014	4.299,6	4.253,9	1.109,8	720,7	2.469,1	5.200,7	5.546,1	563,5	3.860,9	776,4
2015	4.274,5	4.257,7	1.038,4	758,5	2.477,6	5.307,6	5.640,6	595,9	3.948,4	763,3
2016	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 I	4.288,8	4.261,6	1.048,5	768,6	2.471,6	5.338,9	5.659,1	602,6	3.974,9	761,4
II	4.297,1	4.278,6	1.040,4	774,9	2.481,8	5.348,3	5.683,5	604,1	3.986,3	757,9
III	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
IV	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2016 avg.	4.296,1	4.279,5	1.023,0	782,4	2.490,8	5.366,0	5.700,1	607,8	4.003,4	754,8
sep.	4.289,6	4.279,7	1.009,4	786,9	2.493,3	5.379,3	5.701,1	608,5	4.018,2	752,6
okt.	4.302,9	4.288,6	1.022,9	787,3	2.492,7	5.388,3	5.712,5	612,8	4.019,3	756,2
nov.	4.321,0	4.298,0	1.030,8	794,8	2.495,3	5.407,2	5.723,1	614,9	4.035,8	756,5
dec.	4.302,2	4.303,0	997,8	796,4	2.508,0	5.409,6	5.726,2	616,6	4.042,7	750,3
2017 jan. ^(p)	4.313,0	4.304,4	1.010,7	796,5	2.505,8	5.422,7	5.743,5	618,7	4.050,6	753,4
Transakcije										
2014	-61,1	-68,4	-14,2	2,3	-49,2	-14,9	5,6	-3,0	-3,2	-8,7
2015	-13,1	21,1	-64,3	32,4	18,9	98,2	76,1	21,9	79,9	-3,6
2016	81,7	97,1	-17,4	45,2	54,0	119,0	110,9	23,4	105,9	-10,4
2016 I	35,9	28,1	19,2	13,2	3,5	36,2	24,7	8,0	28,6	-0,4
II	19,5	28,5	-4,1	8,6	15,0	14,5	29,5	1,6	13,5	-0,6
III	6,6	10,8	-23,1	14,9	14,8	33,8	27,4	5,1	32,5	-3,8
IV	19,7	29,7	-9,4	8,5	20,6	34,5	29,2	8,7	31,4	-5,6
2016 avg.	-4,0	1,3	-5,9	2,2	-0,3	11,5	8,4	3,3	9,3	-1,1
sep.	-1,3	1,9	-11,8	5,8	4,7	14,7	9,9	1,3	14,8	-1,5
okt.	16,0	11,4	13,3	0,9	1,8	7,2	9,7	4,4	4,5	-1,7
nov.	16,1	8,3	6,7	6,9	2,6	18,9	10,8	2,2	16,1	0,6
dec.	-12,4	9,9	-29,3	0,7	16,3	8,3	8,8	2,1	10,8	-4,5
2017 jan. ^(p)	17,6	12,3	16,0	1,3	0,3	14,1	18,9	2,4	8,1	3,7
Stopnje rasti										
2014	-1,4	-1,5	-1,3	0,3	-1,9	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015	-0,3	0,5	-5,8	4,5	0,8	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 I	0,9	1,2	-2,1	5,2	0,9	2,2	1,6	5,0	2,3	-0,4
II	1,3	1,9	-2,1	5,3	1,6	1,9	1,8	3,5	2,1	-0,4
III	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
IV	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2016 avg.	1,2	2,1	-3,9	6,4	1,9	2,0	1,8	3,5	2,3	-0,7
sep.	1,5	2,1	-2,9	6,7	1,8	2,1	1,8	3,4	2,4	-0,9
okt.	1,7	2,2	-1,1	5,6	1,8	1,9	1,8	3,7	2,2	-1,1
nov.	1,8	2,1	-1,8	6,6	1,9	2,1	1,9	3,6	2,5	-1,2
dec.	1,9	2,3	-1,7	6,0	2,2	2,2	2,0	3,9	2,7	-1,4
2017 Jan. ^(p)	1,7	2,3	-1,8	5,4	2,1	2,4	2,2	4,1	2,7	-0,8

Vir: ECB.

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

5 Denarna statistika

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

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

Enote centralne ravnih države ²⁾	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						Razno				
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj	Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami ³⁾		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Stanja											
2014	269,4	7.127,8	2.186,6	92,2	2.388,1	2.460,8	1.381,1	217,8	184,5	139,7	
2015	284,8	6.996,4	2.119,7	79,8	2.254,0	2.543,0	1.331,6	277,1	205,9	135,6	
2016	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6	
2016 I	314,7	6.962,3	2.113,6	76,9	2.179,5	2.592,3	1.282,0	304,9	247,1	152,1	
II	319,3	7.006,3	2.094,1	74,6	2.175,8	2.661,8	1.275,3	313,9	238,0	144,0	
III	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1	
IV	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6	
2016 avg.	318,8	6.967,2	2.077,7	73,2	2.142,1	2.674,3	1.182,9	316,2	215,4	134,6	
sep.	310,1	6.960,6	2.068,5	72,4	2.125,1	2.694,6	1.171,0	309,7	209,2	129,1	
okt.	324,1	6.950,9	2.071,2	72,4	2.123,5	2.683,9	1.113,4	320,1	193,0	133,7	
nov.	296,6	6.934,5	2.061,6	71,9	2.136,6	2.664,4	1.083,9	319,7	194,7	121,3	
dec.	318,8	6.920,3	2.054,4	70,6	2.140,8	2.654,5	1.131,5	238,2	205,9	121,6	
2017 jan. ^(p)	302,9	6.871,9	2.036,9	70,0	2.127,4	2.637,6	1.120,2	219,7	176,5	106,3	
Transakcije											
2014	-4,0	-165,5	-120,8	2,0	-154,5	107,8	237,7	-5,9	0,7	17,8	
2015	9,2	-221,6	-106,2	-13,5	-209,3	107,3	-98,6	-3,0	21,4	-4,0	
2016	31,0	-148,7	-72,5	-9,1	-120,6	53,6	-295,4	-54,7	12,8	-12,0	
2016 I	29,4	-56,6	-3,5	-2,8	-45,9	-4,4	-74,8	33,9	41,3	17,3	
II	4,2	-13,0	-22,3	-1,8	-15,9	27,1	-71,6	8,2	-9,2	-8,1	
III	-9,2	-53,8	-25,8	-2,0	-41,5	15,5	-106,2	-4,2	-19,2	-13,7	
IV	6,6	-25,3	-20,8	-2,6	-17,3	15,4	-42,8	-92,7	-0,2	-7,5	
2016 avg.	-7,6	-7,7	-7,1	-0,7	-7,2	7,3	-32,8	5,2	2,5	6,4	
sep.	-8,7	-21,3	-9,4	-0,6	-15,8	4,4	-18,7	-9,2	3,4	-4,3	
okt.	13,1	0,8	-1,3	-0,8	-8,7	11,6	-52,7	-8,6	-13,1	4,7	
nov.	-27,6	-10,2	-11,7	-0,5	-5,4	7,3	-11,6	-29,5	1,7	-12,4	
dec.	21,0	-15,9	-7,8	-1,3	-3,3	-3,5	21,5	-54,6	11,2	0,3	
2017 jan. ^(p)	-16,3	-22,2	-11,2	-0,6	-5,6	-4,8	11,8	-53,6	-28,3	-14,7	
Stopnje rasti											
2014	-1,6	-2,2	-5,1	2,2	-6,1	4,5	-	-	0,4	14,6	
2015	3,6	-3,1	-4,8	-14,5	-8,6	4,3	-	-	11,6	-2,9	
2016	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 I	11,0	-3,3	-3,5	-15,2	-8,4	2,0	-	-	3,8	-5,9	
II	20,1	-2,3	-2,9	-13,3	-6,8	2,8	-	-	3,6	-2,9	
III	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2	
IV	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2016 avg.	15,4	-2,5	-3,9	-12,3	-6,6	2,8	-	-	1,4	1,1	
sep.	5,3	-2,5	-4,3	-12,2	-6,4	2,7	-	-	1,5	-8,2	
okt.	-7,2	-2,1	-3,4	-11,8	-6,0	2,8	-	-	4,5	-6,3	
nov.	0,1	-2,1	-3,2	-10,7	-5,9	2,5	-	-	-4,9	-15,6	
dec.	10,9	-2,1	-3,4	-11,5	-5,4	2,0	-	-	6,3	-9,0	
2017 jan. ^(p)	-1,4	-2,0	-3,6	-11,0	-4,8	1,8	-	-	-12,2	-23,8	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2012	-3,6	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,2	0,1
2015	-2,1	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2015 IV	-2,1	.	.	.	.	0,3
2016 I	-1,9	.	.	.	.	0,4
II	-1,8	.	.	.	.	0,5
III	-1,7	.	.	.	.	0,5

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki			
	Tekoči prihodki							Tekoči odhodki								
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki				Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,4	0,4	49,7	45,2	10,4	5,3	3,0	22,6	4,5			
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,7	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,1			
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,0	4,0			
2015	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9			
2015 IV	46,5	46,0	12,6	13,1	15,3	0,5	48,5	44,7	10,1	5,2	2,4	22,9	3,9			
2016 I	46,4	45,9	12,6	13,1	15,3	0,5	48,3	44,5	10,1	5,2	2,3	22,9	3,9			
II	46,4	45,9	12,5	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,3	22,9	3,9			
III	46,4	45,9	12,6	13,1	15,4	0,5	48,1	44,3	10,0	5,2	2,2	22,9	3,8			

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik			Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Gotovina in vloge		Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki		Do 1 leta	Nad 1 leta	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2012	89,5	3,0	17,6	68,9	45,6	26,3	43,9	11,3	78,1	19,6	31,4	38,4	87,3	2,2	
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	46,2	26,3	45,1	10,4	80,9	19,5	32,0	39,8	89,3	2,1	
2014	92,0	2,7	17,1	72,2	45,1	26,0	46,9	10,0	82,0	18,9	31,9	41,2	89,9	2,1	
2015	90,4	2,8	16,2	71,4	45,6	27,5	44,8	9,3	81,1	17,7	31,4	41,3	88,3	2,1	
2015 IV	90,4	2,8	16,2	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2016 I	91,3	2,7	16,1	72,4	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
II	91,2	2,7	16,0	72,6	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.
III	90,1	2,7	15,6	71,8	.	..	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Razno									
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0			
2013	1,9	0,2	-0,2	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,4	1,9	2,6			
2014	0,7	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,8	2,5			
2015	-1,6	-0,3	-0,9	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	1,3			
2015 IV	-1,7	-0,3	-0,9	-0,6	0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,5	1,2			
2016 I	-1,5	-0,4	-0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,3	-0,5	1,4			
II	-0,9	-0,5	0,2	0,4	0,8	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,6	2,0			
III	-1,4	-0,5	-0,5	-0,1	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1	-0,4	1,5			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾						Izdaje	Odkupi		
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije							
	1	2	3	4	5		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta				
2013	15,9	13,8	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6			
2014	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2			
2015	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,7	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2015 IV	14,8	12,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2			
2016 I	15,5	13,6	4,8	1,9	0,5	6,6	2,8	1,2	0,0	3,2	2,8	0,3	1,1			
II	15,3	13,5	5,0	1,8	0,5	6,7	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1			
III	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2			
2016 avg.	15,0	13,2	4,7	1,8	0,5	6,8	2,7	1,1	-0,1	3,1	2,9	0,3	1,1			
sep.	14,9	13,1	4,1	1,8	0,5	6,8	2,6	1,2	-0,1	3,1	2,8	0,2	1,2			
okt.	14,9	13,1	3,9	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3			
nov.	14,9	13,1	4,5	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,3			
dec.	14,6	12,8	4,7	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			
2017 jan.	14,8	13,0	5,0	1,8	0,5	6,9	2,6	1,1	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2			

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2012	-4,2	0,0	-0,3	-8,0	-8,8	-10,5	-4,8	-2,9	-5,8
2013	-3,0	-0,2	-0,2	-5,7	-13,2	-7,0	-4,0	-2,7	-4,9
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,7	-3,6	-6,0	-4,0	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2015 IV	-2,5	0,7	0,1	-1,9	-7,5	-5,1	-3,5	-2,6	-1,1
2016 I	-2,6	0,8	0,7	-1,5	-6,3	-5,1	-3,3	-2,5	-0,2
II	-2,8	0,8	0,8	-1,4	-5,2	-5,3	-3,1	-2,3	-1,2
III	-3,2	0,6	0,6	-1,8	-3,2	-4,8	-3,2	-2,3	-0,9
Javni dolg									
2012	104,1	79,9	9,7	119,5	159,6	85,7	89,5	123,3	79,3
2013	105,4	77,5	10,2	119,5	177,4	95,4	92,3	129,0	102,2
2014	106,5	74,9	10,7	105,2	179,7	100,4	95,3	131,9	107,1
2015	105,8	71,2	10,1	78,6	177,4	99,8	96,2	132,3	107,5
2015 IV	106,0	71,2	10,1	78,6	177,4	99,3	96,2	132,3	108,9
2016 I	109,1	70,9	9,9	80,0	176,4	101,1	97,5	135,0	107,9
II	109,6	70,2	9,7	77,7	179,8	101,0	98,3	135,5	107,6
III	108,8	69,4	9,6	77,1	176,9	100,3	97,5	132,7	110,6
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2012	-0,8	-3,1	0,3	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,3
2013	-0,9	-2,6	1,0	-2,6	-2,4	-1,4	-4,8	-15,0	-2,7
2014	-1,6	-0,7	1,5	-2,1	-2,3	-2,7	-7,2	-5,0	-3,2
2015	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,7
2015 IV	-1,3	-0,2	1,6	-1,4	-1,9	-1,0	-4,4	-2,7	-2,8
2016 I	-1,0	-0,1	1,6	-0,2	-1,6	-0,8	-3,8	-2,5	-2,6
II	-0,7	0,4	1,5	0,4	-0,8	-1,0	-3,5	-1,7	-2,5
III	-0,2	0,3	1,5	0,6	-0,3	-0,4	-3,6	-1,5	-2,3
Javni dolg									
2012	41,3	39,8	21,8	67,6	66,4	82,0	126,2	53,9	52,2
2013	39,0	38,7	23,5	68,4	67,7	81,3	129,0	71,0	54,7
2014	40,7	40,5	22,7	67,0	67,9	84,4	130,6	80,9	53,6
2015	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,5
2015 IV	36,3	42,7	22,1	64,0	65,1	85,5	129,0	83,1	52,9
2016 I	36,1	40,0	22,4	62,1	64,8	86,5	128,9	83,6	51,8
II	38,8	40,1	22,0	61,4	63,7	86,7	131,7	82,4	52,9
III	37,9	41,3	21,5	60,4	61,9	84,4	133,4	82,6	52,7

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2017

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 8. marec 2017.

ISSN 2363-3557
EU kataloška številka QB-BP-17-002-SL-N