

Ekonomski bilten

številka 2 / 2019

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	12
3 Gospodarska aktivnost	17
4 Cene in stroški	22
5 Denar in krediti	28
6 Javnofinančna gibanja	35
Okvirji	38
1 Značilnosti sedanje konjunkture v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja: kako kaže za prihodnost?	38
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. oktobra 2018 do 29. januarja 2019	42
3 Rast zaposlenosti in BDP v euroobmočju	48
4 Novosti v harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin: analitične skupine, skenirani podatki in spletno strganje podatkov	51
5 Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije	54
6 Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga	58
7 Ocena Evropske komisije leta 2019 o makroekonomske neravnovežji in napredku pri izvajanju reform	63
Članek	68
1 Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases	68
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 7. marca na podlagi temeljite ocene gospodarskih in inflacijskih obetov sprejel vrsto sklepov o denarni politiki. Čeprav obstajajo znaki, da začenjajo popuščati nekateri idiosinkratični domači dejavniki, ki zavirajo rast, pa vse slabši gospodarski podatki kažejo na močnejše umirjanje dinamike gospodarske rasti, ki se bo v letošnjem letu nadaljevalo. Vztrajne negotovosti, povezane z geopolitičnimi dejavniki, grožnjo protekcionizma in ranljivostmi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, so očitno začele poslabševati gospodarsko klimo. Razen tega je osnovna inflacija še naprej nizka. Zaradi šibkejšega gospodarskega zagona se prilagajanje inflacije v smeri cilja Sveta ECB upočasnuje. Po drugi strani konjunkturo v euroobmočju in postopno naraščanje inflacijskih pritiskov še naprej podpirajo spodbudni pogoji financiranja, ugodna dinamika na trgu dela in vse hitrejša rast plač. V takšnem okolju je Svet ECB sklenil, da prilagodi prihodnjo usmeritev glede ključnih obrestnih mer ECB, s čimer nakazuje svoje pričakovanje, da bodo te »ostale na sedanji ravni še vsaj čez konec leta 2019, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se zagotovi nadaljnje vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju« ter potrdi prihodnjo usmeritev glede ponovnega investiranja. Poleg tega je Svet ECB sklenil uvesti novo serijo ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-III) ter nadaljevati izvajanje vseh posojilnih operacij v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer vsaj do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se bo končalo marca 2021. Omenjeni sklepi o denarni politiki so bili sprejeti zato, da bi zagotovili vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 7. marca 2019

Zagon svetovne gospodarske rasti se je proti koncu leta 2018 še naprej umirjal. Svetovna gospodarska rast se bo po projekcijah upočasnjevala tudi v letu 2019, nato pa naj bi se srednjeročno stabilizirala. Upočasnitev je bila izrazitejša v predelovalnih dejavnostih, zaradi česar je močno upadla tudi svetovna trgovinska menjava. Glavni dejavniki, ki so prispevali k upočasnitvi svetovne rasti in trgovinske menjave, so povečana svetovna negotovost zaradi trgovinskih sporov, stresa na finančnih trgih, ki je bil minulo poletje zabeležen v nastajajočih tržnih gospodarstvih, in zaradi znakov šibkejše rasti na Kitajskem. Ti dejavniki bodo svetovno gospodarstvo predvidoma zavirali tudi letošnje leto, kljub temu pa bodo nekaj podpori zagotovili nedavno sprejeti ukrepi ekonomskih politik. Svetovna trgovinska menjava se bo po pričakovanjih v letošnjem letu izraziteje upočasnila in v srednjeročnem obdobju rasla v skladu z gospodarsko aktivnostjo. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali šibki, saj se povečujejo tveganja upočasnjevanja svetovne aktivnosti.

Dolgoročne netvegane obrestne mere so se od lanske decembriske seje Sveta ECB znižale v okolju poslabševanja makroekonomskih obetov in domnevnega počasnejšega zaostrovanja denarne politike v ZDA. Cene tveganega finančnega premoženja v euroobmočju, na primer delnic in podjetniških obveznic, so ob izboljšanem dojemanju tveganj okrevale, k čemur je delno prispeval večji optimizem glede svetovnih trgovinskih pogajanj. Na deviznih trgih je euro – tehtano z utežmi trgovinskih partneric – na splošno oslabel.

Realna rast BDP v euroobmočju je v zadnjem četrletju 2018 ostala umirjena, saj je zabeležila 0,2-odstotno medčetrletno rast. Najnovejše informacije kažejo, da se bo rast v bližnji prihodnosti nadaljevala po zmernih stopnjah. Objavljeni podatki ostajajo šibki, zlasti v predelovalnih dejavnostih, k čemur prispevajo upočasnjevanje zunanjega povpraševanja in nekateri dejavniki, ki so značilni za posamezne države in sektorje. Posledice teh dejavnikov postajajo nekoliko bolj dolgotrajne, kar kaže, da bo rast v bližnji prihodnosti verjetno šibkejša, kot smo pričakovali doslej. V prihodnjem obdobju bo vpliv teh neugodnih dejavnikov po pričakovanih postopno izginjal. Gospodarsko rast v euroobmočju bodo še naprej podpirali ugodni pogoji financiranja, nadaljnje povečevanje zaposlenosti in zviševanje plač ter nadaljnja – čeprav nekoliko počasnejša – rast svetovne gospodarske aktivnosti.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih marca 2019 pripravili strokovnjaki ECB. Po projekcijah naj bi se medletni BDP v letu 2019 realno povečal za 1,1%, v letu 2020 za 1,6%, v letu 2021 pa za 1,5%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2018 so bile napovedi realne rasti BDP za leto 2019 močno, za leto 2020 pa rahlo popravljene navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, se še vedno nagibajo k upočasnjevanju rasti, in sicer predvsem zaradi vztrajnih negotovosti, ki izhajajo iz geopolitičnih dejavnikov, grožnje protekcionizma in ranljivosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, zvišala z 1,4% v januarju 2019 na 1,5% v februarju. Glede na sedanje terminske cene nafte bo skupna inflacija najverjetneje ostala približno na sedanji ravni, zatem pa naj bi se proti koncu leta nekoliko znižala. Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena, vendar so se pritiski s strani stroškov dela okreplili in razširili zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti in vse večjega pomanjkanja ustrezne delovne sile. Kar zadeva prihodnja gibanja, naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju postopoma zviševala, k čemur naj bi prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in vse višja rast plač.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih marca 2019 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,5%, v letu 2021 pa 1,6%. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol za celotno obdobje projekcij, in sicer predvsem zaradi počasnejše gospodarske rasti v bližnji prihodnosti. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,2%, leta 2020 1,4% in leta 2021 1,6%.

Rast denarja in kreditna dinamika sta se januarja 2019 umirili, vendar so ostali pogoji financiranja in posojilni pogoji v bankah ugodni. Rast širokega denarja (M3) se je januarja 2019 upočasnila na 3,8%, potem ko je decembra 2018 znašala 4,1%. Rast agregata M3 še naprej poganja ustvarjanje bančnih kreditov, čeprav se je kreditna dinamika v zadnjem času nekoliko umirila. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je januarja 2019 upadla na 3,3%, potem ko je decembra 2018 znašala 3,9%, kar je posledica baznega učinka, v nekaterih državah pa to odraža tudi tipično zapozneno reakcijo na upočasnitev gospodarske aktivnosti. Po drugi strani je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom ostala nespremenjena na ravni 3,2%. Posojilni pogoji za podjetja in gospodinjstva so še vedno ugodni, saj ukrepi denarne politike, ki so bili uvedeni od junija 2014, še naprej olajšujejo dostop do financiranja, zlasti za mala in srednje velika podjetja. Sklepi Sveta ECB, še posebej glede nove serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja, bodo prispevali k temu, da bodo bančni posojilni pogoji tudi v prihodnjem obdobju ostali ugodni.

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je bila po ocenah leta 2018 večinoma nevtralna, od leta 2019 dalje pa bo predvidoma rahlo ekspanzivna. To je predvsem rezultat popuščanja naravnosti javnofinančne politike v manj ugodnem makroekonomskem okolju.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize sprejel naslednje sklepe:

- Prvič, ključne obrestne mere ECB so ostale nespremenjene. Svet ECB zdaj pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanjih ravnih še vsaj čez konec leta 2019, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se zagotovi nadaljnje vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju.
- Drugič, Svet ECB namerava še naprej v celoti ponovno investirati glavnico zapadnih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.
- Tretjič, Svet ECB je sklenil uvesti novo serijo četrteletnih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-III), ki se bo začela septembra 2019 in končala marca 2021. Vsaka operacija v seriji bo imela zapadlost dveh let. Nove operacije bodo prispevale k ohranjanju ugodnih pogojev bančnega posojanja in k nemoteni transmisiji denarne politike. V okviru CUODR-III si bodo nasprotne stranke lahko izposodile do 30% obsega primernih posojil na dan 28. februarja 2019 po obrestni meri, ki bo indeksirana na obrestno mero za operacije glavnega refinanciranja v času trajanja vsake operacije. Tako kot obstoječi program CUODR-II bodo tudi operacije v okviru CUODR-III vsebovale spodbude, da se ohranijo ugodni pogoji kreditiranja. Nadaljnje podrobnosti o natančnih pogojih CUODR-III bodo objavljene kmalu.

- Četrtič, Svet ECB je sklenil, da se bodo Eurosistemove posojilne operacije izvajale v obliki avkcij s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer tako dolgo, kot bo potrebno, vsekakor pa vsaj do konca obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv, ki se bo začelo marca 2021.

Svet ECB je omenjene sklepe o denarni politiki sprejel zato, da bi zagotovil vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju. Sklepi bodo omogočili nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov ter podpirali gibanje skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Svet ECB vsekakor ostaja pripravljen, da po potrebi ustrezno prilagodi kateregakoli od instrumentov, da se bo inflacija še naprej vzdržno gibala v smeri inflacijskega cilja.

Zunanje okolje

Svetovna gospodarska rast je proti koncu leta 2018 še naprej izgubljala zagon in ankete kažejo, da je v začetku leta 2019 še nadalje oslabila. Upočasnitev je bila bolj izrazita v predelovalnih dejavnostih, zaradi česar je močno upadla tudi svetovna trgovinska menjava. Glavni dejavniki, ki so prispevali k upočasnitvi svetovne rasti in trgovinske menjave, so povečana svetovna negotovost zaradi trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko, finančni pretresi, ki so bili minulo poletje zabeleženi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, in znaki šibkejše rasti na Kitajskem. Ti dejavniki bodo svetovno gospodarstvo predvidoma slabili tudi letošnje leto, medtem ko bodo nedavno sprejeti ukrepi gospodarskih politik zagotovili nekaj podpore. Posledično se bo svetovna rast v letu 2019 po projekcijah upočasnjevala, nato pa na srednji rok stabilizirala. Svetovna trgovinska menjava se bo po pričakovanjih izraziteje upočasnila v letošnjem letu in v srednjeročnem obdobju rasla v skladu z gospodarsko aktivnostjo. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali šibki, saj se povečujejo tveganja za upočasnjevanje svetovne aktivnosti.

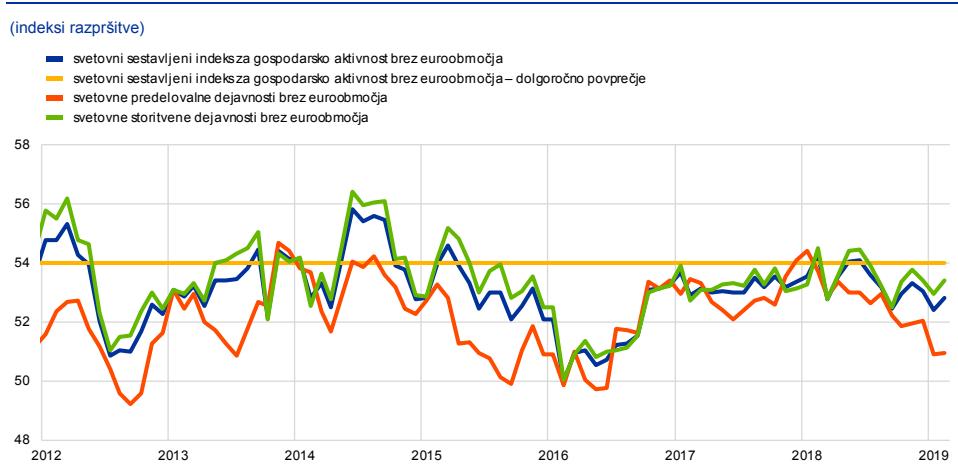
Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Svetovna gospodarska rast je v letu 2018 še naprej izgubljala zagon. V razvitih gospodarstvih je rast v četrtem četrletju 2018 oslabila, saj se je zmanjšala tako v ZDA kot tudi v Združenem kraljestvu. Po drugi strani se je na Japonskem okreplila, potem ko se je v prejšnjem četrletju zaradi vrste naravnih nesreč skrčila. Rast se je v letu 2018 upočasnila tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, vključno s Kitajsko.

Anketni podatki kažejo, da se je upočasnjevanje rasti nadaljevalo tudi v začetku leta 2019. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost brez euroobmočja se je zaradi upočasnjevanja svetovne aktivnosti v predelovalnih dejavnostih še naprej zniževal. V zadnjem času se je zmanjšala tudi aktivnost v storitvenih dejavnostih, čeprav je bil upad manjši in z višje ravni (glej graf 1). Svetovna aktivnost v predelovalnih dejavnostih se je upočasnila zaradi zorenja gospodarskega cikla v glavnih razvitih gospodarstvih. Tempo upočasnjevanja se je dodatno stopnjeval zaradi povečane negotovosti, ki zavira svetovno gospodarstvo in jo povzročajo dejavniki, kot so dolgotrajni trgovinski spor med ZDA in Kitajsko, finančni pretresi, ki so bili minulo poletje zabeleženi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, in bolj nedavno znaki šibkejše rasti na Kitajskem. Upočasnjevanje svetovne aktivnosti v predelovalnih dejavnostih zavira tudi svetovno trgovinsko menjavo.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opombi: Zadnji podatki so za februar 2019. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do januarja 2019.

Finančni pogoji v razvitih gospodarstvih ostajajo večinoma spodbujevalni, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa je slika še naprej mešana. Tržna pričakovanja, da se bodo obrestne mere v ZDA še nadalje zvišale, so se zaradi nadaljnega upada donosnosti državnih obveznic ublažila, kar deloma odraža gibanja terminskih premij. Finančni pogoji so se ublažili tudi na Kitajskem, saj so oblasti zaradi znakov ohlajanja aktivnosti uvedle bolj spodbujevalno naravnano denarno politiko. Svetovni delniški indeksi so se po strmem upadu ob koncu leta 2018 zaradi obnovljenih skrbi glede svetovnega gospodarstva nato od preloma leta zvišali. Kljub temu si svetovno dojemanje tveganj še ni v celoti opomoglo in volatilnost na finančnih trgih ostaja povišana. V nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki so jih finančne turbulence lansko poletje najbolj prizadele (Argentina in Turčija), so finančni pogoji ostali razmeroma zaostreni in še naprej zavirajo aktivnost.

Svetovna gospodarska rast se bo letos zaradi zaviralnih dejavnikov predvidoma nekoliko upočasnila. Ti dejavniki vključujejo šibkejšo svetovno aktivnost v predelovalnih dejavnostih in skromnejšo trgovinsko menjavo v okolju velike in naraščajoče politične negotovosti ter negotovosti v zvezi s politikami. Velike pročiklične javnofinančne spodbude v ZDA (ki obsegajo nižje davke in višjo javno porabo) še naprej poganjajo ameriško in svetovno rast, vendar pa je delno zaprtje zvezne vlade, ki se je končalo konec januarja, po pričakovanjih negativno vplivalo na rast v prvem četrletju 2019. Na Kitajskem se v prvi polovici leta pričakuje upad domačega povpraševanja, saj bodo nedavno uvedene politike verjetno začele učinkovati z določenim zamikom.

V srednjeročnem obdobju se bo svetovna rast po projekcijah stabilizirala. Kot kaže, bodo svetovno gospodarstvo v obdobju projekcij oblikovale tri glavne silnice. Prvič, ciklični zagon se bo v razvitih gospodarstvih po pričakovanjih upočasnil, saj pomanjkanje prostih zmogljivosti vse bolj zavira rast, podpora politik postopno popušča, proizvodna vrzel je pozitivna, stopnja brezposelnosti pa nizka. Drugič, na Kitajskem se bo predvidoma nadaljeval urejen prehod k nižji stopnji rasti, ki je manj odvisna od naložb in izvoza. In tretjič, po napovedih se bo rast obnovila v več ključnih

nastajajočih tržnih gospodarstvih, ki so trenutno v globoki recesiji ali so pred kratkim izšle iz recesije. Na splošno se pričakuje, da se bo tempo svetovne gospodarske rasti ustalil pod ravnjo iz obdobja pred finančno krizo v letih 2007–2008.

Kar zadeva gibanja po posameznih državah, je aktivnost v ZDA ostala razmeroma robustna.

Močan trg dela, ugodni pogoji financiranja in javnofinančne spodbude še naprej podpirajo rast in izravnavajo negativne učinke trgovinskega spora s Kitajsko. Negativni učinki delnega zaprtja zvezne vlade bodo po pričakovanjih zgolj začasni. Skupna medletna inflacija cen življenjskih potrebščin je januarja upadla na 1,6%, z 1,9% mesec prej, kar je predvsem posledica zniževanja cen energentov, medtem ko je inflacija cen življenjskih potrebščin brez hrane in energentov ostala nespremenjena na ravni 2,2%.

Na Japonskem je okrevanje domačega povpraševanja v zadnjih mesecih leta 2018 podpiralo rast.

Okrevanje je sledilo močnemu krčenju v tretjem četrtletju, ki ga je povzročila serija naravnih nesreč. V prihodnjem obdobju bodo spodbujevalna denarna politika, močan trg dela in robustno povpraševanje za naložbe (kljub šibkejšemu zunanjemu okolju) po napovedih vsi podpirali gospodarsko rast. Poleg tega bodo javnofinančni ukrepi predvidoma ublažili negativne učinke zvišanja davka na potrošnjo, ki je predvideno za letošnji oktober. Glede na dejstvo, da rast plač ostaja skromna (kljub zelo tesnemu trgu dela), inflacijska pričakovanja pa nizka, se pričakuje, da bo inflacija na srednji rok ostala pod ciljno ravnjo japonske centralne banke pri 2%.

V Združenem kraljestvu povečana politična negotovost še naprej zavira rast.

Zaradi bližnjih glasovanj o sporazumu o izstopu iz EU v britanskem parlamentu so celo obeti za bližnjo prihodnost precej negotovi. Na srednji rok bo rast predvidoma ostala nižja od gibanj pred referendumom.

V državah srednje in vzhodne Evrope bo rast po projekcijah letos nekoliko oslabila.

Rast naložb ostaja visoka, tudi ob podpori sredstev EU, močna pa ostaja tudi potrošnja gospodinjstev, ki jo podpirajo zelo ugodna gibanja na trgu dela. Vseeno se obeti za regijo poslabšujejo zaradi upočasnjevanja rasti v euroobmočju. Na srednji rok se bodo stopnje rasti v teh državah po pričakovanjih zniževale proti potencialni stopnji rasti.

Na Kitajskem je rast v zadnjih mesecih izgubila nekaj zagona. Poleg tega mesečni kazalniki kažejo, da se bo ta trend verjetno nadaljeval tudi v prvih mesecih leta 2019. Da bi gospodarstvo zaščitile pred močnejšim upadom, so kitajske oblasti napovedale vrsto fiskalnih in monetarnih ukrepov, ki bodo predvidoma zagotovili urejeno zniževanje rasti tekom letošnjega leta. V prihodnjem obdobju se bo z nadaljnjam izvajanjem struktturnih reform rast urejeno zniževala na bolj zmerno raven, ki je manj odvisna od naložb in izvoza.

Gospodarska aktivnost v velikih izvoznicah surovin se bo po projekcijah postopno krepila.

Obeti za Rusijo so odvisni od gibanj na svetovnih naftnih trgih, tako da bodo pretekle pocenitve naftne po projekcijah v letošnjem letu zavirale aktivnost. Na daljši rok se bo gospodarska aktivnost v Rusiji po pričakovanjih postopno okrepila, in sicer kljub omejitvam, ki jih ustvarjajo mednarodne sankcije, in kljub negotovosti v zvezi izvajanjem struktturnih reform in zavezami glede državne porabe, ki so bile

objavljene lani. V Braziliji se bo rast po projekcijah krepila, med drugim ob podpori spodbujevalnih pogojev financiranja in zmanjševanju politične negotovosti.

V Turčiji se je gospodarska aktivnost v tretjem četrletju 2018 močno skrčila, kar je bila predvsem posledica finančnih pretresov lansko poletje, visoke inflacije in prociklične denarne in javnofinančne politike. Po močni prilagoditvi proti koncu leta 2018 se bo rast po projekcijah v letošnjem letu obnovila in zatem postopno pospeševala.

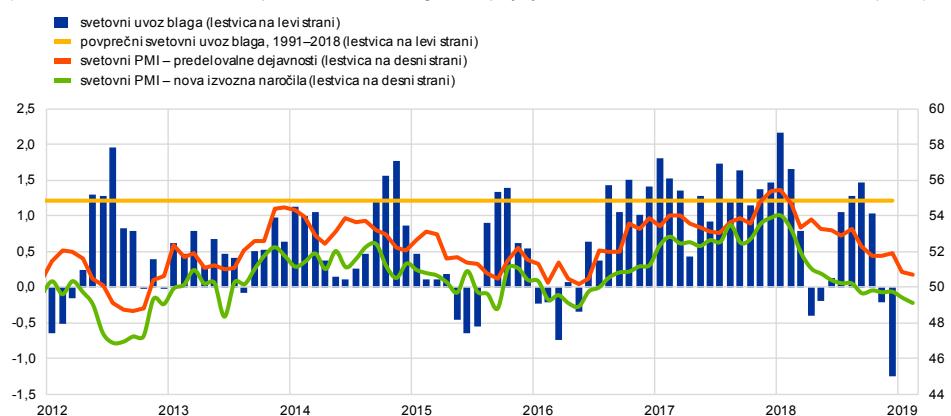
Svetovna trgovinska menjava se je lani ob precejšnji volatilnosti nekoliko umirila, pri čemer je bila v prvi polovici leta zabeležena hitra rast, ki ji je v drugi polovici sledila razmeroma velika upočasnitev. Povzročili so jo slabitev svetovne aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, povečane trgovinske napetosti in bolj nedavno precejšnja upočasnitev trgovinske rasti v Aziji, še zlasti na Kitajskem. Po podatkih urada CPB je obseg svetovnega uvoza blaga v decembru upadel za 1,2% glede na prejšnje trimesečno obdobje, kar kaže na nadaljnje popuščanje zagona svetovne trgovinske menjave v četrtem četrletju 2018 (glej graf 2). Poleg tega najnovejši podatki kažejo, da je svetovna trgovinska menjava tudi v prvem četrletju 2019 ostala šibka.

Zaradi začasnega premirja, ki sta ga ZDA in Kitajska dosegli decembra 2018, se je stopnjevanje napetosti zaenkrat zaustavilo. Carine na 200 milijard USD kitajskega izvoza v ZDA naj bi se 1. januarja 2019 po prvotnih načrtih zvišale z 10% na 25%, vendar je bilo zvišanje zaradi dogovorjenega premirja odloženo. Čeprav je to pozitiven signal, še vedno ostaja zelo negotovo, ali se bodo trgovinske napetosti s sedanjimi trgovinskimi pogajanji bistveno zmanjšale. Predsednik Trump je nedavno napovedal, da bo premirje zaradi napredka v pogajanjih podaljšano, kar pomeni, da se carine zaenkrat še ne bodo zvišale. Formalni trgovinski sporazum med ZDA in Kitajsko bo po sedanjih pričakovanjih podpisani konec marca. Tveganja vseeno ostajajo, saj bi se trgovinske napetosti lahko ponovno okrepile in bi ameriška vlada uvedla nove carine za uvoz iz drugih držav.

Graf 2

Ankete in svetovna blagovna menjava

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



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

Opomba: Zadnji podatki so za februar 2019 za indeksa PMI in za decembra 2018 za svetovni uvoz blaga.

Po močni dinamiki v lanskem letu bo svetovna gospodarska rast po projekcijah letos oslabila, zatem pa naj bi se v srednjeročnem obdobju stabilizirala. Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja letos znašala 3,5%, kar je manj kot lani (3,7%). To je posledica vse močnejših zaviralnih dejavnikov, kot so šibkejša aktivnost v predelovalnih dejavnostih v okolju vse večje politične negotovosti in negotovosti glede politik. V obdobju 2020–2021 se bo zaradi upočasnjevanja v glavnih razvitetih gospodarstvih, kitajskega prehoda k nižji dinamiki rasti in pričakovane okrepiteve rasti v več ključnih nastajajočih tržnih gospodarstvih svetovna rast po projekcijah stabilizirala na ravni okrog 3,6%. Ker zaviralni dejavniki za svetovno rast močno hromijo svetovno trgovinsko menjavo, se bo rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju po projekcijah letos močno upočasnila na 2,2%, s 4,0% v letu 2018. Na srednji rok se bo zunanje povpraševanje euroobmočja predvidoma gibalo skladno z gospodarsko aktivnostjo, saj bo vpliv povečane politične negotovosti in negotovosti v zvezi s politikami postopno popuščal. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2018 je bila svetovna rast BDP za letošnje leto rahlo popravljena navzdol. Po drugi strani je bila rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju za letos močno, za prihodnje leto pa rahlo popravljena navzdol. Popravki odražajo šibke podatke, objavljene v zadnjih mesecih leta 2018, v povezavi s pričakovanim znižanjem povpraševanjem po uvozu na Kitajskem in ostalih nastajajočih tržnih gospodarstvih v Aziji, pa tudi v evropskih gospodarstvih zunaj euroobmočja.

Tveganja za upočasnitev svetovne aktivnosti se kopijo. Kljub začasnemu premirju med ZDA in Kitajsko so tveganja izjemnih dogodkov, do katerih bi prišlo zaradi stopnjevanja svetovnih trgovinskih napetosti, še vedno velika. Močnejšo upočasnitev kitajskega gospodarstva bo morda težje obvladovati s spodbudami državnih politik, kar bo še bolj zahtevno zaradi tekočega ponovnega uravnovešanja kitajskega gospodarstva. Nadalje bi brexit brez dogovora lahko povzročil zelo negativne prelivne učinke, še zlasti v Evropi, poleg tega pa bi povišane geopolitične negotovosti lahko hromile svetovno gospodarsko rast. In končno, nekatera nastajajoča tržna gospodarstva ostajajo ranljiva na možen preobrat v kapitalskih tokovih, čeprav se je tveganje, da bi hudi pretresi prizadeli večje število teh držav, v zadnjem času zmanjšalo.

Svetovna cenovna gibanja

Svetovne cene nafte so ostale zelo volatilne. V zadnjem četrletju 2018 so se cene nafte znižale, saj sta se Saudova Arabija in Rusija zavezali, da bosta izravnali učinke ameriških sankcij proti Iranu na ponudbo nafte. Pritisak na zniževanje cen nafte se je zatem okreplil, ker je ameriška vlada dopustila začasna odstopanja za glavne uvoznike iranske nafte, ameriška proizvodnja surove nafte pa je bila visoka, medtem ko se je ponovno povečevala zaskrbljenost glede svetovnega gospodarstva. Cene nafte so si okrog preloma leta zatem nekoliko opomogle, saj je začel veljati dogovor za zmanjšanje proizvodnje nafte OPEC+, ki ga bo predvidoma spoštovalo nepričakovano veliko število držav. Do konca obdobja projekcij bodo cene nafte verjetno ostale stabilne na tej nižji ravni. Posledično so bile predpostavke glede cene nafte, na katerih

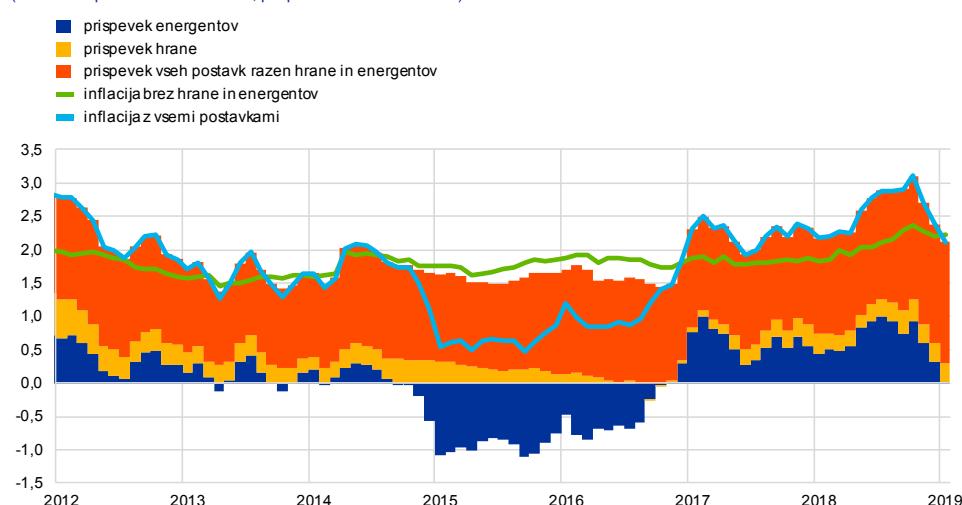
temeljijo marčne projekcije strokovnjakov ECB, za letos za približno 8,6% nižje (in za 8,2% oz. 8,0% za leti 2020 in 2021) od predpostavk v projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2018. Vseeno se je po presečnem datumu za decembridske projekcije cena nafte še nadalje zvišala in 6. marca znašala malenkost več kot 65 USD za sod.

Svetovni inflacijski pritiski ostajajo šibki. V državah OECD je skupna medletna inflacija cen življenjskih potrebščin decembra 2018 znašala 2,4%, manj kot mesec prej, ko je bila na ravni 2,7%, ker je posledica manjšega prispevka skupine energentov (glej graf 3). Nekoliko se je glede na prejšnji mesec znižala tudi osnovna inflacija (brez hrane in energentov), ki je znašala 2,2%. Omejene proste zmogljivosti na trgu dela v vseh glavnih razvitih gospodarstvih so doslej povzročile zmerno zvišanje plač, stopnja osnovne inflacije pa ostaja nizka. Pretekla znižanja cene nafte bodo v prihodnjem obdobju predvidoma zadrževale rast skupne inflacije.

Graf 3

Rast cen živiljenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih: prispevki v odstotnih točkah)



Visit OECD in Paris

Osnovni podatki za januar 2010

V prihodnjem obdobju bodo svetovni inflacijski pritiski predvidoma ostali omejeni. Rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja se bo tekom letošnjega leta predvidoma močno upočasnila in v srednjeročnem obdobju ostala konstantna. To odraža vse manjši pozitivni prispevek cen nafte, ki bo v bližnji prihodnosti po projekcijah postal negativen in s tem izravnal pritiske na rast osnovne inflacije, ki izhajajo iz zmanjševanja prostih zmogljivosti na svetovni ravni.

2

Finančna gibanja

Od lanske decembriske seje Sveta ECB so se globalne dolgoročne netvegane obrestne mere ob poslabšanju makroekonomskih obetov in domnevnu počasnejšem zaostrovanju denarne politike v ZDA znižale. Cene tveganega finančnega premoženja v euroobmočju, na primer delnic in podjetniških obveznic, so ob izboljšanem dojemanju tveganj okrevale, k čemur je delno prispeval večji optimizem glede svetovnih trgovinskih pogajanj. Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno oslabel.

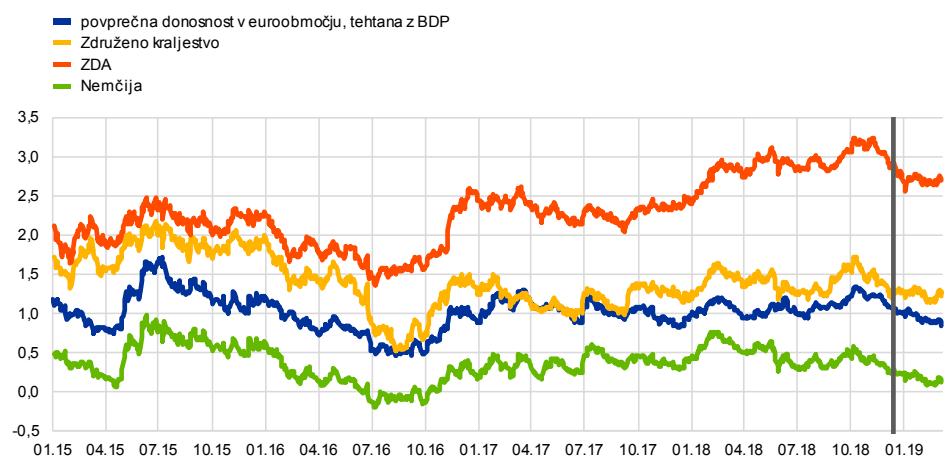
Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je v euroobmočju in ZDA zmanjšala.

V obravnavanem obdobju (tj. od 13. decembra 2018 do 6. marca 2019) se je netvegana obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju znižala za 23 bazičnih točk na 0,48%, donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP (glej graf 4), pa se je zmanjšala za 23 bazičnih točk na 0,84%. V ZDA se je donosnost dolgoročnih 10-letnih državnih obveznic v omenjenem obdobju zmanjšala za 22 bazičnih točk na 2,71%, v Združenem kraljestvu pa za 8 bazičnih točk na 1,22%. Svetovna dolgoročna donosnost se je zmanjšala po sporočilih ameriške centralne banke, ki so jih trgi razumeli tako, kot da nakazujejo upočasnitev predvidenega tempa zaostrovanja denarne politike. Poleg morebitnega prelitja negativnih posledic iz ZDA sta na donosnost obveznic euroobmočja vplivala tudi poslabšanje makroekonomskih obetov po objavi več slabših makroekonomskih podatkov od pričakovanih ter ponovna ocena obetov glede denarne politike v euroobmočju, kot je razvidno iz krajskega konca krivulje donosnosti.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto; dnevni podatki)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (13. december 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2019.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč se v obravnavanem obdobju večinoma niso spremenili. Razmere na trgih državnih obveznic so bile v celotnem obravnavanem obdobju večinoma stabilne, razen na italijanskem trgu, na

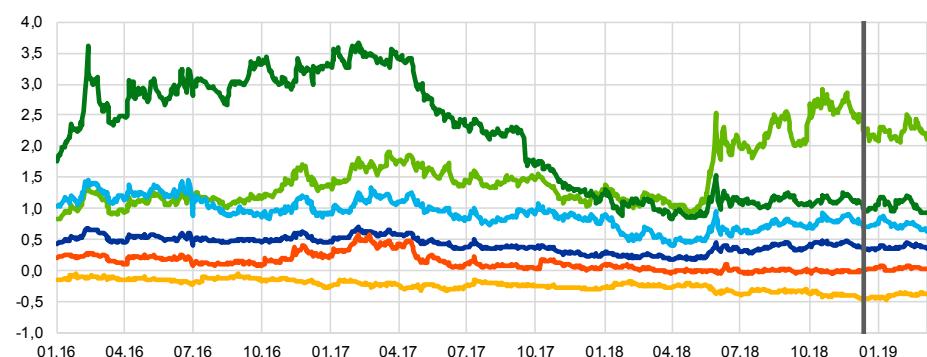
katerem so bili razmiki v donosnosti 10-letnih obveznic še vedno volatilni (čeprav so se ob koncu obravnavanega obdobja zmanjšali na 2,11 bazične točke) (glej graf 5). Zato je razmik v povprečni donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v obravnavanem obdobju ostal stabilen in je 6. marca znašal 0,36 odstotne točke.

Graf 5

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

(v odstotnih točkah na leto)

- povprečje euroobmočja, tehtano z BDP
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- Portugalska



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

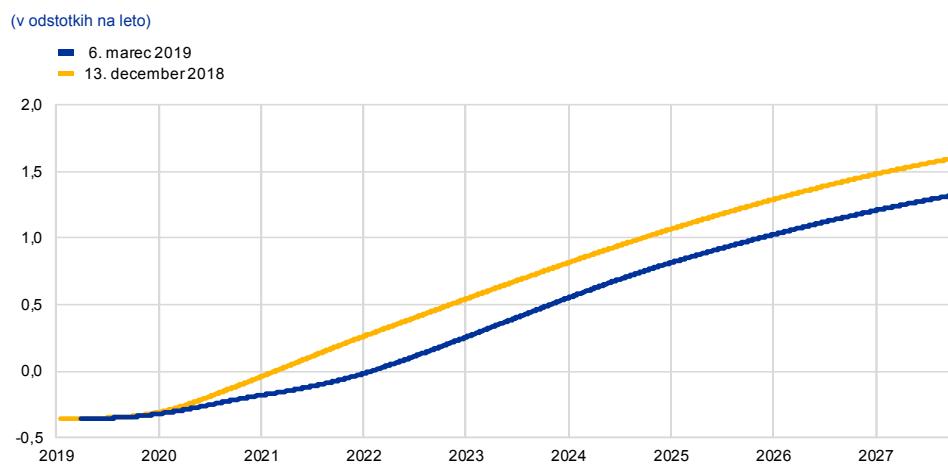
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (13. december 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2019.

EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) je v obravnavanem obdobju povprečno znašala **-0,37%.** Presežna likvidnost je ostala približno nespremenjena na ravni okrog 1.890 milijard EUR. Več podrobnosti o likvidnostnih razmerah je v okvirju 2.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je v obravnavanem obdobju premaknila nekoliko navzdol. Krivulja je zdaj pri vseh ročnostih do leta 2022 negativna, kar je mogoče pripisati tržnim pričakovanjem, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne (glej graf 6).

Graf 6

Termske obrestne mere EONIA

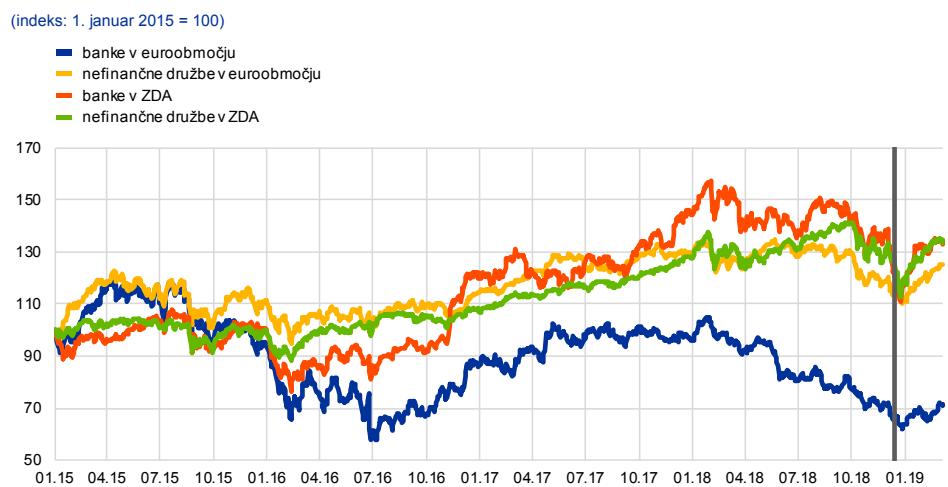


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Širši indeksi tečajev delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju ob splošnem izboljšanju dojemanja tveganj zvišali. V tem obdobju so se tečaji delnic bank in nefinančnih družb v euroobmočju zvišali za okrog 7% (podobno so se zvišali tudi tečaji delnic bank in nefinančnih družb v ZDA), s čimer so pokrili velik del izgubljene vrednosti iz zadnjega četrtletja 2018 (glej graf 7). Dvig tečajev delnic je bil posledica večjega optimizma glede svetovnih trgovinskih obetov, spodbudila pa so ga tudi sporočila ameriške centralne banke, ki so jih trgi razumeli tako, kot da nakazujejo upočasnitve predvidenega tempa zaostrovanja denarne politike. Hkrati so bila v obravnavanem obdobju zaradi domnevnega poslabšanja makroekonomskih obetov v euroobmočju kratkoročna in dolgoročnejša pričakovanja o podjetniškem dobičku popravljena navzdol.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

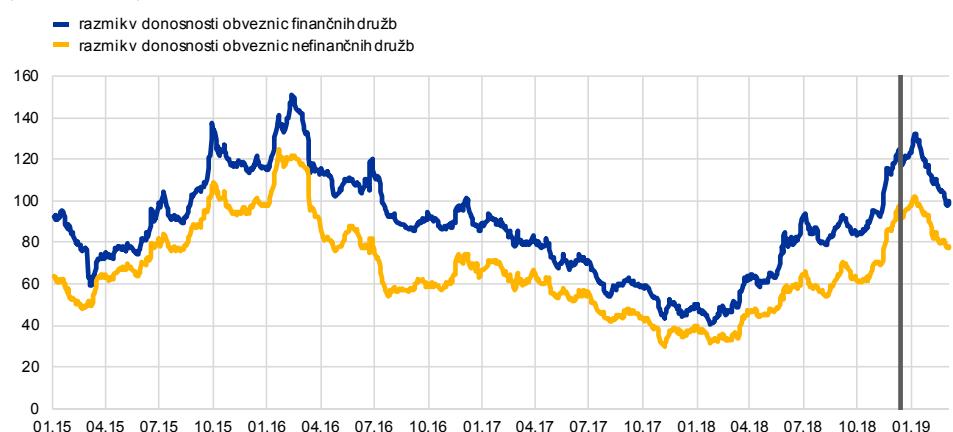
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (13. december 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2019.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zmanjšali, kar je bilo večinoma posledica izboljšanja dojemanja tveganj. Od decembra se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda glede na netvegano obrestno mero zmanjšal za okrog 14 bazičnih točk na 78 bazičnih točk (glej graf 8). Zmanjšala se je tudi donosnost obveznic finančnega sektorja, zato se je razmik v donosnosti zmanjšal za okrog 18 bazičnih točk. Kljub nedavnemu zmanjšanju sta oba razmika še vedno večja kot pred letom.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

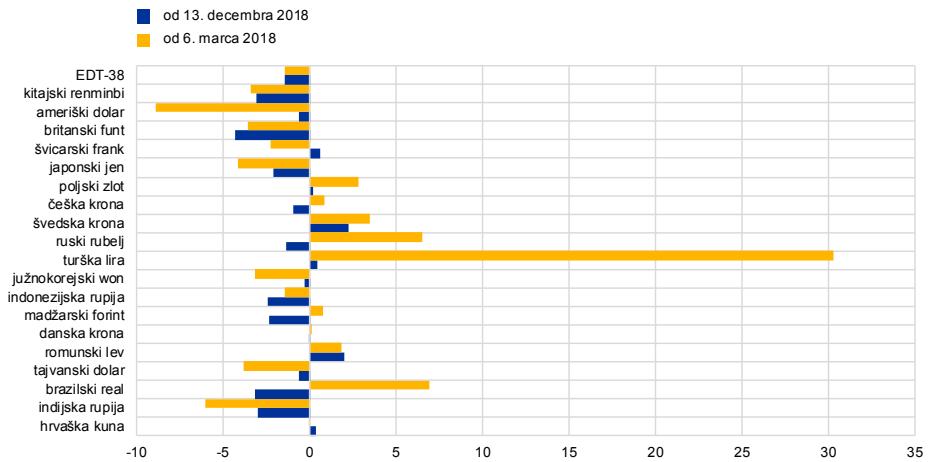
Opombe: Navpična siva crta označuje začetek obravnavanega obdobja (13. december 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2019.

Na deviznih trgih je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, v obravnavanem obdobju na splošno oslabel (glej graf 9). V tem obdobju se je nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, znižal za 1,2%. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v razmerju do večine drugih valut oslabel. V razmerju do ameriškega dolarja je tako rahlo depreciralo za 0,6%, oslabel pa je tudi v razmerju do večine drugih pomembnejših valut, vključno z britanskim funtom (za 4,3%), japonskim jenom (za 2,1%) in kitajskim renminbijem (za 3,1%). Euro je depreciralo tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev, medtem ko je v razmerju do valut večine držav članic EU zunaj euroobmočja apreciralo.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 6. marca 2019.

3

Gospodarska aktivnost

Realna rast BDP v euroobmočju je v zadnjem četrtletju 2018 ostala nizka (0,2%) glede na tretje četrtletje predvsem zaradi manjše aktivnosti v industriji. Najnovejši podatki kažejo, da se bo rast v bližnji prihodnosti še naprej zmerno povečevala. Rast gospodarstva v euroobmočju se bo v prihodnje nadaljevala ob podpori ugodnih pogojev financiranja, nadaljnega povečevanja zaposlenosti in zviševanja plač ter tudi po zaslugu sedanje, čeprav nekoliko počasnejše, krepitve svetovne gospodarske aktivnosti. Po letošnjih marčnih makroekonomskej projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP znašala 1,1% v letu 2019, 1,6% v letu 2020 in 1,5% v letu 2021. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2018 so napovedi realne rasti BDP v letu 2019 popravljene močno navzdol, v letu 2020 pa rahlo navzdol.

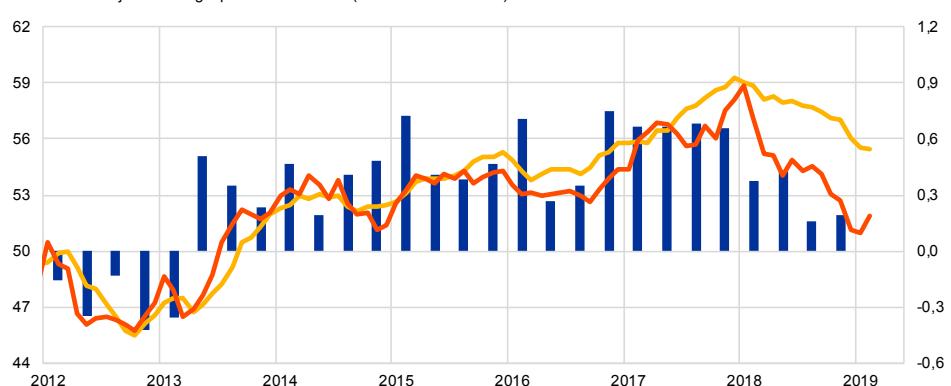
Rast v euroobmočju se je v zadnjem četrtletju 2018 nadaljevala z upočasnjenim dinamikom. Medtem ko je bila šibka rast predvsem posledica zmanjšane aktivnosti v industriji, se je rast na splošno vztrajno nadaljevala. BDP se je v zadnjem četrtletju lani realno povečal za 0,2% glede na četrtletje prej, kar je rahlo več kot v tretjem četrtletju (glej graf 10). Oslabljena rast v zadnjem četrtletju je bila posledica močnega krčenja aktivnosti v industriji, za storitvene dejavnosti pa je bila še naprej značilna močnejša dinamika. Domače povpraševanje in neto trgovinska menjava sta pozitivno prispevala k rasti, saj sta se povečala za 0,4% oziroma 0,2%, zaviralni vpliv pa so imeli spremembe zalog, ki so bile manjše za 0,4%. Na splošno je gospodarska rast v zadnjem četrtletju privedla do letne rasti BDP v višini 1,8% v letu 2018, medtem ko je v predhodnem letu znašala 2,4%.

Graf 10

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

(četrtletna rast v odstotkih; difuzijski indeks)

- realni BDP (lestvica na desni strani)
- kazalnik gospodarske klime (lestvica na lev strani)
- sestavljeni PMI o gospodarski aktivnosti (lestvica na lev strani)



Viri: Markit, Evropska komisija in Eurostat.

Opombe: Kazalnik gospodarske klime je standardiziran in pretvorjen tako, da ima enako srednjo vrednost in standardni odklon kot indeks vodij nabave (PMI). Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2018 pri realnem BDP ter na februar 2019 pri kazalniku gospodarske klime in pri PMI.

Zaposlenost je v zadnjem četrtletju 2018 še naprej naraščala, saj se je zvišala za 0,3% glede na četrtletje prej (glej graf 11). Zaposlenost se je povečala v večini

držav euroobmočja, in to v vseh panogah. Stopnja zaposlenosti je trenutno skoraj 3,0% nad najvišjo predkrizno vrednostjo, doseženo v prvem četrtletju 2008. Zaposlenost v euroobmočju kumulativno raste, če upoštevamo zadnje povečanje, saj ima sedaj zaposlitev 10 milijonov oseb več kot v drugem četrtletju 2013, ko je zaposlenost dosegla najnižjo točko. Nadaljnja rast zaposlenosti je v kombinaciji z manjšo rastjo BDP v letu 2018 privedla do zmanjšane rasti produktivnosti po skromnem zvišanju v letu 2017. Po empiričnih ugotovitvah prilagajanje zaposlenosti zaostaja za zmanjševanjem gospodarske aktivnosti. Eden od razlogov je, da dolgoročnejših pogodb o zaposlitvi ni mogoče prilagoditi takoj, ko se podjetja soočijo z manjšim povpraševanjem.

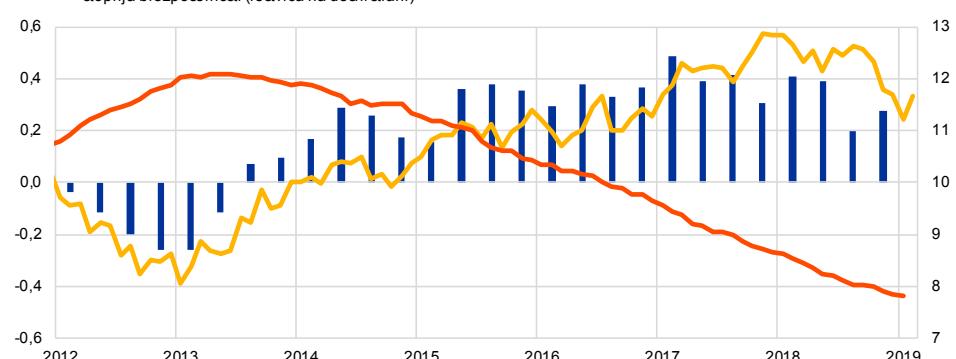
Novejši kratkoročni kazalniki na trgu dela še naprej kažejo pozitivno rast zaposlenosti v prvem četrtletju 2019, vendar se upočasnuje. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je januarja 2019 znašala 7,8%, torej bila nespremenjena od decembra 2018, od oktobra 2008 pa ostaja na najnižji ravni. Anketni kazalniki kažejo, da se je rast zaposlenosti v prvem četrtletju 2019 še dodatno upočasnila.

Graf 11

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost v euroobmočju

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

- zaposlenost (lestvica na levi strani)
- pričakovano zaposlovanje po PMI (lestvica na levi strani)
- stopnja brezposelnosti (lestvica na desni strani)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodil nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2018 pri zaposlenosti, na februar 2019 pri PMI in na januar 2019 pri stopnji brezposelnosti.

Rast zasebne potrošnje se je v zadnjem četrtletju 2018 rahlo povečala in bo predvidoma pridobila dodaten zagon v naslednjih četrtletjih, saj začasni zaviralni učinki popuščajo, ker se dohodki od dela v gospodinjstvih še naprej povečujejo. Zasebna potrošnja se je v zadnjem četrtletju 2018 medčetrtletno povečala za 0,2%, potem ko je bila rast v tretjem četrtletju nekoliko šibkejša. Nižji izdatki gospodinjstev so bili deloma posledica začasnih ozkih gril v avtomobilski panogi, kar je vplivalo na potrošnjo trajnega blaga, in negativnega vpliva podražitev emergentov na kupno moč gospodinjstev. Cena surove nafte (v eurih) se je od zadnjega četrtletja 2017 do tretjega četrtletja 2018 zvišala, kar je negativno vplivalo na rast potrošnje, zlasti netrajnega blaga, tj. hrane in emergentov. Zatem se je cena nafte strmo znižala (preden se je spet nekoliko povečala v zadnjih dveh mesecih). To naj bi spodbudilo potrošnjo netrajnega blaga v bližnji prihodnosti. Poleg tega se je rast

zaposlenosti v zadnjem četrtletju 2018 povečala v okolu močnega zvišanja plač. To prinaša stabilno rast realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev ter povečuje zaupanje potrošnikov in potrošnjo. Poleg tega so pogoji financiranja še vedno zelo ugodni, zato se je neto vrednost gospodinjstev v tretjem četrtletju 2018 močno povečala.

Najnovejši kazalniki kažejo rahlo povečanje zasebne potrošnje tudi letos. Zadnji podatki o prodaji v trgovini na drobno in število registracij novih osebnih avtomobilov kažejo zmerno, toda stabilno rast zasebne potrošnje. Obseg prodaje v trgovini na drobno se je po zmanjšanju v predhodnem mesecu januarja 2019 povečal za 1,4%. Prodaja je tako za 1,5% presegla povprečno raven v zadnjem četrtletju 2018. Kazalnik števila registracij novih osebnih vozil se je januarja 2019 že četrtič zapored povečal, saj se je mesečno zvišal za 4,8%. To potrjuje predhodna pričakovanja glede normalizacije števila registracij osebnih avtomobilov po volatilnih gibanjih, ki jih je 1. septembra 2018 sprožila uvedba novega globalno harmoniziranega testnega postopka za lahka vozila (WLTP). Poleg tega se je zaupanje potrošnikov februarja povečalo že drugi mesec zapored, s čimer se je zaustavil trend upadanja, ki je zaznamoval skoraj vse leto 2018. Novejše izboljšanje je pokazatelj ugodnejših ocen gospodinjstev glede preteklega in prihodnjega finančnega stanja ter predvidene splošne gospodarske situacije in brezposelnosti. Zaupanje potrošnikov še vedno presega dolgoročno povprečje in je skladno s sedanjo vztrajno rastjo zasebne potrošnje.

Nadaljevalo naj bi se tudi sedanje okrevanje na stanovanjskih trgih, čeprav počasneje kot leta 2018. Stanovanjske investicije so se v zadnjem četrtletju 2018 povečale za 0,6%, in sicer zaradi nadaljnjega okrevanja v številnih državah euroobmočja in v euroobmočju kot celoti. Čeprav je bila rast v letu 2018 počasnejša od velike rasti v letu 2017, je še vedno stabilna in zanesljiva. Skladno s temi gibanji zadnji kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo pozitiven, vendar upočasnjeni zagon. Gradbena aktivnost na področju visokih gradenj se je v zadnjem četrtletju 2018 medčetrtletno povečala za 0,2%, potem ko je v tretjem četrtletju doseglj -0,8%. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu zadnjih nekaj mesecev kaže pozitiven, čeprav šibkejši zagon v zadnjem četrtletju 2018 in na začetku leta 2019. Indeks vodij nabave (PMI) o aktivnosti na stanovanjskem trgu je v zadnjem četrtletju 2018 v povprečju dosegel 52,0, januarja 2019 pa se je zmanjšal na 50,6. Kljub temu kazalniki PMI in kazalniki zaupanja Evropske komisije še naprej precej presegajo dolgoročno povprečje.

Kot kaže, so se podjetniške investicije v euroobmočju v drugi polovici leta 2018 rahlo zmanjšale, toda gospodarski temelji ostajajo pozitivni. Razpoložljivi podatki za nekatere večje države euroobmočja na splošno kažejo, da se je rast podjetniških investicij v zadnjem četrtletju 2018 upočasnila. Upočasnitev podjetniških investicij je deloma posledica povečane negotovosti glede ekonomske politik in finančne volatilnosti v nekaterih državah euroobmočja. Videti je, da so na zaupanje podjetij negativno vplivali tudi vztrajna zaskrbljenost glede dinamike svetovne trgovinske menjave, možnost brexita brez dogovora in šibkosti v kitajskem gospodarstvu. Ocena izvoznih naročil in pričakovane proizvodnje v sektorju investicijskega blaga se je januarja in februarja 2019 še znižala. Kljub temu temeljni gospodarski pogoji še vedno

spodbujajo podjetniške investicije. Prvič, izkoriščenost zmogljivosti ostaja visoko nad dolgoročnim povprečjem in velik delež podjetij iz predelovalnih dejavnosti poroča, da je pomanjkanje opreme eden od dejavnikov, ki omejujejo proizvodnjo. Drugič, ukrepi denarne politike ECB še naprej spodbujajo ugodne pogoje financiranja in dostop do financiranja za podjetja v euroobmočju. Tretjič, med zadnjim obdobjem okrevanja so podjetja uporabila dobiček tudi za povečanje presežne likvidnosti.

Blagovna menjava v euroobmočju je konec leta 2018 še naprej umirjeno naraščala, v bližnji prihodnosti pa se bo predvidoma zmanjšala. Glede na najnovejše objavljene podatke iz nacionalnih računov se je skupni izvoz euroobmočja v zadnjem četrtletju 2018 povečal za 0,9%, uvoz pa za 0,5% glede na predhodno četrtletje. Najnovejši podatki o mesečni blagovni menjavi potrjujejo, da je euroobmočje v zadnjem četrtletju beležilo slabe rezultate na področju skupne trgovinske menjave, predvsem zaradi menjave znotraj euroobmočja. Decembra 2018 se je nominalni izvoz euroobmočja zmanjšal za 0,5% glede na predhodni mesec, še bolj pa se je zmanjšal izvoz v države euroobmočja (za 0,9%). Nominalni uvoz euroobmočja se je rahlo povečal za 0,4% glede na predhodni mesec. Izvoz so zavirali začasni dejavniki, kot so nove uredbe o testiranju emisij vozil. Vendar lahko pri vseh kategorijah proizvodov opazimo zmanjšanje. Izvoz v države zunaj euroobmočja je bil v zadnjih mesecih leta 2018 še vedno šibek zaradi Združenega kraljestva, Turčije in Kitajske. Vodilni kazalniki kažejo, da se bo izvoz v države zunaj euroobmočja v naslednjih mesecih še zmanjšal. Februarja 2019 je indeks vodij nabave (PMI) v predelovalnih dejavnostih za nova izvozna naročila iz držav zunaj euroobmočja dosegel najnižjo raven od novembra 2012 (46,4), ocena Evropske komisije pa je bila bolj negativna v primerjavi z januarjem.

Najnovejši anketni rezultati so še vedno nespodbudni in kažejo, da se bo gospodarska rast v euroobmočju kratkoročno umirila. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije je februarja ostal približno nespremenjen, pri čemer je presegal dolgoročno povprečje. Za leto 2019 do zdaj v povprečju znaša 106,2, kar je manj od povprečne vrednosti iz zadnjega četrtletja 2018 (108,9). Kazalnik za industrijo in gradbeni sektor se je zmanjšal, to pa je približno odtehtalo pozitivno razpoloženje v storitvenih dejavnostih, trgovini na drobno in med gospodinjstvi. Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti se je februarja rahlo povečal, vendar je bilo povprečje za prva dva meseca prvega četrtletja 2019 nižje od povprečja za predhodno četrtletje (51,4 v primerjavi z 52,3).

Čeprav je široko osnovana gospodarska rast trenutno upočasnjena, bo srednjeročno predvidoma ponovno pridobila zagon in se v prihodnjem obdobju nadaljevala. Spodbujevalno naravnana denarna politika ECB še naprej povečuje domače povpraševanje. Sedanja rast zaposlenosti in plač bi morala prispevati k ohranitvi visoke ravni zasebne potrošnje. Ob tem k podjetniškim investicijam prispevajo zanesljivo domače povpraševanje, ugodni pogoji financiranja in izboljšane bilance, visoka pa ostaja tudi raven stanovanjskih investicij.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo letna realna rast BDP v letu 2019 povečala za 1,1%, v letu 2020 za 1,6% in v letu 2021 za 1,5% (glej graf 12). V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz decembra 2018 so napovedi realne rasti BDP v letu

2019 popravljene močno navzdol in v letu 2020 rahlo navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.

Graf 12

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtnetne spremembe v odstotkih)



Vira: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 7. marca 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo 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

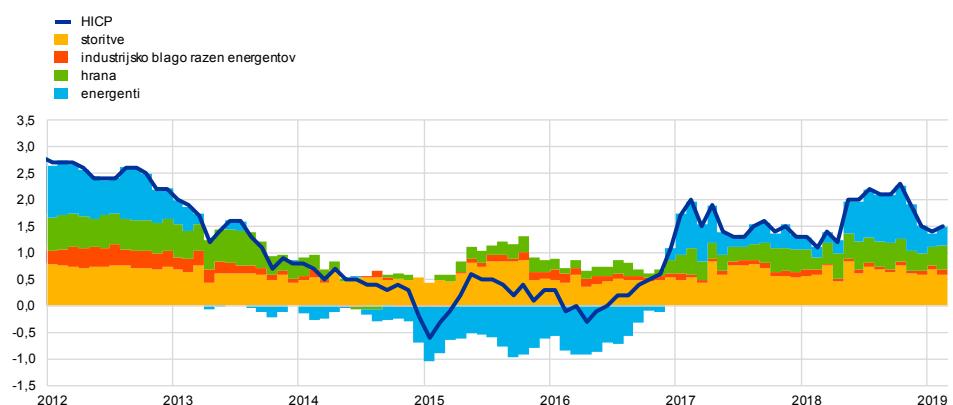
Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, zvišala z 1,4% v januarju 2019 na 1,5% v februarju. Merila osnovne inflacije so ostala nespremenjena, domači stroškovni pritiski pa so se krepili in širili zaradi vse večje izkoriščenosti zmogljivosti in presežnega povpraševanja na trgu dela. Kar zadeva prihodnja gibanja, naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju počasi zviševala, k čemur naj bi prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in višja rast plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi letošnje marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija leta 2019 znašala 1,2%, leta 2020 1,5%, leta 2021 pa 1,6% (projekcije so bile popravljene rahlo navzdol za celotno obdobje projekcij, predvsem zaradi pričakovane počasnejše gospodarske rasti v bližnji prihodnosti). Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,2%, leta 2020 1,4% in leta 2021 1,6%.

Skupna inflacija se je februarja zvišala zaradi močnejših podražitev postavk v volatilnih kategorijah. Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju februarja 2019 zvišala na 1,5%, potem ko je januarja znašala 1,4% (glej graf 13). To je bil odraz višje stopnje inflacije v bolj volatilnih kategorijah, med katerimi so emergenti in hrana, medtem ko se je inflacija brez emergentov in hrane (HICPX) znižala. Višja stopnja inflacije v komponenti emergentov je bila posledica navzgor usmerjenih baznih učnikov in zmernega zvišanja cen naftne (izraženih v eurih). Kar zadeva podatke HICP od januarja 2019, je treba upoštevati, da sta bili uvedeni dve metodološki spremembi, zaradi katerih so bili pretekli podatki popravljeni (glej okvir 4 »Novosti v harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin: analitične skupine, skenirani podatki in spletno strganje podatkov« in okvir 5 »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«).

Graf 13

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

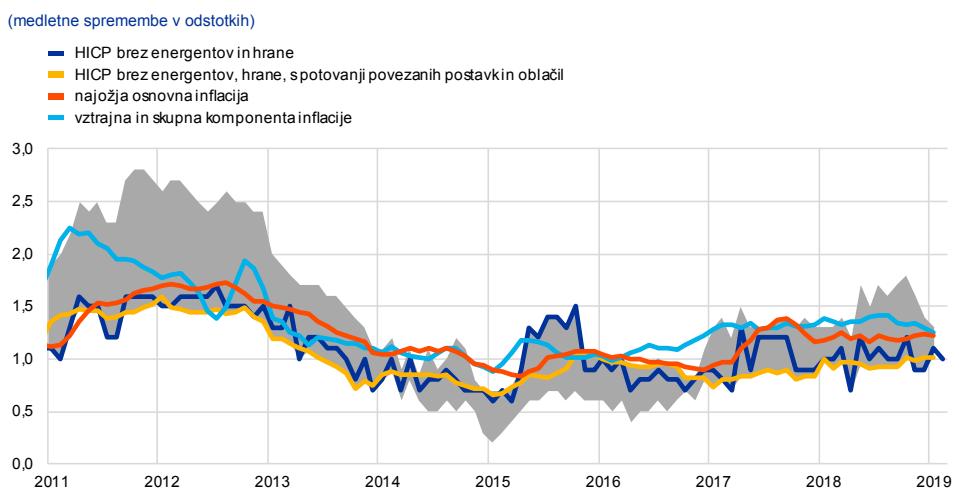


Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombi: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2019 (prva ocena). Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir 5 v tej številki Ekonomskega biltena ECB).

Po dvigu z nizkih ravni iz prejšnjih obdobij so merila osnovne inflacije ostala nespremenjena. Inflacija brez energentov in hrane je februarja znašala 1,0%, v primerjavi z 1,1% januarja. Tako se je še naprej gibala na ravnici okoli 1%, ki jo je dosegla po dvigu z nizkih ravni, zabeleženih sredi leta 2016. Znižanje v februarju je posledica zmanjšanja rasti cen storitev z 1,6% na 1,3%, medtem ko je rast cen industrijskega blaga razen energentov ostala nespremenjena na ravnici 0,3%. Tudi druga merila osnovne inflacije, vključno s kazalnikom vztrajne in skupne komponente inflacije in s kazalnikom najožje osnovne inflacije,¹ ki so na voljo samo za obdobje do januarja, kažejo, da je bila osnovna inflacija v zadnjih mesecih še vedno nespremenjena (glej graf 14). Vseeno pa so vsa statistična merila in merila na podlagi modelov ostala višja od nizkih ravni iz leta 2016. V prihodnjem obdobju se bodo merila osnovne inflacije predvidoma postopoma zviševala, in sicer zaradi nadaljnje krepitve rasti plač in povečanja rasti cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih.

Graf 14 Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2019 (prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane ter na januar 2019 pri vseh drugih merilih. Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavki in oblaci; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; tehtana mediana HICP. Stopnje rasti inflacije brez energentov in hrane so za leto 2015 izkrivljene navzgor zaradi metodološke spremembe (glej okvir 5 v tej številki Ekonomskega biltena ECB).

Cenovni pritiski na industrijsko blago razen energentov so se povečali v poznejših fazah cenovne verige, v zgodnejših fazah pa so bili signali mešani. V zelo zgodnjih fazah so se pritiski iz proizvodne verige spet okrepili, ker se je medletna stopnja rasti cen nafte in industrijskih surovin (izraženih v eurih) februarja izrazito zvišala. Po drugi strani pa se je rast svetovnih cen industrijskih proizvodov razen energentov pri proizvajalcih januarja še rahlo znižala. Pretekli šibki cenovni pritiski v zgodnjih fazah so vplivali na rast uvoznih cen in proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo, saj se je od lanskega avgusta še naprej zniževala. V poznejših fazah se je medletna rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo z (navzdol popravljene) 0,4-odstotne ravni v decembru zvišala na 1,3% januarja. Podobno se je rast cen teh proizvodov pri domačih proizvajalcih januarja 2019 zvišala na 1,0% in

Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 članka »[Measures of underlying inflation for the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

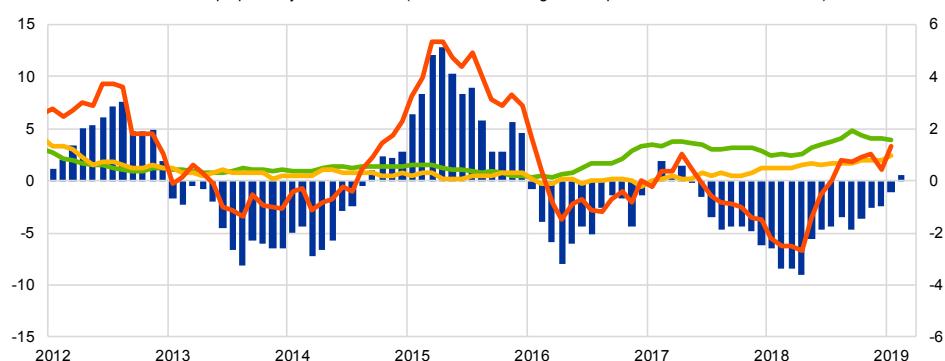
ostala nad dolgoročnim povprečjem, potem ko je v prejšnjih treh mesecih dosegla medletno stabilno 0,8-odstotno rast (glej graf 15). Gledano v celoti, so v poznejših fazah cenovne verige pritiski na cene življenjskih potrebščin ostali večinoma nespremenjeni, pri čemer bi šibka rast v zgodnejših fazah lahko še prešla v poznejše faze.

Graf 15

Cene pri proizvajalcih in uvozne cene

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- NEDT-38 (obrnjeno, lestvica na levi strani)
- PPI, domača prodaja – neživilski proizvodi za široko porabo (lestvica na desni strani)
- uvozne cene blaga iz držav zunaj euroobmočja – neživilski proizvodi za široko porabo (lestvica na desni strani)
- svetovni indeks cen pri proizvajalcih brez nafte (tehtano z utežmi trgovinskih partneric, lestvica na levi strani)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na februar 2019 pri NEDT-38 in na januar 2019 pri indeksu cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih, pri uvoznih cenah in pri indeksu cen industrijskih proizvodov pri svetovnih proizvajalcih. NEDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Z indeksom cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (PPI) se merijo mesečna gibanja tovarniških prodajnih cen.

Nedavna dinamika rasti plač nakazuje nadaljnji trend naraščanja in daje

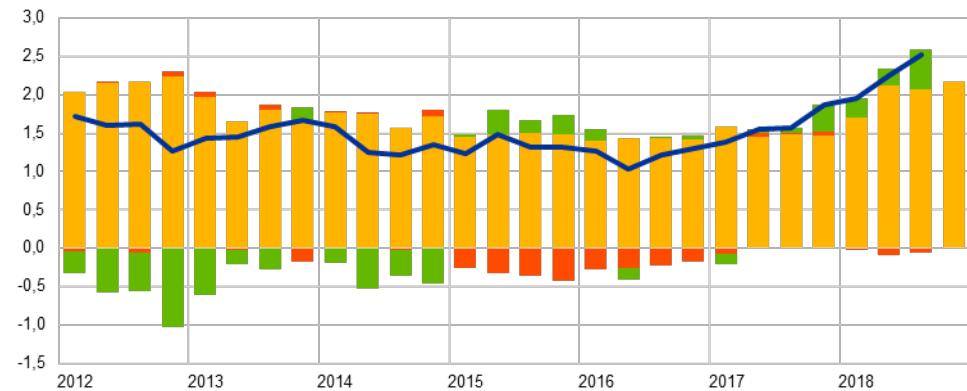
sklepati na postopno krepitev domačih stroškovnih pritiskov. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v tretjem četrtletju 2018 zvišala na 2,5%, potem ko je v drugem četrtletju 2018 znašala 2,2%. Rast dogovorjenih plač je v zadnjem četrtletju 2018 znašala 2,2%, v primerjavi z 2,1% v tretjem četrtletju (glej graf 16). Splošneje gledano, so kazalniki rasti plač zdaj na opazno višji ravni kot v prvi polovici leta 2016. Ta gibanja so skladna z vse večjim presežnim povpraševanjem po delovni sili na trgu dela. Krepitev rasti sredstev za zaposlene so na začetku spodbujali predvsem dodatki na osnovno plačo, v zadnjih četrtletjih pa je bil zagon predvsem posledica zvišanja medletne rasti dogovorjenih plač, kar je povečalo zaupanje v pozitivne obete za rast plač.

Graf 16

Prispevek komponent k sredstvom za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- rast sredstev za zaposlene na zaposlenega
- dogovorjene plače
- prispevki za socialno varnost
- dodatki na osnovno plačo



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

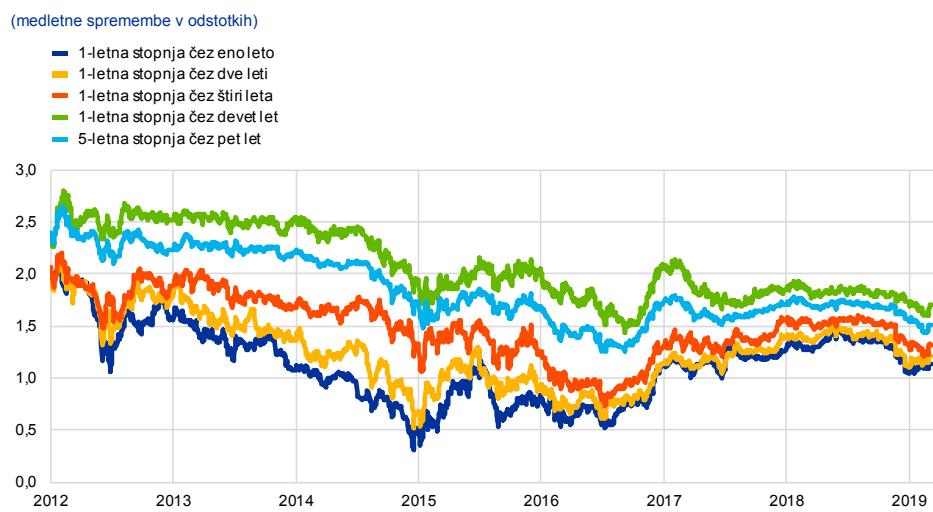
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2018 pri sredstvih za zaposlene na zaposlenega in na zadnje četrletje 2018 pri rasti dogovorjenih plač.

Tržna in anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so nekoliko

upadla. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 6. marca 2019 znašala 1,51%, kar je 13 bazičnih točk nižje od ravni sredi decembra (glej graf 17). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, pri čemer se bo inflacija postopno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Do tveganja nevtralna verjetnost negativne povprečne inflacije v naslednjih petih letih na podlagi opcij, vezanih na inflacijo, je zanemarljiva, kar nakazuje, da trgi tveganje deflacji trenutno ocenjujejo kot zelo nizko. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrletje 2019 so bila dolgoročnejša inflacijska pričakovanja na ravni 1,8% in so se v primerjavi s prejšnjo anketo rahlo znižala (z 1,9%).

Graf 17

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

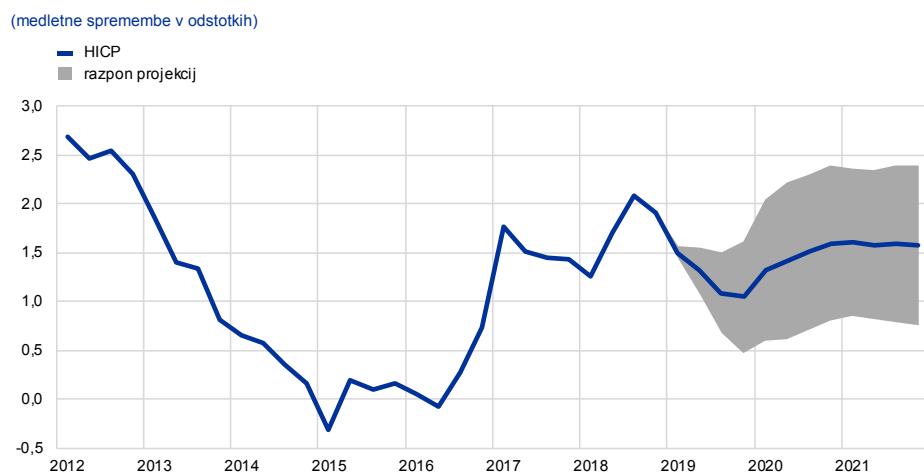


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 6. marec 2019.

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se osnovna inflacija v obdobju projekcij postopno zviševala. Na podlagi informacij, ki so bile na voljo sredi februarja, te projekcije predvidevajo, da bo skupna inflacija v letu 2019 v povprečju znašala 1,2%, v letu 2020 1,5% in v letu 2021 1,6%, v primerjavi z 1,6%, 1,7% oziroma 1,8% za ista leta v lanskih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema (glej graf 18). Ta dinamika odraža strm upad rasti cen emergentov v letu 2019 predvsem zaradi močnega padca cen naftne konec leta 2018 in navzdol usmerjenih baznih učinkov, povezanih s prejšnjim zvišanjem teh cen v letu 2018. V prihodnjem obdobju bo rast cen emergentov predvidoma naraščala umirjeno in v skladu z razmeroma položno krivuljo naftnih terminskih pogodb. Inflacija brez emergentov in hrane se bo postopoma zviševala ob spodbudi bolj postopnega, a nadaljnjega gospodarskega okrevanja in presežnega povpraševanja na trgu dela, kar bo privedlo do višjih domačih stroškovnih pritiskov. Inflacija brez emergentov in hrane se bo predvidoma zvišala z 1,2% v letu 2019 na 1,4% v letu 2020 in 1,6% v letu 2021, kar predstavlja popravek navzdol v višini 0,2 odstotne točke v vsakem letu obdobja projekcij.

Graf 18

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 7. marca 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2018 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2021 (projekcije). Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razponov 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. Presečni datum za podatke v teh projekcijah je bil 21. februar 2019, torej pred popravkom preteklih podatkov v indeksu HICP zaradi metodoloških sprememb.

5

Denar in krediti

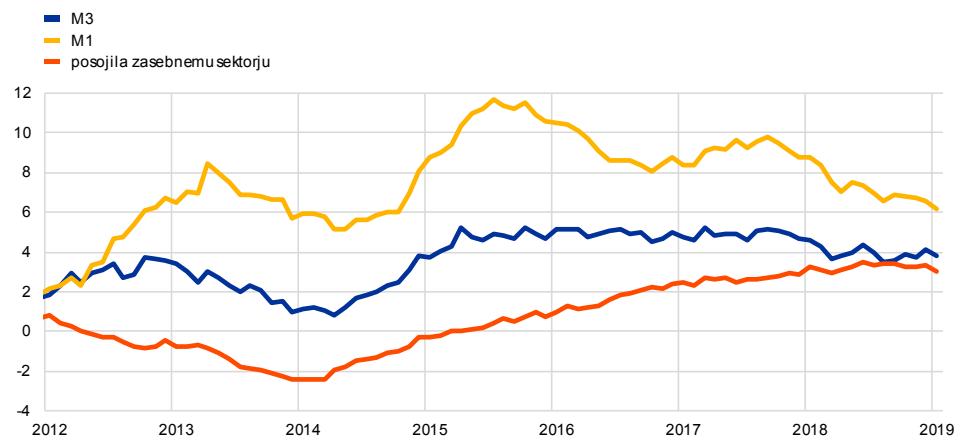
Dinamika rasti denarja in kreditov se je januarja 2019 umirila. Rast širokega denarja je bila zelo vztrajna kljub zmanjševanju mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Obenem so bili pogoji financiranja za banke in bančni posojilni pogoji še vedno ugodni. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb se je v zadnjem četrtletju 2018 močno zmanjšalo ob nadaljnjem postopnem zaostrovanju razmer na trgu državnih obveznic, ki se je začelo konec leta 2017.

Rast širokega denarja se je januarja umirila, vendar so se stopnje rasti še naprej gibale okoli ravni, zabeležene od marca 2018. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je januarja 2019 znižala na 3,8% v primerjavi s 4,1% v decembru 2018 (glej graf 19). To kaže, kako vztrajna je rast M3, čeprav upada samodejni prispevek programa nakupa vrednostnih papirjev. Rast M3 se zmanjšuje od konca leta 2017, kar se ujema z zmanjševanjem neto nakupov vrednostnih papirjev. To pomeni, da je imel program nakupa vrednostnih papirjev manjši pozitivni učinek na rast denarnega agregata M3. Ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3, je še naprej veliko prispeval k rasti širokega denarja, čeprav se je januarja rast znižala na 6,2%. K rasti denarja so še naprej prispevali vztrajno gospodarsko okrevanje in nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer.

Graf 19

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki so za januar 2019.

Vloge čez noč so še najprej največ prispevale k rasti denarnega agregata M3.

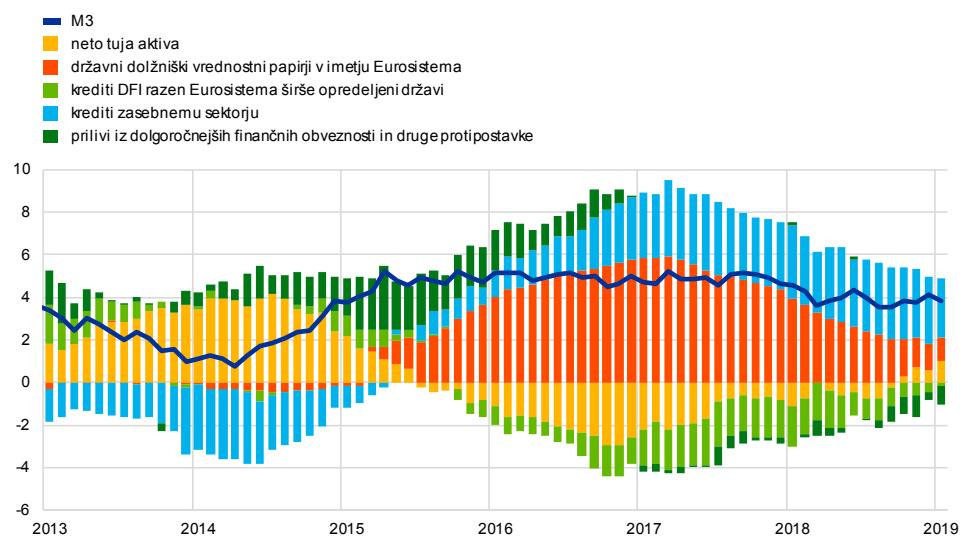
Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je januarja znižala na 6,4%, kar odraža umirjanje medletne rasti vlog čez noč v imetju nefinančnih družb, medtem ko je ostala rast vlog čez noč v imetju gospodinjstev stabilna. Poleg tega stabilna rast gotovine v obtoku ne nakazuje, da bi se gotovina v veliki meri nadomeščala z vlogami v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer v euroobmočju kot celoti. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so še naprej negativno prispevale k rasti agregata

M3, čeprav se je razmak med obrestnimi merami za kratkoročne vezane vloge in vloge čez noč od konca leta 2017 stabiliziral. Tržni instrumenti (M3 minus M2), katerih rast je glede na nizko obrestovanje teh instrumentov trenutno počasna, so nevtralno vplivali na rast agregata M3.

K rasti širokega denarja z vidika protipostavk še vedno največ prispeva kreditiranje zasebnega sektorja (glej graf 20). Pozitivni prispevek državnih dolžniških vrednostnih papirjev v imetju Eurosistema k rasti denarnega agregata M3 se je še dodatno zmanjšal (glej rdeči del stolpcov v grafu 20), in sicer v kontekstu omenjenega zmanjšanja mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. S tem se je v veliki meri izravnalo zmerno povečanje prispevka posojil zasebnemu sektorju od konca leta 2017 (glej modri del stolpcov v grafu 20). Medtem ko je zasebna zadolženost ostala glavni vir ustvarjanja denarja, so zmanjšanje prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev v zadnjem času nadomestili zunanji denarni tokovi (glej rumene dele stolpcov v grafu 20) in krediti širše opredeljeni državi (glej svetlo zeleni del stolpcov v grafu 20). Vse večji prispevek neto tuje aktive deloma odraža zanimanja vlagateljev za finančno premoženje euroobmočja v kontekstu večje nenaklonjenosti tveganju, ki je povezana z večjo negotovostjo. Poleg tega so nakupi državnih vrednostnih papirjev s strani komercialnih bank v zadnjih mesecih vse bolj stabilizirali agregat M3. Ta gibanja so znak sedanjega preusmerjanja k bolj samozadostnim virom ustvarjanja denarja.

Graf 20 M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki so za januar 2019.

Kreditna dinamika se je januarja umirila. Januarja se je medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) znižala na 3,0% v primerjavi s 3,4% v decembru (glej graf 19). To je bilo posledica velikega padca medletne stopnje rasti posojil nefinančnim družbam, in sicer s 3,9% v decembru na

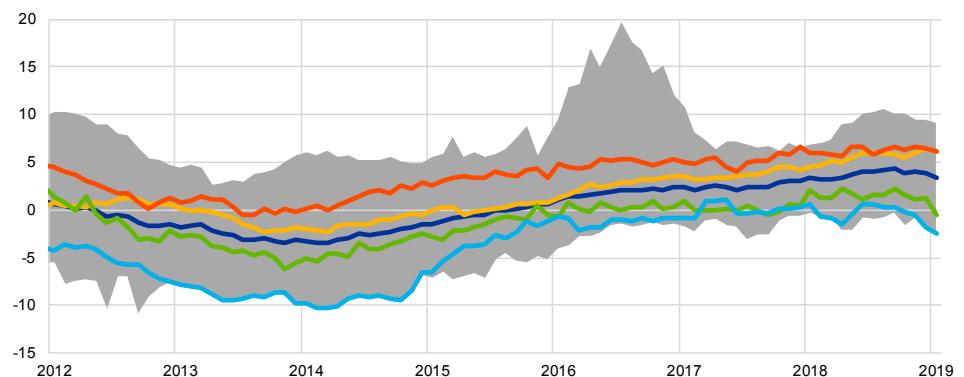
3,3% v januarju. Rast posojil podjetjem, ki so jo spremljale precejšnje razlike med državami, je skladna s preteklo dinamiko in jo je mogoče pojasniti z upočasnitvijo realne rasti BDP od začetka leta 2018 (glej graf 21). Hkrati je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom januarja ostala stabilna na ravni 3,2%, prav tako v kontekstu velikih razlik med državami (glej graf 22). Rast posojil zasebnemu sektorju so še naprej spodbujali ugodni pogoji financiranja, močna rast podjetniških naložb, izboljšanje na trgi dela, dobro razviti stanovanjski trgi ter rast stanovanjskih naložb in zasebne potrošnje. Banke so dosegle napredek tudi pri konsolidaciji svojih bilanc, pri izboljševanju dobičkonosnosti in zmanjševanju nedonosnih posojil, čeprav je raven nedonosnih posojil v nekaterih državah še naprej visoka.

Graf 21

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- razlike po državah



Vir: ECB.

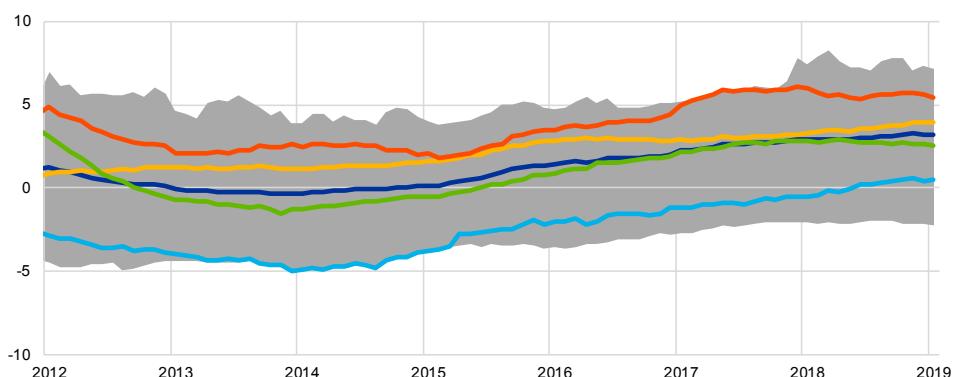
Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2019.

Graf 22

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- razlike po državah



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2019.

Pogoji financiranja za banke so bili še naprej ugodni glede na pretekle standarde.

Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so januarja ostali stabilni, potem ko so se od začetka leta 2018 postopno zviševali (glej graf 23). To je bil rezultat nespremenjene donosnosti bančnih obveznic v celotnem euroobmočju. Razlike med državami so bile velike, saj je bila politična negotovost velika, dostop bank do grosističnega financiranja pa neenakomeren. Ob tem so stroški financiranja z vlogami ostali nespremenjeni. Vpliv višjih stroškov financiranja z izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na skupne stroške financiranja za banke so bili dokaj omejeni zaradi omejenega pomena tovrstnega financiranja v strukturi financiranja bank. Zato so pogoji financiranja za banke še naprej večinoma ugodni zaradi spodbujevalno naravnane denarne politike ECB in krepitve bančnih bilanc. Poleg tega bo nova serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja zagotovljala, da bodo bančni posojilni pogoji ostali še naprej ugodni.

Graf 23

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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

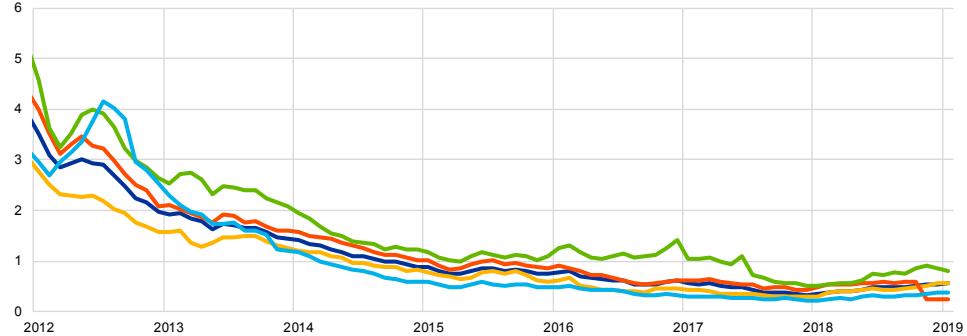
— euroobmočje

— Nemčija

— Francija

— Italija

— Španija



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki so za januar 2019.

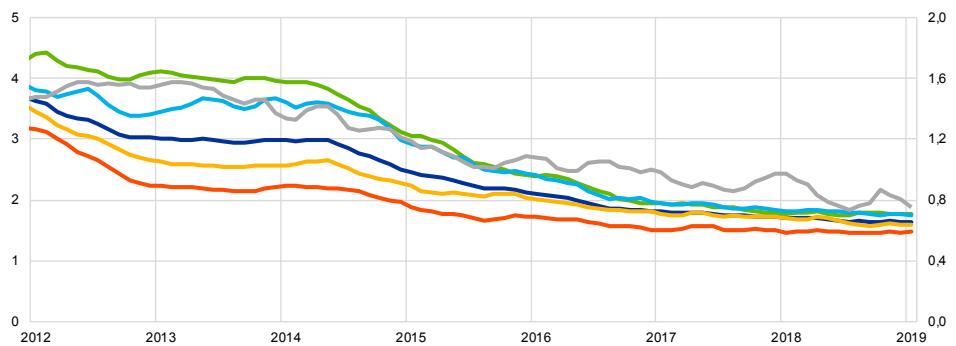
Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile še naprej blizu najnižjih vrednosti. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 24) so januarja 2019 ostale večinoma stabilne na ravni 1,63%, kar je blizu najnižje vrednosti, ki je maja 2018 znašala 1,62%. Skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila so januarja ostale večinoma stabilne na ravni 1,82%, prav tako blizu najnižje vrednosti iz decembra 2016 (glej graf 25). Od napovedi ukrepov ECB za sprostitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej in bolj kot tržne referenčne obrestne mere, razlike med državami pa so ostale velike. Od maja 2014 do januarja 2019 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 130 bazičnih točk, za posojila gospodinjstvom pa za okoli 110 bazičnih točk. Znižanje obrestnih mer bank za posojila nefinančnim družbam in tudi za posojila majhnim podjetjem (ob predpostavki, da se zelo nizka posojila do 0,25 milijona EUR odobravajo predvsem majhnim podjetjem) je bilo še posebno pomembno v tistih državah euroobmočja, ki so bile najbolj izpostavljene finančni krizi. To kaže bolj enotno transmisijo ukrepov denarne politike na obrestne mere za bančna posojila med državami euroobmočja in podjetji različnih velikosti.

Graf 24

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- standardni odklon med državami (lestvica na desni strani)



Vir: ECB.

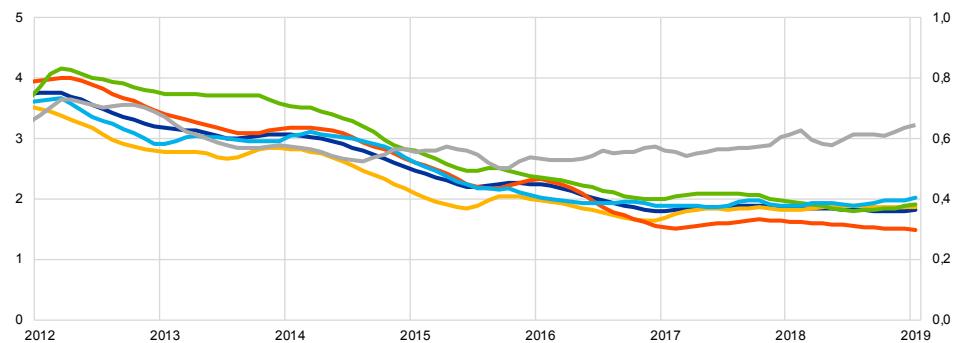
Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2019.

Graf 25

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija
- standardni odklon med državami (lestvica na desni strani)



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 so za januar 2019.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

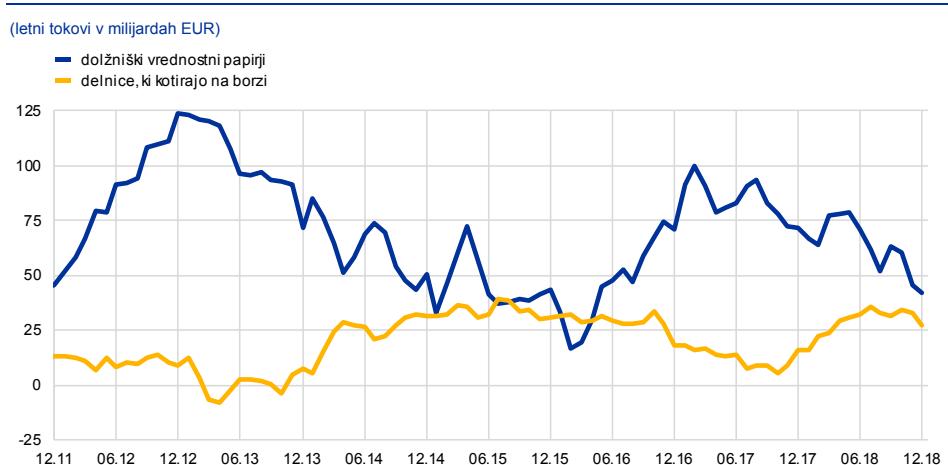
euroobmočja so se v zadnjem četrtletju 2018 po ocenah stabilizirali.

Rast bančnih posojil je bila trdna ob podpori še vedno ugodnih kreditnih standardov in nadaljnjega zmanjšanja relativnih stroškov bančnih posojil. Nasprotno je bilo neto izdajanje vrednostnih papirjev v tem četrtletju negativno, kar odraža umirjanje gospodarske rasti, nižjo vrednost združitev in prevzemov, povečanje stroškov tržnega financiranja in negotovosti ter druge dejavnike. Pri teh gibanjih se kažejo vse večje razlike med državami.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je bilo v zadnjem četrtletju 2018 izrazito negativno ob vztrajnem zviševanju stroškov izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev v istem obdobju. Oslabljeno neto izdajanje v zadnjem četrtletju 2018 lahko deloma pripisemo sezonski dinamiki, z bolj srednjeročnega vidika pa so medletni tokovi neto izdajanja decembra 2018 dosegli najnižjo raven od maja 2016 (glej graf 26) in so še vedno skladni s trendom upadanja, ki se je začel na začetku leta 2017. Tržni podatki kažejo, da se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani izdajateljev obveznic naložbenega razreda v prvih mesecih leta 2019 povečalo, v segmentu visoko donosnih obveznic pa je ostalo skoraj na ničelni točki. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, je ostalo v zadnjem četrtletju 2018 v osnovi ničelno.

Graf 26

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev in delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb v euroobmočju



Vir: ECB.

Opombe: Mesečni podatki temeljijo na 12-mesečnem tekočem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na december 2018.

Decembra 2018 so se stroški financiranja za nefinančne družbe dodatno zvišali.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so decembra znašali 4,8% v primerjavi s 4,7% v novembru. Skupni stroški zunanjega financiranja zdaj znašajo 57 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz avgusta 2016, vendar so še vedno veliko nižji od ravni, dosežene sredi leta 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

Javnofinančna gibanja

Gospodarsko aktivnost podpirata rahlo ekspanzivna naravnost fiskalne politike v euroobmočju in delovanje samodejnih stabilizatorjev. Hkrati morajo močno zadolžene države še naprej vzpostavljati fiskalne blažilnike, vse države pa bi morale še naprej povečevati prizadevanja v smeri rasti prijaznejše sestave javnih finan. Prav tako ostaja transparentno in dosledno izvajanje okvira Evropske unije za javnofinančno in ekonomsko upravljanje v času in med državami ključno za krepitev odpornosti gospodarstva euroobmočja.

Po lanskem zmanjšanju naj bi se javnofinančni primanjkljaj euroobmočja v letu 2019 povečal in nato v naslednjih dveh letih ostal približno stabilen.² Na podlagi podatkov za leto 2018, ki so še vedno nepopolni, naj bi stopnja javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju po ocenah znašala 0,5% BDP, v primerjavi z 1,0% BDP v letu 2017. Zmanjšanje v letu 2018 je predvsem posledica ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti ter se bo letos zaradi precej nižjega ciklično prilagojenega primarnega salda verjetno izničilo. Višji primanjkljaj naj bi vztrajal tudi v naslednjih dveh letih (glej graf 27).

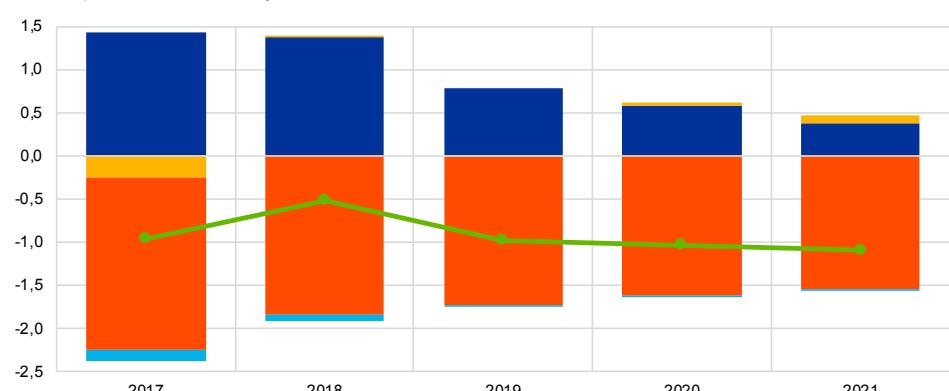
Obeti glede javnofinančnega primanjkljaja euroobmočja v naslednjih dveh letih so se v primerjavi z lanskimi decembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB poslabšali. K višjemu primanjkljaju delno prispeva nižji primarni saldo, ki je posledica javnofinančne politike, ki je v več največjih državah euroobmočja bolj ekspanzivna od predhodno pričakovane. Višji primanjkljaj je tudi posledica nižje ciklične komponente zaradi popravka makroekonomskih obetov navzdol.

Graf 27

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)

- ciklično prilagojeni primarni saldo (brez pomoč finančnemu sektorju)
- ciklična komponenta
- plačila obresti
- proračunski saldo
- pomoč finančnemu sektorju



Viri: ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

² Glej Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, objavljene 7. marca 2019 na spletnem mestu ECB.

Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v letu 2018 po ocenah približno nevtralna, od leta 2019 pa po napovedih rahlo ekspanzivna.³ Na to vpliva predvsem zniževanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v Nemčiji in Franciji, je pa tudi posledica razmeroma dinamične rasti odhodkov v več državah.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal, vendar počasneje. Strokovnjaki ECB v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 86,8% leta 2017⁴ na 81,1% leta 2021. K predvidenemu zmanjšanju javnega dolga naj bi prispevala negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP⁵ ter vztrajni primarni presežek (glej graf 28), čeprav naj bi nekatere od teh učinkov izravnala prilagoditev med primanjkljajem in dolgom. V obdobju projekcij naj bi se delež javnega dolga v vseh državah euroobmočja zmanjševal ali se le počasi povečeval, vendar bo v številnih državah še naprej precej večji od referenčne vrednosti 60% BDP. V primerjavi z decembrskimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP v celotnem obdobju projekcij bolj umirjeno. K temu prispevata predvsem povečevanje razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP v letu 2019 zaradi popravka rasti BDP navzdol ter nižji primarni saldo.

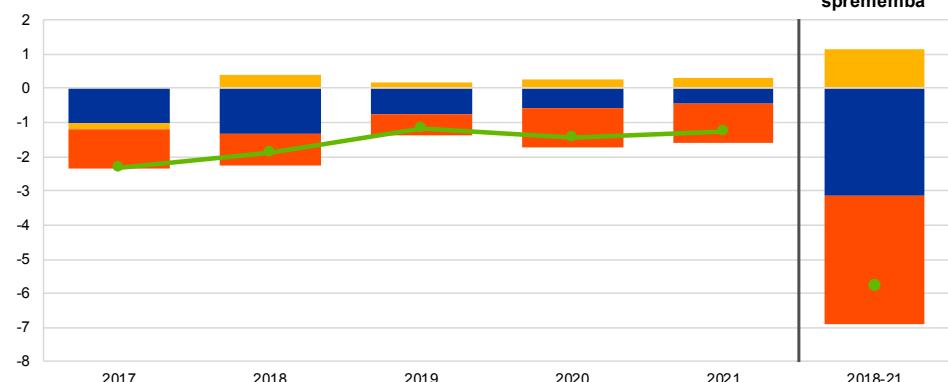
Graf 28

Dejavniki sprememb javnega dolga

(v odstotnih točkah BDP)

- primarni saldo (-)
- prilagoditev med primanjkljajem in dolgom
- razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP
- konsolidirani bruto dolg

kumulativna sprememba



Viri: ECB in marčne makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB.

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

³ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih finančnih institucij na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot ciklično prilagojeni primarni saldo brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, junij 2016.

⁴ Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

⁵ Več informacij je v okvirju z naslovom »Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga« v tej številki Ekomskega biltena.

**Države morajo še naprej izvajati svojo fiskalno politiko ob celovitem
upoštevanju Pakta za stabilnost in rast.** To lahko vključuje dopuščanje delovanja samodejnih stabilizatorjev, kadar je to primerno. Hkrati morajo močno zadolžene države še naprej vzpostavljati fiskalne blažilnike, vse države pa bi morale še naprej povečevati prizadevanja v smeri rasti prijaznejše sestave javnih finančnih sredstev.

Okvirji

1

Značilnosti sedanje konjunkture v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja: kako kaže za prihodnost?

Pripravili Alina Bobasu, Mariarosaria Comunale, Ramon Gomez-Salvador in Lucia Quaglietti

Ta okvir obravnava sedanje fazo poslovnega cikla v glavnih razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja in ocenjuje dejavnike prehoda k šibkejši rasti.⁶ Čeprav se rast v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja upočasnuje, so znaki večjega upada ali recesije zaenkrat omejeni in naš osnovni scenarij ostaja zmerno upočasnjevanje gospodarske aktivnosti.

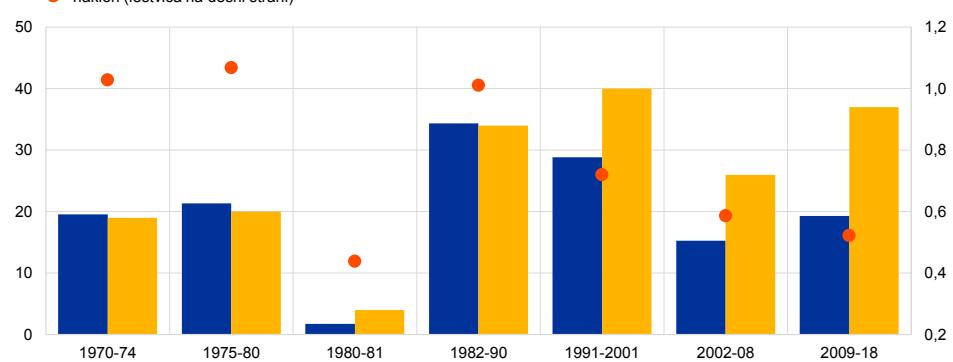
Z zgodovinske perspektive je sedanja konjunktura v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja razmeroma neneavadna tako po dolžini kot tudi po moči. Po svetovni finančni krizi se je okrevanje gospodarske aktivnosti začelo v okolju zelo velikih proizvodnih vrzeli. Svetovna konjunktura je zdaj vstopila v deseto leto in bo, če se bo nadaljevala, postala najdaljša, odkar se beležijo podatki. Dolgoročno gledano je dokaj plitva, saj kumulirana rast BDP od leta 2009 znaša manj kot 20%, kar je daleč pod ravnjo prejšnjih konjunktur (glej graf A). Počasnost okrevanja bi lahko bila skladna z oceno, da se je potencialna rast v minulem desetletju zmanjšala.

Graf A

Amplituda, trajanje in naklon krivulje rasti v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja

(lestvica na levi strani: odstotki in četrletja; lestvica na desni strani: odstotne točke)

- amplituda (lestvica na levi strani)
- trajanje (lestvica na levi strani, četrletja)
- naklon (lestvica na desni strani)



Vir: strokovnjaki ECB.

Opombe: Cikli v razvitih gospodarstvih so pridobljeni kot tehtano povprečje držav v vzorcu. Za nabor držav glej prvo opombo v tem okvirju. »Amplituda« označuje odstotno spremembo realnega BDP od dna do naslednjega vrha v konjunkturi, »trajanje« je opredeljeno kot število četrletij od dna do naslednjega vrha v konjunkturi, »naklon« pa je razmerje med amplitudo in trajanjem.

Za podrobnejšo analizo dinamike poslovnega cikla je potrebna bolj razčlenjena opredelitev posameznih faz cikla. Za namene tega okvirja združujemo dva pristopa.

⁶ Analiza temelji na naslednjih državah zunaj euroobmočja: ZDA (US), Japonska (JP), Združeno kraljestvo (UK), Kanada (CA), Švica (CH), Švedska (SE), Danska (DK), Norveška (NO) in Avstralija (AU).

Prvič, ugotavljamo recesije, pri čemer uporabljamo povsem tehnično opredelitev, po kateri recesija pomeni najmanj dve četrletji zniževanja ravnih realnih BDP po Bry-Boschanovem algoritmu.⁷ V strokovni literaturi to velja za »klašično« metodo datiranja poslovnih ciklov.⁸ Ko so datumi recesij ugotovljeni, uporabimo ciklično komponento BDP, pridobljeno z odstranitvijo trenda iz ravnih realnih BDP z uporabo ocenjenih vrednosti potencialne stopnje rasti BDP, in tako razločimo različne faze ciklične konjunkture.⁹ Gibanja v ciklu BDP ločimo v štiri dodatne faze glede na to, ali dejanski BDP narašča hitreje ali počasneje od stopnje potencialne rasti in ali je proizvodna vrzel pozitivna ali negativna, pri čemer za opredelitev vsake faze ponovno uporabimo najmanj dve zaporedni četrletji.^{10,11} Graf B prikazuje primer petih faz za agregat razvitih gospodarstev zunaj euroobmočja.

V drugem koraku natančneje razberemo značilnosti različnih faz v

konjunkturah. Omogoča nam, da upoštevamo implikacije zniževanja stopnje potencialne rasti. S povezovanjem recesij, ugotovljenih v prvem koraku (rdeče obarvano območje v grafu B), z dodatnimi fazami ciklov, ugotovljenimi v drugem koraku (svetlo zeleno, temno zeleno, rumeno in oranžno obarvana območja), ločimo »trde pristanke«, tj. čiste recesije, od »mehkih pristankov«, tj. obdobja, v katerih se gospodarska aktivnost upočasnjuje glede na potencialno stopnjo rasti, proizvodna vrzel pa občasno pada v negativno območje, vendar gospodarstvo ne vstopi v recesijo.¹²

⁷ Glej Bry, G. in Boschan, C., »Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs«, *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, 1971. Ta metoda daje dober približek in se široko uporablja v empiričnih študijah konjunktur in recesij. Glej npr. za države skupine G7 in države EU, Artis, M.J., Kontolemis, Z.G. in Osborn, D.R., »Business Cycles for G7 and European Countries«, *The Journal of Business*, Vol. 70, No 2, april 1997, str. 249–279; in za ZDA, Stock, J.H. in Watson, M.W., »Estimating turning points using large data sets«, *Journal of Econometrics*, Vol. 178, Part 2, januar 2014, str. 368–381. Rezultati so na splošno primerljivi z datiranjem ciklov, ki ga je za države poročal center za raziskave ekonomske politike (Centre for Economic Policy Research, CEPR), za ZDA pa NBER. Obe ustanovi sta uporabili celovitejšo metodo, ki ne vključujejo zgorj četrletni BDP, temveč med drugim tudi ključne komponente BDP, zaposlenost in industrijsko aktivnost. Recesija je opredeljena kot dve zaporedni četrletji znižanja ravnih BDP.

⁸ Glej Burns, A.F. in Mitchell, W.C., »Measuring Business Cycles«, *NBER Books*, National Bureau of Economic Research, december 1946.

⁹ Za podoben pristop k datiraju poslovnih ciklov glej okvir z naslovom »The measurement and prediction of the euro area business cycle«, *Monthly Bulletin*, ECB, maj 2011.

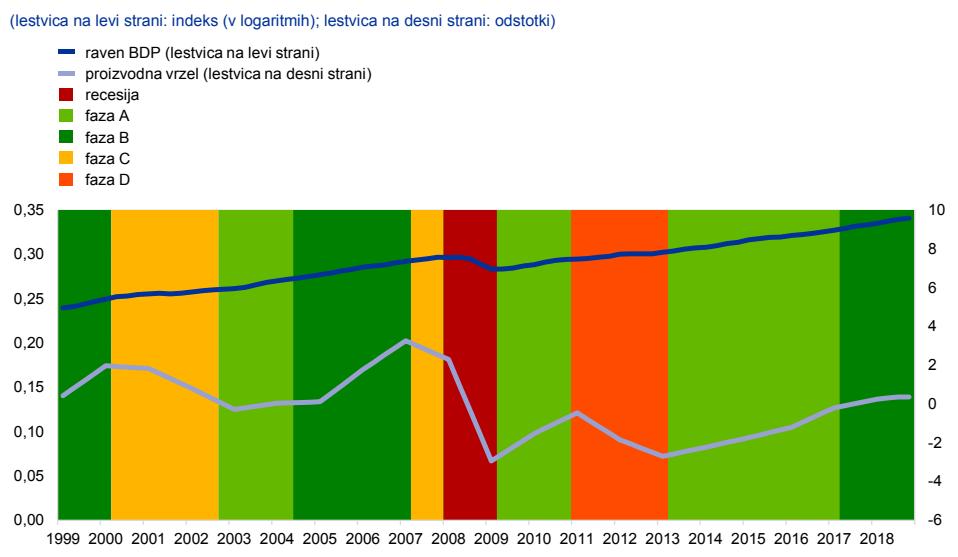
¹⁰ Analiza v tem okvirju in datiranje faz poslovnega cikla sta občutljiva na ocenjene vrednosti potencialnega BDP. Uporabljene so ocenjene vrednosti potencialne rasti, ki sta jih pripravila MDS in ECB. Četrletne frekvence so bile pridobljene z interpolacijo medletnih podatkov s kubičnim zlepkom. Ocenjene vrednosti potencialne rasti za obdobje pred letom 1980 so bile pridobljene s tehnikami preproste odstranitve trenda.

¹¹ Za sestavljene vodilne kazalnike OECD se uporablja alternativen pristop, ki se osredotoča na predvidevanje točk obrata v gospodarski aktivnosti.

¹² Zaradi dvostopenjskega pristopa bi faze recesije lahko sledile katerikoli od štirih faz konjunkture, čeprav v praksi večinoma sledijo fazi C ter v manjši meri fazama B in D.

Graf B

Poslovni cikli v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja



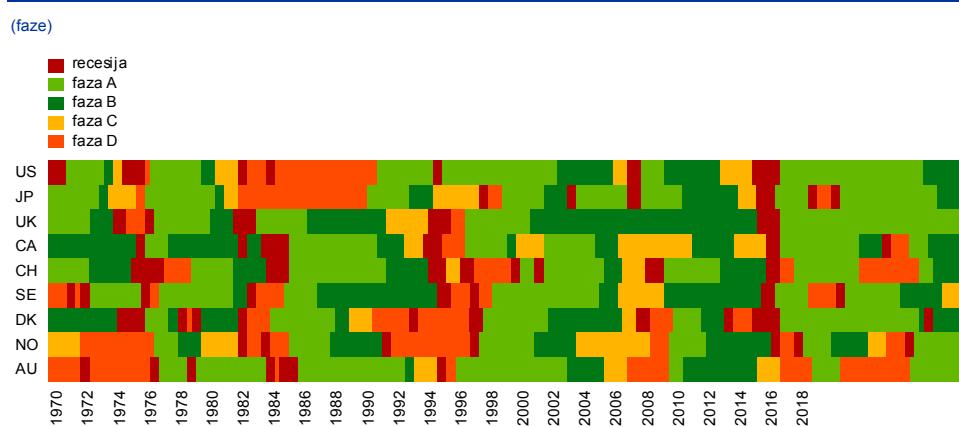
Vir: strokovnjaki ECB.

Opombe: Graf prikazuje periodizacijo petih faz poslovnega cikla za razvita gospodarstva. V prvem koraku uporabljamo klasični pristop za dатiranje poslovnih ciklov, s katerim ločimo konjunkture od recesij, pri čemer uporabimo Bry-Boschanov algoritem, apliciran na ravni realnega BDP (v logaritmih). V drugem koraku razločimo gibanja ciklične komponente realnega BDP v štiri faze. Faza A označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel še vedno negativna, vendar je rast BDP hitrejša od potencialne. Faza B označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel pozitivna, rast BDP pa je hitrejša od potencialne. V fazi C je proizvodna vrzel pozitivna, rast BDP pa je počasnejša od potencialne. In končno, faza D označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel negativna, rast BDP pa počasnejša od pozitivne. Zadnji podatki so za četrto četrtletje 2018.

Po tej metodologiji je v več ključnih razvitih gospodarstvih proizvodna vrzel zdaj v pozitivnem območju, aktivnost pa se še vedno povečuje hitreje od potencialne. Iz naših ocen sledi, da je v ZDA, na Japonskem, v Kanadi in Švici ter na Danskem proizvodna vrzel pozitivna, stopnja rasti pa je še vedno hitrejša od potencialne. Po drugi strani je Švedska morda že vstopila v fazo, v kateri se aktivnost povečuje počasneje od potencialne rasti. Nasprotno okrevanje v Združenem kraljestvu, na Norveškem in v Avstraliji očitno vztraja že vse od velike recesije, vendar imajo te države še nekaj prostih zmogljivosti.

Graf C

Periodizacija poslovnih ciklov za izbrana razvita gospodarstva



Vir: izračuni ECB.

Opombe: Recesije se ugotovijo z Bry-Boschanovim algoritmom, apliciranim na ravnini realnega BDP (v logaritmih). Faza A označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel še vedno negativna, vendar je rast BDP hitrejša od potencialne. Faza B označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel pozitivna, rast BDP pa je hitrejsa od potencialne. V fazi C je proizvodna vrzel pozitivna, rast BDP pa je počasnejša od potencialne. In končno, faza D označuje obdobja, ko je proizvodna vrzel negativna, rast BDP pa počasnejša od pozitivne. Zadnji podatki so za četrto četrletje 2018.

Sodeč po preteklih izkušnjah lahko gospodarstva kar nekaj časa delujejo nad potencialno stopnjo rasti, zatem pa je bolj verjetno, da bodo doživelva mehak kot trd pristanek. Graf C kaže, da je v gospodarstvih s pozitivno proizvodno vrzeljo rast BDP lahko v povprečju približno dve do tri leta nad potencialno rastjo, preden se cikel obrne. Še več, v večini primerov se gospodarstvo postopno upočasni in doživi mehak pristanek. Iz zgodovinskih (nepogojnih) verjetnosti prehajanja med različnimi fazami poslovnega cikla je mogoče sklepati, da po obdobju, v katerem je proizvodna vrzel pozitivna, rast pa hitrejsa od potencialne (faza B), približno tretjina držav doživi recesijo, dve tretjini pa prehod v fazo bolj zmerne rasti, pri kateri se aktivnost upočasni pod stopnjo potencialne rasti.

Naš osnovni scenarij ostaja zmerno upočasnjevanje gospodarske rasti v razvitih gospodarstvih. Po vrhu v letu 2017 se je rast BDP v razvitih gospodarstvih začela v prvi polovici leta 2018 upočasnjevati in anketni kazalniki kažejo, da se je upočasnjevanje ob prelomu leta nadaljevalo. Najbolj izrazita je očitno upočasnitev v predelovalnih dejavnostih, kjer vse večja negotovost, kot kaže, zavira svetovne naložbe in aktivnost. Po najnovejših napovedih World Economic Outlook, ki jih objavlja Mednarodni denarni sklad, naj bi se skupna rast v razvitih gospodarstvih postopno upočasnila z 2,3% v letu 2018 na 2,0% v letu 2019 in še nadalje na 1,7% v letu 2020, kar je na splošno skladno z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz marca 2019.¹³

Čeprav se rast v razvitih gospodarstvih zunaj euroobmočja znižuje, ni veliko znakov, da se približuje hujša upočasnitev ali recesija. Kljub temu obstajajo številna navzdol usmerjena tveganja, ki se v zadnjem času še dodatno krepijo. Obeti za razvita gospodarstva bi se denimo lahko poslabšali zaradi stopnjevanja trgovinskih napetosti ali zaradi brexita »brez dogovora«.

¹³ Glej »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki so bile 7. marca 2019 objavljene na spletnem mestu ECB.

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 31. oktobra 2018 do 29. januarja 2019

Pripravila Toshi Nakamura in Pamina Karl

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018, ki sta trajali od 31. oktobra do 18. decembra 2018 oziroma od 19. decembra 2018 do 29. januarja 2019. V navedenih obdobjih 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%. Hkrati je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer do konca decembra 2018 v povprečnem ciljnem neto znesku 15 milijard EUR na mesec. Nato je 1. januarja 2019 vstopil v fazo ponovnega investiranja.

2.1

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.511,5 milijarde EUR, kar je za 51,8 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo predvsem posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 51,4 milijarde EUR na 1.384,5 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve v povprečju povečale za 0,4 milijarde EUR na 127,1 milijarde EUR.

Rast neto avtonomnih dejavnikov je bila posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti in zmanjšanja dejavnikov povečevanja likvidnosti. Med dejavniki umikanja likvidnosti so se bankovci v obtoku in drugi avtonomni dejavniki v povprečju povečali za 16,8 milijarde EUR na 1.210 milijard EUR oziroma za 18,5 milijarde EUR na 730,7 milijarde EUR, kar je bilo delno izravnano z zmanjšanjem vlog države za 23,3 milijarde EUR na 236,1 milijarde EUR. K rasti neto avtonomnih dejavnikov je največ prispevalo zmanjšanje neto aktive v eurih, in sicer v povprečju za 46,7 milijarde EUR na 153,5 milijarde EUR. Ker je bila sezonska dinamika ob koncu leta izrazitejša kot ob koncu četrletja v prejšnjem obravnavanem obdobju, so se obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih¹⁴ v povprečju povečale za 50,5 milijarde EUR in tako negativno prispevale k povprečni neto aktivi v eurih (ki povečuje likvidnost).

¹⁴ Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih večinoma sestavljajo eurske vloge na računih, ki jih imajo centralne banke zunaj euroobmočja pri Eurosistem. Te vloge se ponavadi povečajo ob koncu četrletja in v manjši meri ob koncu meseca, saj so poslovne banke pred datumom poročanja o bilanci stanja manj naklonjene sprejemjanju gotovine na nezavarovanem ali zavarovanem trgu. Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih so se 31. decembra 2018 povečale na 459,3 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 315,3 milijarde EUR v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. To pomeni, da je bil učinek izrazitejši kot 30. septembra 2018, ko so te obveznosti povečale na 301,7 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 264,7 milijarde EUR v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

Pasiva – likvidnostne potrebe

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018–29. januar 2019						Prejšnje obravnavano obdobje: 1. avgust 2018– 30. oktober 2018	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. oktober–18. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 19. december–29. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.176,8	(+12,0)	2.162,5	(-19,3)	2.193,4	(+30,9)	2.164,8	(+40,9)
Bankovci v obtoku	1.210,0	(+16,8)	1.202,4	(+8,1)	1.218,8	(+16,4)	1.193,1	(+16,6)
Vloge države	236,1	(-23,3)	240,2	(-43,0)	231,3	(-8,9)	259,4	(+20,0)
Drugi avtonomni dejavniki	730,7	(+18,5)	719,9	(+15,5)	743,3	(+23,4)	712,2	(+4,3)
Tekoči računi	1.357,6	(-0,5)	1.379,4	(+10,4)	1.332,1	(-47,2)	1.358,0	(+26,2)
Instrumenti denarne politike	764,9	(-14,8)	762,7	(+4,3)	767,4	(+4,6)	779,7	(-0,4)
Obvezne rezerve ¹	127,1	(+0,4)	126,8	(+0,1)	127,4	(+0,6)	126,7	(+2,5)
Odprta ponudba mejnega depozita	637,8	(-15,2)	635,9	(+4,2)	640,0	(+4,0)	653,0	(-2,9)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

Aktiva – ponudba likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018–29. januar 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 1. avgust 2018– 30. oktober 2018	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. oktober–18. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 19. december–29. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Avtonomni likvidnostni dejavniki	792,7 (-39,2)	802,5 (-23,0)	781,3 (-21,2)	831,9 (+10,9)		
Neto tuja aktiva	639,2	(+7,4)	625,1	(-0,1)	655,8	(+30,7)
Neto aktiva v eurih	153,5	(-46,7)	177,4	(-22,9)	125,5	(-51,9)
Instrumenti denarne politike	3.379,8 (+35,7)	3.375,6 (+18,1)	3.384,7 (+9,1)	3.344,1 (+53,0)		
Operacije odprtrega trga	3.379,7	(+35,7)	3.375,5	(+18,0)	3.384,6	(+9,1)
Avkijski postopki	732,5	(-6,6)	733,2	(-1,5)	731,8	(-1,5)
Operacije glavnega refinanciranja	7,3	(+2,5)	6,8	(-0,1)	7,9	(+1,1)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	4,7	(+0,1)	4,4	(+0,7)	5,0	(+0,6)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	0,0	(-5,5)	0,0	(-1,5)	0,0	(+0,0)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	720,5	(-3,7)	722,0	(-0,6)	718,8	(-3,1)
Dokončni portfelji	2.647,2	(+42,2)	2.642,3	(+19,6)	2.652,8	(+10,5)
Prvi program nakupa kritih obveznic	4,3	(-0,2)	4,3	(-0,1)	4,3	(-0,0)
Drugi program nakupa kritih obveznic	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)	4,0	(-0,0)
Tretji program nakupa kritih obveznic	262,3	(+3,9)	262,1	(+2,2)	262,6	(+0,5)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	73,0	(-1,2)	73,0	(-1,0)	73,1	(+0,1)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	27,6	(+0,3)	27,7	(+0,6)	27,6	(-0,1)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.098,7	(+30,9)	2.095,0	(+13,0)	2.103,1	(+8,2)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	177,1	(+8,4)	176,3	(+4,9)	178,1	(+1,9)
Mejno posojilo	0,1	(+0,0)	0,1	(+0,1)	0,1	(-0,0)
					0,1	(-0,0)

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018–29. januar 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 1. avgust 2018– 30. oktober 2018	
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. oktober–18. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 19. december–29. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		
Agregatne likvidnostne potrebe	1.511,5	(+51,8)	1.487,2	(+3,8)	1.539,9	(+52,8)
Avtonomni dejavniki ²	1.384,5	(+51,4)	1.360,4	(+3,6)	1.412,6	(+52,2)
Presežna likvidnost	1.868,2	(-16,1)	1.888,4	(+14,3)	1.844,6	(-43,7)
					1.884,3	(+20,8)

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 31. oktober 2018–29. januar 2019				Prejšnje obravnavano obdobje: 1. avgust 2018– 30. oktober 2018
	Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 31. oktober–18. december	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 19. december–29. januar	Peto in šesto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,363 (-0,00)	-0,360 (+0,01)	-0,366 (-0,01)	-0,362 (+0,00)	

Vir: ECB.

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

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

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

2.2

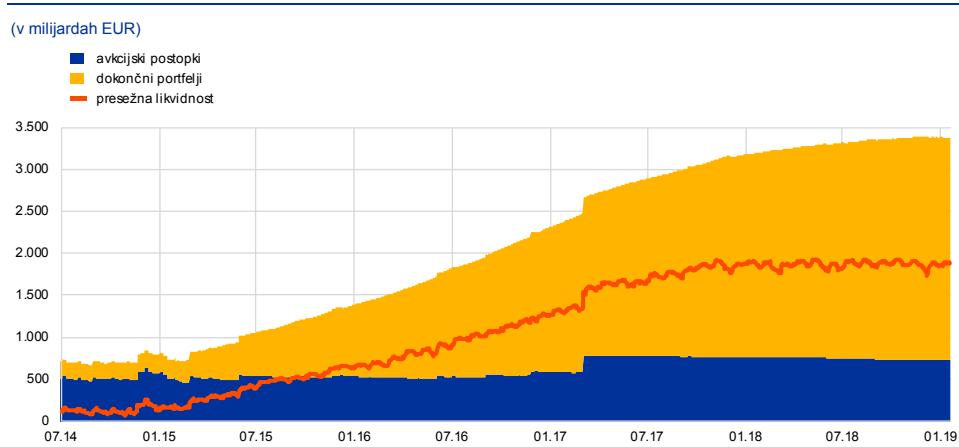
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkijskimi postopki in nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 35,7 milijarde EUR na 3.379,8 milijarde EUR (glej graf A).

Povečanje je bilo v celoti posledica neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, medtem ko se je povpraševanje v avkijskih postopkih rahlo zmanjšalo.

Graf A

Operacije odprtrega trga in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 6,6 milijarde EUR na 732,5 milijarde EUR. K temu je v celoti prispevalo zmanjšanje stanja ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju za 9,2 milijarde EUR. Povprečni znesek

likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, se je povečal za 2,5 milijarde EUR na 7,3 milijarde EUR, s čimer se je delno izničilo zmanjšanje stanja ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja.

Zaradi neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, ki so se nadaljevali tudi v decembru 2018, se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, povečal za 42,2 milijarde EUR na 2.647,2 milijarde EUR. Obseg povečanja pa je bil za 24,8 milijarde EUR manjši kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, se je v povprečju povečala za 30,9 milijarde EUR, s tretjim programom nakupa kritih obveznic za 3,9 milijarde EUR, s programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja za 8,4 milijarde EUR in s programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev za 0,3 milijarde EUR. Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic je znašalo 1,3 milijarde EUR.

2.3

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem rahlo zmanjšala za 16,1 milijarde EUR na 1.868,2 milijarde EUR (glej graf A). K zmanjšanju so prispevali večji neto avtonomni dejavniki, zlasti v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, na katere so delno vplivala gibanja obveznosti do nerezidentov euroobmočja v eurih ob koncu leta, ki jih je le delno odtehtala likvidnost, zagotovljena z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, ki so se pred vstopom v fazo ponovnega investiranja 1. januarja proti koncu decembra zmanjšali. Kar zadeva razporeditev imetij presežne likvidnosti med tekoče račune in odprto ponudbo mejnega depozita, so se povprečna imetja na tekočih računih malenkostno znižala za 0,5 milijarde EUR na 1.357,6 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je zmanjšala za 15,2 milijarde EUR na 637,8 milijarde EUR.

2.4

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,363\%$, kar je skoraj nespremenjeno od prejšnjega obravnavanega obdobja. EONIA se je gibala med najnižjo vrednostjo na ravni $-0,374\%$ 21. decembra in najvišjo vrednostjo na ravni $-0,335\%$ 27. decembra. Na zavarovanem trgu se je razlika med povprečnimi repo obrestnimi merami čez noč pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev na trgu GC Pooling¹⁵ zmanjšala. V primerjavi s prejšnjim obdobjem se je povprečna repo

¹⁵ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

obrestna mera čez noč pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev zvišala za 2 bazični točki na –0,417%, pri razširjeni košarici pa se je znižala za 2 bazični točki na –0,406%. Glavne repo obrestne mere so se ob koncu leta 2018 znižale manj izrazito kot ob koncu leta 2017, iz česar je mogoče sklepati, da so tržni udeleženci začeli finančno premoženje za zavarovanje terjatev upravljati učinkoviteje. Poleg tega je možnost posojanja vrednostnih papirjev iz Eurosistemuvega programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja še naprej pozitivno prispevala k nemotenemu delovanju repo trga.

3

Rast zaposlenosti in BDP v euroobmočju

Pripravila Vasco Botelho in António Dias da Silva

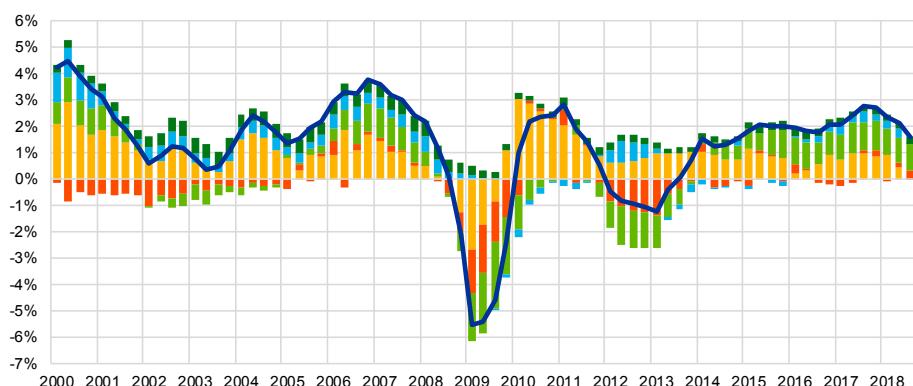
V tem okvirju so analizirana gibanja na trgu dela v euroobmočju z vidika novejših sprememb v rasti BDP. Trg dela je v celotnem letu 2018 kljub upočasnitvi realne rasti BDP ostal relativno stabilen. Iz razčlenitve BDP na produktivnost dela, rezultate na trgu dela in demografske trende je razviden večji prispevek zaposlenosti k realni rasti BDP (glej graf A). V prvih treh četrtletjih 2018 sta gospodarsko rast močno spodbujala rast zaposlenosti in stabilno upadanje stopnje brezposelnosti. Ta gibanja so v izrazitem nasprotju s trendi v začetnem obdobju okrevanja in opozarjajo na močan trga dela v euroobmočju v razmerah upočasnjevanja rasti BDP v letu 2018. Decembra 2018 je bila namreč kljub precejšnjim razlikam med posameznimi državami euroobmočja skupna stopnja brezposelnosti v euroobmočju najnižja po oktobru 2008, stopnja delovne aktivnosti pa je bila višja kot leta 2008.¹⁶

Graf A

Razčlenitev realne rasti BDP

(v odstotkih; medletne stopnje rasti)

- realni BDP
- produktivnost (na opravljeni delovno uro)
- povprečno število opravljenih delovnih ur (na zaposlenega)
- stopnja zaposlenosti (glede na aktivno prebivalstvo)
- stopnja delovne aktivnosti (glede na celotno prebivalstvo)
- celotno prebivalstvo



Vir: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Realni BDP je razčlenjen na produktivnost dela (razmerje med realnim BDP in skupnim številom opravljenih delovnih ur), povprečno število opravljenih delovnih ur na zaposlenega, stopnjo zaposlenosti (razmerje med skupno zaposlenosjo in številom aktivnega prebivalstva), stopnjo delovne aktivnosti (razmerje med številom aktivnega prebivalstva in številom prebivalstva) in celotno prebivalstvo. Število aktivnega prebivalstva je seštevek zaposlenih in brezposelnih delavcev.

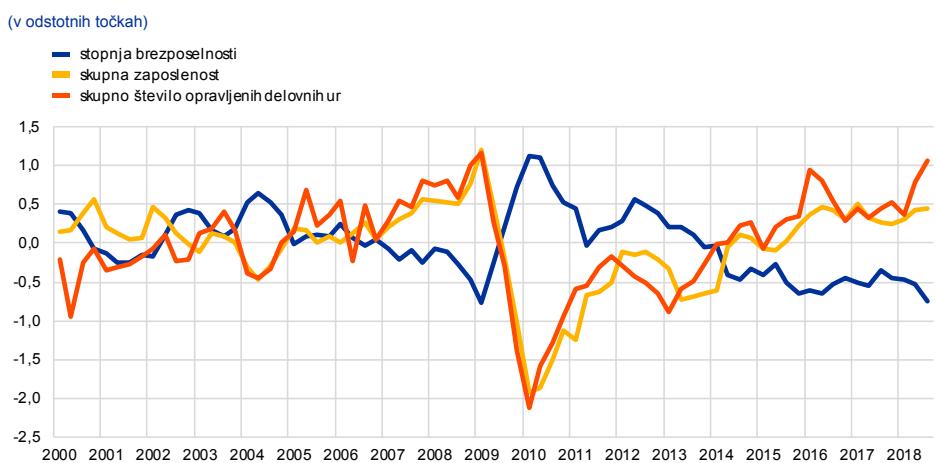
Preprosto statično razmerje med zaposlenostjo/brezposelnostjo in BDP po ocenah kaže, da so od začetka okrevanja v euroobmočju rezultati na trgu dela dobrni (glej graf B). Ob koncu leta 2018 je bila rast zaposlenosti v primerjavi z dolgoročnim statičnim razmerjem med zaposlenostjo in rastjo BDP za 0,4 odstotne točke višja od pričakovane. Pozitivni ostanki pri zaposlenosti, prisotni od začetka okrevanja, so v zadnjih treh četrtletjih 2018 postali še izrazitejši, saj medletne

¹⁶ Razlike v stopnji brezposelnosti so med državami euroobmočja še vedno velike, saj je med najvišjo in najnižjo stopnjo več kot 15 odstotnih točk razlike. Razmerje med zaposlenostjo in prebivalstvom, ki je takoj opredeljeno kot skupna zaposlenost, deljena s segmentom prebivalstva v starosti 15–74 let, se je od tretjega četrtletja 2008 do tretjega četrtletja 2018 zvišala za 0,8 odstotne točke (z 58,7% na 59,5%).

upočasnitve rasti BDP ni spremljala sorazmerna upočasnitev rasti zaposlenosti. Omenjeni pozitivni ostanki se kažejo tudi v pozitivnih ostankih pri rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur, saj se je skupno število opravljenih delovnih ur povečalo bolj, kot bi bilo mogoče pričakovati glede na stopnjo rasti BDP. Podobno so dobri rezultati na trgu dela razvidni tudi iz stopnje brezposelnosti, ki se giblje pod pričakovano vrednostjo, ocenjeno na podlagi tradicionalnega statičnega Okunovega zakona. Gibanja na trgu dela so ugodna v vseh državah,¹⁷ pri čemer je iz Okunovega razmerja dosledno razvidno, da so rezultati na trgu dela boljši od pričakovanih, kar bi lahko bilo posledica strukturnih reform, ki so prispevale k intenzivnejšemu ustvarjanju novih delovnih mest med zadnjim gospodarskim okrejanjem.¹⁸

Graf B

Ostanki pri statičnih Okunovih ocenah



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Ocene na podlagi podatkov za obdobje med prvim četrletjem 1998 in tretjim četrletjem 2018. Ostanki pri statičnem Okunovem razmerju, ki medletne spremembe v stopnji brezposelnosti, medletno stopnjo rasti skupne zaposlenosti in medletno stopnjo rasti skupnega števila opravljenih delovnih ur povezuje z istočasno medletno stopnjo realne rasti BDP.

Kljub vsemu bodo sedanji rezultati na trgu dela odvisni od narave šokov, ki vplivajo na upočasnitev realne rasti BDP. S statičnim Okunovim pristopom se izrazi dolgoročno razmerje med realno rastjo BDP in rezultati na trgu dela, pri čemer se ne upošteva kratko- in dolgoročna dinamika prilagajanja trga dela nihanjem v gospodarskem ciklu. Če bi pri ocenjevanju časovne dinamike med realno rastjo BDP in rezultati na trgu dela upoštevali dinamično specifikacijo, bi se pokazalo, da rezultati na trgu dela niso odvisni le od trenutnih sprememb v realni rasti BDP, temveč tudi od preteklih gibanj BDP.¹⁹ Ker so implicitne Okunove elastičnosti pod 1, bi nihanja v realni rasti BDP pomenila nekoliko podaljšan in zmanjšan odziv skupne zaposlenosti, stopnje brezposelnosti in skupnega števila opravljenih delovnih ur. Na sedanje dobre

¹⁷ Izjeme za tretje četrletje 2018 so: Italija – negativni ostanki pri zaposlenosti, toda pozitivni ostanki pri skupnem številu opravljenih delovnih ur in negativni ostanki pri stopnji brezposelnosti; Estonija – negativni ostanki pri zaposlenosti in skupnem številu opravljenih delovnih ur, toda pozitivni ostanki pri stopnji brezposelnosti; Malta – pozitivni ostanki pri zaposlenosti, skupnem številu opravljenih delovnih ur in stopnji brezposelnosti.

¹⁸ Glej na primer okvir z naslovom »Recent employment dynamics and structural reforms« v članku »The employment-GDP relationship since the crisis«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2016, ter okvir z naslovom »Labour and product market regulation, worker flows and output responsiveness« v »Structural policies in the euro area«, *Occasional Paper Series*, št. 210, ECB, junij 2018.

¹⁹ Glej okvir z naslovom »A quantitative investigation of the euro area employment-GDP relationship« v članku »The employment-GDP relationship since the crisis«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB, 2016.

rezultate na trgu dela in poznejša dogajanja bi lahko po drugi strani vplivala tudi specifična narava šokov, ki prizadenejo gospodarstvo.

Na splošno ti rezultati kažejo na močno dinamiko na trgu dela od začetka okrevanja in potrjujejo, da je trg dela kljub upočasnitvi realne rasti BDP v letu 2018 v zadnjem času stabilen. Medtem ko se je rast BDP v letu 2018 zmanjšala za 0,7 odstotne točke, se je rast zaposlenosti zmanjšala le za 0,2 odstotne točke, pri čemer so statični Okunovi ostanki pri brezposelnosti postali še bolj negativni, pri zaposlenosti in skupnem številu opravljenih delovnih ur pa še bolj pozitivni. Vendar pa je za trg dela značilen tudi zapoznel odziv na spremembe BDP, kar bo tudi eden od številnih dejavnikov, ki bodo vplivali na to, kako se bo trg dela razvijal v naslednjih četrтletjih.

4

Novosti v harmoniziranem indeksu cen življenjskih potrebščin: analitične skupine, skenirani podatki in spletno strganje podatkov

Pripravil Martin Eiglsperger

Harmonizirani indeksi cen življenjskih potrebščin (HICP), ki zajemajo hrano, industrijsko blago, storitve in energente, so merila, ki jih ECB uporablja za podrobnejšo analizo inflacije v euroobmočju. Z objavo indeksov HICP za januar 2019 omenjene analitične skupine – posebni agregati – temeljijo na natančnejši razčlenitvi izdelkov. Zato je razlikovanje med blagom in storitvami ter med nepredelano in predelano hrano sedaj natančnejše. Izboljšanje je rezultat izpeljave posebnih agregatov iz nove generične klasifikacije HICP – evropske klasifikacije individualne potrošnje po namenu (ECOICOP) – ki omogoča podrobnejšo razčlenitev kot klasifikacija izdelkov, ki se je uporabljala doslej. Druga novejša izboljšava je razširjena uporaba skeniranih podatkov iz trgovin. Širše se je začelo uporabljati tudi »spletno strganje podatkov« – avtomatiziran pristop k zbiranju masovnih podatkov s spletnih strani. Gledano v celoti te spremembe bolje odslikavajo dejansko gibanje cen življenjskih potrebščin v gospodarstvu, predvsem zato, ker se povečuje zajetje cen na razprodajah.

ECB spremišča in analizira inflacijo s pomočjo indeksa HICP, ki je razčlenjen na nepredelano hrano, predelano hrano, industrijsko blago, storitve in energente. Ti posebni agregati pogostokrat izkazujejo specifične značilnosti, na primer večjo volatilnost indeksov HICP, ki merijo nepredelano hrano in energente. Nekatera merila osnovne inflacije so izpeljana z izključevanjem nekaterih od teh posebnih agregatov.²⁰ Na splošno se posebni agregati uporabljajo za boljše analiziranje in razumevanje dejavnikov, ki poganjajo inflacijo.

Statistični uradi v Evropski uniji so v klasifikacijo HICP uvedli dodatno raven razčlenitve po namenu potrošnje. ECOICOP na najpodrobnejši ravni razčlenitve vključuje okrog 300 podkategorij, na primer »naprave za mobilno telefonijo« (prej so bile na najpodrobnejši ravni razčlenitve v eno kategorijo združene vse telefonske in telefaks naprave). V posebno kategorijo so združena tudi »popravila telefonskih ali telefaks naprav«. Statistični uradi pripravljajo razčlenitve nacionalnega indeksa HICP v skladu z ECOICOP za različna časovna obdobja. Medtem ko sta Francija in Litva za nazaj izračunali celotno časovno serijo, sta Irska in Finska objavili samo podatke od leta 2017 dalje.

Cenovni indeksi, ki zajemajo analitične skupine na podlagi podrobnejše klasifikacije izdelkov po namenu potrošnje, so bili uvedeni z objavo indeksa HICP za euroobmočje, ki se nanaša na januar 2019. Eurostat (statistični urad Evropske unije) je nove posebne aggregate izračunal za nazaj do januarja 2017, in sicer za euroobmočje in Evropsko unijo kot celoto ter tudi za posamezne države članice EU. Stari posebni agregati HICP so bili zamenjani. Podatki o posebnih aggregatih HICP do decembra 2016 še naprej temeljijo na manj podrobni razčlenitvi,

²⁰ Glej članek z naslovom »[Measures of underlying inflation for the euro area](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

kar pomeni, da je v časovni seriji statistični prelom. Graf A kaže, kako podrobnejša raven razčlenitve izdelkov vpliva na indeks HICP, ki meri nepredelano hrano ter industrijsko blago razen energentov. Razen delitve na nepredelano in predelano hrano je vpliv podrobnejših podatkov na posebne aggregate razmeroma majhen. Vseeno bi to lahko imelo določene posledice za napovedovanje in desezoniranje posebnih agregatov HICP.

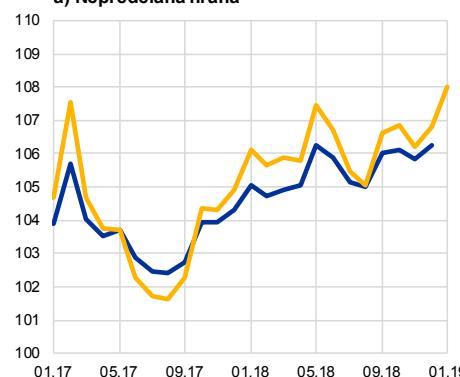
Graf A

Podrobnejša klasifikacija HICP za euroobmočje pri nepredelani hrani in industrijskem blagu razen energentov

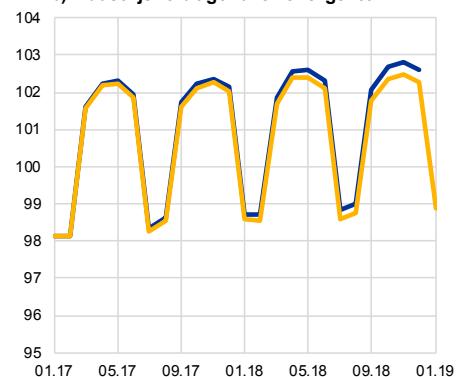
(indeks: 2015 = 100)

- obstoječa razčlenitev
- podrobnejša razčlenitev

a) Nepredelana hrana



b) Industrijsko blago razen energentov



Vir: Eurostat.

Dejstvo, da so na voljo indeksi HICP za hrano, blago, storitve in energente, ki so izpeljani iz podrobnejše klasifikacije izdelkov po namenu potrošnje, je pomembna izboljšava. Omogoča nam boljše ugotavljanje dejavnikov, ki poganjajo inflacijo, med katerimi je rast plač v storitvenih dejavnostih. Natančnejša razčlenitev naj bi prinesla prednosti tudi za ekonometrično modeliranje inflacije po analitičnih skupinah.

Z objavo HICP za januar 2019 se je uporaba spletno nastrganih podatkov še razširila, medtem ko skenirane podatke iz trgovin že uporablja več statističnih uradov. Cene v fizičnih trgovinah tradicionalno zbirajo opazovalci cen, ki se osredotočajo na cene najbolj prodajanih različic izdelkov ter obiskujejo trgovine vsaj enkrat na mesec, medtem ko so pri volatilnejših cenah obiski pogosteji. Medtem ko je v številnih državah članicah EU zbiranje cen v trgovinah še vedno najpomembnejše pri vzorčenju podatkov HICP, so številni statistični uradi začeli uporabljati oziroma intenzivneje uporabljajo skenirane in spletno nastrgane podatke.

Z novimi metodami zbiranja podatkov je na voljo precej več podatkov o cenah, kar odraža raznolikost izdelkov, in zajeto je precej večje število nakupovalnih dni v mesecu. V nasprotju s standardnim zbiranjem cen na podlagi anket v fizičnih trgovinah se pri izračunavanju indeksa s pomočjo skeniranih podatkov uporablja promet po črtni kodi izdelkov (globalni trgovinski identifikacijski številki) ali drugi identifikacijski kodi. Cene so izpeljane tako, da se promet z določenim izdelkom, ki je

identificiran s kodo izdelka, deli s prodano količino. S skeniranimi podatki se zagotavlja, da je v daljšem časovnem obdobju vključenih več izdelkov. Cene, izpeljane iz skeniranih podatkov, so v primerjavi z zbiranjem cen v določeni časovni točki bližje povprečju za določen mesec.

Nove metode zbiranja podatkov terjajo nove statistične pristope. Zaradi precej večjega obsega podatkov morajo statistični uradi podatke obdelovati avtomatizirano. Priprava cenovnih indeksov za posamezne izdelke iz skeniranih podatkov predstavlja več izzivov, predvsem kar zadeva obravnavo popustov in povečanega obsega nakupov zaradi popustov. Manjši promet v obdobju po razprodajah pomeni, da so cenovni indeksi, tehtani z obsegom prodaje, nagnjeni k odmikanju navzdol, če jih primerjamo z uveljavljenimi formulami izračunavanja cenovnih indeksov.²¹ V večini primerov statistični uradi, ki uporabljajo skenirane podatke, trenutno pripravljajo indekse brez odmika tako, da ne upoštevajo uteži, izpeljanih iz prometa. Statistični raziskovalci trenutno razvijajo metode, ki bi upoštevale promet s pomočjo uteži izdatkov ob izogibanju navzdol usmerjeni pristranskosti.²²

Kadar se uporabljajo skenirani podatki, lahko težave s pripravo indeksov povzročajo tudi ponovno uvedeni izdelki. Ponovno uvedeni izdelki sicer ohranjajo svoje bistvene značilnosti, vendar se lahko spremeni koda izdelkov, ki se nato prodajajo po višji ceni. S pripravo cenovnih indeksov na ravni kod izdelkov takšnih podražitev ne bi zajeli. Zato je treba razviti metode, s katerimi se prepoznavajo ponovne uvedbe izdelkov, tudi če je koda izdelka spremenjena.

Skenirani in spletno nastrgani podatki vplivajo na HICP na tri glavne načine: paleta različic izdelkov je večja, evidentiranje je pogostejše in pokritje meseca poročanja je večje. Skenirani podatki se običajno nanašajo na obdobje od dveh do treh tednov v mesecu. Prve ocene HICP pa lahko zajemajo krajše obdobje od tega. Z uporabo skeniranih podatkov lahko torej občasno pride do večjih oziroma pogostejših popravkov prvih ocen. Velik obseg podatkov na splošno pomeni, da na mesečne cenovne indekse bolj vpliva določanje cen v trgovinah in pri spletnih prodajalcih. Dnevi ob koncu tedna ter nakupovalni dnevi pred veliko nočjo in božičem so z novimi metodami bolje zajeti.

Skenirani podatki so boljši pokazatelj strmih sprememb cen zaradi popustov. Razprodaje okrog božiča imajo lahko določen vpliv, še posebno kadar se skenirani podatki vključujejo prvič, saj formula HICP zahteva veriženje podatkov čez december. Na splošno je z uporabo skeniranih podatkov zajetje cen na razprodajah celovitejše, tako časovno kot tudi po izdelkih, kar pomeni, da so lahko cenovni indeksi na podlagi skeniranih podatkov precej bolj volatilni.

²¹ Glej na primer de Haan, J. in van der Grient, H., »[Eliminating chain drift in price indexes based on scanner data](#)«, *Journal of Econometrics*, letnik 161(1), str. 36–46, marec 2011.

²² Glej na primer Chessa, A., Verburg, J. in Willenborg, L., »[A Comparison of Price Index Methods for Scanner Data](#)«, referat na 15. zasedanju Ottawa Group, 10.–12. maj 2017, Eltville am Rhein, Nemčija.

5

Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije

Pripravil Martin Eiglsperger

Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin (HICP) se redno ažurira zaradi spremenjenih uteži potrošnje in novih postavk ter občasno tudi zaradi metodoloških izboljšav. Ena takšnih izboljšav je spremenjen način izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v indeksu HICP za Nemčijo, ki je bil uveden z objavo HICP za januar 2019. To je privelo do popravkov medletnih stopenj rasti ne samo za Nemčijo, ampak tudi za euroobmočje kot celoto.

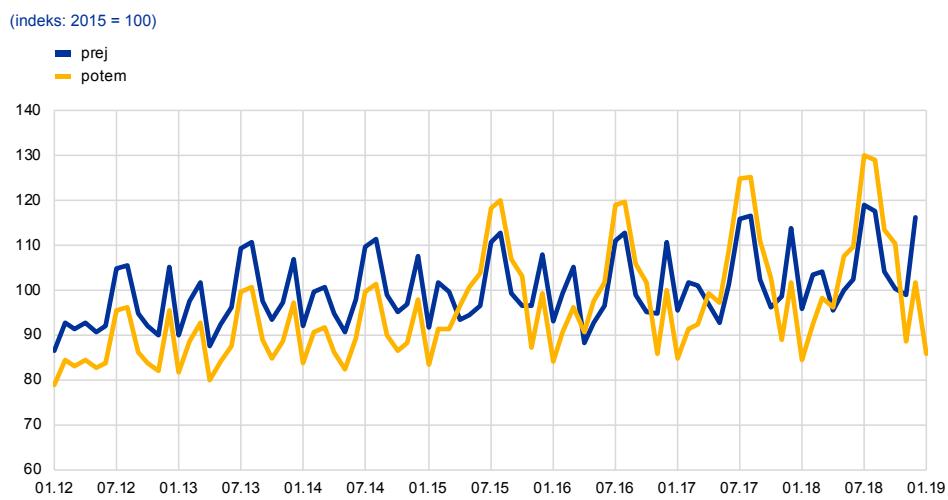
Nemški cenovni indeks počitnic v paketu sedaj kaže bolj smiselno sezonsko dinamiko. Medtem ko so se v prejšnji metodi uporabljale sezonske uteži izdatkov – v cenovnem indeksu počitnic v paketu so se v različnih časovnih obdobjih v letu uporabljale različne uteži – se pri novem pristopu uporabljajo letne uteži, ki se v celotnem letu ne spreminja. To pomeni, da na cenovni indeks počitnic v paketu ne vpliva več preklapljanje med sezonskimi utežmi na začetku in na koncu sezone. Vendar uporaba fiksnih uteži pomeni, da je treba zunaj sezone, ko cene sezonskih potovanj niso na voljo, manjkajoče cenovne spremembe oceniti. Poleti je na primer treba vključiti ocnjene spremembe cen potovanj, na katera se ljudje navadno odpravijo pozimi, pozimi pa je treba uporabiti ocnjene spremembe cen poletnih potovanj. Ocenjevanje se izvaja s pripisovanjem, pri čemer se spremembe cen počitnic zunaj sezone ocenijo na podlagi cenovne dinamike drugih potovanj, ki so v dani sezoni dejansko opravljena. Pri prejšnjem pristopu so se zimske in poletne počitnice obravnavale ločeno, medtem ko novi integrirani vzorec vključuje tudi destinacije potovanj, kamor ljudje potujejo čez celo leto. S tem se vzpostavlja razmerje med gibanjem cen sezonskih potovanj.

Metodološka sprememba je privedla do izrazitejše sezonske dinamike cenovnega indeksa počitnic v paketu tako v Nemčiji kot tudi v euroobmočju.

Graf A kaže, da indeks za euroobmočje sezonsko bolj niha kot prej, pri čemer so vrednosti v poletnih mesecih višje, v zimskih pa nižje. Novi indeks sicer izraziteje niha med sezonskimi najvišjimi in najnižjimi vrednostmi, vendar je njegova dinamika manj naključna.

Graf A

Cenovni indeks počitnic v paketu za euroobmočje pred revizijo in po njej



Vir: Eurostat.

Revidirani podatki imajo precejšen vpliv na medletno stopnjo rasti več agregatov v indeksu HICP za euroobmočje v prvem letu, v katerem je bila metodološka sprememba uvedena, zatem pa je vpliv zmernejši (glej graf B). V indeksih za obdobje od leta 2015 dalje se uporabljajo podatki, pripravljeni v skladu z novo metodo, medtem ko indeksi za leto 2014 in obdobje pred tem še vedno temeljijo na prejšnji obravnavi počitnic v paketu. Medletne stopnje rasti za leto 2015 so izračunane s pomočjo indeksov, ki temeljijo na različnih metodah, zato so izkrivljene.²³ Od leta 2016 dalje pa medletne stopnje rasti v celoti temeljijo na novi metodi in zato niso izkrivljene. Vpliv na medletne stopnje rasti za obdobje 2016–2018 je razmeroma majhen.

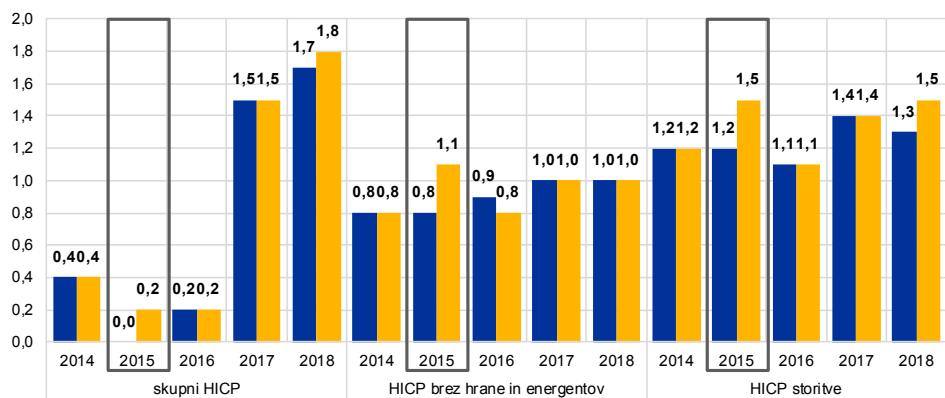
²³ Glej Eurostat, »[Improved calculations of HICP special aggregates and German package holidays methodological changes](#)«, februar 2019, str. 2.

Graf B

Vpliv metodološke spremembe v nemškem cenovnem indeksu počitnic v paketu na aggregate HICP za euroobmočje

(medletna stopnja inflacije)

■ prej
■ potem



Vir: Eurostat.

Opomba: Na medletne stopnje rasti cen storitev v indeksu HICP za leti 2017 in 2018 po reviziji vpliva tudi uvedba podrobnejše klasifikacije izdelkov. Glej okvir z naslovom »Novosti v harmoniziranem indeksu cen živiljenjskih potrebščin: analitične skupine, skenirani podatki in spletno stranje podatkov« tej številki Ekonomskega biltena.

Pri ocenjevanju preteklega gibanja inflacije morajo uporabniki ignorirati izkrivljanje medletnih stopenj rasti, zlasti za leto 2015. To na primer še posebno velja za inflacijo brez cen hrane in energentov v euroobmočju, ki je merilo osnovne inflacije (glej graf C). Zaradi revizije podatkovne serije je slika o zaporednih letih nizke osnovne inflacije izkrivljena. Za analitične namene lahko uporabniki na različne načine popravijo serijo medletnih odstotnih sprememb.²⁴ Medletne stopnje inflacije, ki ne temeljijo na podatkih iz različnih metod, lahko preprosto pridobite tako, da do decembra 2015 uporabite medletne stopnje rasti na podlagi indeksa pred metodološko spremembbo ter da od januarja 2016 uporabite medletne stopnje rasti, ki so izpeljane iz indeksa na podlagi nove metode.²⁵

²⁴ Pristopi k zmanjšanju vpliva izkrivljanja so mogoči z uporabo tehnik analiziranja časovnih serij, kot je desezoniranje.

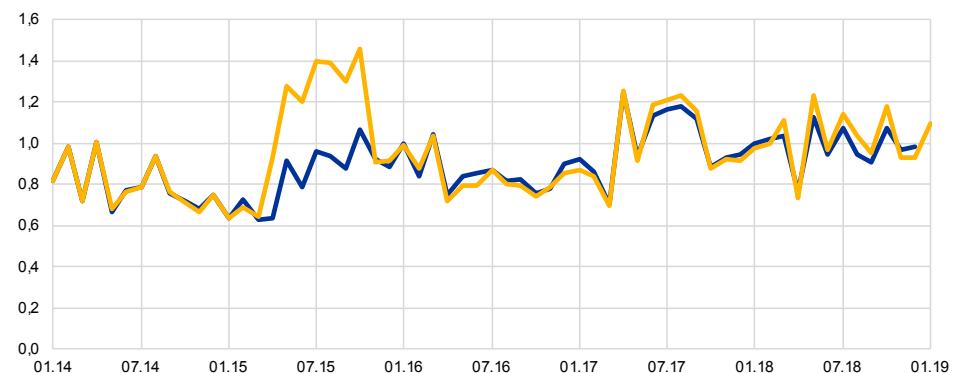
²⁵ Te metode pa ni mogoče uporabiti za izpeljavo časovne serije HICP. HICP je cenovni indeks, ki temelji na Laspeyresovi formuli (glej Eurostat, »[Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\), Methodological Manual](#)«, november 2018, str. 170.), kar pomeni, da se letne uteži izdatkov ne uporabijo pri stopnjah rasti, ampak pri komponentah indeksa.

Graf C

Inflacija brez hrane in energentov v euroobmočju pred revizijo in po njej

(medletna stopnja spremembe)

prej
potem



Vir: Eurostat.

Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga

Pripravila Cristina Checherita-Westphal

Razlika med povprečno obrestno mero, ki jo države plačujejo za svoj dolg, in nominalno stopnjo rasti gospodarstva je ključna spremenljivka za analizo gibanja in vzdržnosti javnega dolga. Sprememba javnega dolga v dveh letih je enaka obrestim, plačanim za stanje dolga, primarnemu pramanjkljaju (presežku odhodkov brez plačil obresti nad prihodki) in drugim dejavnikom (prilagoditvi med pramanjklajjem in dolgom). Kar zadeva delež v razmerju do BDP, spremembo dolga določajo predvsem primarni saldo ter razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Če je razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ($i - g$) dosledno pozitivna, je za stabiliziranje ali zmanjšanje deleža javnega dolga v razmerju do BDP potreben primarni javnofinančni presežek. Višja začetna raven dolga pomeni, da bo moral biti primarni presežek ustrezen višji. Nasprotno bi vztrajno negativna razlika $i - g$ ($i < g$) pomenila, da bi bilo mogoče delež dolga zmanjšati tudi ob primarnem proračunskem pramanjkljaju (nižjem od učinka na dolg, ki ga povzroči ta razlika).²⁶

V zadnjem času je razlika $i - g$ v večini visoko razvitih gospodarstev, vključno z državami euroobmočja, postala negativna. Po lanski jesenski napovedi Evropske komisije naj bi bila razlika $i - g$ leta 2017 v vseh državah euroobmočja, razen v Italiji, negativna. Razlika naj bi se v 12 državah euroobmočja do leta 2020 povečevala, vendar naj bi v vseh državah, razen v Italiji, ostala negativna.

Razpravo o vlogi fiskalne politike v okolju vztrajno negativne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP je obudil Olivier Blanchard v svojem predsedniškem govoru na letnem zasedanju združenja AEA leta 2019.²⁷

Blanchard na podlagi primera ZDA trdi, da so stroški javnega dolga lahko manjši, kot se navadno predpostavlja v razpravi o ekonomskih politikah. Razlog je v tem, da je (ameriška) netvegana obrestna mera (približek mejne stopnje donosa obveznic) nižja od stopnje nominalne rasti BDP, kar je prej zgodovinsko pravilo kot izjema. Če je razlika $i - g$ negativna, naj javni dolg ne bi povzročal fiskalnih stroškov. Vseeno lahko povzroča socialne stroške, vendar naj bi bili tudi ti nižji, kot se navadno predpostavlja. Ta trditev bi pomenila, da lahko ZDA vzdržijo (obnavljanje) velikih (večjih) dolgov brez precejšnjih stroškov. Avtor poudarja, da namen predavanja ni zagovarjati višjega dolga samega po sebi, temveč dopustiti možnost bogatejše razprave o dolgu in o ustreznih pravilih glede dolga, kot trenutno poteka.

²⁶ $\Delta b_t = \left(\frac{i_t - g_t}{1 + g_t} \right) b_{t-1} - pb_t + dda_t$ (eq. 1)

Enačba 1 (tipična enačba kopičenja dolga) daje preprost računovodske okvir za razčlenitev sprememb razmerja med bruto javnim dolgom in BDP (Δb_t) na njene ključne dejavnike: (i) »učinek snežne kepe«, tj. vpliv razlike med povprečno nominalno obrestno mero na javni dolg (i_t) in stopnjo nominalne rasti BDP (g_t), pomnožene z razmerjem med javnim dolgom in BDP v prejšnjem obdobju (b_{t-1}), (ii) delež primarnega proračunskega salda (presežka) (pb_t) ter (iii) prilagoditev med pramanjklajjem in dolgom kot delež BDP (dda_t) ali prilagoditev med stanjem in tokovi, ki vključuje dejavnike, ki vplivajo na dolg, vendar niso vključeni v proračunski saldo (kot so nakupi ali prodaje finančnih sredstev).

²⁷ »Public Debt and Low Interest Rates«, predsedniški govor Oliviera Blancharda na letnem zasedanju združenja AEA leta 2019 (Atlanta, 5. januar 2019). To predavanje je predstavitev njegovega zadnjega akademskega dela z naslovom »Public Debt and Low Interest Rates«.

Teoretični modeli ne dajejo jasnih zaključkov glede predznaka in velikosti razlike med obrestno mero na javni dolg in stopnjo rasti BDP. Modeli navadno temeljijo na predpostavki, da velja medčasovna proračunska omejitev, tj. sedanja vrednost prihodnjih primarnih presežkov naj bi bila enaka sedanji ravni dolga (ni nenadnih gibanj dolga). Medtem ko standardna teorija rasti predpostavlja pozitivno razliko $i - g$ za gospodarstva v ravnovesnem stanju (na poti uravnovešene rasti), vključno z netvegano obrestno mero, lahko v modelih prekrivajočih se generacij z nerazpršljivo negotovostjo ali v modelih z racionalnimi mehurčki negativna razlika $i - g$ glede javnega dolga obstaja sočasno z dinamično učinkovitim gospodarstvom.²⁸ Poleg tega je treba priznati, da se s takimi modeli analizira netvegana obrestna mera, medtem ko bi se z upoštevanjem kreditnega tveganja državnih obveznic ali možnosti neplačila stroški javnega dolga povečali.²⁹

Empirično je za gibanje javnega dolga pomembna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, kot je opredeljena zgoraj, ki je v visoko razvitih zrelih gospodarstvih v daljšem obdobju pozitivna. Vrednost $i - g$ za zrela gospodarstva se v daljšem obdobju giblje okrog ene odstotne točke.³⁰ Pozitivne vrednosti je ponavadi mogoče opaziti tudi pri največjih gospodarstvih euroobmočja (glej graf A). Po drugi strani negativne vrednosti $i - g$ dosegajo visoko razvita gospodarstva v obdobjih pregrevanja ali, bolj na splošno, nastajajoča tržna gospodarstva. Kot je dokumentirano v empirični literaturi,³¹ sta glavna dejavnika, ki prispevata k »uganki« vztrajno negativnih razlik v nastajajočih tržnih gospodarstvih, finančna represija, med drugim tudi v obdobjih hiperinflacije, in do neke mere tudi učinek dohodkovnega dohitevanja. Poleg tega ima pri gibanju dolga pomembno vlogo tudi primarni saldo. Tudi ob negativni vrednosti $i - g$ bi dovolj velik primarni primanjkljaj preprečeval stabilizacijo deleža javnega dolga. V zvezi s tem je primarni presežek v večini držav euroobmočja prispeval k temu, da se je delež dolga začel zmanjševati.³²

Poleg tega se ob jasnem trendu zniževanja obrestne mere od 1980-ih let dalje do neke mere znižuje tudi stopnja rasti BDP. V visoko razvitih gospodarstvih se zlasti od 1980-ih let znižujejo realne obrestne mere, ki so zaradi svetovne finančne krize padle na izredno nizko raven. To je bilo pogosto povezano z zniževanjem ocenjene naravne ali nevtralne obrestne mere, kar je bilo nato v številnih študijah

²⁸ Blanchard, O., in Fischer, S., *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, 1989, in Blanchard (2019), op. cit.

²⁹ Povzetek literature je v D'Erasco, P., Mendoza, E., in Zhang, J., »What is a Sustainable Public Debt?«, *Handbook of Macroeconomics*, Istranski 2B, 2016, str. 2557–2588.

³⁰ Glej Escolano, J., »A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates«, *IMF Technical Notes and Manuals*, Washington DC, 2010. V temeljnem članku OECD o merilih vzdržnosti javnega dolga (Blanchard et al., 1991) avtorji zaključijo, da, čeprav konfiguracija negativne razlike, ki jo je mogoče na teoretični ali empirični podlagi zlahka zavrniti, ostaja teoretična kurioziteta, vseeno obstaja splošno soglasje, da stanje, v katerem je obrestna mera višja od stopnje rasti, verjetno velja, če že ne vedno, vsaj v srednjem- in dolgoročnem obdobju (str. 15). Glej Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R., in Sartor, N., »The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question«, *Economic Studies*, št. 15, OECD, Pariz, 1990.

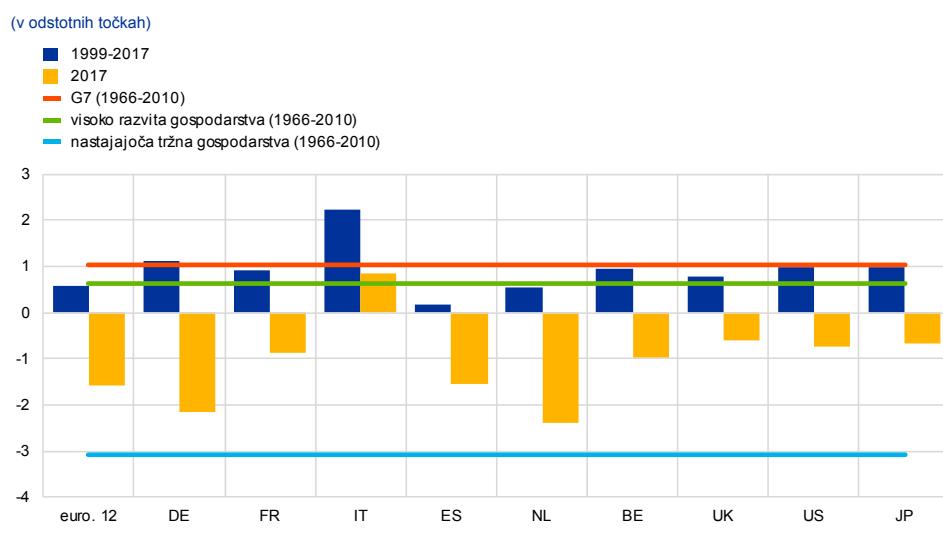
³¹ Glej na primer: Escolano, J., Shabunina, A., in Woo, J., »The Puzzle of Persistently Negative Interest-Rate-Growth Differentials: Financial Repression or Income Catch-Up?«, *Fiscal Studies*, Istranski 38(2), 2017, str. 179–217.

³² Po lanskem jesenski napovedi Evropske komisije naj bi bil leta 2018 v euroobmočju presežek primarnega salda (v višini 1,2% BDP), v ZDA in na Japonskem pa primanjkljaj (v višini 2,1% BDP oziroma 1,5% BDP). V letu 2018 naj bi po napovedi primarni presežek dosegle vse države euroobmočja, razen Francije, Španije in Latvije.

povezano z upadanjem rasti potencialnega proizvoda.³³ Zato še vedno obstaja vprašanje o gibanju razlike med obema spremenljivkama in konkretno o razlikih, ki velja pri zadolževanju države.

Graf A

Razlika med obrestno mero na javni dolg in stopnjo rasti BDP ($i-g$)



Viri: gospodarska napoved Evropske komisije (AMECO) iz jeseni 2018 za podatke za obdobje 1999–2017 (stolpci) in Escolano et al. (2017) za podatke za obdobje 1966–2010 (črte).

Opombe: Graf prikazuje razliko med povprečno nominalno obrestno mero na javni dolg (i) in stopnjo nominalne rasti BDP (g). Medletno se i opredeli kot razmerje med skupnimi plačili obresti v času t in stanjem dolga v času $t-1$, nato pa se določi povprečje za obdobja, prikazana v grafu. Na splošno podatkovne serije AMECO zajemajo javni dolg po definiciji ESR 2010 (za ZDA zvezni javni dolg). Vodoravne črte ponazarjajo povprečno razliko $i-g$ v obdobju 1966–2010 (za celotno obdobje niso na voljo podatki za vse države v vzorcu, kot je pojasnjeno v Escolano et al., 2017). Prikazani so podatki za šest največjih gospodarstev euroobmočja. Dvanajst držav euroobmočja vključuje Belgijo, Nemčijo, Irsko (brez skrajnih osamelcev za leti 2015 in 2016), Grčijo, Španijo, Francijo, Italijo, Luksemburg, Nizozemsko, Avstrijo, Portugalsko in Finsko. Vrednosti, prikazane v grafu za 12 držav euroobmočja, ponazarjajo enostavna povprečja $i-g$ v vzorcu. Druge skupine držav so tiste, kot so opisane v Escolano et al. (2017) ter večinoma v skladu z opredelitvami visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev, kot jih uporabljaj MDS.

V empirični literaturi³⁴ je opredeljenih več dejavnikov, ki vplivajo na gibanje razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Staranje prebivalstva velja za pomemben dejavnik zniževanja naravne obrestne mere in tudi zmanjševanja potencialne rasti BDP.³⁵ Poleg tega sta v literaturi globalno presežno povpraševanje (ki se kaže kot presežek tekočega računa nastajajočih tržnih gospodarstev) in enkratni učinek vzpostavitve evropske monetarne unije³⁶ prepoznana kot pomembna dejavnika, ki prispevata k zniževanju razlike $i-g$ v visoko razvitih gospodarstvih. Videti je, da imajo pri tem pomembno vlogo tudi ciklične razmere in ekonomske politike. Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP se lahko med recesijo hitro poveča, zlasti v močno zadolženih državah. Splošneje velja, da je šibkejši fiskalni položaj povezan z višjo vrednostjo $i-g$. V tabeli A je predstavljeno zgodovinsko povprečje razlike $i-g$ za 12 držav euroobmočja ob upoštevanju visokega deleža

³³ Glej Brand, C., Bielecki, M., in Penalver, A., »The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy«, *Occasional Paper Series*, št. 217, ECB, Frankfurt na Majni, 2018.

³⁴ Glej na primer Escolano et al., op. cit., in Turner, D., in Spinelli, F., »Explaining the interest-rate-growth differential underlying government debt dynamics«, *OECD Economics Department Working Papers*, št. 919, OECD, Pariz, 2011.

³⁵ Glej članek z naslovom »The economic impact of population ageing and pension reforms«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2018.

³⁶ Čeprav se je zaradi zmanjšanja pribitkov ob začetku EMU vrednost $i-g$ v nekaterih delih euroobmočja znižala, sta finančna in državna dolžniška kriza povzročili, da se je razlika nekaj časa zelo strmo povečevala.

javnega dolga in položaja v gospodarskem ciklu. Razlika je v povprečju večja, kadar je javni dolg velik (za obdobje 1999–2017 znaša 1,7 odstotne točke, kadar je delež dolga večji ali enak kot 90% BDP, in 0,0 odstotne točke, kadar je delež dolga manjši kot 90% BDP, podobni rezultati pa so zabeleženi tudi za daljše obdobje od leta 1985). To je mogoče deloma pojasniti s položajem v gospodarskem ciklu: v slabih gospodarskih časih je razlika $i-g$ precej višja kot v običajnih ali dobrih gospodarskih časih (3,0 v primerjavi z -0,5 za obdobje 1999–2017). Vendar pa je v slabih gospodarskih časih ta razlika pri močnejših zadolženih državah večja (3,8 v primerjavi z 2,5).³⁷

Tabela A

Zgodovinsko povprečje razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ($i-g$) ob upoštevanju javnega dolga in vpliva gospodarskega cikla

(v odstotnih točkah; 12 držav euroobmočja)

	Skupaj	Manjši javni dolg (< 90% BDP)	Velik javni dolg (≥ 90% BDP)
1985–2017	0,9	0,4	1,9
1999–2017	0,6	0,0	1,7
	Skupaj	Običajni in dobrí gospodarski časi (proizvodna vrzel ≥ -1,5)	Slabi gospodarski časi (proizvodna vrzel < -1,5)
1985–2017	0,9	0,1	2,9
1999–2017	0,6	-0,5	3,0
	Skupaj	Slabi gospodarski časi in manjši javni dolg (proizvodna vrzel < -1,5 in dolg < 90% BDP)	Slabi gospodarski časi in velik javni dolg (proizvodna vrzel < -1,5 in dolg ≥ 90% BDP)
1985–2017	2,9	2,4	3,7
1999–2017	3,0	2,5	3,8

Viri: podatkovna zbirka AMECO Evropske komisije, po potrebi ekstrapolirana za obdobje 1985–2017 z drugimi viri.

Opombe: Prikazane razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP so enostavno povprečje v 12 državah euroobmočja (glej graf A) za zadevna obdobja. Velik dolg je opredeljen kot delež javnega dolga v BDP, ki znaša najmanj 90%. Proizvodna vrzel v višini -1,5% je prag, ki ločuje slabe od običajnih gospodarskih časov v matriki fleksibilnosti Evropske komisije (2015). Rezultati so podobni za vzorec 24 visoko razvitenih gospodarstev, ki vključuje 19 držav euroobmočja ter Dansko, Švedsko, Združeno kraljestvo, ZDA in Japonsko.

V euroobmočju se sedanje majhne razlike med obrestno mero na javni dolg in stopnjo rasti BDP ne bi smele obravnavati kot spodbuda za višje ravni zadolžnosti, zlasti kadar je fiskalni manevrski prostor omejen. Velik javni dolg pomeni precejšnje gospodarske izzive.³⁸ Čeprav je mogoče z učinkovito javno porabo in naložbami povečati srednjeročni potencial rasti države in ublažiti negativne ciklične učinke gospodarskega upada,³⁹ sedanje visoke ravni zadolžnosti v številnih gospodarstvih omejujejo te kanale, zlasti sposobnost izvajanja proticiklične fiskalne politike v slabih časih. Zaradi tveganj v posameznih državah, svetovnih gospodarskih

³⁷ Z empirično analizo, opravljeno na vzorcu 12 držav euroobmočja, je bilo ugotovljeno, da sta javni dolg in primanjkljaj (sočasni, eno leto odloženi, petletno povprečje) pomembni determinanti razlike $i-g$ po omejitvi vpliva proizvodne vrzeli, rasti skupne faktorske produktivnosti, stopnje obremenjenosti s starim prebivalstvom, rasti prebivalstva, kratkoročne obrestne mere, $i-g$ za ZDA ter fiksnih učinkov iz posameznih let in držav.

³⁸ Pregled tveganj, povezanih z razmerami velike zadolženosti, je v članku z naslovom »[Government debt reduction strategies in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

³⁹ Več podrobnosti je v članku z naslovom »[The composition of public finances in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2017.

tveganj in tveganj glede ekonomskih politik so potrebne politike, ki bodo omejevale ranljivost držav.

Ocena Evropske komisije leta 2019 o makroekonomskih neravnotežijh in napredku pri izvajanju reform

Pripravil Nick Lighthart

Evropska komisija je 27. februarja 2019 objavila letno oceno makroekonomskih neravnotežij in napredka pri izvajanju struktturnih reform na podlagi priporočil posameznim državam, sprejetih julija 2018. Ta ocena je ključni del evropskega semestra, tj. okvira za usklajevanje ekonomskih in fiskalnih politik v EU. V tem kontekstu postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji zagotavlja okvir za ocenjevanje makroekonomskih neravnotežij. Cilj postopka je preprečiti nastanek škodljivih neravnotežij in jih dejavno odpraviti, kadar so že postala čezmerna.⁴⁰

Makroekonomski neravnotežji

Število držav, pri katerih je Komisija ugotovila neravnotežja, se je z 11 leta 2018 letos povečalo na skupno 13 (glej tabelo A). Letos so bila čezmerna neravnotežja ugotovljena v treh državah, in sicer v Italiji, Grčiji in na Cipru. Medtem ko sta bila Italija in Ciper v to skupino vključena tudi lani, je bila Grčija letos vključena prvič, saj se je poleti 2018 zaključil program finančne pomoči za to državo. Glavni izzivi so velik javni dolg, negativno neto stanje mednarodnih naložb, zelo velik delež nedonosnih posojil, še vedno visoka stopnja brezposelnosti in majhen potencial za rast. Ciper se še vedno spopada z izzivi, ki so povezani z visoko ravnjo nedonosnih posojil ter z zunanjim, zasebnim in javnim dolgom. V zvezi z Italijo Komisija ugotavlja, da so tveganja za javnofinančno vzdržnost ter večinoma zastal napredek pri izvajanju reform in odmikanje od reform zdaj zasenčila napredek, dosežen v prejšnjih letih. Poleg tega je Komisija v letošnji oceni prerazvrstila dve državi. Hrvaška je bila prerazvrščena iz skupine držav s čezmernimi neravnotežji v skupino držav z neravnotežji, med drugim zaradi zmanjšanja zasebnega, javnega in zunanjega dolga. Zaradi dejavnikov, med katerimi so manjša konkurenčnost in povečanje neravnotežij na tekočem računu, je bila prerazvrščena tudi Romunija, in sicer iz skupine držav brez neravnotežij v skupino držav z neravnotežji.

⁴⁰ Komisija neravnotežja ugotavlja tako, da na podlagi standardizirane preglednice izbere države, za katere je treba pripraviti poglobljeni pregled. Rezultati poglobljenega pregleda so lahko trije: »ni neravnotežij«, »neravnotežja« in »čezmerna neravnotežja«. Če Komisija ugotovi neravnotežja, zadevna država članica prejme priporočila glede ekonomskih politik, na podlagi katerih naj bi neravnotežja odpravila. Kadar se oceni, da so neravnotežja tako resna, da veljajo za čezmerna, lahko Komisija nadalje ukrepa tako, da Svetu priporoči, naj sproži postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

Tabela A

Zaključki Evropske komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2019

Ni neravnotežij			Neravnotežja			Čezmerna neravnotežja	Čezmerna neravnotežja in uporaba korektivnega dela (postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji)
BE	LT	PL	BG	HR	GR		
CZ	LU	SI	DE	NL	IT		
DK	HU	SK	IE	PT	CY		
EE	MT	FI	ES	RO			
LV	AT	UK	FR	SE			

Vir: Evropska komisija.

Opombe: Tri modro označene države (Hrvaška, Romunija in Grčija) so tiste, ki so bile leta 2019 v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji prerazvrščene. Za vse države v skupini »ni neravnotežij« je Komisija že v prvi fazi postopka – v poročilu o mehanizmu opozarjanja – ocenila, da ni neravnotežij. Zato za nobeno od teh držav ni bil pripravljen poglobljeni pregled.

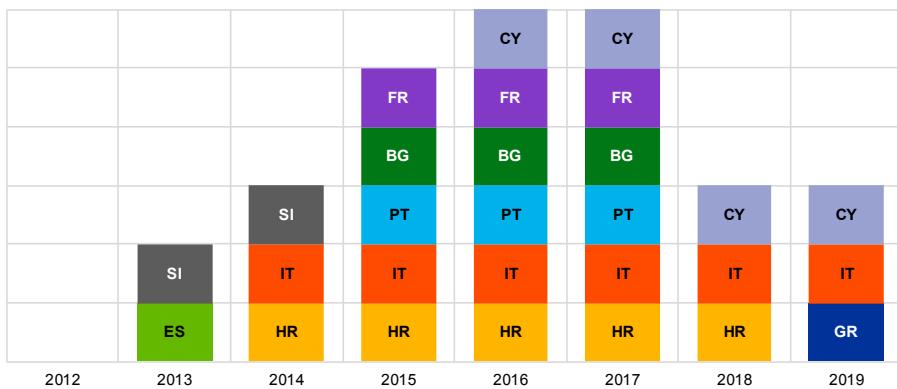
Čeprav so v nekaterih državah članicah čezmerna neravnotežja prisotna že dlje časa, postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji od takrat, ko je bil leta 2012 uveden postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ni bil še nikoli sprožen. V okviru tega tako imenovanega korektivnega dela postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji lahko Svet od države članice, ki ima čezmerna neravnotežja, zahteva, da predloži načrt korektivnih ukrepov, po potrebi pa ji lahko na koncu naloži denarne kazni. Če se vedno znova dogaja, da postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji ni sprožen, lahko to omaja verodostojnost in učinkovitost celotnega postopka. Iz grafa A je razvidno, da so v četrtini držav članic EU čezmerna neravnotežja vztrajala več zaporednih let. Čeprav je nekaterim državam sčasoma uspelo zmanjšati resnost neravnotežij, to, da so v nekaterih državah čezmerna neravnotežja stalno prisotna več let, pomeni, da bi lahko postopek bolje prispeval k odpravljanju neravnotežij. Učinkovitost in verodostojnost postopka bi bilo mogoče izboljšati z uporabo vseh razpoložljivih orodij – vključno s sprožitvijo korektivnega dela postopka pri državah, ki imajo čezmerna neravnotežja. K temu je izrecno pozvalo tudi pet predsednikov v poročilu iz leta 2015⁴¹ in pred kratkim tudi Evropsko računsko sodišče.⁴²

⁴¹ Juncker, J.-C. et al., *Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije*, junij 2015.

⁴² Evropsko računsko sodišče, *Revizija postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji*, Posebno poročilo št. 3, 2018.

Graf A

Države članice EU s čezmernimi neravnotežji



Vir: Evropska komisija.

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

Vztrajna makroekonomska neravnotežja – ne glede na to, ali so čezmerna ali ne – povzročajo ranljivost držav članic ob neugodnih makroekonomski šokih ter praviloma povečujejo verjetnost recesij, ki pogosto prinašajo visoke družbene in gospodarske stroške. Čeprav EU v zadnjih sedmih letih doživlja gospodarsko rast, negotovost, povezana z geopolitičnimi dejavniki, z grožnjo protekcionizma in makroekonomskimi neravnotežji, pomeni tveganje upada gospodarske aktivnosti. Zato je pomembno, da države začnejo ambiciozna reformna prizadevanja za okrepitev gospodarstva proti negativnim šokom.

Javni in zasebni dolg sta v nekaterih državah članicah še vedno velika glede na pretekle ravni, zaradi česar se je težje odzivati na gospodarski upad ali negativne šoke. V zadnjih letih je k zmanjšanju deleža javnega dolga v razmerju do BDP prispevala višja gospodarska rast, vendar je raven dolga v več primerih še vedno zelo visoka. Podjetjem je uspelo dolg zmanjšati hitreje kot gospodinjstvom. Hkrati se v več državah visoka zadolženost javnega in zasebnega sektorja odraža v velikem zunanjem dolgu, kar kaže, da je treba zagotoviti dovolj visok presežek tekočega računa.

Da bi spodbudili makroekonomsko uravnoteženje in preprečili nova neravnotežja v stroškovni konkurenčnosti v EU, je treba natančno spremljati vse hitrejšo rast stroškov dela na enoto proizvoda v nekaterih državah. V državah, ki imajo presežek tekočega računa in se po ugotovitvah Komisije spopadajo s primanjkljajem domačega povpraševanja in delovne sile, bi lahko rast stroškov dela na enoto proizvoda, ki je višja od povprečja v euroobmočju, olajšala ponovno uravnoteženje med državami euroobmočja. Hkrati bi bilo treba pozorno spremljati relativno poslabšanje stroškovne konkurenčnosti v ranljivejših državah z razmeroma visoko brezposelnostjo, da bi tako preprečili izničenje pozitivnih prilagoditev iz zadnjih nekaj let.

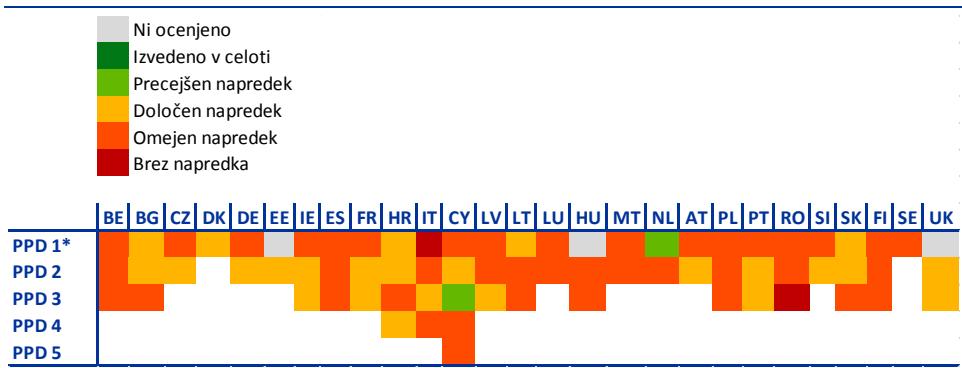
Napredek pri izvajanju reform

Za odpravljanje neravnotežij so še vedno ključne reforme, napredek pri izvajanju priporočenih reform pa vsako leto oceni Komisija. Komisija je tako pregledala izvajanje priporočil posameznim državam, ki jih je Svet sprejel julija 2018. Vsako priporočilo daje zadevni državi članici usmeritve na specifičnem področju ekonomskih politik.

Komisija tudi v tokratni oceni ugotavlja, da je bil pri izvajanju priporočenih reform dosežen le omejen napredek. Za oceno doseženega napredka se uporablja pet kategorij: »brez napredka«, »omejen napredek«, »določen napredek«, »precejšen napredek« in »izvedeno v celoti«.⁴³ Letošnje ocene so povzete v tabeli B. Od 73 priporočil posameznim državam nobeno ni bilo izvedeno v celoti, precejšen napredek pa je bil dosežen le v dveh primerih. Pri veliki večini priporočil (več kot 90%) je Komisija ugotovila, da so države članice dosegle kvečjemu določen ali omejen napredek. Pri dveh priporočilih ni bil dosežen noben napredek. Skladno z metodologijo Komisije »brez napredka« pomeni, da zadevna država članica ni niti kredibilno napovedala ukrepov, s katerimi bi si prizadevala uresničiti priporočila. Nenazadnje je najbolj skrb zbujoče to, da države, ki se spopadajo s čezmernimi neravnotežji, kljub veliki ranljivosti v zadnjem letu niso dosegle bistveno večjega napredka od povprečja EU. Enako velja tudi za države z neravnotežji. Na splošno je bil letos napredek pri izvajanju reform enako slab kot lani.⁴⁴

Tabela B

Ocena Evropske komisije o izvajanju priporočil posameznim državam iz leta 2018



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Ocena PPD 1* (priporočila posamezni državi) ne vključuje skladnosti s Paktom za stabilnost in rast, ki jo bo Komisija ocenila pozneje spomladi 2019. »Ni ocenjeno« velja v primerih, ko se PPD 1 večinoma ali izključno nanaša na Pakt za stabilnost in rast.

⁴³ »Izvedeno v celoti« pomeni, da je država članica izvedla vse ukrepe, s katerimi ustrezno uresničuje priporočila; »precejšen napredek« pomeni, da je država članica sprejela ukrepe, s katerimi v veliki meri uresničuje priporočila, od katerih je bila večina izvedenih; »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 uresničena v celoti, saj so bili izvedeni samo nekateri sprejeti ukrepi; »omejen napredek« pomeni, da je država članica napovedala določene ukrepe, vendar se priporočila uresničujejo v omejenem obsegu, oziroma je predložila nezakonodajne akte, vendar brez nadaljnjega ukrepanja z vidika izvedbe priporočil; »brez napredka« pomeni, da država članica ni niti kredibilno napovedala niti sprejela nobenih ukrepov za uresničitev priporočil.

⁴⁴ Glej okvir z naslovom »Ocena Evropske komisije o makroekonomskih neravnotežijih in napredku pri izvajanju reform«, Ekonomski bilten, številka 2, ECB, 2018.

Napredek pri izvajanju reform je neenakomeren, pri čemer je še zlasti nezadosten na področju trgov proizvodov in javnih financ. Nekoliko več je bilo doseženega pri določenih vidikih finančnega sektorja in trga dela. Hkrati Komisija opaža tudi primere odmikanja od reform, na primer glede dolgoročne vzdržnosti javnih financ (vključno s pokojninami).

Nadaljnje reforme za izboljšanje naložbenega okolja so bistvene za spodbujanje dobro usmerjenih naložb, ki povečujejo produktivnost, potencialno rast in odpornost. Komisija ugotavlja, da so največje ovire za naložbe nizka kakovost institucij in obremenjujoči predpisi. Z vzpostavljivo naložbam prijaznega okolja se bodo okrepile naložbe, osredotočene na produktivnost in rast, kar je na tej točki gospodarskega cikla ključnega pomena. Po drugi strani so naložbe najučinkovitejše, če so dobro ciljno usmerjene. Čeprav so v večini držav EU potrebne naložbe v izobraževanje, raziskave, razvoj in inovacije, je pomembno, da se stekajo v tiste sektorje, v katerih bi z njimi najbolj povečali rast produktivnosti in konkurenčnosti. V ta namen je Komisija naredila pozitiven korak, ko je poročilom za vsako posamezno državo dodala novo prilogu. V prilogi so opredeljene naložbene potrebe in ozka naložbena grla v posameznih državah, namen pa je tudi bolje uskladiti porabo sredstev EU z analizo v okviru evropskega semestra.

Članek

1 Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases

Prepared by Felix Hammermann, Kieran Leonard, Stefano Nardelli and Julian von Landesberger

Following the Governing Council's decision in December 2018 to end net asset purchases under the Eurosystem's asset purchase programme (APP), this article reviews the implementation and effects of the asset purchases. The APP has proved to be an adaptable and effective instrument to ease monetary and financial conditions, foster economic recovery, counteract disinflationary pressures and anchor inflation expectations, thereby supporting a sustained adjustment in the path of inflation towards price stability. The APP has been part of a package of policy measures together with negative interest rates on the deposit facility, forward guidance and targeted longer-term refinancing operations (TLTROs), jointly creating synergies that have enhanced the effectiveness of each of the package's individual components. From an implementation viewpoint, the Eurosystem ensured that asset purchases were conducted smoothly and flexibly by striving for market neutrality and mitigating unintended side effects for market functioning.

Whereas net asset purchases have come to an end, principal payments from maturing securities purchased under the APP will continue to be reinvested as this, together with enhanced forward guidance, provides the monetary accommodation that the Governing Council judges to be required for the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2% over the medium term.

1 Introduction

The APP is part of a package of policy measures that was initiated in mid-2014 to support the monetary policy transmission mechanism and provide the amount of policy accommodation needed to ensure price stability. The room for further interest rate cuts had become very limited after monetary conditions were eased in the wake of the financial and sovereign debt crises by cutting key interest rates and deploying unprecedented measures to support monetary policy transmission. The APP, in combination with negative interest rates on the deposit facility, forward guidance and TLTROs, has helped the ECB meet its price stability objective. The APP comprises the third covered bond purchase programme (CBPP3, launched on 20 October 2014), the asset-backed securities purchase programme (ABSPP, launched on 21 November 2014), the public sector purchase programme (PSPP, launched on 9 March 2015) and the corporate sector purchase programme (CSPP, launched on 8 June 2016). APP net asset purchases were conducted until the end of December 2018, involving a total amount of €2.6 trillion. A snapshot of the APP portfolio in December 2018 shows the PSPP contributing the largest share,

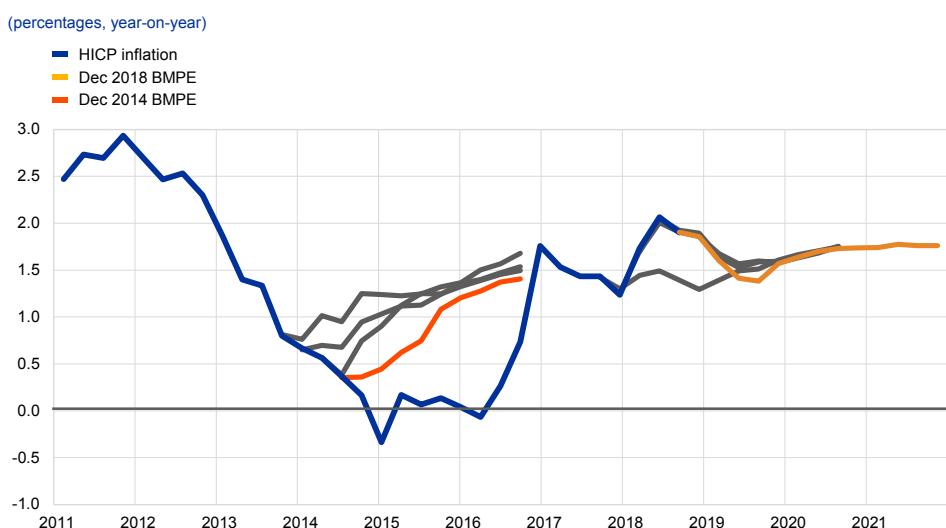
accounting for 82% of the total net purchases, followed by the CBPP3 (10%), the CSPP (7%) and the ABSPP (1%). The size of the APP portfolio is currently being kept stable by reinvesting principal payments from maturing securities.

2 The monetary policy rationale for launching the APP

Following a double-dip recession in the wake of the financial and sovereign debt crises, the euro area experienced a prolonged period of deleveraging, an atypically shallow recovery and persistently weak inflation. Bank lending conditions started to deteriorate and loan volumes (in particular those involving non-financial corporations) to contract at the end of 2011. Persistent weakness in the underlying growth momentum perpetuated capacity underutilisation, as also visible in high levels of unemployment. Inflation rates exhibited a protracted downward trend: in the core components, this was due to the general economic weakness, while declines in energy and food prices influenced the headline readings. Euro area inflation was generally projected to remain weak and fall over time, as reflected in successive downward adjustments in macroeconomic projections by most international organisations and the ECB (see Chart 1). Euro area annual HICP inflation fell to -0.2% in December 2014, and Eurosystem staff macroeconomic projections entailed further substantive downward revisions of inflation forecasts, from 1.1% to 0.7% in 2015 and from 1.4% to 1.3% in 2016.

Chart 1

Actual and projected HICP inflation with revisions



Sources: Eurosystem staff macroeconomic projections and ECB calculations.

Notes: The grey lines in the chart refer to projected HICP inflation underpinning the (Broad) Macroeconomic Projection Exercise (B)MPE projection vintages in 2014 and 2018.

Persistently weak inflation in 2013-2014 contributed to a downtrend in inflation expectations and an increasing risk of those expectations becoming unmoored from the ECB's price stability objective. Market-based measures of inflation expectations drifted to extraordinarily low levels. At the end of December 2014 the option-implied probability density function of euro area inflation indicated that markets

assigned a probability of almost 50% to deflation and saw only a marginal probability of annual inflation reaching a level close to 2% or above (see Chart 9 below). These developments indicated risks that too prolonged a period of low inflation could become entrenched in inflation expectations, with adverse consequences for price stability.

To reverse the downtrend in inflation and forestall a disanchoring of inflation expectations, the APP was designed to expand and complement existing monetary policy measures. With the APP, announced in January 2015, the PSPP, an additional programme consisting of purchases of debt securities issued by public entities, was launched to complement the two ongoing asset purchase programmes, the CBPP3 and the ABSPP.

During the period 2015-2018 net asset purchases under the APP were the principal instrument of monetary policy and their size and duration were linked to achieving a sustained adjustment in the path of inflation towards price stability. In January 2015, following the APP announcement, net asset purchases were made the principal policy instrument and the Governing Council adopted a structured forward guidance. The first building block of this guidance pertained to the principal instrument itself and featured a combination of a time-dependent and state-dependent formulation. The time-dependent leg stated that the net asset purchases were intended to run at a certain monthly pace at least until a specific date (see Figure 1). The state-dependent leg established an explicit link to the price stability objective ("or beyond, if necessary, and in any case until the Governing Council sees a sustained adjustment in the path of inflation consistent with its inflation aim"). As shown in Figure 1, following the first announcement in January 2015 the Governing Council extended the programme through a series of recalibrations, in which the minimum horizon for the monthly purchases was pushed back sequentially and the pace of purchases was adjusted as necessary to advance progress towards the sustained adjustment. The second building block of the forward guidance pertained to the period over which the Governing Council expected that it would not be appropriate to raise the key ECB interest rates. In March 2016 the length of that period was linked to the end of the net asset purchases.

Figure 1

Summary of the APP and other policy measures between June 2014 and December 2018

APP	Other policy measures
	Jun 2014
ABSPP-CBPP3 Purchases of ABS and covered bonds	Sep 2014
PSPP purchases of public sector securities €60bn monthly purchases until September 2016, including ABSPP/CBPP3	Jan 2015
APP recalibration I Extension to March 2017 and reinvestment of principal payments	Dec 2015
APP recalibration II €80bn monthly purchases and higher issue share limit for certain issuers	Mar 2016
CSPP purchases of corporate sector securities	
APP recalibration III €60bn monthly purchases until December 2017, minimum remaining maturity for PSPP-eligible securities reduced from two years to one and purchases below the DFR if necessary	Jun 2016
APP recalibration IV €30bn monthly purchases until September 2018 (starting from January 2018)	Oct 2017
APP transition €15bn monthly purchases until December 2018	Jun 2018
APP transition End of net purchases and reinvestment of maturing securities	Dec 2018
TLTRO-I Max. maturity in September 2018 with uptake depending on net lending and mandatory early repayment	MRO: 0.15% MLF: 0.40% DFR: -0.10%
	MRO: 0.05% MLF: 0.30% DFR: -0.20%
	MRO: 0.05% MLF: 0.30% DFR: -0.30%
	MRO: 0.00% MLF: 0.25% DFR: -0.40%
	TLTRO-II No mandatory early repayment and minimum lending rate at the DFR

Source: ECB.

Notes: MRO indicates the interest rate on main refinancing operations, MLF the interest rate on the marginal lending facility and DFR the interest rate on the deposit facility.

The Governing Council adopted APP modalities in accordance with the primary objective of price stability. APP design features were geared to provide the degree of policy accommodation necessary to deliver on the price stability mandate when it was hardly possible to lower key interest rates any further. In line with the prohibition on monetary financing laid down in Article 123 of the Treaty on the Functioning of the European Union, purchases of public sector securities were limited to the secondary market.

The APP was designed to take into account both market structures and the institutional set-up of the euro area. Purchases of public debt instruments were guided by the ECB capital key, which specifies the share of the ECB's capital attributable to each of the national central banks. At the same time, private sector programmes were based on the market capitalisation of the eligible bonds included in the purchases.

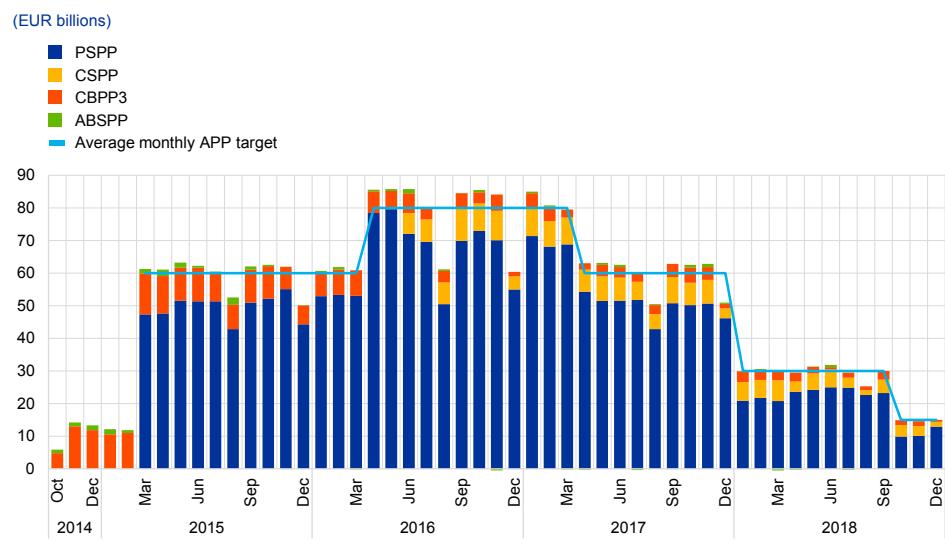
3 Implementation issues

3.1 Market neutrality

When implementing the APP, the Eurosystem aimed to ensure market neutrality in order to minimise the impact on relative prices within the eligible universe and unintended side effects on market functioning. For instance, while aimed at affecting bond prices, the APP purchases were conducted with a view to preserving the price discovery mechanism and limiting distortions in market liquidity. Key features designed to ensure market neutrality in APP implementation are detailed below.

Clear and observable monthly APP targets were defined, with seasonal patterns in market liquidity also being taken into account. The average monthly APP target set ex ante by the Governing Council was decomposed internally into monthly purchase guidance per programme. The programme operating in the most liquid market, the PSPP, acted as a buffer to ensure the precise fulfilment of the overall monthly purchase target. In addition, the Eurosystem took into account seasonal patterns in fixed income market activity, such as the decline in market liquidity from mid-July to late August and in December. Purchase activity was front and back-loaded around these periods (see Chart 2). In all months, the purchase guidance was expressed in monthly totals, rather than strict daily volumes, providing flexibility in the day-to-day execution of purchases.

Chart 2
Pace and composition of net APP purchases



Source: ECB.

Note: The average monthly APP targets were first set by the ECB Governing Council at the beginning of the PSPP in March 2015.

Comprehensive ex ante communication on the operational parameters of the APP supported the price discovery mechanism. The parameters defined the operational scope of the APP through (i) stringent eligibility criteria aligned with the procedures in place for the Eurosystem collateral framework⁴⁵ and using the expertise of Eurosystem collateral management experts, (ii) maturity restrictions,⁴⁶ (iii) the exclusion of certain issuers,⁴⁷ (iv) pricing frameworks to ensure that purchases were conducted taking into account available market prices, and (v) different limit systems.⁴⁸

The Eurosystem took a rule-based approach to the composition of purchases with a view to maintaining adequate diversification across issuers and counterparties. APP purchases were broad-based across jurisdictions, maturity segments, issuers and types of eligible bond in terms of different coupon types or different collateral types, for instance. For the PSPP, the ECB's capital key provided a straightforward, stable guideline for the composition of purchases across jurisdictions.

⁴⁵ Assets were thus subject to a minimum credit quality requirement of step 3 on the Eurosystem's harmonised rating scale, which implied having at least one credit rating provided by an external credit assessment institution accepted under the Eurosystem credit assessment framework. Assets were also required to be euro-denominated and issued and settled within the euro area. For ABSs, the underlying debtors were required to be predominantly located within the euro area.

⁴⁶ At the end of 2018, the minimum remaining maturity for the PSPP was one year and the maximum remaining maturity 30 years. The minimum remaining maturity for the CSPP was six months and the maximum remaining maturity 30 years. No maturity restrictions were defined for the CBPP3 or the ABSPP.

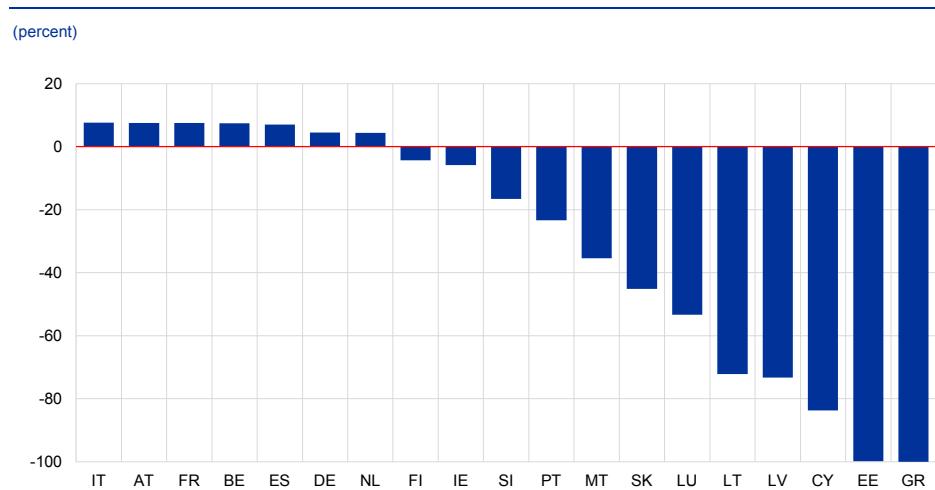
⁴⁷ Securities issued by credit institutions were not eligible for the CSPP. Debt securities of bad banks were not eligible for the PSPP.

⁴⁸ The issue share limit for the private sector purchase programmes was 70%, with lower limits for the CSPP in specific cases. The PSPP issue share limit was 33% of the issued amount outstanding, subject to case-by-case verification that it would not lead to the Eurosystem having a blocking majority for the purpose of collective action clauses (in which case it was set at 25%). The PSPP issuer limit was also 33%.

The Eurosystem geared its monthly purchase allocation to align a jurisdiction's share in the stock of PSPP purchases as closely as possible with the respective share of the ECB capital key by the end of the net asset purchase phase. Chart 3 illustrates the deviation of the share of cumulative net purchases at the end of 2018 relative to the ECB capital key for each jurisdiction. For instance, the Eurosystem's stock of German securities at the end of 2018 was 4.5% above the German share of the ECB capital key. This surplus equates to €22.3 billion.

Chart 3

Deviation in the share of net cumulative purchases relative to the ECB capital key at the end of 2018



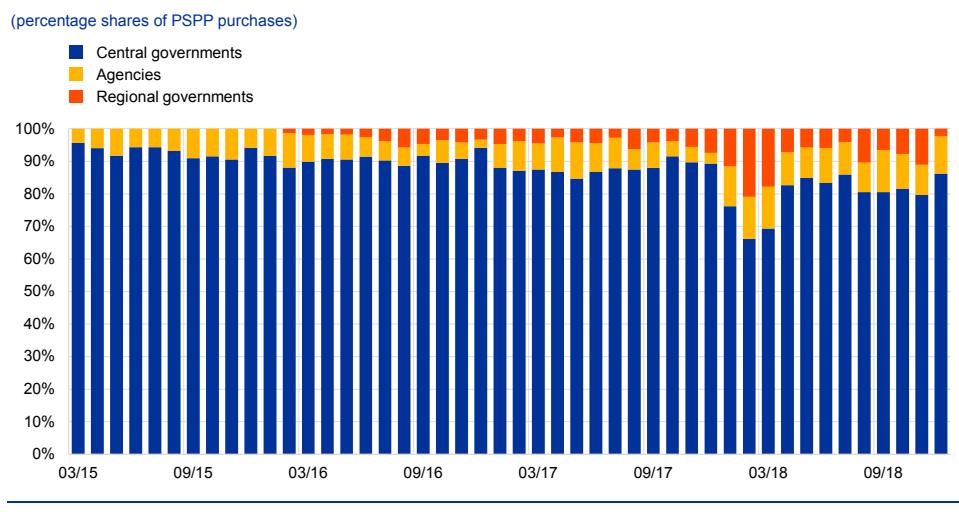
Source: ECB.

A relative share of the PSPP stock above the ECB capital key in a jurisdiction resulted mechanically from the need to offset downward deviations in other jurisdictions. These downward deviations arose for two reasons. First, Greek government bonds were ineligible for the PSPP over the entire net asset purchase phase. Second, limitations were experienced in the availability of bonds for purchase, which arose, for instance, as bonds were held by hold-to-maturity investors or because of the overall size of the eligible universe in some jurisdictions.

APP purchases were executed regularly, while some flexibility was maintained to adapt to prevailing market conditions (see Box 1). The Eurosystem aimed to maintain a continuous market presence throughout the day, thereby avoiding temporary market dominance. Depending on a central bank's operational modalities, flexibility can relate inter alia to the selection of securities to purchase, the timing of operations and the overall purchase amount for the day. Moreover, spreading purchases flexibly across the different asset classes included in a programme also helped to preserve market neutrality. As an example of this flexibility, the share of regional government purchases as a proportion of total PSPP purchases fluctuated significantly in 2018 (see Chart 4).

Chart 4

Central government, agency and regional government purchases



Source: ECB.

Box 1

Purchase methods

Prepared by Bryan Gurhy and Beatriz Sotomayor

The Eurosystem executed close to 225,000 transactions under the APP between 2014 and 2018. These transactions were conducted in accordance with the conventions of the respective fixed income market and alongside other market participants. Over time, the Eurosystem fine-tuned its purchase methods to reflect evolving market conditions. This box describes the main purchase elements of the APP.

All Eurosystem NCBs and the ECB executed APP purchases, with the ECB also coordinating the implementation of the programmes. PSPP purchases were conducted by the entire Eurosystem. The CBPP3 was executed by a large number of NCBs and the ECB, while six specialised NCBs⁴⁹ bought assets under the CSPP. As of April 2017, ABSPP purchases have been conducted exclusively by six NCBs acting as internal asset managers.⁵⁰ Prior to that, external asset managers and some NCBs had conducted the ABSPP purchases together.

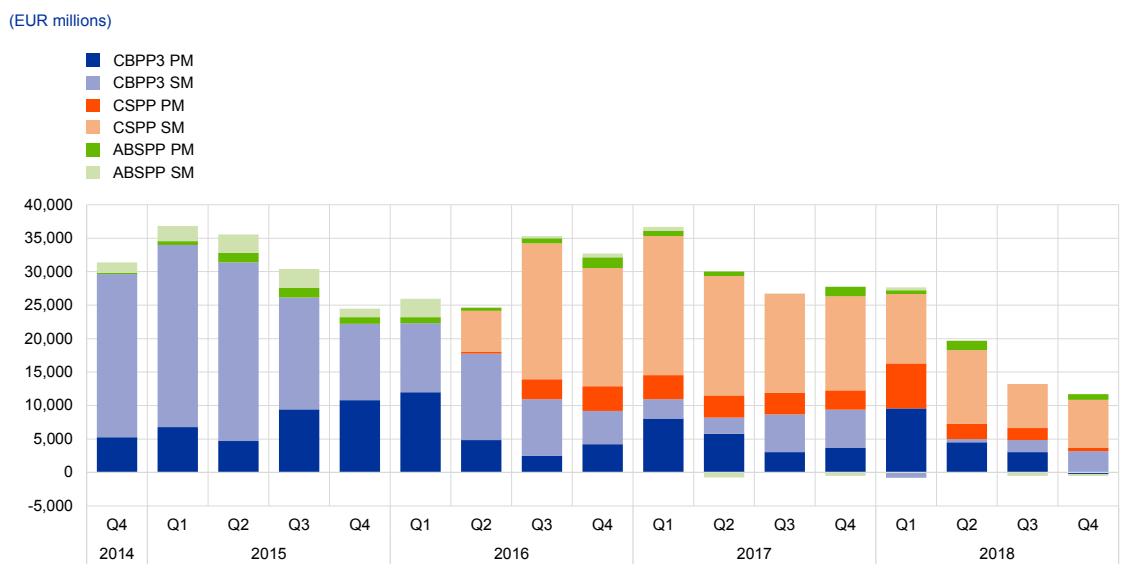
Purchases under the private sector programmes were conducted alongside other market participants in both the primary and the secondary market, with the proportional shares varying over time as a reflection of issuance patterns and secondary market liquidity (see Chart A). The standard Eurosystem primary market bid size was set with a view to striking a balance between supporting individual issuances and drawing on the flexibility offered by secondary market purchases.

⁴⁹ The six specialised central banks were the Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, the Deutsche Bundesbank, the Banco de España, the Banque de France, the Banca d'Italia and Suomen Pankki – Finlands Bank.

⁵⁰ Central banks involved in this task were the Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, the Deutsche Bundesbank, the Banco de España, the Banque de France, the Banca d'Italia and De Nederlandsche Bank.

Chart A

Private programme purchases broken down by primary and secondary market



Source: ECB.

Notes: Purchases approximated from change in holdings. Negative values for a subcategory indicate that redemptions were greater than gross purchases for that period.

The majority of APP purchases were executed by bilateral trades with counterparties. These trades were conducted via major electronic platforms and by voice. Bilateral trading entails responding flexibly to market participants' offers, requesting prices from several counterparties for the same security and then trading at the best price. Bilateral trades are particularly well suited to the liquidity and heterogeneity of euro area bond markets as they can be tailored to market conditions in order to avoid market distortions. For instance, the PSPP purchased securities of 110 issuers,⁵¹ while other major central banks generally purchased only a single sovereign issuer when implementing their large-scale asset purchase programmes.

The Deutsche Bundesbank, the Banque de France, Lietuvos Bankas and De Nederlandsche Bank conducted regular auctions in specific market segments when implementing the PSPP. The decision to use auctions reflected the intention to achieve certain volumes while also taking account of transparency considerations. In the days before each auction, market participants were provided with a list of securities that each NCB was considering buying at prevailing market prices. This gave counterparties a well identified "liquidity window" every week to communicate their interest in selling specific securities while being guaranteed equal pricing. Some NCBs focussed their auctions on illiquid bonds, which were difficult to source bilaterally, while others used auctions for liquid bonds to foster price transparency for other market participants. The Eurosystem applied the same trading rules to align the purchase price in bilateral trading and reverse auctions with the prevailing market offer price.

Bid wanted in competition (BWIC) is a transaction method specific to the ABS market. BWICs are organised by dealers on behalf of investors to sell ABS holdings while ensuring best execution by inviting a large range of potential buyers. The ABSPP regularly participated in BWICs for both liquid and less liquid jurisdictions and across all ABS collateral types. The share of ABSPP purchases

⁵¹ In addition to the 17 central government issuers, the PSPP purchased securities of 43 PSPP-eligible agencies and of 43 regional governments and six EU supranational institutions as well as one non-financial corporate.

executed through BWICs was relatively low, however, as the Eurosystem aimed to purchase at market prices without pushing prices to artificially high levels. The ECB set up a governance structure to assess all securities purchased and provide guidance on appropriate market pricing.

3.2 Fixed income market liquidity and its interaction with APP implementation

The APP purchases were executed in a way that aimed to safeguard the liquidity of euro area fixed income markets. Eurosystem staff regularly assessed bond market liquidity indicators. Taken together with market intelligence, these assessments indicate that the design of the APP has been successful in mitigating potential detrimental effects on market functioning and that the impact of the APP on market liquidity has been at most transitory.⁵²

Daily purchase modalities, and in particular the day-to-day selection of securities to be purchased, were applied with a view to preserving market liquidity conditions. The Eurosystem actively incorporated the offers from a broad range of counterparties in the daily bond selection. In addition, significant efforts were undertaken to avoid buying securities that were scarce, as measured by such metrics as relative value indicators, pricing in the repo market and trading volumes.

The size of individual transactions was responsive to the observed offer sizes. For APP transactions, the average secondary market transaction ranged from €4 million in the CSPP to €14 million in the PSPP. These averages mask compositional heterogeneity, with transaction sizes increasing for more liquid securities and declining for illiquid bonds.

Using a broad set of counterparties facilitated the smooth implementation of purchases and fostered competition, with the Eurosystem trading with more than 350 counterparties. A very large majority of APP purchases involve counterparties located in a different country from the purchasing central bank, which also impacted the distribution of Target 2 balances across jurisdictions.⁵³ Individual central banks expanded their set of counterparties in order to reach all relevant segments of the fixed income market. APP implementation thus avoided persistent effects in the micro-structure of bond market segments through the competitive use of counterparties. Against this background, the Eurosystem adopted a wide range of transparency tools to minimise the informational advantages for eligible counterparties. These initiatives helped to level the playing field among financial market participants while preserving the timely execution of operations (see Box 2).

⁵² See Jurskas et al., “Euro area sovereign bond market liquidity since the start of the PSPP”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2018, pp. 41-44.

⁵³ See Box 1 entitled “The ECB’s asset purchase programme and TARGET balances: monetary policy implementation and beyond”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB 2017, pp. 21-26 and Box 2 entitled “TARGET balances and the asset purchase programme”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016, pp. 20-23.

Box 2

Providing additional transparency on aggregate APP holdings

Prepared by Kieran Leonard and Beatriz Sotomayor

Transparency has played a central role in the APP by allowing market participants to better understand how the programmes are implemented. The regular disclosure of information on APP purchases and holdings on the ECB website was complemented by additional information on the CSPP in a box in the June 2017 issue of the Economic Bulletin.⁵⁴ Similar data on the aggregate holdings of the CBPP3 and the ABSPP are presented below. In addition, the box provides a comparison of the weighted average maturity of PSPP net cumulative purchases with the relevant eligible universe.

CBPP3 purchases were broadly oriented towards a market capitalisation-based benchmark of eligible securities, with due consideration being given to market liquidity conditions. This allowed purchases to be conducted across a broad range of countries on an ongoing basis. The Eurosystem was responsive to the availability of individual bonds in day-to-day implementation.

Table A

Country and rating distributions of CBPP3 holdings and benchmark at the end of 2018

Jurisdiction	Country of risk distribution		Credit rating distribution		
	Holdings	Benchmark	Rating	Holdings	Benchmark
FR	26.2%	30.0%	AAA	68.9%	76.5%
DE	22.0%	22.8%	AA	28.1%	20.4%
ES	21.8%	15.1%	A	2.7%	2.7%
IT	11.5%	9.0%	BBB	0.3%	0.3%
NL	5.7%	8.3%			
FI	3.7%	4.6%			
AT	3.3%	4.4%			
Other euro area	5.7%	5.9%			

Sources: ECB and ECB calculations.

Notes: The benchmark is constructed using the universe of eligible securities pertaining at the end of 2018. The weights of certain covered bond classes have been adjusted lower to reflect their lack of availability and illiquidity. Only bonds with an asset rating are included in the data for the credit rating distribution. The ratings are first-best asset ratings. The distributions are by nominal value.

The market capitalisation approach evolved over time, with the benchmark weights attached to certain securities decreasing as some covered bond categories were found to be increasingly hard to purchase. For example, the launch of TLTRO-II increased the attractiveness of retaining covered bonds as collateral rather than placing them in the market. To account for this, the relative weight of retained covered bonds was reduced in the eligible CBPP3 benchmark.

To accommodate the dynamic nature of the CBPP3-eligible universe, with its variable issuance patterns and liquidity conditions across jurisdictions, the market capitalisation-based benchmark was updated regularly so as to guide future purchases. This evolutionary approach is the main explanation for the differences evident in Table A, where, for example, CBPP3 holdings in Spanish covered bonds are considerably higher than the current benchmark would imply. At the same time, the share of French covered bonds in the holdings has increased over time, guided by an increase in their benchmark weight. The deviations in the rating

⁵⁴ See Box 2 entitled “The ECB’s corporate sector purchase programme: its implementation and impact”, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2017, pp. 40–45.

distribution between CBPP3 holdings and the current benchmark also reflect the outcome of the evolutionary approach.

Turning to the ABSPP, the cumulative gross purchases have been added to the presentation of holdings to provide a more accurate illustration of implementation across the Eurosystem (see Table B). This additional information is needed to reflect the faster repayment of ABSs compared to other fixed income asset classes, with cumulative gross purchases of €51.6 billion set against holdings of only €27.5 billion at end-2018.

Table B

Country, collateral and rating distribution of ABSPP holdings and universe at the end of 2018

Jurisdiction	Country of risk distribution			Credit rating distribution		
	Gross purchases	Holdings	Universe	Rating	Holdings	Universe
NL	41.4%	50.1%	38.1%	AAA AA A BBB Collateral type distribution Residential mortgages Auto loans Consumer loans Leasing contracts Credit card receivables Loans granted to SME	87.0%	80.0%
IT	18.7%	13.5%	15.4%		12.1%	15.4%
DE	17.2%	12.7%	16.0%		0.8%	4.4%
ES	8.2%	9.8%	10.8%		0.1%	0.2%
FR	8.0%	6.9%	10.4%			
IE	2.5%	3.7%	4.1%			
PT	2.3%	1.6%	3.3%			
FI	1.0%	1.0%	0.6%			
BE	0.7%	0.7%	1.3%			

Sources: ECB, Bloomberg, company publications.

Notes: The universe is a theoretical measure of the purchasable senior tranche securities eligible as Eurosystem collateral outstanding at the end of 2018. Credit rating distribution based on second-best rating consistent with collateral eligibility. The distributions are by outstanding amount.

Gross ABSPP purchases were more broadly distributed across jurisdictions than the holdings at the end of 2018 would indicate, reflecting the prevalence of different asset types in each country. For example, auto ABSs dominate the German ABS market. These securities have a much lower weighted average life than residential mortgage backed securities (RMBS), which are more common in the Netherlands. Furthermore, the portfolio composition also reflected market capitalisation and market liquidity. Core markets with lower yielding securities generally had a higher number of actively offered securities, which has led to some over-representation of Dutch RMBS in the portfolio, for example. At the same time, non-core and higher yielding securities were largely held by hold-to-maturity investors and were not offered to the Eurosystem to the same extent. Moreover, there was a higher concentration in securities issued since the start of the ABSPP, given the ability of the ABSPP to make primary market purchases and hence purchase larger volumes in these issues. This resulted in a lower presence in jurisdictions with less issuance since October 2014, such as Spain and Portugal.

With regard to the PSPP, a comparison of the weighted average maturity (WAM) of cumulative net purchases with the WAM of the eligible universe shows that they were broadly in line with each other at the end of 2018 (see Table C). The dispersion of WAMs of the eligible universe across jurisdictions reflects the past issuance patterns of PSPP-eligible issuers. The WAM measure for cumulative net purchases includes the contribution of bonds which are no longer eligible owing to a maturity of less than one year and broadly reflects the availability of individual bonds for purchase

across time. Moreover, securities with short to medium-term maturities at the start of the PSPP were already extensively held by the Eurosystem as a result of the securities markets programme. These holdings limited the ability to purchase such bonds under the PSPP in certain jurisdictions. Therefore, the WAM measure for cumulative net purchases in these jurisdictions is higher than would have otherwise been the case.

Table C

Weighted average maturities by jurisdiction for the PSPP at the end of 2018

(years)	BE	DE	EE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LV	LT	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI	EU	Total
Jurisdiction	9.2	6.3	0.0	8.8	0.0	8.3	7.3	7.5	5.8	8.7	8.5	4.9	10.6	7.2	8.1	7.8	10.6	9.1	7.1	7.5	7.4
Cumulative net purchases	9.2	6.3	0.0	8.8	0.0	8.3	7.3	7.5	5.8	8.7	8.5	4.9	10.6	7.2	8.1	7.8	10.6	9.1	7.1	7.5	7.4
Eligible universe	10.3	6.3	0.0	10.0	0.0	7.8	7.8	7.1	4.5	9.3	8.5	5.7	9.1	7.5	8.4	6.8	9.7	9.2	7.3	7.9	7.5

Notes: The WAM measure for cumulative net purchases in jurisdictions which were purchased under the ECB's securities markets programme (SMP) is higher than would have been the case if many short to medium-term maturity securities had not already been extensively purchased under the SMP.

3.3 Securities lending

APP securities lending facilities addressed challenging repo market conditions.

Combined with the gradual expansion of PSPP holdings, increasing demand for high quality liquid assets in line with regulatory requirements contributed to challenging repo market conditions through 2016. The Eurosystem purchases reduced the effective availability of securities for market participants, which could have resulted in a shortage of bonds to be used as collateral⁵⁵ and lower market liquidity, while possibly impairing the price discovery mechanism. The Eurosystem's securities lending approach served to minimise such unintended consequences of the APP.⁵⁶

The Eurosystem conducts securities lending activities, which continue in the reinvestment phase of the APP, in a decentralised manner on the basis of common principles. The Eurosystem acts as a backstop without curtailing normal repo market activity.⁵⁷ The institutional set-up of the Eurosystem means that securities lending implementation is decentralised and various lending channels are used (e.g. bilateral lending or through custodians). As illustrated in the upper panel of Chart 5, the share of German government bonds trading "special" – that is trading at a premium to general collateral in the repo market – increased markedly in 2016. The Eurosystem responded by introducing a number of modifications to the securities lending facilities, such as the option to borrow bonds against cash collateral. This was introduced in December 2016, effectively increasing the supply of bonds available in

⁵⁵ Government bonds are the main type of collateral used in the euro repo markets due to their safety and liquidity.

⁵⁶ PSPP securities were made available for lending in April 2015, shortly after the start of the purchases. Lending of CSPP securities by Eurosystem NCBs is also mandatory, while lending of CBPP3 holdings is voluntary. However, holdings from each covered bond jurisdiction are made available for lending by at least one Eurosystem central bank. Lending of ABSPP holdings is possible in principle, but no requests have been received since the start of the programme.

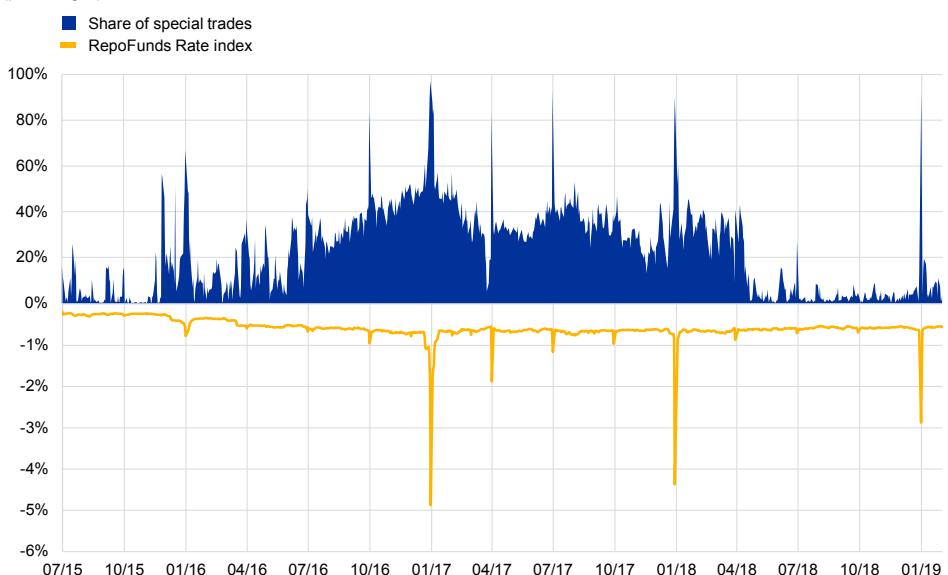
⁵⁷ To ensure this, the lending is conducted at a certain spread against general collateral (for lending against securities), and the cash collateral option (for PSPP only) is offered at a rate equal to the lower of the rate of the deposit facility minus 30 basis points and the prevailing market repo rate.

the repo market and reducing the share of bonds trading special.⁵⁸ Several other beneficiary owners also enhanced their securities lending facilities during this period.

Chart 5

Repo market developments for German government bonds – the share of special trades in total volume and the evolution of the repo rate

(percentages)



Sources: ECB calculations, NEX Data and MTS Markets.

Notes: Special trades are defined as volume traded at least 25 basis points lower than the cheapest specific German bond on a given day. They are expressed as a share of total volume on any given day.

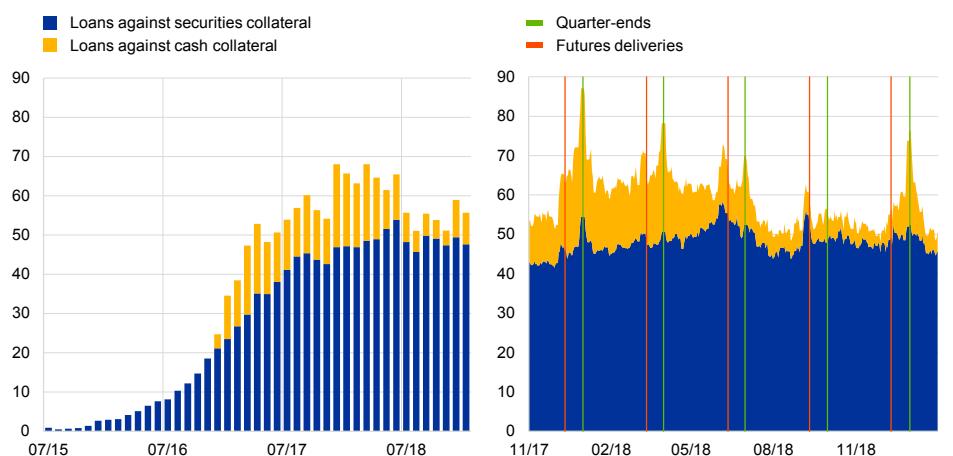
The PSPP on-loan balance fluctuated, with peaks occurring at quarter-ends and ahead of futures delivery dates. At the end of 2017, the market value of bonds lent out peaked at €87 billion, €33 billion of which was lent against cash collateral (see Chart 6, right panel). The average monthly on-loan balance however stabilised between €50 billion and €60 billion since mid-2018, representing 2.4-2.8% of the respective monthly PSPP holdings (see Chart 6, left panel).

⁵⁸ The overall limit for securities lending against cash collateral was initially set at €50 billion and was increased to €75 billion in March 2018, also reflecting the increase in the stock of acquired assets in the meantime.

Chart 6

PSPP on-loan balance divided into loans against securities collateral and cash collateral

(EUR billions)



Sources: ECB calculations.

Notes: Amounts are in market value terms. Starting 15 December 2016, the Eurosystem introduced the option of also accepting cash as collateral in its PSPP securities lending facilities.

4 Transmission and impact on the macroeconomy

4.1 Main transmission channels

The APP has provided a substantial improvement in financing conditions via several transmission channels, and each individual policy measure, being part of a package of policy measures, has benefitted from reinforcing synergies.

Evidence based on event studies shows that yields fell significantly across all financial market segments following the APP announcement.⁵⁹ Over the course of APP implementation, declining bank lending rates and credit expansion helped to ease disinflationary forces. As documented by a large body of literature, the APP operates through three main channels: the signalling channel, the portfolio rebalancing channel and the direct pass-through channel.⁶⁰ The package of policy measures of which the APP was part has created mutually reinforcing synergies across the individual measures.

⁵⁹ See Dell’Ariccia, G., Rabanal, P. and Sandri, D., “Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 32, Number 4, Fall 2018, pp. 147-172; Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., “[Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area](#)”, *Working Paper Series*, No 1864, ECB, November 2015; De Santis, R., “[Impact of the asset purchase programme on euro area government bond yields using market news](#)”, *Working Paper Series*, No 1939, ECB, July 2016; and De Santis, R. and Holm-Hadulla, F., “[Flow effects of central bank asset purchases on euro area sovereign bond yields: evidence from a natural experiment](#)”, *Working Paper Series*, No 2052, ECB, May 2017.

⁶⁰ For an overview of the channels and further analyses, please see the article entitled “[The transmission of the ECB’s recent non-standard monetary policy measures](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015, and the box entitled “[Impact of the ECB’s non-standard measures on financing conditions: taking stock of recent evidence](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2017.

Via the signalling channel, the APP has underscored the ECB's intention to provide sufficient monetary stimulus for an extended period of time, thereby also contributing to anchor policy rate expectations. The APP has enhanced the signal that key policy rates would remain low for long. The signalling aspect of central banks' large-scale asset purchases has always been found to be an important component of transmission for such policy programmes. This component was reinforced in March 2016, when the Governing Council's communication of the expected future rate path was made conditional on the end of net asset purchases.

Via the portfolio rebalancing channel, the APP has compressed yields across a wide range of asset classes, with negative rates on reserves providing additional incentives to the rebalancing process. With the price of the purchased assets being bid up, their yields decrease. The lower yields induce investors to sell these securities, earning the associated capital gain. As sellers may not view holding the liquidity received as being a perfect substitute for the assets sold, they reinvest and rebalance their portfolios towards other assets, such as securities and loans (see also Box 4). This process is reinforced by the negative rates charged on reserves.⁶¹ Consequently, yields also decreased in other market segments not targeted by the central bank purchases, including a rebalancing in non-euro denominated debt and equity markets.⁶²

Within the portfolio rebalancing channel, the extraction of duration risk has been a particularly relevant mechanism affecting the term premium component of medium and long-term yields (Box 3). Asset purchases decrease the duration risk borne by private investors, thus increasing their risk-bearing capacity and incentivising them to restore the desired overall risk profile of their portfolio by investing in different assets. Therefore, duration extraction affects the pricing of maturities and asset classes beyond securities purchased.

Via the direct pass-through channel, which comes into play for the ABSPP and the CBPP3 in particular, the APP has directly improved credit conditions for the private non-financial sector. At the same time, the CBPP3 and TLTROs have interacted to foster lending to small and medium-size enterprises (SMEs) as well.⁶³ More generally, TLTROs have alleviated the funding costs for participant banks, thus mitigating possible negative effects on bank lending stemming from negative rates on reserves. Central bank purchases have raised the price of ABS and covered bonds, lowered the market interest rate paid by the originators and encouraged banks to create more loans with a view to repackaging them and selling them on. Through this mechanism, bond purchases have supported borrowing conditions in the private non-financial sector. Similarly, the CSPP has reduced funding costs for firms accessing financial markets directly and supported a switch from bank funding to

⁶¹ See Ryan, E. and Whelan, K., "Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from the Euro Area Banks", *Research Technical Paper*, Vol. 2019, No. 1, Central Bank of Ireland, 2019.

⁶² See "The international dimension of the ECB's asset purchase programme", speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Foreign Exchange Contact Group meeting, Frankfurt am Main, 11 July 2017.

⁶³ See the article entitled "MFI lending rates: pass-through in the time of non-standard monetary policy", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2017.

market funding for large firms, thereby freeing up capacity on bank balance sheets to finance loans to SMEs.⁶⁴

Box 3

The impact of the APP on the term structure of euro area bond yields – a model-based assessment

Prepared by Fabian Eser, Wolfgang Lemke and Andreea Liliana Vladu

The term premium component of yields reflects the aggregate duration risk borne by investors. Risk-free long-term bond yields have two components: average expectations of short-term interest rates over the life of the bond and a term premium. The latter comprises the current and future expected risk exposure of individual bonds (their bond-specific duration risk), as well as the compensation per unit of risk exposure. This compensation – the “price of risk” – depends in turn on the aggregate duration risk to be borne by the market.

Central bank asset purchases decrease the overall duration risk to be absorbed by private investors, thus reducing the price of risk and, in turn, the term premium. Importantly, the effect of asset purchases on the term premium depends on the entire path of the duration-weighted bond portfolio acquired. For a ten-year bond, lower aggregate duration risk in, say, five years decreases the required risk compensation in the future and hence also the term premium today.

The APP’s impact on the term premium can be estimated using an arbitrage-free term structure model.⁶⁵ The drivers of bond rates are summarised by three factors, one of which reflects the “free float of duration risk” in the hands of those market participants who are deemed willing to rebalance their bond portfolio when bond prices change.⁶⁶ The model links current and future changes in the free-float to changes in current term premia and can thereby explain how current and expected future APP volumes affect the yield curve.⁶⁷

The compression in sovereign yields due to the APP-induced reduction in current and expected bond free float is estimated to stand at around 100 basis points for the ten-year maturity (Chart A, left panel). The chart illustrates the impact of the APP on term premia across the term structure at the time when the PSPP was announced and at the end of net asset purchases in December 2018. The term premium impact is larger for longer maturities.

Looking ahead, the substantial stock of acquired assets and the forthcoming reinvestments mean that a sizeable amount of duration risk will continue to be extracted, even after net

⁶⁴ See the article entitled “[The impact of the corporate sector purchase programme on corporate bond markets and the financing of euro area non-financial corporations](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2018.

⁶⁵ The model is described in more detail in Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. and Vladu, A., *Tracing the impact of the ECB’s asset purchase programme on the yield curve*, forthcoming as an ECB Working Paper in 2019. This has a similar framework to Li, C. and Wei, M., “[Term Structure Modeling with Supply Factors and the Federal Reserve’s Large-Scale Asset Purchase Programs](#)”, *International Journal of Central Banking*, 9(1), 3-39, 2013, which is used by the Federal Reserve to estimate the yield impact of large-scale sovereign bond purchases.

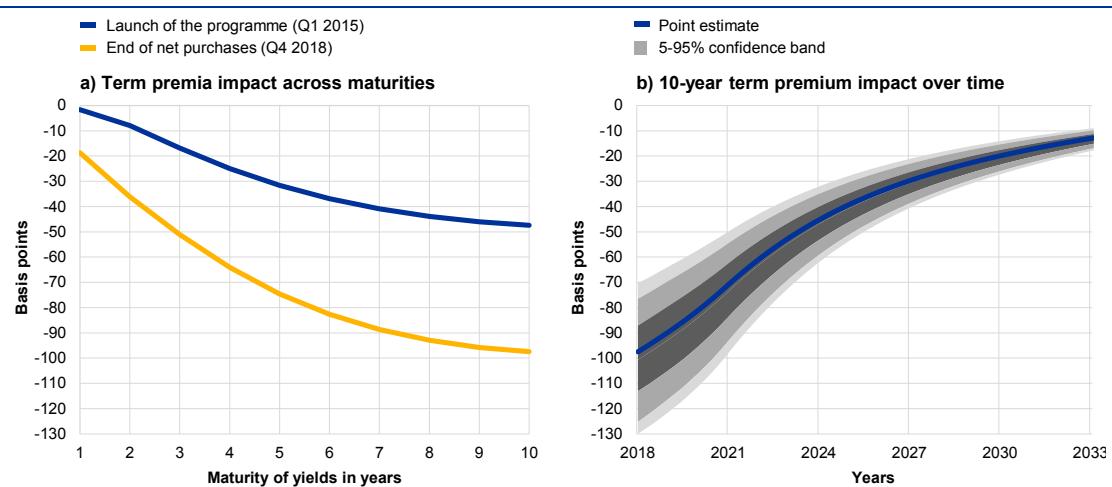
⁶⁶ Non-financial corporations, households, money market funds and monetary financial institutions (excluding the Eurosystem) are considered to be price-sensitive. By contrast, the Eurosystem – in terms of both monetary policy and non-monetary policy portfolios – non-euro area official sector holdings (in particular central bank foreign exchange reserves), intra-euro area government bond holdings and holdings by insurance companies and pension funds are considered to be price-insensitive.

⁶⁷ The required free-float projections at each point in time are based on the APP parameters communicated by the Governing Council and on private-sector expectations as proxied by survey information.

purchases have ceased (Chart A, right panel). The chart plots the evolution of the ten-year term premium compression, based on the projected free float as at the end of net asset purchases. The term premium impact gradually fades over time, which reflects the ageing of the portfolio – i.e. its gradual loss of duration as the securities held in the portfolio mature – as well as the run-down of the portfolio that market participants anticipate will eventually follow the end of the expected horizon of reinvestments.

Chart A

Estimated impact of the APP on euro area sovereign yields



Source: Based on Eser, Lemke, Nyholm, Raden and Vladu (2019).

Notes: The left panel shows by how much the term premium component of sovereign euro area yields with maturities of one year to ten years are estimated to be compressed due to the APP, at the time of the launch of the APP (Q1 2015), as well as at the end of the net purchase phase in December 2018. The right panel shows point estimates of the ten-year yield term premium compression over time. The confidence band reflects parameter uncertainty around these point estimates, constructed using bootstrap/Monte Carlo resampling techniques. Euro area yields are proxied by the GDP-weighted zero-coupon yields of the four largest euro area jurisdictions.

Quantifying the impact of the APP on the yield curve is subject to several layers of uncertainty. Accounting for parameter uncertainty in the model estimation suggests that the impact of the APP on ten-year term premia currently lies in a range of 70 to 130 basis points.⁶⁸ Additional sources of uncertainty relate to model specification, the estimation window and the quantification of the free float measure.

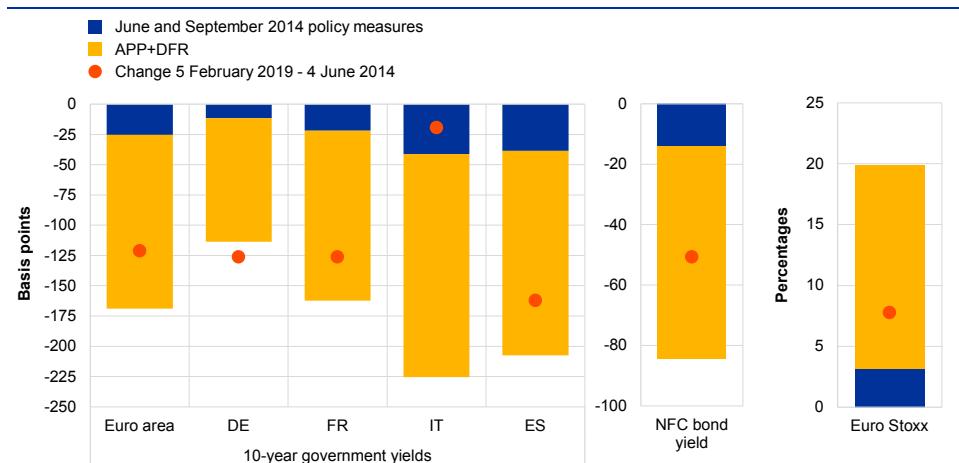
The APP has eased financing conditions across asset classes. Liquidity injected by the APP has tied up short-term money market interest rates at levels close to the ECB's deposit facility rate and, together with negative rates and forward guidance, anchored the expected path of money market rates in line with the intended policy stance. Chart 7 shows the estimated accumulated easing impact of the APP across asset classes – alongside that from other easing measures – relative to actual asset price changes recorded since 2014.⁶⁹ The APP is estimated to have decreased sovereign yields and pushed down yields of bonds issued by non-financial corporations (NFCs), and to have contributed to an increase in share prices.

⁶⁸ Chart 7 presents further evidence using additional methodological frameworks, together with the impact of other measures taken since June 2014.

⁶⁹ Box 3 presents further evidence on the impact of the APP.

Chart 7

Impact of policy measures on financial prices and yields



Source: ECB calculations.

Notes: The chart shows the impact of the June and September 2014 policy measures, the APP and cuts in the deposit facility rate (DFR) on financial prices and yields. The impact of the June and September 2014 policy measures is estimated on the basis of an event-study methodology which focuses on the announcement effects of these measures; see the ECB Economic Bulletin article entitled "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures" (Issue 7/2015). The impact of the cuts of the deposit facility rate (DFR) rests on the announcement effects of the September 2014 DFR cut, while the impact of the subsequent DFR cuts is difficult to disentangle from the simultaneous APP adjustments. Both effects are therefore shown jointly. APP encompasses the effects of the asset purchase measures adopted at the Governing Council meetings in January and December 2015, March and December 2016, and October 2017. The January 2015 APP impact is estimated on the basis of two event-study exercises considering a broad set of events that, starting from September 2014, have affected market expectations about the programme; see Altavilla, C., Carboni, G. and Motto, R., *op. cit.*, and De Santis, R., *op. cit.* The quantification of the impact of the December 2015 policy package on asset prices rests on a broad-based assessment comprising event studies and model-based counterfactual exercises. The impact of the March 2016 and December 2016 policy packages is assessed using model-based counterfactual exercises. The impact of the October 2017 policy package is assessed using two models: a term structure modelling framework similar to the one used in Box 3, and an ISIN-by-ISIN regression framework akin to D'Amico, S. and King, T.B., "Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: Evidence on the importance of local supply", *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, Issue 2, 2013, pp. 425-448.

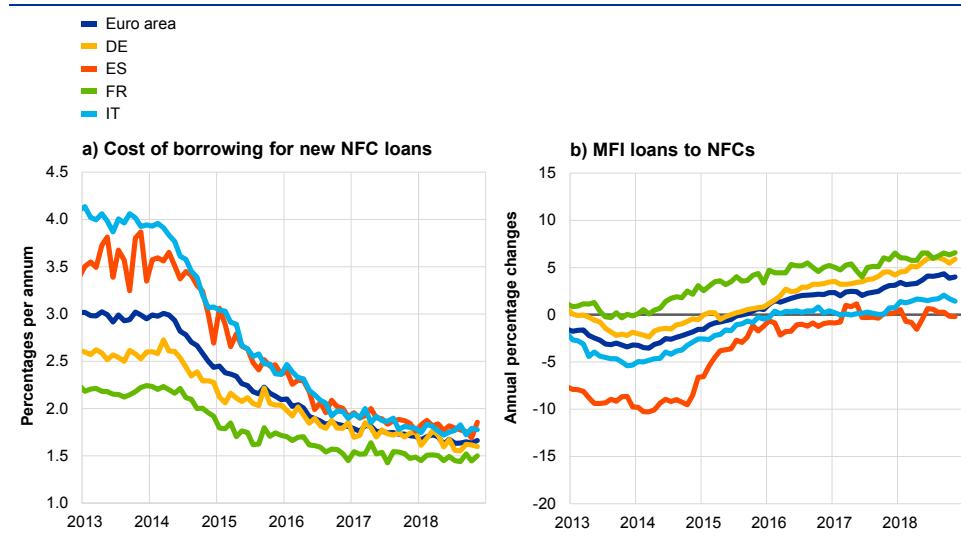
Banks have played a crucial role in the transmission of net asset purchases to financing conditions. Bank-based financial intermediation remains very important, notwithstanding a trend towards market funding in the financing structure of euro area NFCs over the last decade. The APP, acting in conjunction with negative interest rates on the deposit facility and TLTROs, has incentivised banks to reinvest the proceeds from asset sales into loan creation (see Box 4).

As a result, bank lending rates have steadily declined and converged across euro area countries since mid-2014. Composite lending rates to NFCs currently stand close to record lows (see Chart 8, left panel). Model-based results indicate that the APP and DFR cuts have led to a reduction of around 50 basis points in bank lending rates to NFCs since June 2014 due to their impact on the yield curve.⁷⁰ Previously large dispersions in borrowing costs across euro area countries have progressively narrowed to the point of being almost fully reabsorbed.

⁷⁰ This estimate compares to an overall decline of 129 basis points in bank lending rates to NFCs between June 2014 and October 2018. The estimation is based on lending rate pass-through mechanisms that operate via the relationship between government bond yields and bank funding costs, including: (i) standard pass-through mechanisms used for the projections, and (ii) pass-through models using granular bank balance sheet information. On (ii), see Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., "Mending the broken link: heterogeneous bank lending and monetary policy pass-through", *Journal of Monetary Economics*, 2019, forthcoming. Additionally, the TLTROs provided further downward pressure on bank lending rates.

Chart 8

Cost of borrowing for new NFC loans and MFI loans to NFCs



Source: ECB.

Notes: The indicator for the total cost of borrowing is calculated by aggregating short and long-term rates using a 24-month moving average of new business volumes. Loans are adjusted for sales, securitisation and notional cash pooling. MFI stands for monetary financial institutions. The latest observations are for November 2018.

The APP is also found to have contributed significantly to the recovery in loan growth. NFC loan volumes started growing again with positive rates in mid-2015. Model-based simulations suggest that almost half of the annual growth in NFC loan volumes in the third quarter of 2018 (4.3%, see Chart 8, right panel) can be attributed to the effects of the APP.⁷¹ Box 4 provides further details on the bank-based transmission of the APP to lending.

Box 4

Impact of the APP on lending to enterprises

Prepared by Miguel Boucinha and Sarah Holton

All monetary policy measures taken since mid-2014 have helped to support lending conditions, which makes it difficult to separate out the impact of each individual measure.

This identification problem can be addressed by using granular data. It is possible to identify the contribution of the APP to lending to enterprises by matching bank-level qualitative information from the Bank Lending Survey (BLS) with individual bank balance sheet characteristics and lending flows.

Granular data show that banks had diverse liquidity inflows associated with the APP.⁷² Asset purchases increase bank liquidity directly through sales of bonds by banks and indirectly through an

⁷¹ The figure reported corresponds to the average of alternative estimates: (i) DGSE simulations aimed at capturing the impact of the APP based on Darracq Paries, M. and Kühl, M., “[The optimal conduct of central bank asset purchases](#),” *Working Paper Series*, No 1973, ECB, 2016; (ii) estimates of the impact of the APP based on a VAR with time-varying parameters and stochastic volatility based on a paper by Gambetti, L. and Musso, A., “[The macroeconomic impact of the ECB’s expanded asset purchase programme \(APP\)](#),” *Working Paper Series*, No 2075, ECB, 2017; (iii) country estimates of the impact of unconventional monetary policy shocks based on the multi-country BVAR model from Altavilla, C., Giannone, D. and Lenza, M., “[The financial and macroeconomic effects of the OMT announcements](#),” *International Journal of Central Banking*, Vol. 12(3), September 2016, pp. 29–57.

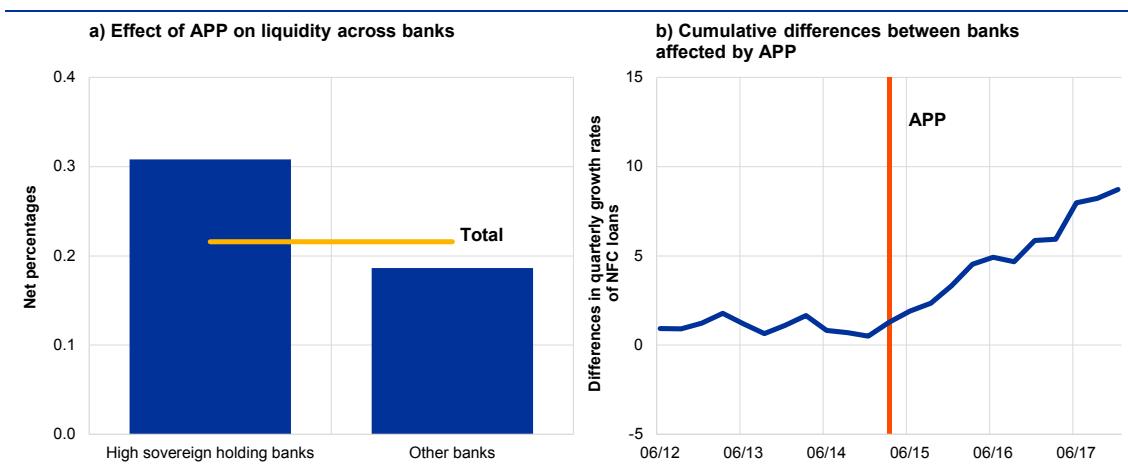
⁷² See also Altavilla, C., Canova, F. and Ciccarelli, M., op. cit.; Albertazzi, U., Becker, B. and Boucinha, M., “[Portfolio rebalancing and the transmission of large-scale asset programmes: evidence from the euro area](#)”, *Working Paper Series*, No 2125, ECB, 2018.

increase in deposits stemming from their customers' bond sales. Linking the BLS with balance sheet data confirms that, on average, banks with higher holdings of sovereign bonds just before the APP was launched reported a stronger impact on liquidity from the programme (Chart A, left panel). On average, just over 20% of banks reported a positive impact on liquidity from the programme in net percentage terms, while for the banks with relatively high holdings of sovereign bonds at the end of 2014, the net percentage reporting a positive impact increases by 10 percentage points to over 30%. The banks that experienced an increase in liquidity owing to the APP could then adjust towards other assets, such as loans.

Banks with larger liquidity inflows associated with the APP are found to have recorded stronger loan growth to enterprises following the implementation of the programme. Using BLS data on liquidity inflows to identify banks that were more exposed to the policy, the right panel of Chart A indicates that this group of banks had higher cumulative loan growth than other banks following the introduction of the APP. While Chart A implies that the policy was effective, the trend may be driven by other confounding factors such as the macroeconomic environment, bank business models and the demand conditions faced by the banks that were more exposed to the policy. To make a causal statement regarding the impact of the programme on credit supply, it is necessary to control for these factors. Model-based analysis shows that, even after controlling for bank characteristics (both time-varying and fixed unobservable features), demand conditions and macroeconomic variation, the APP continues to be found a strong driver of higher credit supply for the banks that were more exposed to liquidity inflows associated with the APP.⁷³

Chart A

Impact of the APP on bank liquidity and lending



Sources: ECB and ECB calculations; Altavilla, Boucinha, Holton and Ongena (2018).

Notes: The chart on the left hand side shows net percentages, i.e. the difference between the percentage of banks reporting a positive and a negative impact. Banks with high sovereign holdings are those that are in the 75th percentile in terms of their holdings of sovereign bonds relative to main assets in December 2014. Other banks are the remainder. The chart on the right shows the cumulative differences in quarterly growth rates between banks which on average reported that the APP impact on their liquidity position was more positive and other banks. The red line indicates the start of APP purchases in March 2015.

⁷³ See Altavilla, C., Boucinha, M., Holton, S. and Ongena, S., "Credit supply and demand in unconventional times", *Working Paper Series*, No 2202, ECB, 2018.

4.2 Impact on the euro area economy and inflation, and progress towards a sustained adjustment in the path of inflation

The APP, in conjunction with the other monetary policy measures, has provided a substantial contribution to the economic recovery and the formation of inflation expectations. According to calculations by Eurosystem staff, the overall impact of the policy measures adopted since mid-2014 on the euro area inflation rate is estimated to be around 1.9 percentage points cumulatively between 2016 and 2020, with the strongest impact being felt in 2016 and 2017 (see Table 1). The impact on real GDP growth is of a similar size.

Table 1

Impact of non-standard policy measures on euro area inflation and real GDP growth

	Inflation (percentage points)						Real GDP growth (percentage points)					
	2016	2017	2018	2019	2020	cumulative (2016-2020)	2016	2017	2018	2019	2020	cumulative (2016-2020)
All measures taken since June 2014	0.85	0.49	0.22	0.21	0.16	1.9	0.79	0.48	0.31	0.2	0.08	1.9

Sources: Eurosystem staff calculations and NCB country-based models.

Notes: The table reports the estimated impact of all policy measures adopted since mid-2014. The assessment takes as reference the December 2018 BMPE information set. The estimates are derived on the basis of various modelling frameworks, comprising the suite of models developed by staff of the ECB and NCBs, as well as the NCBs' country-based models. Totals may not add up due to rounding.

In June 2018 the Governing Council signalled that it expected to end the net purchases by the end of the year, and in December 2018 the decision to terminate the net purchases was confirmed. The decisions taken by the Governing Council at different stages of the asset purchase programme to extend, expand, scale back and finally end net asset purchases have consistently been informed by its assessment of the progress made towards achieving a sustained adjustment in the path of inflation. Upon a review of the progress made, in June 2018 the Governing Council signalled its anticipation that, subject to incoming data confirming the Governing Council's medium-term inflation outlook, net asset purchases would end in December 2018. The end of net asset purchases was indeed confirmed in December 2018.

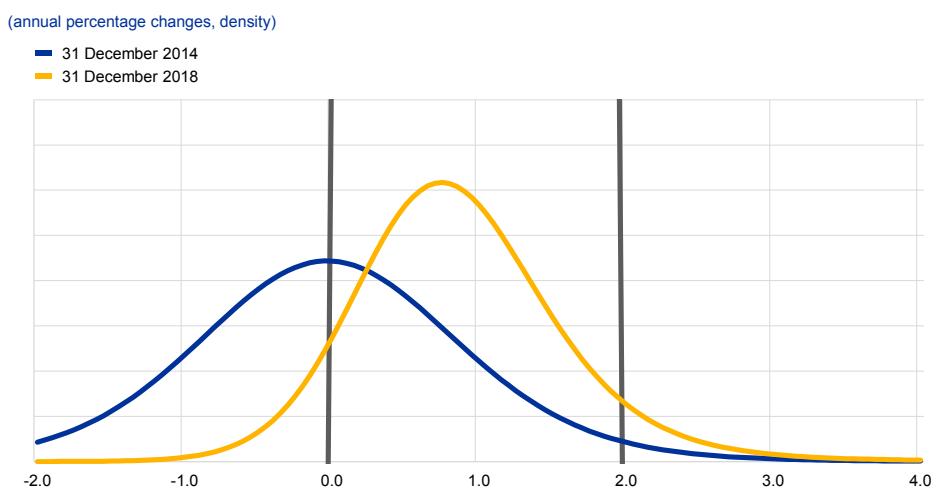
The assessment that the progress was substantial was based on a comprehensive review that took into account, among other elements, Eurosystem staff macroeconomic projections, measures of price and wage pressure, and uncertainties surrounding the inflation outlook. The Governing Council's positive assessment of the progress towards a sustained adjustment of inflation that was carried out in June and December 2018 was underpinned by the stronger anchoring of longer-term inflation expectations, the underlying strength of domestic demand and the continuing ample degree of monetary accommodation, which provided grounds for confidence that sustained convergence would continue and be maintained even after the end of net asset purchases.

Over the course of 2018, the medium-term projections for headline inflation had moved closer to 2% (see Chart 1). Furthermore, uncertainty surrounding the inflation outlook had receded significantly, with the risk of deflation virtually vanishing.

Inflation expectations as measured using different sources had been gradually improving, and had moved to levels closer to the ECB's inflation aim. The predictive distribution derived from model-based assessments, market-based measures of inflation compensation (see Chart 9), and survey-based measures of inflation expectations had shown that substantial progress had been achieved. Moreover, while measures of underlying inflation remained generally muted, labour cost pressures had continued to strengthen amid high levels of capacity utilisation and tightening labour markets, thereby providing additional supporting evidence that the return of headline inflation towards the ECB's target was sustainable.

Chart 9

Option-implied probability density function of euro area inflation compensation over the next two years



Source: ECB.

Notes: The chart shows the option-implied probability density function based on two-year zero-coupon inflation options. These risk-neutral probabilities may differ significantly from physical, or true, probabilities. They are estimated on the basis of call ("caplets") and put options ("floorlets") with different strike rates on the (three-month lagged) euro area HICPxT (ex tobacco) index, assuming Black-Scholes option pricing and implied volatilities that vary across strike rates ("volatility smile").

Finally, the path of future inflation was judged to have become more resilient over time, making it less reliant on net asset purchases. Consistent with the propagation patterns that are characteristic for standard and non-standard policy interventions, the estimated profile of the impact of net additions to the APP portfolio had a tendency to diminish progressively over time. Based on this evidence, current and future inflation developments could be assessed to be less reliant on net asset purchases.

5 Outlook

The Governing Council's decision in December 2018 to end net asset purchases was accompanied by the decision to continue reinvesting the principal payments from maturing securities purchased under the APP and to enhance its forward guidance on policy rates and reinvestment. In December 2018 the Governing Council completed the rotation from net asset purchases to policy rates as the new principal policy instrument. As regards the first building block of its

forward guidance, and similarly to the structure adopted during the period of net asset purchases, the rate guidance provided by the Governing Council since December 2018 features a time-dependent leg (i.e. key ECB interest rates are expected to “remain at their present levels at least through the summer of 2019”) and a state-dependent leg linking the evolution of policy rates to the price stability objective (“and in any case for as long as necessary to ensure the continued sustained convergence of inflation to levels that are below, but close to, 2% over the medium term”). The second building block of the guidance links the reinvestment horizon directly to the principal policy instrument in a chained manner. Accordingly, the Governing Council currently states its intention to continue reinvesting, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the APP for an extended period of time past the date when key ECB interest rates would be raised, and in any case for as long as necessary to maintain favourable liquidity conditions and an ample degree of monetary accommodation.

During the reinvestment phase, the Eurosystem will continue to adhere to the principle of market neutrality built around smooth and flexible implementation. To this end, the principal redemptions will be reinvested with a view to allow for a regular and balanced market presence. In 2019, APP redemptions will amount to EUR 203 billion, implying average monthly reinvestments of nearly EUR 17 billion. Limited temporary deviations in the overall size and composition of the APP may occur during the reinvestment phase for operational reasons. Any adjustment to the portfolio allocation across jurisdictions will be gradual and calibrated as appropriate to safeguard orderly market conditions.

Overall, the APP has helped the ECB fulfil its price stability mandate, making it an effective instrument in the central bank’s policy toolkit. Alongside other policy measures taken since mid-2014, the APP has proved to be an adaptable and effective monetary policy instrument, helping the ECB to carry out its mandate.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI)
							1	2					
2016	3,2	1,6	1,8	0,6	6,7	2,0	4,5	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,8	1,9	6,8	2,4	9,1	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	.	3,0	1,4	0,7	6,6	.	10,4	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 I	0,9	0,5	0,1	-0,2	1,5	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
II	1,0	1,0	0,4	0,6	1,7	0,4	2,6	2,0	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
III	0,8	0,8	0,6	-0,7	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
IV	.	0,6	0,2	0,3	1,5	0,2	2,7	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2018 sep.	-	-	-	-	-	-	2,9	2,3	2,3	2,4	1,2	2,5	2,1
okt.	-	-	-	-	-	-	3,1	2,3	2,5	2,4	1,4	2,5	2,3
nov.	-	-	-	-	-	-	2,7	2,2	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
dec.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,2	1,9	2,1	0,3	1,9	1,5
2019 jan.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,6	1,8	0,2	1,7	1,4
feb. ³⁾	-	-	-	-	-	-	1,5

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,2	1,4	1,0
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,6	3,1	7,3
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,1	2,9	4,9
2018 I	53,5	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,7	53,5	52,3	1,3	0,6	1,7
II	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,1	54,2	50,3	0,0	-0,8	0,4
III	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	2,0	0,8	2,7
IV	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-1,6	1,2	-3,3
2018 sep.	52,4	53,9	54,1	50,7	52,1	54,1	52,2	52,5	49,5	2,0	0,8	2,7
okt.	53,0	54,9	52,1	52,5	50,5	53,1	51,8	53,3	50,0	1,6	1,5	1,6
nov.	53,3	54,7	50,8	52,4	51,9	52,7	52,0	53,8	49,8	0,2	1,3	-0,5
dec.	53,1	54,4	51,4	52,0	52,2	51,1	52,1	53,4	50,0	-1,6	1,2	-3,3
2019 jan.	52,4	54,4	50,3	50,9	50,9	51,0	50,9	53,0	49,6	.	.	.
feb.	52,8	55,5	51,5	50,7	50,7	51,9	51,0	53,4	49,6	.	.	.

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 četrteletni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	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
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2018 avg.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04
sep.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,35	-0,04
okt.	-0,37	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,46	-0,08
nov.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,26	-0,15	2,65	-0,10
dec.	-0,36	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,79	-0,10
2019 jan.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,12	2,77	-0,08
feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08

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
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
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2018 avg.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28
sep.	-0,62	-0,63	-0,55	-0,09	0,51	1,14	0,49	0,77	-0,59	-0,31	0,68	1,36
okt.	-0,75	-0,73	-0,63	-0,17	0,43	1,17	0,48	0,67	-0,66	-0,37	0,60	1,31
nov.	-0,67	-0,70	-0,64	-0,23	0,37	1,06	0,30	0,57	-0,68	-0,45	0,50	1,28
dec.	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 jan.	-0,58	-0,60	-0,58	-0,32	0,19	0,79	0,08	0,45	-0,61	-0,50	0,24	1,00
feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06

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													
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
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		
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0		
2018	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7		
2018 avg.	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1		
sep.	376,4	3.365,2	779,9	265,1	692,5	356,4	168,0	649,7	511,7	278,1	274,6	807,2	2.901,5	23.159,3		
okt.	359,0	3.244,5	733,7	253,2	657,3	349,6	160,1	607,6	483,0	269,0	277,7	783,7	2.785,5	22.690,8		
nov.	351,3	3.186,4	692,3	258,1	649,3	328,6	157,2	589,4	459,6	277,1	293,9	757,5	2.723,2	21.967,9		
dec.	335,2	3.057,8	646,7	247,8	624,8	311,8	146,9	556,0	441,5	283,5	296,3	719,4	2.567,3	21.032,4		
2019 jan.	340,5	3.088,7	662,2	252,1	630,4	315,4	150,2	570,3	448,1	293,2	288,0	718,3	2.607,4	20.460,5		
feb.	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6		

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	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja		
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane		do 2 let	nad 2 leti		Po začetni fiksni obrestni meri		Letni odstotek stroškov ³⁾		Po začetni fiksni obrestni meri							
		1	2	3	4		5	6			7	8	9	10	11	12	13	14
2018 feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,88	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84		
mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,89	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,85	1,95	1,91	2,15	1,84		
apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,87	4,94	5,67	6,14	2,37	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83		
maj.	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,89	4,82	5,88	6,39	2,39	1,58	1,85	1,97	1,90	2,13	1,83		
jun.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,05	16,84	4,50	5,64	6,11	2,31	1,60	1,81	1,97	1,88	2,12	1,82		
jul.	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,84	5,75	6,22	2,41	1,63	1,83	1,93	1,85	2,12	1,81		
avg.	0,03	0,45	0,30	0,63	6,02	16,78	5,42	5,88	6,41	2,39	1,63	1,82	1,92	1,85	2,12	1,81		
sep.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,05	16,71	5,28	5,74	6,27	2,38	1,60	1,81	1,91	1,85	2,09	1,79		
okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,98	16,73	5,04	5,71	6,23	2,46	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80		
nov.	0,03	0,44	0,29	0,72	5,94	16,54	4,92	5,68	6,18	2,38	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81		
dec.	0,03	0,43	0,30	0,77	5,87	16,55	4,91	5,47	5,98	2,30	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80		
2019 jan. ^(p)	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,30	5,82	6,33	2,37	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82		

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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 izposojanja		
	do 2 let	Vezane		nad 2 leti		do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR						
		1	2			5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2018 feb.	0,04	0,09	0,43	2,36	2,37	2,49	2,33	1,66	1,63	1,74	1,18	1,35	1,64	1,71				
mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,41	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73				
apr.	0,04	0,06	0,32	2,32	2,37	2,42	2,33	1,67	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,71				
maj.	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,38	1,65	1,61	1,74	1,07	1,22	1,65	1,62				
jun.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,71	1,21	1,33	1,70	1,68				
jul.	0,03	0,08	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,30	1,66	1,64				
avg.	0,03	0,08	0,60	2,25	2,21	2,42	2,35	1,66	1,63	1,74	1,10	1,27	1,69	1,64				
sep.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,34	2,32	1,65	1,55	1,69	1,12	1,40	1,69	1,65				
okt.	0,03	0,08	0,52	2,22	2,14	2,42	2,34	1,65	1,60	1,70	1,23	1,10	1,66	1,64				
nov.	0,03	0,07	0,63	2,19	2,20	2,40	2,34	1,66	1,60	1,69	1,20	1,35	1,69	1,66				
dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,21	2,28	2,26	1,61	1,59	1,69	1,21	1,39	1,59	1,64				
2019 jan. ^(p)	0,03	0,07	0,56	2,22	2,15	2,39	2,32	1,68	1,61	1,73	1,13	1,30	1,61	1,63				

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja						Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki niso DFI				Širše opredeljena država					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	FVC	FVC	10	11	12	13
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Kratkoročne															
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34	
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017	1.241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31	
2018 jul.	1.313	526	178	.	96	453	60	436	191	77	.	48	79	42	
avg.	1.311	525	178	.	95	447	65	408	201	61	.	31	82	33	
sep.	1.295	531	179	.	89	444	52	378	164	73	.	42	72	28	
okt.	1.280	525	171	.	92	439	54	411	184	66	.	46	77	38	
nov.	1.270	518	166	.	89	445	52	353	154	57	.	36	74	31	
dec.	1.200	499	159	.	72	424	47	267	109	53	.	36	44	26	
Dolgoročne															
2015	15.250	3.786	3.270	.	1.075	6.481	637	216	68	46	.	14	80	9	
2016	15.380	3.695	3.234	.	1.126	6.684	641	220	62	54	.	18	78	8	
2017	15.362	3.560	3.109	.	1.185	6.865	642	247	66	74	.	17	83	7	
2018 jul.	15.555	3.570	3.158	.	1.203	7.003	621	220	54	55	.	16	87	8	
avg.	15.564	3.578	3.167	.	1.186	7.010	622	131	50	38	.	2	38	3	
sep.	15.683	3.616	3.183	.	1.206	7.055	623	254	79	60	.	29	82	4	
okt.	15.719	3.672	3.188	.	1.205	7.026	628	215	60	61	.	14	69	10	
nov.	15.802	3.697	3.215	.	1.208	7.054	629	223	67	70	.	8	72	7	
dec.	15.747	3.694	3.194	.	1.212	7.020	626	175	60	74	.	14	24	3	

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic						Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi				
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Družbe, ki kotirajo na borzi				DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe		
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
Stanje														
2015	16.518,8	4.303,2	3.417,2	.	1.137,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	968,3	5.261,9			
2016	16.621,2	4.213,3	3.369,3	.	1.185,3	7.149,9	703,5	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6			
2017	16.602,8	4.079,7	3.264,5	.	1.255,2	7.303,6	699,8	7.954,7	612,5	1.249,4	6.092,8			
2018 jul.	16.867,9	4.095,9	3.335,9	.	1.299,3	7.455,8	681,0	8.168,5	576,1	1.293,6	6.298,8			
avg.	16.874,8	4.102,8	3.345,2	.	1.281,6	7.457,7	687,5	8.019,9	521,1	1.282,5	6.216,3			
sep.	16.978,4	4.147,2	3.361,8	.	1.295,4	7.499,3	674,8	7.955,7	543,5	1.293,9	6.118,4			
okt.	16.999,6	4.197,4	3.358,4	.	1.296,9	7.464,9	682,0	7.546,6	515,4	1.201,8	5.829,4			
nov.	17.072,6	4.214,6	3.381,3	.	1.296,7	7.499,0	681,0	7.475,0	512,1	1.179,2	5.783,6			
dec.	16.947,3	4.192,7	3.353,5	.	1.283,7	7.444,7	672,7	7.030,7	465,1	1.099,0	5.466,6			
Stopnja rasti														
2015	0,2	-7,0	5,8	.	4,1	1,8	0,6	1,1	4,2	1,8	0,6			
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,5	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4			
2017	1,3	-0,5	-0,2	.	6,1	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3			
2018 jul.	1,2	-0,8	0,6	.	5,0	2,4	-2,5	1,2	0,4	4,8	0,6			
avg.	1,4	-0,2	1,2	.	4,2	2,2	-2,6	1,2	0,5	4,7	0,5			
sep.	1,8	0,9	1,3	.	5,1	2,4	-3,7	1,1	0,5	3,9	0,5			
okt.	1,9	0,9	2,0	.	4,9	2,4	-3,1	1,0	0,5	3,1	0,6			
nov.	2,0	1,3	2,5	.	3,7	2,4	-3,6	0,9	0,4	2,9	0,5			
dec.	1,7	1,7	1,6	.	3,4	1,9	-4,3	0,8	-0,1	2,8	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	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM ²⁾	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,4	90,9	85,1	79,4	89,1	109,7	88,7
2017	96,6	91,3	92,0	86,0	78,8	89,9	112,0	89,9
2018	98,9	93,3	93,5	-	-	-	117,9	93,7
2018 I	99,6	93,9	94,4	88,2	80,1	91,8	117,0	93,3
II	98,4	92,9	93,2	87,3	78,8	90,6	117,0	93,2
III	99,2	93,5	93,5	87,8	79,5	91,4	119,2	94,6
IV	98,5	92,8	93,0	-	-	-	118,4	93,6
2018 sep.	99,5	93,7	93,7	-	-	-	120,4	95,4
okt.	98,9	93,2	93,3	-	-	-	119,0	94,2
nov.	98,3	92,7	92,8	-	-	-	117,9	93,4
dec.	98,4	92,6	93,0	-	-	-	118,0	93,2
2019 jan.	97,8	92,0	92,5	-	-	-	117,3	92,5
feb.	97,4	91,5	92,2	-	-	-	116,6	91,8
% sprememba glede na predhodni mesec								
2019 feb.	-0,4	-0,5	-0,4	-	-	-	-0,6	-0,8
% sprememba glede na predhodno leto								
2019 feb.	-2,2	-2,4	-2,4	-	-	-	-0,6	-1,8

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 renminbi	Hrvatska kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
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
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 I	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
II	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
III	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
IV	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2018 sep.	7,993	7,429	25,614	7,458	324,818	130,535	4,301	0,893	4,6471	10,443	1,129	1,166
okt.	7,948	7,425	25,819	7,460	323,843	129,617	4,305	0,883	4,6658	10,384	1,141	1,148
nov.	7,888	7,428	25,935	7,461	322,330	128,789	4,302	0,881	4,6610	10,292	1,138	1,137
dec.	7,840	7,404	25,835	7,465	322,738	127,878	4,290	0,898	4,6536	10,277	1,129	1,138
2019 jan.	7,750	7,429	25,650	7,466	319,800	124,341	4,292	0,886	4,7062	10,269	1,130	1,142
feb.	7,649	7,415	25,726	7,463	317,908	125,280	4,318	0,873	4,7486	10,499	1,137	1,135
% sprememba glede na predhodni mesec												
2019 feb.	-1,3	-0,2	0,3	0,0	-0,6	0,8	0,6	-1,5	0,9	2,2	0,6	-0,6
% sprememba glede na predhodno leto												
2019 feb.	-2,0	-0,3	1,6	0,2	2,0	-6,0	3,7	-1,3	2,0	5,6	-1,5	-8,1

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)														
2017 IV	24.840,3	25.526,8	-686,5	10.675,3	8.735,2	8.550,4	10.967,5	-55,7	5.000,6	5.824,1	669,7	13.890,4			
2018 I	24.898,2	25.761,3	-863,1	10.643,9	8.825,8	8.532,1	10.933,7	-75,8	5.124,8	6.001,8	673,2	14.134,5			
II	25.526,6	26.196,4	-669,8	10.828,6	8.922,0	8.743,6	11.010,0	-83,1	5.347,4	6.264,4	690,0	14.369,5			
III	25.832,2	26.425,6	-593,5	10.939,9	9.011,5	8.883,2	11.099,3	-61,4	5.396,5	6.314,8	673,9	14.450,1			
Saldo kot odstotek BDP															
2018 III	224,8	230,0	-5,2	95,2	78,4	77,3	96,6	-0,5	47,0	55,0	5,9	125,8			
Transakcije															
2018 I	440,6	319,3	121,3	62,7	-77,8	192,3	196,5	3,1	171,1	200,7	11,4	-			
II	167,7	105,1	62,6	-2,2	-29,7	-1,9	-41,4	38,0	127,3	176,2	6,6	-			
III	174,1	81,3	92,8	49,1	28,9	41,0	6,3	33,3	49,5	46,1	1,2	-			
IV	-309,8	-428,1	118,2	-108,2	-219,7	-124,6	-123,0	17,9	-100,6	-85,3	5,7	-			
2018 jul.	143,0	140,1	2,9	43,1	36,9	20,9	13,4	12,8	70,6	89,8	-4,4	-			
avg.	31,6	1,5	30,1	-2,4	8,8	29,0	-42,3	14,1	-12,4	35,1	3,3	-			
sep.	-0,5	-60,4	59,9	8,4	-16,8	-8,8	35,2	6,4	-8,7	-78,7	2,2	-			
okt.	91,7	74,3	17,4	68,3	-2,7	-30,8	-17,5	1,7	53,2	94,5	-0,7	-			
nov.	-101,6	-126,4	24,8	-105,9	-97,4	-45,3	-34,0	9,9	36,5	5,0	3,2	-			
dec.	-299,9	-376,0	76,0	-70,6	-119,7	-48,5	-71,5	6,3	-190,3	-184,8	3,2	-			
Skupne 12-mesečne transakcije															
2018 dec.	472,6	77,6	395,0	1,3	-298,3	106,8	38,3	92,4	247,3	337,6	24,8	-			
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP															
2018 dec.	4,1	0,7	3,4	0,0	-2,6	0,9	0,3	0,8	2,2	2,9	0,2	-			

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⁾	Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Spremembe zalog ²⁾		Skupaj	Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2015	10.534,3	10.060,1	5.743,1	2.172,5	2.110,8	1.014,6	640,4	449,7	33,6	474,3	4.866,6	4.392,3
2016	10.827,7	10.349,6	5.877,4	2.223,3	2.210,8	1.053,2	679,3	472,3	38,2	478,0	4.942,9	4.464,9
2017	11.206,0	10.682,9	6.058,2	2.279,5	2.302,8	1.121,6	716,3	459,2	42,4	523,0	5.295,5	4.772,5
2017 IV	2.844,1	2.702,4	1.530,7	576,0	588,2	287,1	185,4	114,3	7,5	141,7	1.361,5	1.219,8
2018 I	2.865,2	2.725,4	1.543,7	578,3	592,1	291,3	184,1	115,3	11,3	139,8	1.357,4	1.217,7
II	2.889,4	2.757,3	1.553,4	585,7	604,4	297,9	188,8	116,4	13,8	132,1	1.379,2	1.247,1
III	2.904,4	2.788,1	1.562,3	587,7	615,0	302,0	192,9	118,8	23,1	116,2	1.392,3	1.276,0
<i>Odstotek BDP</i>												
2017	100,0	95,3	54,1	20,3	20,5	10,0	6,4	4,1	0,4	4,7	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2018 I	0,4	0,5	0,5	0,0	0,1	0,6	-0,8	0,4	-	-	-0,7	-0,6
II	0,4	0,5	0,2	0,4	1,6	1,3	2,4	0,7	-	-	1,2	1,3
III	0,2	0,6	0,1	0,3	0,7	0,2	1,3	1,1	-	-	0,1	1,0
IV	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,9	0,4	5,6	15,6	-	-	6,6	7,7
2016	2,0	2,4	2,0	1,8	4,0	2,7	5,8	4,3	-	-	3,0	4,2
2017	2,4	1,7	1,6	1,2	2,6	3,9	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2018 I	2,4	1,8	1,7	1,0	3,4	3,4	5,4	0,6	-	-	3,8	2,7
II	2,2	1,5	1,4	1,1	2,9	4,0	6,1	-4,3	-	-	4,0	2,7
III	1,6	1,9	1,0	0,9	3,7	2,2	5,8	4,2	-	-	2,8	3,6
IV	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2018 I	0,4	0,5	0,3	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-	-
II	0,4	0,4	0,1	0,1	0,3	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,0	-	-
III	0,2	0,5	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,3	-0,4	-	-
IV	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	1,0	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	2,0	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,1	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2018 I	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,6	-	-
II	2,2	1,5	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	-0,1	0,7	-	-
III	1,6	1,8	0,6	0,2	0,8	0,2	0,4	0,2	0,3	-0,2	-	-
IV	1,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

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)												
2015	9.461,6	159,5	1.901,2	468,0	1.784,9	433,4	470,2	1.078,0	1.031,0	1.805,1	330,3	1.072,6
2016	9.715,8	158,6	1.962,6	486,8	1.836,0	452,7	464,1	1.098,7	1.069,2	1.849,8	337,4	1.111,7
2017	10.048,5	171,3	2.032,8	512,8	1.916,8	469,4	455,8	1.129,7	1.118,5	1.897,1	344,4	1.157,3
2017 IV	2.551,4	43,7	519,9	131,5	486,4	119,1	114,0	285,3	284,9	479,7	86,9	292,8
2018 I	2.568,6	43,1	518,5	134,3	490,0	120,9	114,3	287,5	289,3	483,2	87,7	296,5
II	2.589,8	42,9	520,7	137,1	494,1	122,7	114,2	289,5	292,5	488,4	87,8	299,8
III	2.603,3	43,4	521,9	139,6	495,8	123,8	115,0	291,2	294,2	490,0	88,2	301,9
Odstotek dodane vrednosti												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,1	4,7	4,5	11,2	11,1	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2017 IV	0,7	0,8	1,3	1,2	0,7	0,3	0,3	0,2	0,8	0,3	0,2	0,6
2018 I	0,4	0,7	-0,7	0,8	0,8	1,7	-0,4	0,6	1,1	0,3	0,1	0,3
II	0,4	-0,5	0,3	1,2	0,5	1,3	0,6	0,1	0,7	0,2	0,0	0,6
III	0,2	-0,6	0,0	0,6	0,1	0,8	0,4	0,3	0,0	0,2	0,2	0,1
Medletne spremembe v odstotkih												
2015	1,9	-0,2	3,6	0,8	2,2	3,6	0,0	0,7	3,0	0,8	1,2	3,5
2016	1,9	-1,4	3,4	1,5	1,7	3,9	0,6	0,3	2,5	1,3	1,0	2,7
2017	2,4	0,7	3,1	3,2	3,1	4,3	-0,6	1,1	4,0	1,1	0,9	2,4
2017 IV	2,8	2,5	3,9	4,3	3,4	3,7	0,0	1,3	4,4	1,2	1,0	2,1
2018 I	2,5	1,8	3,1	3,8	2,9	4,8	0,0	1,5	3,5	1,4	1,2	1,6
II	2,2	1,3	2,4	3,8	2,6	5,1	0,5	1,2	3,3	1,2	0,7	1,8
III	1,6	0,4	0,9	3,8	2,1	4,3	1,0	1,2	2,6	1,0	0,5	1,5
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2017 IV	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 I	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II	0,4	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2015	1,9	0,0	0,7	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,9	0,0	0,7	0,1	0,3	0,2	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 IV	2,8	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 I	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
II	2,2	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
III	1,6	0,0	0,2	0,2	0,4	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	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	6,0	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
2018	100,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,4	0,8	0,4	1,7	3,0	-0,2	1,9	2,7	1,4	0,7
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,5	3,1	1,3	1,4
2018	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I	1,5	1,9	-0,8	-0,8	1,6	2,1	1,5	2,6	-0,9	1,5	3,1	1,2	0,5
II	1,5	1,8	-0,4	-0,4	1,6	2,6	1,3	2,6	-0,8	1,5	3,0	1,2	0,8
III	1,3	1,6	-0,3	0,3	1,2	2,5	1,3	3,4	-1,2	0,9	2,5	1,1	-0,8
IV	1,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Opravljene delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,5	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	3,0	1,2	1,1
2016	1,5	1,9	-0,3	-0,3	0,9	0,7	1,7	2,8	0,2	2,3	2,9	1,4	0,8
2017	1,4	1,9	-0,8	-1,0	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,7	2,1	3,0	1,1	0,8
2017 IV	1,8	2,4	-0,6	-0,6	2,0	3,6	1,5	3,1	-1,8	3,5	3,7	1,3	0,7
2018 I	1,4	2,0	-0,9	-1,0	1,7	2,4	1,2	2,3	-1,0	2,9	3,2	1,2	0,2
II	1,7	2,2	-0,5	0,4	1,8	2,7	1,1	3,0	-0,4	1,4	3,6	1,4	0,7
III	1,6	2,0	-0,2	0,5	1,7	3,4	1,3	3,7	-1,0	1,2	3,2	1,1	0,2
<i>Opravljene delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,5
2016	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
2017	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,6
2017 IV	0,2	0,4	0,1	0,6	0,7	1,1	0,0	0,0	-0,3	1,9	0,2	0,1	-0,5
2018 I	-0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,1	0,3	-0,3	-0,2	0,0	1,3	0,1	-0,1	-0,3
II	0,2	0,4	-0,1	0,8	0,3	0,1	-0,2	0,4	0,4	-0,1	0,6	0,2	-0,1
III	0,3	0,5	0,1	0,2	0,4	0,8	0,0	0,3	0,2	0,3	0,7	0,0	1,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih 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	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	Moški	Ženske			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% od skupaj v letu 2016		100,0			81,7		18,3		52,2		47,8			
2016	162,028	4,3	16,254	10,0	5,0	13,291	9,0	2,963	20,9	8,482	9,7	7,772	10,4	1,7
2017	162,659	4,1	14,765	9,1	4,4	12,098	8,1	2,667	18,8	7,639	8,7	7,126	9,5	1,9
2018	.	.	13,393	8,2	.	10,957	7,3	2,436	17,0	6,902	7,9	6,491	8,6	2,1
2018 I	162,591	4,0	13,941	8,5	4,2	11,436	7,7	2,505	17,6	7,193	8,2	6,748	8,9	2,1
II	163,180	3,9	13,495	8,3	3,9	11,061	7,4	2,433	17,0	6,954	7,9	6,541	8,7	2,1
III	163,709	3,6	13,156	8,1	3,6	10,750	7,2	2,407	16,8	6,800	7,7	6,356	8,4	2,1
IV	.	.	12,979	7,9	.	10,581	7,1	2,398	16,6	6,659	7,6	6,320	8,3	2,3
2018 avg.	-	-	13,121	8,0	-	10,717	7,2	2,404	16,8	6,782	7,7	6,338	8,4	-
sep.	-	-	13,108	8,0	-	10,695	7,2	2,414	16,8	6,779	7,7	6,329	8,4	-
okt.	-	-	13,102	8,0	-	10,672	7,1	2,430	16,9	6,739	7,7	6,363	8,4	-
nov.	-	-	12,965	7,9	-	10,583	7,1	2,382	16,5	6,661	7,6	6,304	8,3	-
dec.	-	-	12,871	7,8	-	10,489	7,0	2,382	16,5	6,578	7,5	6,292	8,3	-
2019 jan.	-	-	12,848	7,8	-	10,465	7,0	2,383	16,5	6,568	7,5	6,279	8,2	-

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 gradbeništvava						Grad- beništvovo beništvovo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijaca in tobačni izdelki	Neživila	Goriva	
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0
Medletne spremembe v odstotkih													
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,6	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2
2017	3,0	3,2	3,4	3,9	1,5	1,1	3,0	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,7
2018	1,0	1,3	0,6	2,1	1,3	-1,5	2,2	2,5	1,5	1,3	1,8	0,6	0,8
2018 I	3,1	3,4	3,1	4,4	2,4	0,6	2,5	6,6	1,7	1,6	1,8	0,1	5,3
II	2,4	2,8	1,8	4,6	2,0	-1,9	2,7	3,8	1,7	1,2	2,3	0,8	3,2
III	0,7	0,9	-0,2	1,9	1,0	-1,2	2,2	1,5	1,2	1,0	1,4	-0,1	3,4
IV	-1,9	-1,7	-2,3	-2,0	-0,3	-3,6	1,4	-1,7	1,5	1,3	1,7	1,4	-9,4
2018 avg.	1,1	1,4	-0,2	1,8	3,1	-1,0	0,9	2,4	2,3	1,8	2,7	-0,3	30,9
sep.	0,6	0,9	-0,4	2,2	0,6	-1,4	3,6	0,4	0,3	0,1	0,5	0,7	-21,2
okt.	1,3	1,6	0,0	3,7	0,8	-2,6	0,8	-0,2	2,5	2,4	3,0	1,1	-11,8
nov.	-3,0	-2,9	-3,1	-4,4	0,4	-4,0	1,1	1,0	1,9	0,8	2,4	1,7	-8,9
dec.	-4,2	-4,0	-4,0	-5,5	-2,2	-4,2	0,7	-5,7	0,3	0,7	-0,1	1,4	-7,5
2019 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	2,2	1,7	4,3	-2,5
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2018 avg.	1,2	1,2	0,4	1,9	2,0	1,5	0,7	2,8	0,4	0,4	0,6	-0,5	21,9
sep.	-0,7	-0,4	-0,4	-0,5	-1,0	-2,0	2,0	-1,1	-0,4	-0,4	-0,6	0,8	-37,1
okt.	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,2	-1,0	-1,4	0,1	0,7	0,7	0,6	0,5	9,1
nov.	-1,7	-1,7	-1,2	-2,7	-0,5	0,2	0,3	2,2	0,8	-0,3	1,5	0,4	6,7
dec.	-0,9	-1,0	0,0	-1,5	-1,5	-0,4	-0,4	-4,3	-1,4	-0,1	-2,4	0,1	2,5
2019 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,3	0,6	1,7	1,6	4,8

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
1999-2015	99,0	-5,5	80,6	-12,5	-14,5	-9,3	7,0	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,6	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-6,0	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-5,5	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 I	113,2	8,9	84,1	-4,2	4,5	3,0	16,8	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
II	111,8	7,8	83,9	-5,2	5,5	0,5	15,1	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
III	110,9	5,9	83,7	-5,6	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV	108,9	3,6	83,6	-6,9	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2018 sep.	110,4	5,5	-	-6,2	8,3	2,7	15,2	-	53,2	52,7	54,7	54,1
okt.	109,7	4,2	83,6	-5,9	8,0	-0,5	14,0	90,1	52,0	51,3	53,7	53,1
nov.	109,5	4,4	-	-6,6	8,3	-0,2	14,0	-	51,8	50,7	53,4	52,7
dec.	107,4	2,3	-	-8,3	7,3	-0,1	12,2	-	51,4	51,0	51,2	51,1
2019 jan.	106,3	0,6	83,6	-7,9	8,4	-2,1	11,0	90,7	50,5	50,5	51,2	51,0
feb.	106,1	-0,4	-	-7,4	6,4	-1,6	12,1	-	49,3	49,4	52,8	51,9

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	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	
2015	12,4	94,0	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0	34,7	6,2	138,8	5,0	7,8	2,9
2016	12,3	94,2	1,8	2,0	6,2	3,4	2,8	35,2	7,7	139,0	4,9	6,2	2,9
2017	11,8	94,1	1,2	1,9	6,9	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	5,0	2,0
2017 IV	11,8	94,1	1,5	1,9	6,4	4,0	4,1	34,7	6,9	137,0	3,4	1,4	2,0
2018 I	11,8	93,8	1,8	1,9	5,7	3,6	4,5	34,8	7,0	136,8	3,0	0,0	1,6
II	12,0	93,8	1,9	1,9	8,4	3,8	4,6	34,9	6,9	137,6	3,1	1,0	1,7
III	12,1	93,7	1,4	1,9	8,5	3,8	5,1	34,5	6,9	137,0	2,8	8,1	1,7

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

3) Delež dobička se izračuna na podlagi neto prihodka podjetij, ki je bolj ali manj enak tekočim dobičkom v 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
2018 I	993,0	888,1	104,9	577,5	492,1	218,8	189,0	168,5	147,9	28,3	59,1	9,0	6,4
II	1.020,4	924,3	96,1	585,2	505,2	220,9	191,8	186,2	163,5	28,1	63,8	8,1	6,4
III	1.029,7	953,5	76,2	591,8	523,0	228,7	200,1	180,5	161,5	28,8	68,8	8,2	5,9
IV	1.003,8	938,5	65,3	586,2	531,1	225,6	191,9	163,3	146,0	28,7	69,5	18,8	11,3
2018 jul.	338,8	316,5	22,3	194,8	173,2	76,2	66,7	58,6	53,3	9,2	23,3	2,9	1,9
avg.	348,1	315,4	32,8	199,6	173,6	76,7	66,4	61,8	53,2	10,1	22,2	3,0	1,8
sep.	342,8	321,6	21,2	197,3	176,2	75,9	67,0	60,1	55,1	9,5	23,3	2,3	2,2
okt.	334,9	308,4	26,5	198,8	179,2	72,5	61,3	54,1	45,7	9,5	22,2	3,3	2,2
nov.	340,0	317,4	22,6	196,5	176,9	76,9	65,0	57,0	51,1	9,6	24,3	4,1	3,1
dec.	328,9	312,7	16,2	190,8	175,0	76,2	65,6	52,3	49,1	9,6	22,9	11,4	6,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2018 dec.	4.046,9	3.704,3	342,6	2.340,7	2.051,5	894,0	772,8	698,4	618,9	113,8	261,1	44,1	30,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2018 dec.	35,2	32,2	3,0	20,3	17,8	7,8	6,7	6,1	5,4	1,0	2,3	0,4	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	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek:
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2018 I	2,1	2,1	561,2	270,5	114,0	167,9	470,2	504,5	291,8	81,0	123,7	357,8	65,2	
II	4,3	5,8	566,0	271,3	117,7	166,5	473,8	515,1	300,8	79,8	126,9	364,1	65,6	
III	4,7	10,0	572,4	277,7	117,0	167,2	476,7	530,9	310,1	86,2	126,6	372,4	68,4	
IV	3,7	7,0	578,7	.	.	.	480,8	533,5	.	.	.	374,7	.	
2018 jul.	9,4	14,0	189,2	91,7	38,9	55,2	155,9	177,0	103,7	28,7	42,3	124,4	22,7	
avg.	5,5	8,7	192,7	93,5	38,9	56,5	161,0	176,3	102,8	28,3	42,2	123,4	23,0	
sep.	-0,6	7,4	190,5	92,5	39,2	55,5	159,9	177,6	103,6	29,2	42,2	124,6	22,7	
okt.	11,1	14,2	194,1	93,6	40,1	56,3	160,6	180,4	105,7	29,1	43,9	126,4	24,2	
nov.	2,2	4,6	192,4	92,7	40,7	55,8	161,4	176,6	101,7	28,6	43,4	125,3	21,2	
dec.	-2,5	1,9	192,2	.	.	.	158,7	176,6	.	.	.	123,0	.	
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2018 I	2,2	2,4	125,8	125,5	123,5	131,5	126,2	114,4	114,9	113,0	115,2	117,6	110,3	
II	3,0	2,5	125,6	124,4	126,8	129,2	126,3	115,2	115,3	112,0	118,3	119,3	101,7	
III	0,9	1,6	125,2	125,4	124,5	127,9	125,5	115,2	114,8	118,0	115,1	119,5	99,4	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 jun.	3,5	2,0	126,3	125,2	128,4	131,3	127,1	114,9	115,6	112,3	117,3	118,5	101,5	
jul.	6,3	6,6	124,7	124,5	124,9	127,1	123,6	116,0	115,7	119,0	116,3	120,5	100,3	
avg.	1,6	0,1	126,6	126,8	124,4	129,9	127,3	115,1	114,9	117,2	114,6	119,1	102,4	
sep.	-4,7	-1,8	124,4	124,9	124,2	126,7	125,7	114,5	114,0	117,7	114,4	119,0	95,6	
okt.	6,9	4,5	126,8	126,2	127,8	128,7	126,7	116,1	115,6	118,4	119,2	121,1	98,1	
nov.	-1,6	-1,5	125,3	124,6	128,9	126,8	126,3	113,9	112,7	113,6	117,0	118,4	94,8	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,2
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,1
2018 I	102,1	1,3	1,0	1,1	1,4	0,5	0,5	0,2	0,1	1,9	0,5	1,2	1,8
II	103,8	1,7	1,0	2,0	1,4	0,6	0,7	0,9	0,0	1,9	0,5	1,7	1,7
III	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,5	0,1	2,7	0,3	2,1	2,3
IV	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,2	0,4	0,1	1,6	0,2	1,8	2,6
2018 sep.	104,4	2,1	1,0	2,6	1,4	0,2	0,1	1,3	0,0	1,3	0,1	2,0	2,3
okt.	104,7	2,3	1,2	2,7	1,7	0,2	0,1	-0,3	0,0	1,8	0,1	2,2	2,7
nov.	104,1	1,9	0,9	2,4	1,4	0,0	0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	1,8	2,7
dec.	104,1	1,5	0,9	1,7	1,3	-0,3	0,0	0,3	0,0	-3,3	0,0	1,3	2,5
2019 jan.	103,0	1,4	1,1	1,2	1,6	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,9	0,1	1,2	2,3
feb. ³⁾	103,3	1,5	1,0	.	1,3	0,2	0,2	0,7	0,0	0,6	0,0	.	.
% od skupaj v letu 2019	Blago						Storitve						
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobačnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2016	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	
2018 I	1,7	2,2	0,2	0,8	0,3	2,2	1,3	1,3	1,7	-0,2	1,9	1,2	
II	2,6	2,3	3,3	1,6	0,2	5,6	1,2	1,2	1,3	0,1	1,9	1,3	
III	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	
IV	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	
2018 sep.	2,6	2,1	4,3	2,6	0,2	9,6	1,1	1,1	1,3	0,0	2,0	1,3	
okt.	2,2	2,1	2,4	3,0	0,2	10,8	1,2	1,1	1,8	-0,2	2,5	1,7	
nov.	1,9	2,0	1,8	2,6	0,2	9,1	1,2	1,1	1,6	-0,5	1,5	1,7	
dec.	1,8	1,7	1,8	1,6	0,2	5,5	1,2	1,1	1,2	-0,3	1,6	1,7	
2019 jan.	1,8	1,8	1,8	0,9	0,3	2,7	1,2	1,1	1,6	-0,4	2,2	1,5	
feb. ³⁾	2,4	2,2	2,9	.	0,3	3,5	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo 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 emergentov.

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾											Gradbe- ništvo ²⁾	Cene stanovanj ³⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ³⁾			
	Skupaj Prede- lovalne dejav- nosti	Industrija brez gradbeništva in energentov					Ener- genti										
		Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo												
% od skupaj v letu 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13				
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0					
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,7	2,2	3,7	5,1				
2018	104,0	3,2	2,5	1,5	2,7	1,0	0,4	0,2	0,7	8,1	.	.	.				
2018 I	102,4	1,7	1,6	1,5	2,4	0,9	0,8	1,0	0,5	2,0	2,4	4,3	4,7				
II	103,1	2,8	2,6	1,4	2,5	1,0	0,3	0,1	0,6	6,7	2,4	4,2	4,2				
III	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	2,7	4,3	.				
IV	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	.	.	.				
2018 avg.	104,8	4,3	3,3	1,6	3,3	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,4	-	-	-				
sep.	105,4	4,6	3,0	1,5	2,9	1,1	0,0	-0,4	0,7	13,0	-	-	-				
okt.	106,2	4,9	3,2	1,5	2,7	1,2	0,2	-0,3	0,8	14,6	-	-	-				
nov.	105,9	4,0	2,3	1,5	2,6	1,2	0,2	-0,2	0,8	11,0	-	-	-				
dec.	105,1	3,0	1,5	1,3	2,2	1,1	0,4	0,0	0,8	7,7	-	-	-				
2019 jan.	105,5	3,0	1,0	1,2	1,7	1,4	0,5	0,0	1,0	7,3	-	-	-				

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

1) Na domačem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (des- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena naftne (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	Živila	Neživila	
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				9	10	11	12				
% od skupaj	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2016	106,9	0,8	0,5	0,4	0,5	0,7	-1,4	-2,5	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3	
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,4	1,5	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8	
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 I	108,9	1,4	1,5	1,2	1,5	1,8	0,4	0,4	54,6	-8,9	-14,6	-3,2	-7,6	-12,9	-1,4	
II	109,4	1,4	1,8	1,5	2,0	1,9	1,0	2,0	62,6	2,1	-6,0	10,3	1,9	-6,3	11,7	
III	109,8	1,4	2,1	1,8	1,9	2,5	2,2	3,9	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8	
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	59,5	2,0	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2018 sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	67,6	0,8	-3,0	4,2	2,3	-1,0	5,7	
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	70,1	2,6	-0,9	5,7	2,9	-0,4	6,4	
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,4	1,8	-0,9	4,1	1,7	-1,2	4,8	
dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,8	1,5	2,0	1,1	2,2	2,4	2,1	
2019 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,9	1,3	4,0	-1,1	1,5	3,8	-0,7	
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,5	2,2	4,4	0,3	2,7	4,7	0,7	

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2015	4,7	-	-	-3,0	33,7	57,2	56,5	-	49,8	
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,3	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,0	65,4	57,9	56,1	52,7	
2018 I	12,5	6,7	9,1	10,8	17,2	68,4	57,2	57,9	52,9	
II	10,3	6,9	9,4	12,1	18,4	65,6	57,6	56,5	52,3	
III	11,1	7,5	9,0	12,4	20,8	65,2	58,4	55,5	52,8	
IV	11,9	8,5	10,0	13,0	23,5	62,6	58,4	54,5	52,7	
2018 sep.	11,9	7,4	8,4	12,0	22,4	63,6	59,1	55,7	52,8	
okt.	10,4	9,0	8,8	13,0	24,1	65,1	58,5	54,8	52,8	
nov.	12,2	7,4	10,1	12,4	23,6	63,6	58,9	54,7	52,8	
dec.	13,0	9,2	11,1	13,6	22,7	59,1	57,9	54,1	52,5	
2019 jan.	10,7	8,8	11,5	12,9	18,9	55,7	58,3	53,8	53,2	
feb.	8,9	8,1	9,2	12,3	20,0	53,9	58,1	52,7	52,7	

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
2016	105,5	1,4	1,4	1,1	1,3	1,5	1,5	1,4
2017	107,5	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,6	1,5
2018	.	.	.	.	.	.	.	2,0
2018 I	102,6	2,0	1,8	2,8	2,3	1,5	1,5	1,7
II	113,9	2,3	2,0	3,0	2,5	1,7	1,7	2,1
III	106,4	2,5	2,4	3,0	2,7	2,2	2,2	2,1
IV	.	.	.	.	.	.	.	2,2

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela (letne spremembe v odstotkih, če ni navedeno drugače; četrtletni 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													
2015	104,6	0,4	0,4	-1,4	0,6	0,4	0,7	0,5	2,4	1,3	1,4	1,1	
2016	105,3	0,6	1,3	-1,3	0,6	1,3	-0,7	1,4	3,8	0,6	1,4	1,5	
2017	106,1	0,8	0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	-0,5	4,4	2,2	1,6	1,8	
2017 IV	106,4	0,8	-1,3	-0,6	-0,1	-0,1	1,7	-1,4	4,4	2,3	1,7	1,7	
2018 I	107,0	1,1	0,4	0,0	-0,5	0,6	0,6	0,8	3,3	2,2	1,7	1,6	
II	107,6	1,6	1,0	1,3	0,3	0,9	0,4	0,6	3,1	2,5	2,2	2,5	
III	108,4	2,2	1,9	2,6	1,1	1,7	1,4	0,2	3,6	3,0	2,4	2,6	
Sredstva za zaposlene													
2015	108,0	1,4	1,3	2,0	1,2	1,3	2,7	0,8	2,0	1,6	1,1	1,8	
2016	109,3	1,2	0,2	1,3	1,8	1,3	0,2	2,2	2,2	0,4	1,3	1,7	
2017	111,1	1,6	1,6	1,5	1,2	1,6	1,9	0,0	4,0	3,1	1,5	1,3	
2017 IV	112,1	1,9	2,4	1,9	1,6	1,8	2,4	0,1	4,1	3,3	1,6	1,6	
2018 I	112,6	1,9	3,0	1,6	1,2	2,0	2,8	1,7	3,3	2,5	1,9	2,2	
II	113,3	2,2	2,6	2,1	1,5	2,2	2,9	1,9	2,8	2,8	2,3	2,4	
III	114,1	2,5	1,9	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	3,9	3,0	2,3	4,0	
Produktivnost dela na zaposlenega													
2016	103,9	0,6	-1,0	2,6	1,1	0,0	0,9	0,7	-1,5	-0,2	-0,1	0,3	
2017	104,7	0,8	1,3	1,9	1,3	1,4	1,1	0,6	-0,4	0,8	-0,2	-0,5	
2018	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I	105,3	0,9	2,7	1,5	1,7	1,4	2,2	0,9	0,0	0,3	0,2	0,7	
II	105,3	0,6	1,6	0,8	1,2	1,3	2,4	1,3	-0,3	0,3	0,0	-0,1	
III	105,3	0,3	0,0	-0,3	1,3	0,7	0,9	2,2	0,3	0,1	-0,1	1,3	
IV	105,2	-0,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Sredstva za delovno uro													
2015	109,7	1,2	1,4	1,6	0,7	1,3	1,5	0,7	1,4	1,1	1,2	1,5	
2016	110,8	1,0	-0,4	1,2	1,7	0,9	0,2	1,8	1,9	0,0	1,3	1,5	
2017	112,6	1,7	1,3	1,5	1,0	1,9	1,8	0,5	3,3	2,8	1,6	1,7	
2017 IV	113,2	1,5	1,6	1,1	0,6	1,6	2,1	0,3	2,1	2,7	1,4	1,8	
2018 I	113,8	1,8	2,9	1,4	0,3	2,2	2,9	1,8	2,0	2,2	1,9	2,0	
II	114,3	1,9	1,1	1,8	0,9	2,1	2,2	1,5	2,3	2,1	2,0	1,9	
III	114,8	2,0	1,9	1,7	1,5	2,2	2,1	2,2	2,7	2,3	2,2	2,2	
Produktivnost dela na uro													
2015	105,2	0,9	0,2	3,1	0,2	1,1	0,9	0,2	-0,7	0,0	-0,4	0,1	
2016	105,7	0,5	-1,2	2,5	0,8	0,0	1,0	0,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,2	
2017	106,8	1,0	1,7	1,9	1,3	1,7	1,2	1,1	-0,9	0,9	0,0	0,1	
2017 IV	107,1	0,9	3,1	1,9	0,7	1,9	0,7	1,8	-2,1	0,7	-0,2	0,4	
2018 I	107,2	0,9	2,8	1,4	1,3	1,7	2,4	1,0	-1,4	0,2	0,3	1,0	
II	107,0	0,4	0,9	0,5	1,0	1,5	2,0	0,9	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	
III	106,7	0,0	-0,1	-0,7	0,4	0,8	0,6	2,0	0,0	-0,6	-0,2	0,3	

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		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let	11	12	
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stanja												
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9
2017	1.111,6	6.637,8	7.749,4	1.197,0	2.261,2	3.458,2	11.207,7	74,7	512,0	71,6	658,4	11.866,0
2018	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 I	1.116,9	6.743,6	7.860,5	1.170,4	2.260,2	3.430,6	11.291,1	71,4	511,4	61,5	644,3	11.935,4
II	1.133,6	6.892,3	8.025,8	1.178,1	2.270,8	3.448,9	11.474,7	73,7	507,8	65,5	647,1	12.121,8
III	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
IV	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2018 Avg.	1.143,8	6.951,5	8.095,3	1.140,1	2.281,1	3.421,2	11.516,5	71,8	501,7	63,5	637,0	12.153,5
Sep.	1.150,6	7.010,0	8.160,5	1.126,6	2.285,0	3.411,5	11.572,1	71,4	495,4	60,5	627,4	12.199,4
Okt.	1.154,4	7.044,8	8.199,3	1.137,8	2.290,3	3.428,1	11.627,3	72,0	505,7	60,9	638,6	12.266,0
Nov.	1.158,2	7.091,6	8.249,7	1.125,8	2.295,1	3.420,9	11.670,6	73,8	503,5	58,2	635,4	12.306,1
Dez.	1.162,6	7.118,6	8.281,2	1.128,3	2.294,2	3.422,5	11.703,7	74,6	523,3	71,6	669,5	12.373,2
2019 Jan. ^(p)	1.167,5	7.127,1	8.294,6	1.124,2	2.298,5	3.422,7	11.717,3	75,8	516,6	64,7	657,1	12.374,3
Transakcije												
2016	38,1	541,7	579,8	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,6	-10,9	-18,4	-22,7	529,2
2018	50,0	461,3	511,3	-71,5	45,0	-26,5	484,8	-3,4	11,3	-1,7	6,2	491,0
2018 I	5,3	102,5	107,8	-24,9	7,6	-17,3	90,5	-3,1	-0,6	-9,1	-12,8	77,7
II	16,6	137,7	154,3	4,8	9,8	14,6	169,0	-0,9	-3,2	2,3	-1,8	167,1
III	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,6	94,5	-2,4	-12,6	-4,7	-19,7	74,8
IV	12,1	105,0	117,1	0,4	13,4	13,8	130,9	3,0	27,7	9,8	40,5	171,4
2018 avg.	6,5	33,8	40,3	-16,6	3,9	-12,7	27,6	3,2	-6,7	2,3	-1,2	26,4
sep.	6,8	57,4	64,2	-14,1	3,9	-10,3	53,9	-0,5	-6,2	-2,6	-9,3	44,6
okt.	3,9	31,4	35,2	9,2	5,5	14,7	49,9	0,4	10,3	-0,9	9,8	59,7
nov.	3,8	47,7	51,5	-11,8	4,8	-7,0	44,5	1,8	-2,2	-2,7	-3,2	41,3
dec.	4,5	25,9	30,4	3,0	3,1	6,1	36,5	0,9	19,6	13,5	33,9	70,3
2019 jan. ^(p)	4,9	11,9	16,8	-4,1	5,1	1,0	17,8	1,2	-7,6	-6,6	-13,0	4,8
Stopnje rasti												
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	9,5	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 I	2,5	8,4	7,5	-8,9	1,6	-2,2	4,3	-1,6	-4,7	-27,2	-7,1	3,6
II	3,5	8,1	7,4	-5,5	1,7	-0,9	4,7	5,3	-1,4	-16,3	-2,4	4,3
III	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
IV	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2018 avg.	3,9	7,0	6,5	-7,6	1,8	-1,5	4,0	-2,5	-3,6	-14,9	-4,7	3,5
sep.	4,1	7,3	6,8	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,0	-6,7	-26,0	-8,1	3,5
okt.	4,1	7,3	6,8	-6,2	1,8	-1,0	4,4	-0,6	-3,8	-17,4	-5,0	3,8
nov.	4,3	7,1	6,7	-6,7	2,0	-1,0	4,3	-8,1	-3,1	-22,4	-5,8	3,7
dec.	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,5	2,2	-2,3	0,9	4,1
2019 jan. ^(p)	4,7	6,4	6,2	-6,2	2,0	-0,8	4,0	-2,8	-0,1	9,1	0,4	3,8

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													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.255,7	1.801,7	285,8	159,1	9,1	6.305,6	3.698,9	561,9	2.044,1	0,7	994,3	204,0	411,1
2018	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 I	2.260,5	1.821,6	274,0	157,2	7,6	6.376,3	3.787,0	543,5	2.044,2	1,6	983,2	210,6	415,1
II	2.296,8	1.855,2	277,9	156,7	7,0	6.462,2	3.870,0	535,2	2.055,9	1,1	1.010,3	220,0	425,6
III	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
IV	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2018 avg.	2.305,8	1.872,8	268,8	157,5	6,7	6.515,4	3.921,6	528,2	2.063,8	1,8	974,8	214,4	434,2
sep.	2.323,5	1.891,3	268,0	157,3	6,8	6.538,7	3.945,5	524,6	2.067,6	1,1	982,2	211,8	436,8
okt.	2.316,3	1.892,2	271,1	147,1	5,9	6.587,5	3.984,3	520,9	2.081,1	1,1	992,6	208,3	440,2
nov.	2.322,4	1.892,2	275,6	146,5	8,1	6.610,7	4.005,1	517,9	2.086,6	1,2	1.001,0	208,3	443,8
dec.	2.335,9	1.901,4	280,8	145,9	7,8	6.645,6	4.039,2	517,3	2.088,0	1,2	1.002,7	200,3	431,2
2019 jan. ^(p)	2.324,7	1.899,7	271,7	145,6	7,8	6.680,5	4.068,5	517,4	2.093,0	1,7	976,3	203,7	440,4
Transakcije													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,2	-28,4	19,1
2017	178,8	181,5	-3,1	-0,6	1,0	255,3	304,9	-81,6	33,4	-1,3	54,9	6,2	26,9
2018	89,1	100,2	-7,1	-2,8	-1,3	330,1	327,5	-45,0	47,2	0,5	-1,5	-4,5	18,2
2018 I	8,1	22,3	-10,8	-2,0	-1,4	73,0	81,2	-18,1	9,0	0,9	-9,4	6,8	3,6
II	28,9	29,1	1,1	-0,7	-0,7	83,6	81,7	-8,8	11,2	-0,5	19,9	9,1	9,9
III	26,4	36,1	-10,0	0,6	-0,2	76,5	75,5	-10,7	11,6	0,0	-29,6	-8,2	11,0
IV	25,7	12,7	12,7	-0,7	1,0	97,1	89,0	-7,5	15,4	0,1	17,5	-12,2	-6,4
2018 avg.	8,4	11,6	-3,5	0,9	-0,7	25,0	26,6	-3,9	2,3	0,0	-16,1	-1,9	9,0
sep.	17,0	18,0	-1,0	-0,2	0,1	23,3	24,0	-3,7	3,8	-0,8	6,6	-2,6	2,4
okt.	3,0	1,6	2,2	0,0	-0,9	38,5	37,5	-4,1	5,0	0,1	6,3	-3,8	2,4
nov.	7,2	0,3	4,9	-0,2	2,2	23,1	20,9	-2,9	5,2	0,0	8,8	-0,4	3,8
dec.	15,5	10,8	5,6	-0,6	-0,3	35,4	30,6	-0,5	5,2	0,0	2,5	-7,9	-12,6
2019 jan. ^(p)	-6,5	2,0	-8,8	0,4	0,0	35,0	29,3	0,1	5,1	0,5	-26,7	3,2	9,1
Stopnje rasti													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,4	12,5	4,2	9,0	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,1	7,0
2018	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 I	5,3	8,1	-7,7	-0,5	19,2	4,0	8,3	-12,5	1,7	-42,0	4,2	10,4	5,3
II	4,9	7,1	-5,4	-1,1	7,0	4,4	8,6	-10,8	1,7	-53,9	5,8	12,8	5,7
III	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2018 avg.	4,3	6,5	-7,2	-0,6	13,8	4,6	8,6	-10,4	1,9	-10,7	-1,8	8,1	4,6
sep.	4,6	6,8	-6,8	-0,6	27,4	4,6	8,4	-9,9	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
okt.	4,2	6,0	-4,7	-1,0	5,7	4,7	8,4	-9,5	2,0	-45,2	3,0	2,8	5,1
nov.	3,8	5,4	-3,4	-1,2	0,5	4,9	8,6	-9,0	2,1	-42,4	0,3	1,6	6,9
dec.	4,0	5,6	-2,5	-1,8	-14,5	5,2	8,8	-8,0	2,3	65,1	-0,2	-2,2	4,4
2019 jan. ^(p)	2,5	4,4	-7,0	-0,5	-21,6	5,3	8,8	-7,1	2,3	-6,2	-1,6	-1,4	5,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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	Stanja		Posojila				Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾	Zavarovalnicam in pokojninskim skladom		
					Skupaj	Prilagojena posojila ²⁾								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
Stanja														
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9		
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.171,2	4.326,5	5.598,8	839,2	109,6	1.442,4	799,8		
2018	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0		
2018 I	4.605,0	1.023,1	3.568,0	13.195,9	10.941,2	11.233,7	4.343,8	5.633,0	851,7	112,8	1.467,4	787,4		
II	4.602,9	1.017,7	3.571,0	13.276,2	10.990,8	11.328,3	4.358,1	5.659,7	853,2	119,8	1.496,6	788,7		
III	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8		
IV	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0		
2018 avg.	4.612,1	1.004,0	3.593,9	13.352,8	11.054,9	11.383,1	4.394,3	5.693,2	847,2	120,2	1.515,3	782,6		
sep.	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,0	11.064,5	11.398,1	4.396,8	5.701,3	841,9	124,4	1.513,8	784,8		
okt.	4.612,0	1.000,6	3.597,4	13.394,2	11.090,4	11.423,6	4.404,2	5.716,2	849,3	120,8	1.524,7	779,1		
nov.	4.612,6	1.003,4	3.594,3	13.411,9	11.112,4	11.446,1	4.421,2	5.731,8	838,7	120,7	1.516,8	782,8		
dec.	4.686,9	1.007,4	3.668,1	13.418,6	11.127,4	11.481,7	4.409,2	5.741,5	848,8	127,9	1.520,1	771,0		
2019 jan. ^(p)	4.685,7	1.006,7	3.667,6	13.453,2	11.157,5	11.499,9	4.409,3	5.758,5	862,1	127,7	1.523,5	772,2		
Transakcije														
2016	485,9	-34,5	520,3	319,7	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6		
2017	289,7	-43,3	332,3	361,8	273,9	314,8	82,8	173,6	21,1	-3,5	64,3	23,6		
2018	92,1	-28,5	120,7	373,0	304,8	373,4	122,4	167,3	-3,1	18,1	89,5	-21,2		
2018 I	-31,0	-10,1	-20,8	115,7	98,1	94,4	41,3	40,1	13,6	3,2	27,5	-9,9		
II	34,7	-6,0	40,3	85,6	55,5	103,7	17,1	34,9	-3,4	6,9	29,7	0,4		
III	48,0	-16,2	64,5	105,2	90,9	87,1	48,6	49,8	-12,1	4,5	18,6	-4,2		
IV	40,5	3,8	36,7	66,5	60,3	88,2	15,4	42,6	-1,2	3,4	13,7	-7,5		
2018 avg.	14,4	-6,6	21,1	29,9	31,1	30,5	13,6	18,0	-0,2	-0,2	4,3	-5,5		
sep.	6,7	-3,7	10,7	23,8	22,5	28,6	9,3	14,9	-6,0	4,2	-0,9	2,3		
okt.	-9,5	-3,3	-6,3	33,3	22,0	20,7	5,6	15,5	4,7	-3,7	12,6	-1,3		
nov.	-7,9	2,8	-11,7	26,6	29,9	32,1	22,6	18,4	-11,0	0,0	-6,4	3,2		
dec.	57,9	4,2	54,7	6,6	8,4	35,5	-12,7	8,7	5,1	7,2	7,6	-9,3		
2019 jan. ^(p)	-10,9	-0,8	-10,1	33,0	34,5	20,8	3,0	18,2	13,6	-0,2	0,3	-1,8		
Stopnje rasti														
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5		
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,1	4,6	3,0		
2018	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7		
2018 I	3,9	-4,0	6,5	2,6	2,6	3,0	2,3	3,0	2,0	-0,3	3,9	-0,1		
II	4,0	-3,9	6,5	2,8	2,9	3,5	2,6	3,0	3,0	6,9	4,8	-1,4		
III	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1		
IV	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7		
2018 avg.	3,3	-4,5	5,6	3,0	3,0	3,4	3,1	3,2	0,8	4,7	6,1	-1,8		
sep.	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,4	11,7	5,9	-1,1		
okt.	2,7	-4,3	4,8	3,0	2,8	3,3	2,8	3,2	-0,5	7,4	7,2	-1,5		
nov.	2,1	-3,9	3,8	2,9	2,8	3,2	3,0	3,2	-1,8	5,2	6,6	-1,8		
dec.	2,0	-2,8	3,4	2,9	2,8	3,4	2,8	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7		
2019 jan. ^(p)	2,4	-2,8	3,9	2,5	2,5	3,0	2,2	3,2	-1,6	13,0	5,3	-2,7		

Vir: ECB.

- Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- Priлагojeno 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
- 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 skladci.
- 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										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.326,5	4.364,8	987,7	820,4	2.518,4	5.598,8	5.865,5	654,0	4.217,0	727,9
2018	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 I	4.343,8	4.381,2	997,8	820,8	2.525,2	5.633,0	5.904,5	663,3	4.243,8	725,9
II	4.358,1	4.425,0	986,0	828,3	2.543,8	5.659,7	5.940,5	669,8	4.273,2	716,6
III	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
IV	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2018 avg.	4.394,3	4.453,8	1.001,3	835,0	2.558,0	5.693,2	5.972,2	677,3	4.300,9	715,0
sep.	4.396,8	4.464,3	1.000,1	836,2	2.560,5	5.701,3	5.978,6	678,3	4.311,6	711,4
okt.	4.404,2	4.469,7	985,0	844,1	2.575,0	5.716,2	5.996,5	681,7	4.324,0	710,4
nov.	4.421,2	4.486,5	989,2	850,9	2.581,0	5.731,8	6.010,7	685,6	4.336,4	709,8
dec.	4.409,2	4.491,1	995,7	844,6	2.568,9	5.741,5	6.023,4	683,7	4.353,9	703,9
2019 jan. ^(p)	4.409,3	4.489,3	980,1	846,7	2.582,5	5.758,5	6.037,0	687,5	4.367,5	703,5
Transakcije										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,8	131,8	-0,3	38,0	45,0	173,6	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	122,4	170,3	19,0	33,1	70,3	167,3	188,8	40,1	136,5	-9,2
2018 I	41,3	39,0	17,6	6,1	17,6	40,1	45,5	11,3	27,7	1,1
II	17,1	48,2	-12,2	10,3	19,0	34,9	44,3	10,5	29,0	-4,6
III	48,6	47,8	16,4	9,5	22,6	49,8	47,7	10,3	40,4	-0,9
IV	15,4	35,4	-2,9	7,2	11,1	42,6	51,3	8,1	39,4	-4,9
2018 avg.	13,6	12,5	3,8	1,7	8,1	18,0	17,2	4,0	14,0	0,0
sep.	9,3	17,1	-0,1	2,3	7,0	14,9	14,0	1,9	13,2	-0,2
okt.	5,6	3,3	-16,9	8,0	14,5	15,5	19,1	3,7	12,1	-0,3
nov.	22,6	22,7	5,7	8,3	8,6	18,4	18,2	4,2	14,1	0,0
dec.	-12,7	9,4	8,3	-9,1	-11,9	8,7	13,9	0,2	13,1	-4,6
2019 jan. ^(p)	3,0	-0,8	-13,6	2,3	14,2	18,2	15,1	4,1	14,1	0,0
Stopnje rasti										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 I	2,3	3,3	2,6	4,6	1,5	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,4
II	2,6	4,1	1,4	5,5	2,2	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,1
III	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
IV	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2018 avg.	3,1	4,1	3,1	5,3	2,5	3,2	3,1	7,2	3,2	-0,8
sep.	3,2	4,3	3,3	4,5	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,8
okt.	2,8	3,9	0,7	5,0	3,0	3,2	3,2	7,1	3,3	-0,7
nov.	3,0	4,0	1,3	5,2	3,0	3,2	3,3	6,7	3,3	-0,8
dec.	2,8	3,9	1,9	4,1	2,8	3,0	3,2	6,2	3,2	-1,3
2019 jan. ^(p)	2,2	3,3	-0,4	3,5	2,8	3,2	3,2	6,1	3,5	-1,3

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Prilagojeno za prodajo in 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 ravni države ²⁾	Obveznosti DFI					Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	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			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,4	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,6	300,1	143,5	92,5
2018	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 I	340,8	6.744,7	1.952,7	59,4	2.014,7	2.717,9	903,8	316,2	135,9	86,2
II	330,4	6.708,6	1.950,7	58,4	2.025,6	2.673,9	858,9	422,8	174,1	183,8
III	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
IV	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2018 avg.	391,6	6.676,1	1.942,9	57,3	2.016,1	2.659,9	845,8	410,5	181,4	189,0
sep.	403,3	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,2	424,7	177,3	183,0
okt.	398,1	6.795,5	1.936,3	56,6	2.104,4	2.698,2	993,4	460,0	167,1	174,3
nov.	390,3	6.782,9	1.929,9	55,8	2.098,7	2.698,5	1.036,3	418,5	196,1	204,4
dec.	378,7	6.816,6	1.941,4	56,0	2.096,0	2.723,3	1.026,7	436,2	187,0	194,9
2019 jan. ^(p)	377,2	6.859,1	1.939,8	55,6	2.112,5	2.751,2	1.066,7	405,1	199,2	208,4
Transakcije										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,2	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,3	-65,6	-60,9	-27,6
2018	39,0	47,1	-38,6	-4,9	16,9	73,7	70,1	41,8	21,8	24,2
2018 I	-2,7	8,0	-17,1	-1,4	9,3	17,2	53,2	-55,0	-7,6	-6,3
II	-10,4	-10,0	-4,8	-1,1	-15,0	11,0	-62,2	88,6	16,4	19,4
III	76,3	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,8	-11,2	3,2	-0,8
IV	-24,1	19,3	-0,4	-0,9	3,4	17,2	40,2	19,4	9,7	11,9
2018 avg.	36,8	-6,6	-9,1	-0,4	-5,8	8,6	-6,7	18,9	-2,6	-3,5
sep.	15,3	28,0	-8,4	-0,5	28,1	8,8	46,2	11,1	-4,1	-6,0
okt.	-5,5	14,2	0,0	-0,2	4,5	10,0	19,6	25,1	-10,2	-8,7
nov.	-7,9	-6,6	-6,1	-0,9	-2,3	2,7	45,1	-37,0	29,0	30,0
dec.	-10,8	11,6	5,7	0,2	1,3	4,5	-24,5	31,2	-9,1	-9,5
2019 jan. ^(p)	-1,5	15,4	-5,8	-0,4	16,5	5,1	24,6	-27,9	12,2	13,6
Stopnje rasti										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,7	-22,7
2018	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 I	11,9	-0,6	-4,1	-9,8	-1,5	3,2	-	-	-25,6	-22,2
II	6,6	-0,9	-3,2	-10,8	-2,5	2,4	-	-	-3,6	-18,0
III	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
IV	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2018 avg.	16,3	-0,7	-2,7	-9,9	-2,6	2,5	-	-	24,6	34,2
sep.	14,4	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,7	4,9
okt.	18,1	0,6	-1,8	-8,7	0,6	2,5	-	-	-9,9	-22,0
nov.	24,7	0,5	-2,2	-9,1	0,8	2,5	-	-	-0,1	-24,6
dec.	11,3	0,7	-2,0	-8,1	0,8	2,8	-	-	11,0	2,2
2019 jan. ^(p)	18,9	0,8	-1,9	-7,7	0,8	2,9	-	-	28,2	22,7

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
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2017 IV	-1,0	.	.	.	.	1,0
2018 I	-0,8	.	.	.	.	1,2
II	-0,5	.	.	.	.	1,4
III	-0,4	.	.	.	.	1,5

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,1	45,2	10,2	5,3	2,6	23,0	3,9	
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,0	45,5	12,6	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6	
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8	
2017 IV	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,8	
2018 I	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,9	43,1	9,8	5,1	1,9	22,4	3,7	
II	46,1	45,7	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,7	
III	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,6	43,0	9,8	5,1	1,9	22,3	3,6	

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

Skupaj	Finančni instrument				Imetičnik		Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	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	
2014	91,8	2,7	17,1	71,9	43,9	25,8	47,9	9,8	82,0	18,8	31,8	41,1	89,7	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	70,9	44,1	27,3	45,7	9,1	80,8	17,5	31,2	41,2	87,8	2,1
2016	89,1	2,7	15,4	71,0	46,6	30,5	42,5	8,8	80,3	17,1	29,9	42,1	87,0	2,1
2017	86,8	2,6	14,2	70,0	47,3	31,9	39,5	8,0	78,8	15,9	28,8	42,2	85,0	1,8
2017 IV	86,8	2,6	14,2	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I	86,9	2,6	14,0	70,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	86,3	2,6	13,7	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	86,1	2,6	13,5	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno								
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2014	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,2	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,5	2,3			
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2			
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,3	1,6			
2017	-2,2	-1,0	-0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,3	-1,0	0,9			
2017 IV	-2,2	-1,0	-0,2	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,0	0,9			
2018 I	-2,4	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,8			
II	-2,9	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,3	-1,3	0,5			
III	-2,1	-1,5	0,5	0,8	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,2	-1,1	1,0			

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⁾					Transakcije		
	Glavnica		Obresti				Stanje	Transakcije						
	Skupaj	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev			Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2	
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2017 IV	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1	
2018 I	12,9	11,3	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1	
II	12,8	11,2	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
III	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
2018 avg.	12,8	11,2	3,8	1,6	0,4	7,2	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0	
sep.	13,1	11,5	3,8	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
okt.	13,3	11,8	3,6	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	1,0	
nov.	13,4	11,9	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,5	1,0	
dec.	13,0	11,4	3,9	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 jan.	13,3	11,7	4,1	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	

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 (+)										
2014	-3,1	0,6	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,5	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3	
2017	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2017 IV	-0,9	1,0	-0,4	-0,2	0,8	-3,1	-2,7	-2,4	1,8	
2018 I	-0,9	1,3	-0,6	-0,3	1,1	-2,9	-2,7	-2,2	2,5	
II	-0,3	1,9	-0,2	-0,3	0,9	-2,7	-2,8	-1,9	3,0	
III	-0,1	1,9	0,0	-0,1	0,8	-2,7	-2,7	-1,8	-4,0	
Javni dolg										
2014	107,6	74,5	10,5	104,1	178,9	100,4	94,9	131,8	108,0	
2015	106,5	70,8	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0	
2016	106,1	67,9	9,2	73,4	178,5	99,0	98,2	131,4	105,5	
2017	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2017 IV	103,4	63,9	8,7	68,4	176,1	98,1	98,5	131,2	96,1	
2018 I	106,4	62,7	8,5	69,3	177,9	98,7	99,4	132,8	93,4	
II	105,9	61,5	8,3	69,2	177,4	98,1	99,1	133,1	104,0	
III	105,4	61,0	8,0	68,8	182,2	98,3	99,5	133,0	110,9	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,7	-2,2	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,3	1,3	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,7
2017	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2017 IV	-0,6	0,5	1,4	3,5	1,2	-0,8	-3,0	0,1	-0,8	-0,7
2018 I	0,0	0,4	1,4	3,1	1,6	-0,6	-0,7	0,5	-0,7	-0,7
II	0,3	0,7	1,5	3,9	1,9	0,2	-1,0	0,6	-0,7	-0,9
III	0,0	0,6	1,9	3,6	2,1	0,1	0,0	0,7	-0,7	-0,8
Javni dolg										
2014	40,9	40,5	22,7	63,7	67,9	84,0	130,6	80,4	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,2	58,6	64,6	84,8	128,8	82,6	52,2	63,6
2016	40,3	39,9	20,7	56,3	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8	63,0
2017	40,0	39,4	23,0	50,9	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2017 IV	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,3	124,8	74,1	50,9	61,3
2018 I	35,5	36,0	22,2	49,8	55,1	77,2	125,4	75,5	50,9	59,9
II	36,9	35,0	22,0	49,0	54,0	76,5	125,0	72,7	51,9	59,6
III	37,1	35,0	21,7	45,9	52,9	75,6	125,0	71,0	51,5	58,8

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2019

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 6. marec 2019.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-19-002-SL-N (pdf)