

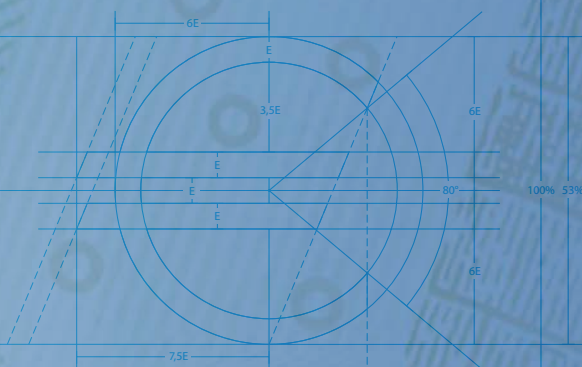


EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

## Ekonomski bilten

Številka 4 / 2015



© Evropska centralna banka, 2015

**Naslov**

60640 Frankfurt na Majni  
Nemčija

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Spletna stran**

<http://www.ecb.europa.eu>

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

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

*Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 2. junij 2015.*

ISSN 2363-3417 (spletna izdaja)

EU kataloška številka QB-BP-15-002-EN-N (spletna izdaja)



# KAZALO

## EKONOMSKA IN DENARNA GIBANJA

|                         |    |
|-------------------------|----|
| Povzetek                | 5  |
| 1 Zunanje okolje        | 7  |
| 2 Finančna gibanja      | 11 |
| 3 Gospodarska aktivnost | 15 |
| 4 Cene in stroški       | 21 |
| 5 Denar in krediti      | 24 |
| 6 Javnofinančna gibanja | 29 |

## OKVIRJI

|         |                                                                                                    |    |
|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Okvir 1 | Vzpon indijskega gospodarstva                                                                      | 31 |
| Okvir 2 | Novejša gibanja cen lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju in ZDA                           | 34 |
| Okvir 3 | Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 28. januarja do 21. aprila 2015    | 39 |
| Okvir 4 | Novejša gibanja na tekočem računu v državah euroobmočja, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj | 43 |
| Okvir 5 | Spremljanje prenosa deviznega tečaja na inflacijo                                                  | 46 |
| Okvir 6 | Nebančno financiranje v nefinančnih družbah euroobmočja v času krize                               | 49 |
| Okvir 7 | Poročilo o staranju prebivalstva 2015: kakšna bo cena staranja v Evropi?                           | 52 |
| Okvir 8 | Učinkovitost srednjeročnega proračunskega cilja kot sidra za javnofinančne politike                | 57 |

## ČLANKI

|                                                               |    |
|---------------------------------------------------------------|----|
| The role of the central bank balance sheet in monetary policy | 61 |
| Imf surveillance of the euro area and its member countries    | 78 |
| Forecasting the price of oil                                  | 87 |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| STATISTIČNI PODATKI EUROOBMOČJA | SI |
|---------------------------------|----|





**Svet ECB ohranja načrtano smer denarne politike in odločno izvaja vse sklepe o denarni politiki.** Nakupi v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev v višini 60 milijard EUR na mesec se bodo predvidoma izvajali do konca septembra 2016, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije trajno približalo cilju, da v srednjeročnem obdobju dosežemo stopnjo inflacije pod 2%, vendar blizu te meje. Pri presojanju o tem bo Svet ECB sledil sprejeti strategiji denarne politike in se osredotočal predvsem na trende v gibanju inflacije ter pri tem zanemarjal nihanja inflacije v eno ali drugo smer, če bodo ta nihanja ocenjena kot prehodna in brez posledic za srednjeročne obete glede stabilnosti cen.

**Programi nakupa vrednostnih papirjev se izvajajo nemoteno, vidni so že tudi pozitivni učinki.**

Ukrepi denarne politike so prispevali k vsesplošnemu izboljšanju finančnih razmer, ki ostajajo zelo spodbujevalne. Inflacijska pričakovanja so se z nizkih ravni sredi januarja popravila, medtem ko se pogoji zadolževanja za gospodinjstva in podjetja še naprej gibljejo ugodno. Učinki teh ukrepov začenjajo delovati na gospodarstvo in bodo nadalje prispevali k izboljšanju gospodarskih obetov.

**V razmerah zelo nizkih obrestnih mer je rast denarja in posojil še naprej okrevala.** Deloma zaradi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev so se denarni kazalniki še izboljšali, kreditna dinamika, ki sicer ostaja oslabiljena, pa se še naprej izboljšuje. Aprila se je upadanje posojil nefinančnim družbam še naprej umirjalo, rast posojil gospodinjstvom pa se je rahlo povečala. Takšna gibanja je spodbujalo precejšnje znižanje posojilnih obrestnih mer bank v večjem delu euroobmočja od poletja 2014 ter tudi znaki vse večje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Novejša gibanja na splošno potrjujejo, da ukrepi denarne politike ECB prispevajo k ponovni vzpostavitvi pravilnega delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike in k ublažitvi bančnih posojilnih pogojev. Anketa o bančnih posojilih iz aprila 2015 namreč kaže, da blažji posojilni pogoji še naprej spodbujajo nadaljnje okrevanje rasti posojil, zlasti podjetjem. Poleg tega so se v prvem četrtletju 2015 kreditni pogoji ublažili tudi z večjo konkurenco med bankami, kar je sovpadlo z naraščanjem povpraševanja podjetij po posojilih. Kot potrjuje anketa o dostopu podjetij v euroobmočju do financiranja (SAFE), izboljšanje razmer na kreditnih trgih ni ugodno le za velika podjetja, ampak tudi za mala in srednje velika podjetja (MSP).

**Postopno okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju in izboljšanje razmer na trgu dela spodbujajo številni dejavniki.** BDP se je v prvem četrtletju 2015 glede na prejšnje četrtletje realno povečal za 0,4%, potem ko je v zadnjem četrtletju 2014 zrasel za 0,3%. Podatki kažejo, da se je gospodarsko okrevanje razširilo, kar je mogoče pripisati več dejavnikom. Ukrepi denarne politike ECB prispevajo k precejšnji ublažitvi splošnejših finančnih pogojev ter omogočajo lažji dostop do posojil tako za MSP kot tudi za večja podjetja. Napredek pri javnofinančni konsolidaciji in strukturnih reformah ugodno vpliva na gospodarsko rast. Poleg tega se z nižjimi cenami nafte povečujeta realni razpoložljivi dohodek in dobičkonosnost podjetij, kar spodbuja zasebno potrošnjo in investicije, medtem ko šibkejši tečaj eura spodbuja izvoz. Skladno s širitvijo okrevanja so se trgi dela v euroobmočju še nekoliko izboljšali, kar se kaže v postopnem upadanju brezposelnosti. Toda brezposelnost je v euroobmočju kot celoti ter v posameznih državah še vedno visoka.

**V prihodnje se bo okrevanje predvidoma še razširilo.** Doslej je bila glavno gonilo izboljšanja rasti zasebna potrošnja, na katero naj bi še naprej ugodno vplivala vse večja rast plač zaradi zviševanja zaposlenosti in pozitiven vpliv padca cen energentov na realni razpoložljivi dohodek. V letu 2015 bodo pomembno gonilo okrevanja postale tudi podjetniške investicije, ki jih bodo spodbujali krepitev domačega in zunanjskega povpraševanja, nujna posodobitev in obnovitev zastarelih osnovnih sredstev, spodbujevalno naravnana denarna politika ter okrepitev bruto poslovnih presežkov. Poleg tega naj bi pričakovana pospešitev svetovnega gospodarskega okrevanja spodbudila rast izvoza.

Obenem bosta okrevanje gospodarske aktivnosti v euroobmočju najverjetneje še naprej zavirala nujno prilagajanje bilanc v različnih sektorjih in počasno izvajanje strukturnih reform.

**Po letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje<sup>1</sup> bo letna realna rast BDP v letu 2015 znašala 1,5%, v letu 2016 1,9% in v letu 2017 2,0%.** V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so napovedane stopnje realne rasti BDP v obdobju projekcij ostale praktično nespremenjene. Po oceni Sveta ECB so postala tveganja glede prihodnje gospodarske aktivnosti, ki sicer ostajajo na strani nižje rasti, bolj uravnotežena zaradi sklepov o denarni politiki ter gibanja cen nafte in deviznega tečaja eura.

**Kot kaže, je skupna inflacija na začetku letošnjega leta dosegla dno, ko so se učinki na zmanjšanje inflacije zaradi preteklega upada cen energentov umirili.** Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, maja 2015 znašala 0,3%, kar je več od vrednosti v aprilu (0,0%) in najnižje vrednosti v januarju (-0,6%). Zvišanje v glavnem izhaja iz manj negativnega prispevka skupine energentov, kar je po drugi strani predvsem posledica manjšega okrevanja dolarskih cen nafte in njihove dodatne okrepitve zaradi nadaljnje depreciacije eura.

**Stopnja inflacije se bo proti koncu leta po projekcijah zvišala ter se v letih 2016 in 2017 še okrepila.** Proti koncu leta bodo stopnjo rasti cen v skupini energentov predvidoma spodbujali bazni učinki, povezani s padcem cen nafte proti koncu leta 2014. Pritiske na rast inflacije bo povzročal tudi šibkejši tečaj eura. Poleg tega naj bi se okrepili tudi domači cenovni pritiski zaradi pričakovanega zapiranja proizvodne vrzeli, kar bo privedlo do višje rasti plač in večjih profitnih marž.

**Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih junija pripravili strokovnjaki Eurosistema, naj bi medletna inflacija v letu 2015 znašala 0,3%, v letu 2016 1,5% in v letu 2017 1,8%.** V primerjavi z marčnimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila napoved inflacije za leto 2015 popravljena navzgor, medtem ko je za leti 2016 in 2017 ostala nespremenjena. Projekcije so odvisne od celovitega izvajanja ukrepov denarne politike ECB. Svet ECB bo še naprej natančno spremljal tveganja glede cenovnih gibanj v srednjeročnem obdobju. Pri tem bo najpozorneje spremljal prenos ukrepov denarne politike kakor tudi geopolitična dogajanja ter gibanja deviznega tečaja in cen energentov.

**Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize ter v skladu s prihodnjo usmeritvijo denarne politike na seji 3. junija 2015 sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene.** Po oceni Sveta ECB je treba ohraniti načrtano smer denarne politike. Odločno izvajanje vseh ukrepov denarne politike bo zagotovilo nujno podporo gospodarstvu v euroobmočju ter v srednjeročnem obdobju trajno dvignilo stopnjo inflacije proti ravnem pod 2%, a blizu te meje.

<sup>1</sup> Glej članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. junija 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

## I ZUNANJE OKOLJE

Svetovno gospodarstvo še vedno okreva, čeprav z neenakomerno hitrostjo. Velik upad cen nafte od lanskega leta bo (kljub nedavnemu odboju) predvidoma spodbodel svetovno gospodarsko aktivnost. Ugodni ostajajo tudi pogoji financiranja. V razvitih gospodarstvih se obeti izboljšujejo, saj zaviralni dejavniki, ki izhajajo iz razdolževanja in javnofinančne konsolidacije, popuščajo. Nasprotno so se razmere v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih poslabšale, svetovna trgovinska menjava pa se je upočasnila. Svetovna inflacija se je zaradi nižjih cen nafte znižala, velik obseg prostih zmogljivosti po vsem svetu pa bo po pričakovanjih omejeval inflacijske pritiske v prihodnje.

### SVETOVNA GOSPODARSKA AKTIVNOST IN TRGOVINSKA MENJAVA

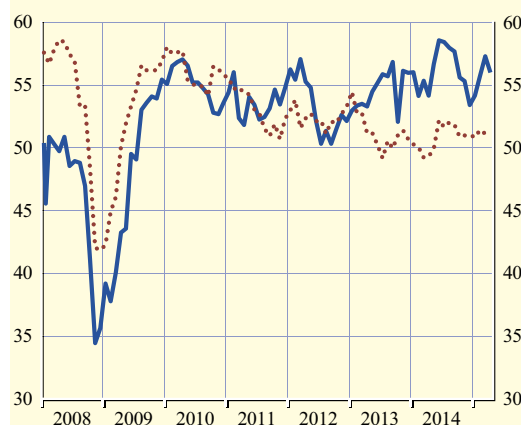
Svetovna gospodarska rast se je v prvem četrtletju 2015 nekoliko umirila, saj je svetovno gospodarstvo še naprej okrevalo z neenakomerno hitrostjo. V razvitih gospodarstvih je rast za kratek čas upadla, saj je tekoče okrevanje na Japonskem izničilo počasna rast v ZDA in Združenem kraljestvu. Bolj izrazito se je aktivnost upočasnila v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na Kitajskem jo je hromila vse šibkejša naložbena dinamika, zlasti v nepremičninskem sektorju, v Braziliji in Rusiji pa so jo slabili tudi visoka stopnja negotovosti, upadanje zaupanja in visoka inflacija. Deloma so šibko svetovno rast na začetku leta povzročili nekateri začasni dejavniki, zlasti neugodne vremenske razmere in motnje v pristaniščih na ameriški zahodni obali, ki so prizadele aktivnost v ZDA. Vseeno anketni kazalniki kažejo, da je svetovno gospodarstvo razmeroma odporno, kar bi lahko pomenilo, da je nedavna šibkost v aktivnosti prej kratkotrajen pojav kot pa bolj korenita upočasnitev (glej graf 1).

**Cene nafte so kljub nedavnemu odboju še vedno daleč pod najvišjo ravno, ki so jo dosegle junija 2014.** Cene nafte so si opomogle z najnižjih ravni, ki so jih zabeležile sredi januarja 2015, s čimer so se večinoma odzvale na znake, da se ameriška proizvodnja nafte iz skrilavcev upočasnjuje,

**Graf 1: Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za proizvodnjo**

(indeks razpršitve)

— razvita gospodarstva brez euroobmočja  
... nastajajoča tržna gospodarstva



Vir: Markit.

Opomba: Najnovejši podatki so za april 2015. Nastajajoča tržna gospodarstva so Brazilija, Kitajska, Indija in Rusija. Razvita gospodarstva so Japonska, ZDA in Združeno kraljestvo.

**Graf 2: Zaupanje potrošnikov v državah OECD**

(indeks: dolgoročno povprečje = 100; amplitudno prilagojeno)



Vir: OECD.

Opomba: Najnovejši podatki so za april 2015.

kot je bilo razvidno iz zmanjšanja števila črpališč. Hkrati svetovno povpraševanje po nafti postopno pridobiva zagon. Vseeno svetovna rast ponudbe nafte ostaja visoka, naftne rezerve pa velike, saj OPEC še vedno črpa nad ciljno ravno, naftni trg pa ostaja zelo volatilen. Sodeč po krivulji terminskih pogodb trgi pričakujejo, da bodo cene nafte v prihodnjih letih postopno rasle.

**Nižje cene nafte bodo po pričakovanjih spodbudile svetovno povpraševanje.** Medtem ko se obeti za izvoznice nafte zaradi zniževanja naftnih dobičkov poslabšujejo, pa bodo nižje cene verjetno koristile uvoznicam nafte, kjer bodo pozitivno vplivale na realni dohodek gospodinjstev. Gledano v celoti bodo nižje cene nafte po pričakovanjih ustvarile pozitivne spodbude za svetovno povpraševanje. Zaupanje potrošnikov se je v razvitih gospodarstvih od sredine lanskega leta izboljšalo (glej graf 2).

**Pogoji financiranja še naprej podpirajo svetovno gospodarstvo.** Trgi še vedno pričakujejo, da se bo denarna politika v ZDA in Združenem kraljestvu zaostrovala zelo postopno, medtem ko se je japonska centralna banka zavezala, da bo nadaljevala program kvantitativnega rahljanja. Zaradi trendnega zniževanja inflacije so centralne banke na Kitajskem, v Indiji in nekaterih drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih popustile svojo denarno politiko. Med večjimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi so se samo v Braziliji ključne obrestne mere zvišale, saj so se zaradi upadanja deviznega tečaja okrepili inflacijski pritiski. Ker so centralne banke ohranjale spodbujevalno naravnano denarno politiko, so svetovni pogoji financiranja ostali ugodni. Borzni trgi so večinoma ostali odporni, volatilitetnost pa nizka. Vseeno se je po upadu v začetku leta donosnost državnih obveznic v zadnjih tednih znova močno povečala. Za večino razvitih gospodarstev je ostala blizu ravni s konca leta 2014, kljub temu pa je ta strma korekcija pokazala na potencialno tveganje nadaljnjega močnega odboja obvezniških donosov s sicer še večno zelo nizkih ravni, kar bi lahko močno vplivalo na svetovno gospodarstvo.

**Gospodarski obeti v razvitih gospodarstvih se izboljšujejo, saj dejavniki, ki so zavirali aktivnost od finančne krize naprej, postopno popuščajo.** Pri razdolževanju zasebnega sektorja je bil dosežen določen napredek, čeprav v nekaterih državah razdolževanje napreduje hitreje kot v drugih. Tudi javnofinančna konsolidacija bo v razvitih gospodarstvih verjetno potekala počasneje kot v zgodnjih fazah okrevanja. Trgi dela se še naprej izboljšujejo, pri čemer zaposlenost v nekaterih državah narašča z veliko hitrostjo, stopnja brezposelnosti pa se znižuje. Poleg tega dejavniki, kot so boljša dostopnost zunanjega financiranja, močnejša rast dobičkov in manjša negotovost, ustvarjajo ugodno okolje za širitev in krepitev naložbene dinamike v srednjeročnem obdobju.

**Obeti za glavna razvita gospodarstva podpirajo svetovno rast.** V ZDA se bo po manjši umiritvi aktivnosti v letošnjem prvem četrtletju gospodarska rast v preostanku tega leta predvidoma vztrajno krepila. Apresiasija učinkovitega deviznega tečaja dolarja v prejšnjem obdobju bo zavirala rast izvoza, upad cen nafte pa bo pritiskal na naložbe v energijskem sektorju. Vseeno se pričakuje, da bo aktivnost v ZDA podpirala močnejše trošenje gospodinjstev, saj se realni dohodki povečujejo zaradi nižjih cen nafte, ugodnih pogojev financiranja in nadaljnje krepitve trga dela in stanovanjskega trga. Na Japonskem aktivnost okreva po upadu, ki je sledil zvišanju DDV aprila 2014, tako da se je rast v letošnjem prvem četrtletju strmo povečala. V prihodnje se bo aktivnost predvidoma počasi krepila, saj bodo gospodinjstva uživala ugodnosti višjih realnih dohodkov zaradi nižjih cen nafte, izvoz pa bo podpirala pretekla depreciacija jena. V Združenem kraljestvu je aktivnost v prvem četrtletju 2015 nekoliko oslabila, vseeno pa se za prihodnje obdobje pričakuje, da se bo krepila, saj bosta padanje cen energentov in povečevanje rasti plač podpirala zasebno potrošnjo, medtem ko bodo podjetniške naložbe okrevale skladno z rastjo povpraševanja in izboljševanjem pogojev kreditiranja.

### Nasprotno so se obeti v nekaterih večjih nastajajočih tržnih gospodarstvih poslabšali.

Na Kitajskem sta upočasnitev stanovanjskega trga ter upad proizvodnje v številnih panogah težke industrije v prvem četrtletju zavirala rast. Čeprav jo bosta na kratki rok spodbudila upad cen nafte in nedavno rahljanje denarne politike, se bo na dolgi rok po pričakovanjih upočasnila, ker bo politično vodstvo države reševalo težave v finančnem sistemu in makroekonomska neravnovesja. Za Brazilijo so se obeti poslabšali, saj so rast zavirala ozka grla na ponudbeni strani, domača neravnovesja, visoka inflacija, javnofinančna konsolidacija in zaostrovanje pogojev financiranja. Rusija bo v letu 2015 po pričakovanjih preživljala globoko recesijo. Kljub manjšemu izboljšanju pogojev financiranja od marca 2015 dalje ostajajo stroški financiranja povišani. Negotovost je visoka in zaupanje podjetij šibko, poleg tega pa se bodo zaradi manjših prihodkov od nafte predvidoma močno zmanjšali javnofinančni izdatki.

### Vseeno obeti v vseh nastajajočih tržnih gospodarstvih niso enako slabi, tako da se predvsem za neto uvoznice nafte napoveduje

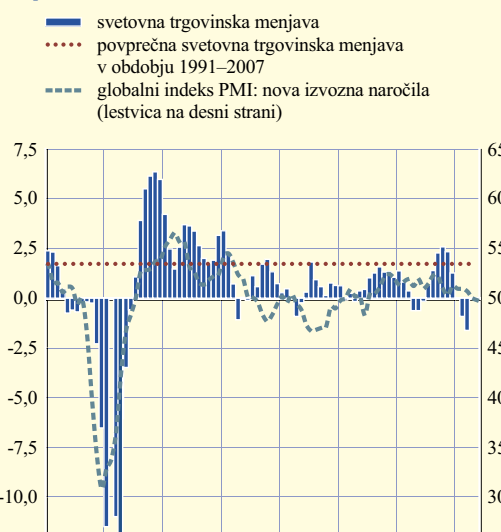
**razmeroma močna rast.** V državah srednje in vzhodne Evrope bosta rast spodbujala krepitev domačega povpraševanja ter svetlejši obeti za euroobmočje. Tudi v nekaterih nastajajočih azijskih gospodarstvih bo rast verjetno ostala dokaj visoka, saj nižje cene nafte povečujejo realni razpoložljivi dohodek, kar deloma izravnava učinke nižje rasti na Kitajskem. Kot je opisano v okvirju 1, je napredek pri strukturnih reformah precej okreplil zaupanje v Indiji, ki bo po projekcijah letos postala najhitreje rastoče veliko gospodarstvo na svetu.

**Počasnejša rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih je oslabila svetovno trgovino.** Kot so pokazali podatki o svetovni blagovni menjavi, se je obseg svetovnega uvoza blaga v prvem četrtletju 2015 zmanjšal za 1,6% medčetrletno. Čeprav je to v veliki meri posledica zelo šibkega uvoza iz Kitajske, kar lahko deloma odraža volatilnost okrog kitajskega novega leta, pa osnovni trend nakazuje šibkejši zagon svetovne trgovine. Tudi anketni kazalniki kažejo na nekoliko slabše obete za svetovno trgovino v bližnji prihodnosti (glej graf 3). Na daljši rok se pričakuje, da se bo svetovna trgovina krepila po zmerni stopnji. K okrevanju bosta predvidoma prispevala pričakovano povečanje svetovne aktivnosti ter pričakovanje, da se bo zaradi cikličnega okrevanja naložb, predvsem v razvitih gospodarstvih, zvišala trgovinska intenzivnost svetovne rasti. Kljub temu so svetovno trgovino v zadnjih letih prizadeli tudi strukturni dejavniki, saj so podjetja zmanjšala kompleksnost in dolžino svojih dobavnih verig, tako da svetovne vrednostne verige ne podpirajo več rasti svetovne trgovine v tolikšni meri kot v preteklosti. Zato ni verjetno, da se bo svetovna trgovinska menjava v prihodnjih letih povečevala z enako hitrostjo kot v prejšnjih desetletjih.

**Na splošno bo svetovno okrevanje predvidoma napredovalo počasneje, kot se je pričakovalo doslej.** Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih strokovnjaki Eurosistema pripravili junija 2015, se bo svetovna medletna rast realnega BDP postopno okrepila s 3,4% v

**Graf 3: Obseg svetovne blagovne menjave**

(trimesečne spremembe v odstotkih; lestvica na levi strani: prispevki v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: indeks razpršitve)



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2015 za indeks PMI in na marec 2015 za svetovno trgovinsko menjavo.

letu 2015 na tik nad 4% v letih 2016 in 2017. Rast zunanje povpraševanje euroobmočja naj bi se z 2,2% v letu 2015 povečala do leta 2017 na približno 5%. V primerjavi z marčnimi projekcijami sta bili napovedi za rast in zunanje povpraševanje popravljeni navzdol, kar na kratki rok odraža slabše obete v vrsti držav, na daljši rok pa počasnejšo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

#### Tveganja v obetih za svetovno trgovinsko menjavo in gospodarsko aktivnost so še vedno nekoliko usmerjena navzdol.

Po eni strani bi nižje cene nafte lahko na obete za svetovno gospodarsko rast vplivale močnejše, kot je pričakovano v junijskih projekcijah. Po drugi strani v ZDA trgi še vedno pričakujejo, da se bodo obrestne mere zviševale počasneje, kot je predvideno v zadnjih projekcijah zveznega odbora za odprti trg (FOMC). Če se bo ameriška denarna politika normalizirala hitreje, kot trenutno pričakujejo trgi, bi se dojemanje tveganja lahko obrnilo v nasprotno smer. V nastajajočih tržnih gospodarstvih bi ciklični in strukturni dejavniki, ki so zavirali rast v zadnjih mesecih, lahko imeli večje in bolj dolgotrajne posledice, kot se pričakuje zdaj. Na Kitajskem hitra kreditna rast in visoka raven finančnega vzvoda ogrožata finančno stabilnost. Obete poslabšujejo tudi geopolitična tveganja, scenarij ponovne zaostritve napetosti med Rusijo in Ukrajino pa bi imel negativne posledice za svetovno gospodarsko rast.

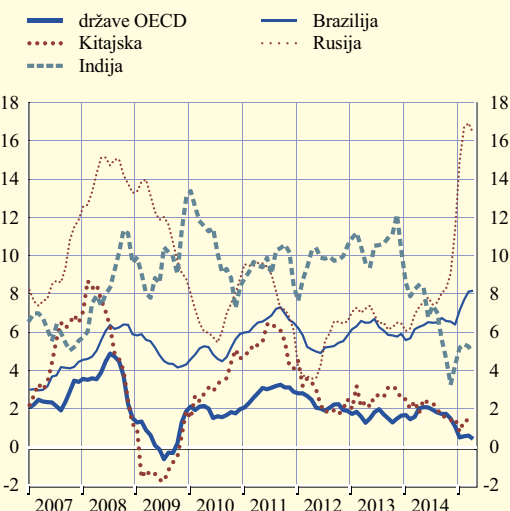
#### SVETOVNA CENOVNA GIBANJA

**Zaradi upada cen energentov ostaja svetovna inflacija nizka.** Medletna inflacija cen življenjskih potrebščin, ki se je od sredine lanskega leta zniževala, je ostala nizka in je aprila 2015 upadla na 0,4%. Po drugi strani je medletna inflacija brez hrane in energentov ostala bolj stabilna, čeprav se je aprila rahlo znižala, kar kaže, da so širši inflacijski pritiski ostali bolj zmerni. Zunaj držav OECD je na Kitajskem in v Indiji inflacija ostala oslABLJENA. Nasprotno je bila v Braziliji in Rusiji še naprej povišana, saj so se zaradi znižanja deviznega tečaja zvišale uvozne cene (glej graf 4).

**V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija po pričakovanjih postopno zviševala.** Pretekla znižanja cen primarnih surovin bodo na kratki rok verjetno prispevala k temu, da se bo svetovna inflacija znižala, vendar pa se bo potem, ko bodo ti zakasneli učinki postopno izginili, inflacija predvidoma zvišala. Zatem se bo zaradi predvidene krepitve svetovne gospodarske aktivnosti obseg prostih zmogljivosti po pričakovanjih zmanjševal. Poleg tega krivulja terminskih cen nafte implicira postopno rast v prihodnjih letih, enako kot tudi terminske cene primarnih surovin razen nafte.

**Graf 4: Inflacija v državah OECD in izbranih nastajajočih tržnih gospodarstvih**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2015.

## 2 FINANČNA GIBANJA

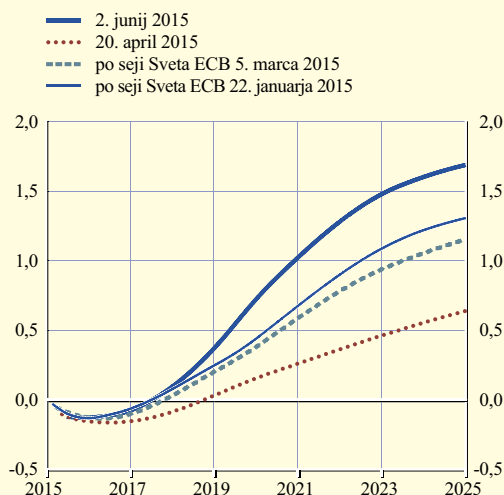
*Donosnost dolgoročnih državnih obveznic z boniteto AAA se je, potem ko je sredi aprila dosegla rekordno nizke vrednosti, na začetku junija vrnila na raven, doseženo v januarju približno v času napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Z dolgoročnejšega vidika pa je donosnost večine državnih obveznic v euroobmočju še vedno zelo nizka pri vseh zapadlostih. Na druga finančna sredstva so močno vplivali trgi državnih obveznic, pri čemer je bila donosnost podjetniških obveznic odraz donosnosti državnih obveznic, gibanje na delniških trgih v euroobmočju pa je natančno odražalo zmanjšanje in poznejše povečanje donosnosti obveznic euroobmočja. Efektivni devizni tečaj eura je v zadnjih nekaj mesecih ostal večinoma stabilen.*

**Donosnost dolgoročnih državnih obveznic z boniteto AAA se je, potem ko je sredi aprila dosegla rekordno nizke vrednosti, na začetku junija vrnila na raven, doseženo v januarju približno v času napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev.** V prvi polovici obravnavanega obdobja, tj. od začetka marca do sredine aprila, se je donosnost obveznic v euroobmočju dodatno močno zmanjšala. V tem obdobju se je 10-letna terminska obrestna mera EONIA znižala za okrog 50 bazičnih točk (glej graf 5) in dosegla novo rekordno nizko raven (0,65%). V drugi polovici obravnavanega obdobja, tj. od sredine aprila do začetka junija, se je zmanjšanje donosnosti več kot izničilo, saj se je 10-letna terminska obrestna mera EONIA zvišala na okrog 1,70%. Ker je bila donosnost kratkoročnih obveznic še vedno vezana na obrestno mero ECB za odprto ponudbo mejnega depozita, ki je znašala -0,20%, je krivulja donosnosti postala precej strma. Približno podoben vzorec je bil zabeležen pri donosnosti nemških državnih obveznic, pri čemer se je do sredine aprila donosnost 10-letnih nemških državnih obveznic zmanjšala skoraj na nič, donosnost 30-letnih obveznic pa na okrog 50 bazičnih točk (glej graf 6). Nato se je do začetka junija dvignila in dosegla podobno raven kot v januarju približno v času napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev.

**Z dolgoročnejšega vidika pa je donosnost večine državnih obveznic v euroobmočju še vedno zelo nizka pri vseh zapadlostih, kar je posledica spodbujevalno naravnane denarne politike ECB (vključno s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja).** Dejstvo, da

**Graf 5 Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA**

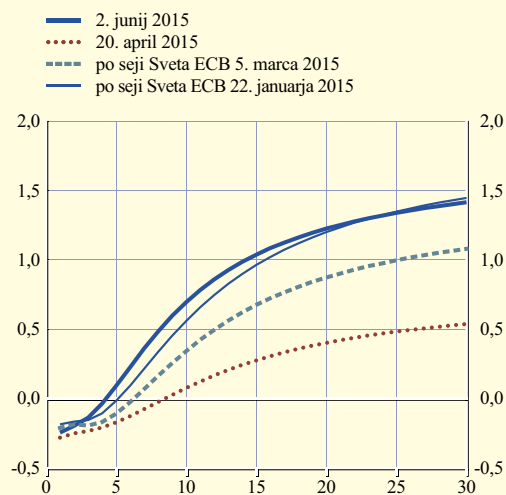
(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Graf 6 Krivulja donosnosti brezcuponskih nemških državnih obveznic**

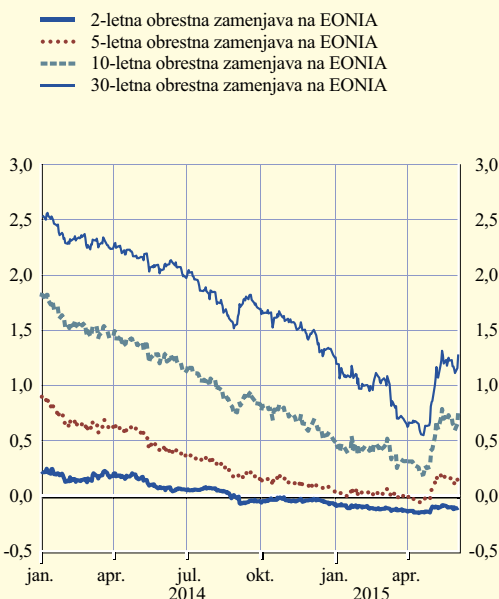
(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Graf 7 Obrestne mere v obrestnih zamenjavah na EONIA**

(v odstotkih na leto)



Vir: Bloomberg.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. junij 2015.

**Graf 8 Realne in nominalne obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah ter obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo v euroobmočju**

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opombe: 10-letna realna obrestna zamenjava je izračunana iz 10-letne obrestne zamenjave na EONIA in 10-letne obrestne zamenjave na inflacijo. Zadnji podatki se nanašajo na 2. junij 2015.

je trg v veliki meri pričakoval program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja že precej pred njegovo napovedjo, je pomenilo, da je do precejšnje prilagoditve donosnosti prišlo še pred začetkom nakupov teh vrednostnih papirjev, pri čemer so se obrestne mere v dolgoročnejših obrestnih zamenjavah na EONIA od konca avgusta 2014 do napovedi programa v januarju znižale za do 50 bazičnih točk (glej graf 7). Na volatilitnost donosnosti v euroobmočju po začetku nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja je verjetno vplivalo več dejavnikov, med drugim številna pozitivna presenečenja glede gospodarstva euroobmočja v prvi polovici obravnavanega obdobja, tehnični tržni dejavniki (pritisiki ponudbe in majhna likvidnost trga) in proces učenja, s katerim se trg prilagaja na Eurosistemove obsežne nakupe obveznic javnega sektorja. Eurosistem je od 9. marca, ko so se začeli nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, do konca maja kupil za 147 milijard EUR obveznic javnega sektorja s povprečno zapadlostjo dobrih osem let.

**Nedavna volatilitnost donosnosti je bila povezana predvsem z volatilitnostjo realnih obrestnih mer.** Iz računovodske razčlenitve sprememb obrestne mere v 10-letnih obrestnih zamenjavah na EONIA je razvidno, da je bila njena volatilitnost večinoma posledica sprememb realne obrestne mere, medtem ko je bila obrestna mera v obrestnih zamenjavah, vezanih na inflacijo, razmeroma stabilna (glej graf 8). Več informacij o inflacijskih pričakovanjih je predstavljenih v poglavju 4 o cenah in stroških.

**Razmik v donosnosti državnih obveznic euroobmočja z nižjimi bonitetami se je v obravnavanem obdobju glede na nemške državne obveznice povečal.** Na to sta vplivala predvsem negotovost glede dostopa Grčije do financiranja in okrepljeno izdajanje državnih

obveznic z daljšimi zapadlostmi v nekaterih državah. Razmik v donosnosti 10-letnih obveznic se je v Španiji in Italiji povečal za okrog 40 bazičnih točk ter na Portugalskem za okrog 60 bazičnih točk. Vendar pa z dolgoročnejšega vidika prihaja do precejšnjega in razmeroma enakomernega približevanja donosnosti državnih obveznic v euroobmočju (razen Grčije), potem ko je ta v juliju 2012 dosegla visoke ravni.

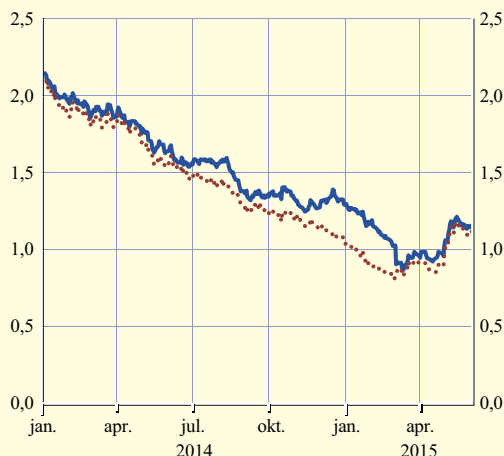
**V večini držav je na druge kategorije finančnega premoženja, kupljenega v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, tj. krite obveznice in listinjene vrednostne papirje, vplivalo gibanje državnih obveznic z višjimi bonitetnimi ocenami.** V nekaterih državah pa je na krite obveznice in listinjene vrednostne papirje vplivala negotovost glede dostopa Grčije do financiranja, zaradi česar so se nekoliko povečali razmiki v donosnosti kritih obveznic in diskontni razponi pri listinjenih vrednostnih papirjih.

**Na podjetniške obveznice in delnice so vplivala predvsem gibanja na trgih državnih obveznic.** Donosnost podjetniških obveznic (finančnih in nefinančnih izdajateljev) se je v prvi polovici obravnavanega obdobja zmanjšala in nato v drugi polovici povečala (glej graf 9), s čimer je odražala gibanja na trgih državnih obveznic. Podobno so v prvi polovici obravnavanega obdobja visoke donose dosegali delniški trgi euroobmočja, pri čemer se je širši delniški indeks Euro Stoxx do sredine aprila zvišal za okrog 7%. Visoki donosi delniških trgov so sovpadali z zmanjšanjem donosnosti obveznic v euroobmočju, kar je povzročilo upad pričakovanih prihodnjih stroškov financiranja in zvišanje diskontirane vrednosti pričakovanega prihodnjega podjetniškega dobička. Ko se je donosnost državnih obveznic znova povečala, se je večina pridobljene vrednosti na delniških trgih izničila, pri čemer je delniški indeks Euro Stoxx v celotnem obravnavanem obdobju zrasel za manj kot 1%. Ameriški delniški indeks Standard & Poor's 500 se v tem obdobju

**Chart 9 Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju**

(v odstotkih na leto)

— finančni izdajatelji  
..... nefinančni izdajatelji

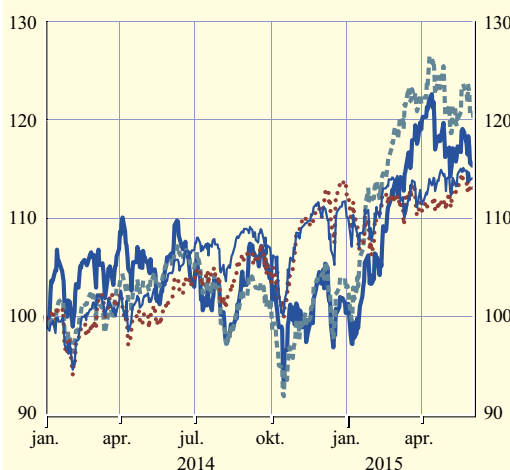


Vira: iBoxx in ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. junij 2015.

**Graf 10 Delniški indeksi finančnega in nefinančnega sektorja**

(1. januar 2014 = 100)

— finančni izdajatelji euroobmočja  
..... finančni izdajatelji ZDA  
- - - nefinančni izdajatelji euroobmočja  
— nefinančni izdajatelji ZDA



Vir: Thomson Reuters.  
Opomba: Na podlagi tržnih indeksov iz zbirke Datastream.  
Zadnji podatki se nanašajo na 2. junij 2015.

večinoma ni spremenil. Gledano dolgoročneje je donosnost lastniških vrednostnih papirjev v ZDA presegla donosnost na delniških trgih v euroobmočju (glej okvir 2).

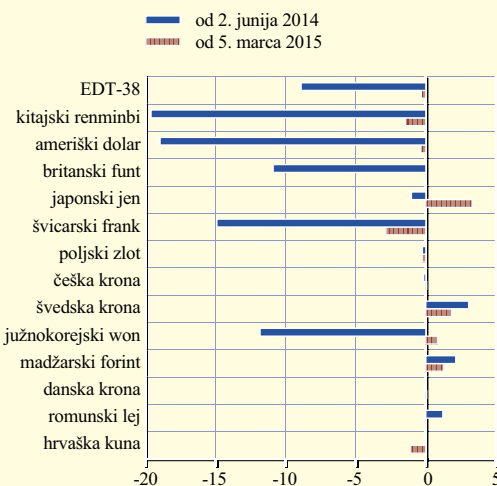
**Delnice finančnega in nefinančnega sektorja v euroobmočju so v obravnavanem obdobju dosegale približno enake donose.** Od začetka leta 2014 nefinančne delnice v euroobmočju dosegajo precej višjo rast kot finančne delnice (glej graf 10), medtem ko je rast finančnih in nefinančnih delnic v ZDA enako močna.

**EONIA se je ob večji presežni likvidnosti postopno znižala.** Večja presežna likvidnost, ki je bila posledica nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja, dodeljene v marcu, je sprožila postopno znižanje obrestne mere EONIA, ki se je tako z  $-0,06\%$  5. marca znižala na  $-0,12\%$  2. junija. Zvišanje obrestne mere EONIA, do katerega navadno pride ob koncu meseca, je bilo bolj umirjeno kot v preteklosti, pri čemer je bila obrestna mera, ki se določa ob koncu meseca, v aprilu prvič negativna. Trimesečni EURIBOR je prvič postal negativen 21. aprila in je 2. junija znašal  $-0,01\%$ . Likvidnostne razmere in operacije denarne politike so podrobneje obravnavane v okvirju 3.

**Efektivni devizni tečaj eura je v zadnjih nekaj mesecih ostal večinoma stabilen** (glej graf 11). Med začetkom marca in sredino aprila je euro v razmerju do drugih glavnih valut večinoma izgubljal vrednost in bil nekoliko bolj volatilen glede na prejšnje mesece, kar je bilo skladno s spreminjajočimi se ocenami glede obetov za gibanje obrestnih mer v euroobmočju v primerjavi z drugimi večjimi gospodarstvi. Euro se je nato v obdobju do sredine maja ob zmanjševanju razmikov v donosnosti dolgoročnih obveznic med ZDA in euroobmočjem izrazilo okrepil tako efektivno kot tudi v razmerju do ameriškega dolarja ter s tem pridobil nekaj izgubljene vrednosti. Vendar pa je v drugi polovici maja ponovno oslabil ter se vrnil na podobno raven kot na začetku marca in bil  $8,9\%$  nižji kot pred enim letom. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem med začetkom marca in 2. junijem izgubil  $0,4\%$  vrednosti. Euro je depreciral tudi v razmerju do britanskega funta, švicarskega franka, ruskega rublja in kitajskega renminbija. Nasprotno je v razmerju do japonskega jena, valut držav izvoznic surovin in valut številnih nastajajočih tržnih gospodarstev apreciral. Z dansko krono se je še naprej trgovalo blizu centralnega tečaja v ERM II.

**Graf 11 Spremembe deviznega tečaja eura v razmerju do izbranih valut**

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2015. EDT-38 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

### 3 GOSPODARSKA AKTIVNOST

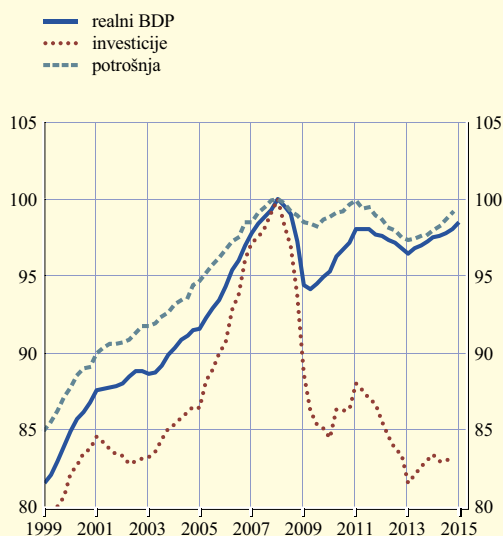
Okrevanje gospodarstva v euroobmočju še naprej kaže znake postopne krepitve in tudi razmere na trgih dela so se izboljšale. Poleg tega so številni dejavniki v zadnjem času močnejše podprli gospodarsko aktivnost v euroobmočju. Nižje cene nafte spodbujajo rast realnega razpoložljivega dohodka in s tem zasebno potrošnjo. Nedavna deprecijacija tečaja eura spodbuja izvoz. Razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB, bi moral še dodatno pripomoči k ublažitvi splošnih pogojev financiranja ter izboljšati dostopnost kreditov tudi za mala in srednje velika podjetja (MSP). Ciklično okrevanje bo predvidoma postalo bolj vztrajno v naslednjih četrtletjih zaradi domačega in zunanega povpraševanja, brezposelnost pa se bo še dodatno zmanjšala. Po letošnjih junjskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna rast BDP v letu 2015 znašala 1,5%, v letu 2016 1,9% in v letu 2017 2,0%.

**Domače povpraševanje se je v prvem četrtletju 2015 povečalo.** BDP se je v prvem četrtletju 2015 od prejšnjega četrtletja realno povečal za 0,4%, v zadnjem četrtletju 2014 pa za 0,3% (glej graf 12). V času presečnega datuma za to številko Ekonomskega biltena razčlenitev še ni bila na voljo, toda ekonomski kazalniki in podatki po državah kažejo, da je domače povpraševanje v prvem četrtletju 2015 še naprej največ prispevalo k rasti. Kaže tudi, da je bil prispevek neto izvoza k rasti nekoliko negativen zlasti zaradi relativno šibkega svetovnega povpraševanja z nastajajočih trgov.

**Anketni podatki kažejo nadaljnje ciklično okrevanje v drugem četrtletju 2015.** Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti in kazalnik gospodarske klime sta se med prvim četrtletjem 2015 in prvima dvema mesecema drugega četrtletja izboljšala. Poleg tega sta oba kazalnika aprila in maja v povprečju presegla dolgoročne povprečne vrednosti.

**Graf 12 Realni BDP, investicije in potrošnja v euroobmočju**

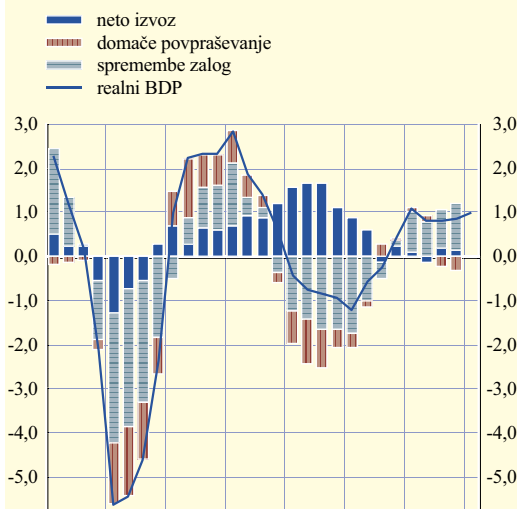
(indeks I 2008 = 100)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

**Graf 13 Realna rast BDP in sestava rasti v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki do zadnjega četrtletja 2014 niso ne desezonirani ne prilagojeni za število delovnih dni. Rast BDP za prvo četrtletje 2015 je izračunana na podlagi prvih ocen, ki so desezonirane in prilagojene za število delovnih dni.

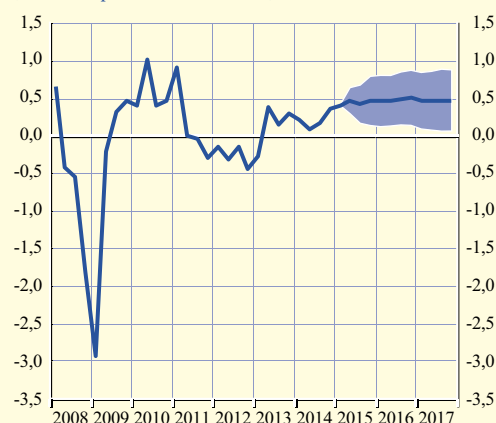
**Gospodarsko okrevanje je ohranilo zagon in se od začetka leta 2015 širi po državah.** Prvič, razmeroma nizka cena nafte je prispevala k precejšnjemu povečanju realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev. Drugič, na domače povpraševanje bodo še dodatno pozitivno vplivale boljše finančne razmere zaradi spodbujevalno naravnane denarne politike ter ublažitev pogojev kreditiranja, o čemer pričata neto ublažitev kreditnih standardov in posojilnih pogojev iz zadnje ankete o bančnih posojilih za euroobmočje. Tretjič, gospodarsko aktivnost v euroobmočju naj bi vse močnejše podpirala tudi postopno povečanje zunanega povpraševanja in depreciacija eura. Poleg tega se dejavniki, kot je prilagajanje bilanc v zasebnem in javnem sektorju, ki so prispevali k večletnemu obdobju zelo šibke realne rasti BDP, postopoma iztekajo in njihov vpliv na gospodarsko aktivnost v euroobmočju je manj negativen. V številnih državah naj bi se končal tudi proces prilagajanja na stanovanjskih trgih, kot kaže preobrat v cenah stanovanj. Glede na ocene je tudi pospeševanje rasti BDP v prvem četrtletju tega leta zajelo vse države euroobmočja.

**Oceno o nadaljnjem gospodarskem okrevanju kažejo tudi junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.**<sup>1</sup> Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se bo v naslednjih treh letih po napovedih postopno širilo. K rasti naj bi pozitivno prispevala domače in zunanje povpraševanje. Ukrepi denarne politike ECB bi morali kratkoročno in srednjeročno podpreti gospodarsko aktivnost, in sicer po več kanalih. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo medletna realna rast BDP v euroobmočju znašala 1,5% leta 2015, 1,9% leta 2016 in 2,0% leta 2017 (glej graf 14).

**Potrošnja še vedno največ prispeva k rasti in na začetku leta 2015 je še pridobila zagon.** Rast zasebne potrošnje, ki je bila v zadnjih četrtletjih glavno gonilo gospodarskega okrevanja, se je v prvem četrtletju 2015 verjetno še povečala, na kar je imela velik pozitiven vpliv rast realnega razpoložljivega dohodka zaradi nižjih cen energentov, rasti zaposlenosti in manjšega obsega javnofinančne konsolidacije. Po 0,4-odstotni četrtletni rasti v zadnjem četrtletju 2014 kratkoročni kazalniki kažejo nadaljnjo razmeroma močno rast potrošnje v prvem četrtletju leta. Prodaja v trgovini na drobno in tudi število registracij avtomobilov v euroobmočju sta se v prvem četrtletju 2015 četrtletno povečala za 1,1% in aprila dosegla podobno rast. Anketni podatki kažejo nadaljnjo vztrajno dinamiko zasebne potrošnje v drugem četrtletju leta. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov v euroobmočju, ki je razmeroma dober pokazatelj trendnih gibanj v zasebni potrošnji, se je v prvem četrtletju tega leta izrazilo zvišal. Čeprav se je aprila in maja nekoliko znižal, še vedno dosega predkrizne ravni ter je veliko višji od dolgoročnega povprečja (glej graf 15).

**Graf 14 Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)**

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. junija 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Za število delovnih dni prilagojeni podatki. Razponi, ki so prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo 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.

<sup>1</sup> Glej članek z naslovom »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. junija 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

**Rast zasebne potrošnje bo po pričakovanjih tudi v prihodnje ključno gonilo okrevanja gospodarske aktivnosti.** Zasebna potrošnja bi se morala kratkoročno okrepiti zaradi pozitivnih obetov za rast realnega razpoložljivega dohodka, čeprav bo njen zagon verjetno nekoliko ublažil učinek delnega preobrata v znižanju cen energentov. Pričakovati je, da se bo dohodek iz plač potem okrepil zaradi nenehne rasti zaposlenosti in vse hitreje rasti nominalnih sredstev za zaposlene.

**Investicijski izdatki so se v zadnjih četrletjih nekoliko zvišali.** Po krčenju investicij sredi leta 2014 – zaradi šibkega povpraševanja, razdolževanja podjetij ter politične in ekonomske negotovosti – so bruto investicije v osnovna sredstva v euroobmočju v zadnjem četrletju 2014 rahlo porasle zaradi vse večjih gradbenih investicij, medtem ko so negradbene investicije ostale na isti ravni. V prvem četrletju 2015 so se skupne investicije v euroobmočju četrletno verjetno zmerno povečale ob zvišanju industrijske proizvodnje investicijskega blaga, izrazitem povečanju izkoriščenosti zmogljivosti v predelovalnih dejavnostih in ob nadaljnjem izboljšanju zaupanja v sektorju investicijskega blaga. Kar zadeva gradbene investicije, povečanje gradbene aktivnosti – čeprav zmerno v primerjavi s zadnjim četrletjem – in nadaljnje izboljšanje kazalnikov zaupanja kažeta zmerno rast v prvem četrletju.

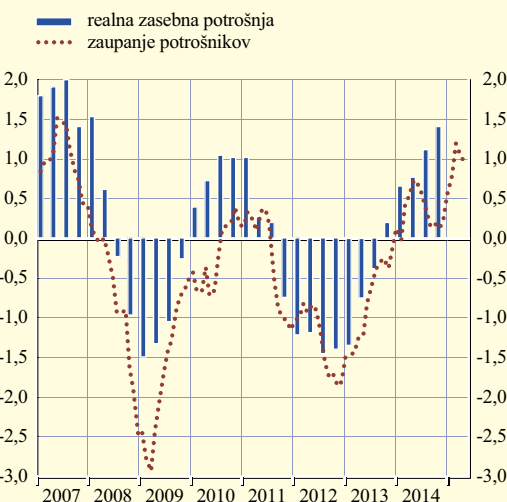
**Pričakuje se postopna okrepitev rasti podjetniških investicij.** Čeprav se je indeks PMI za sektor investicijskega blaga aprila in maja nekoliko poslabšal, bi morale podjetniške investicije postopoma postati pomembnejše gonilo okrevanja v euroobmočju, kot nakazujejo vzorci iz preteklosti. K postopnemu okrevanju podjetniških investicij bodo prispevali okrepljeno domače in zunanje povpraševanje, nujna posodobitev in obnovitev zastarelih osnovnih sredstev ter spodbujevalno naravnana denarna politika, močno okrepljena z nestandardnimi ukrepi in zlasti z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev.

**Leta 2015 se pričakuje zmerno okrevanje gradbenih investicij.** Gradbene investicije bodo začele okrevati leta 2015 po daljšem obdobju šibke rasti, in sicer ob podpori zelo nizkih hipotekarnih obrestnih mer v večini držav, ublažitve pogojev financiranja in vse večje rasti razpoložljivega dohodka. Napredek pri prilagoditvah na stanovanjskem trgu v nekaterih državah, kot kaže preobrat v cenah stanovanj (glej graf 16), bo sčasoma okreplil tudi stanovanjske investicije.

**Izvoz se je po ocenah na začetku leta 2015 le zmerno povečal zaradi negativnega vpliva svetovnega povpraševanja, ki je bilo manj vztrajno od pričakovanj.** Izvoz blaga in storitev euroobmočja se je v zadnjem četrletju 2014 četrletno povečal za 0,8%, na začetku leta 2015 pa je prišlo do umiritve. V prvih mesecih leta 2015 se je izvoz v ZDA in Latinsko Ameriko še naprej krepil, izvoz na Kitajsko in v druga azijska gospodarstva pa je bil umirjen (glej graf 17). Razpoložljivi anketni kazalniki kažejo, da se bo izvoz euroobmočja v drugem četrletju 2015 povečal. Izvoz euroobmočja bo predvidoma naraščal tudi v drugi polovici leta 2015 in pozneje

**Graf 15 Zasebna potrošnja in zaupanje potrošnikov v euroobmočju**

(medletne spremembe v odstotkih, prilagojene srednje vrednosti)



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

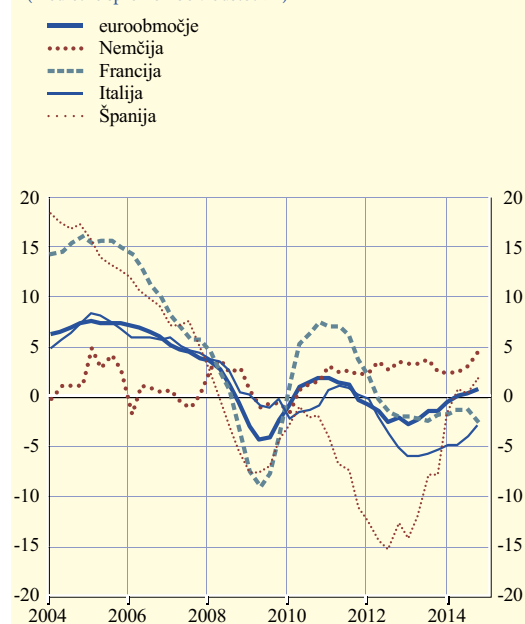
ob podpori postopne krepitve svetovnega povpraševanja in zapoznelega učinka depreciacije efektivnega tečaja eura. Vendar bo zagon po napovedih veliko manjši kot pred krizo, kar je pokazatelj v povprečju šibkejše gospodarske aktivnosti in manjše elastičnosti svetovne trgovinske menjave na gospodarsko rast. Uvoz euroobmočja se bo predvidoma še povečal v drugem četrtletju 2015 in srednjeročno še dodatno okrepil v skladu z okrevanjem domačega povpraševanja. Tako bo prispevek neto izvoza k realni rasti BDP v obdobju projekcij le rahlo pozitiven. Okvir 4 predstavlja gibanja na tekočem računu v državah euroobmočja, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj.

**Okrevanje v euroobmočju bo med letoma 2015 in 2017 predvidoma potekalo ob približno nevtralni javnofinančni politiki.** Naravnost javnofinančne politike, merjena kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka državne pomoči finančnemu sektorju, bo v obdobju projekcij predvidoma približno nevtralna. Restriktivna javnofinančna politika v preteklih letih je bila predvsem posledica nadaljnje šibke rasti javnofinančnih odhodkov glede na trendno nominalno rast BDP. Medtem ko se bo ta trend nadaljeval, ga bo med letoma 2015 in 2017 približno izravnalo znižanje neposrednih davkov in socialnih prispevkov. Pozitivni učinek avtomatičnih fiskalnih stabilizatorjev na domače povpraševanje se bo sčasoma zmanjšal z okrevanjem gospodarstva.

**Razmere na trgih dela v euroobmočju se še naprej postopno izboljšujejo.** Število zaposlenih (glej graf 18) se je v zadnjem četrtletju 2014 četrtletno povečalo za 0,1% (zadnje obdobje, za katerega so na voljo podatki). Na sektorski ravni so k rasti zaposlenosti prispevale predvsem storitvene dejavnosti (zlasti strokovne storitve in netržne storitve). Hkrati se je enajsto četrtletje

**Graf 16 Cene stanovanjskih nepremičnin**

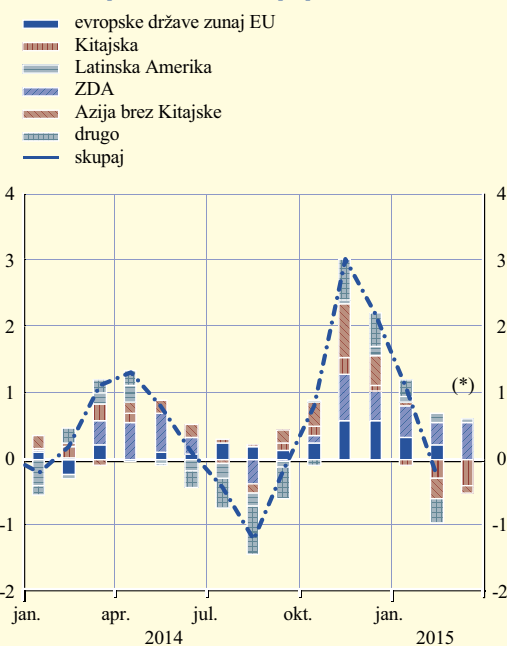
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: nacionalni viri in izračuni ECB.

**Graf 17 Obseg izvoza blaga v države zunaj euroobmočja in večje trgovinske partnerice**

(trimesečne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatki za prvo četrtletje 2015 se nanašajo samo na januar in februar.

zapored še naprej zmanjševala zaposlenost v finančnih in zavarovalniških dejavnostih. Število zaposlenih v industriji brez gradbeništva se je le zmerno povečalo, število zaposlenih v gradbeništvu pa se je po začasnem povečanju v tretjem četrtletju močno zmanjšalo. Skupno število opravljenih delovnih ur je v zadnjem četrtletju 2014 še naprej raslo, in sicer hitreje kot v predhodnih četrtletjih. Anketni rezultati kažejo na nadaljnje izboljšanje zaposlenosti v prvi polovici leta 2015. Kazalniki prihodnjih gibanj ravno tako kažejo nadaljnje izboljšanje razmer na trgu dela.

#### Visoka stopnja brezposelnosti z začetka leta 2015 se še naprej postopoma znižuje.

Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je v prvem četrtletju 2015 padla na 11,2%, potem ko je v zadnjem četrtletju 2014 znašala 11,4%. Poleg tega je stopnja brezposelnosti aprila 2015 padla na 11,1%, tj. najnižja raven od marca 2012, ki pa je še vedno za skoraj štiri odstotne točke višja od najnižje predkrizne vrednosti. Nadaljnje zniževanje stopnje brezposelnosti je bilo zabeleženo v vseh skupinah (moški in ženske) in v večini gospodarstev euroobmočja, čeprav ostajajo velike razlike na ravni starostnih skupin in držav.

**Po pričakovanjih se bodo razmere na trgih dela v euroobmočju kratkoročno in srednjeročno še izboljšale.** Rast zaposlenosti se bo v naslednjih četrtletjih predvidoma nekoliko pospešila ob čedalje močnejši krepitvi gospodarstva. Zato se bo stopnja brezposelnosti v euroobmočju verjetno še znižala, ko se bo gospodarsko okrevanje razmahnilo.

#### Vendar pa nekateri dejavniki še naprej zavirajo okrevanje skupne gospodarske aktivnosti.

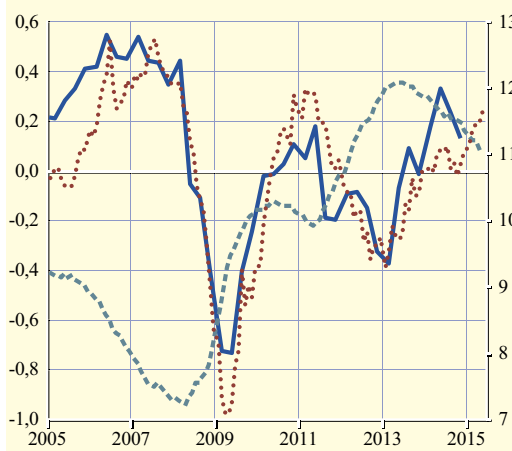
Zadolženost javnega sektorja se še povečuje, čeprav počasneje, in pričakovati je, da bo stopnja zadolženosti v nekaterih državah ostala visoka. Gibanja na trgu dela – ki se na splošno sicer izboljšujejo – bodo ostala v senci visoke strukturne brezposelnosti, zlasti v nekaterih državah, ki jih je kriza najbolj prizadela. Zaradi teh dejavnikov se bodo verjetno ohranjali pritiski na povečanje previdnostnega varčevanja zasebnih gospodinjstev. Na rast v številnih državah še naprej vpliva tudi počasno izvajanje strukturnih reform. Poleg tega bodo na investicijske izdatke še naprej vplivali razmeroma šibki obeti glede potencialne rasti, daljše obdobje negotovosti v zvezi z razmerami v Grčiji ter geopolitične napetosti zunaj euroobmočja.

**Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete za euroobmočje, sicer ostajajo na strani nižje rasti, vendar so postala bolj uravnotežena zaradi sklepov o denarni politiki ECB ter gibanj cen nafte in deviznih tečajev.** Med navzdol usmerjenimi tveganji glede gospodarskih obetov so nadaljnje povečanje geopolitičnih napetosti, večja upočasnitev rasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter manj ugodni učinki ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev od predvidenih. Druga navzdol usmerjena tveganja glede realne rasti BDP izhajajo iz zaostrovanja denarne politike v ZDA, ki poteka hitreje

**Graf 18 Zaposlenost v euroobmočju, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost**

(medčetrtna rast; 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.

Opomba: Indeks vodij nabave (PMI) je prikazan kot odstopanje od 50, deljeno z 10.

od pričakovanj in povzroča negativne posledice za nekatera nastajajoča tržna gospodarstva, ter iz ponovne rasti cen nafte, ki bi bila lahko večja od pričakovane. Tveganja na strani nižje rasti le deloma odtehtajo navzgor usmerjena tveganja, povezana z večjim učinkom strukturnih reform in naložbenih načrtov EU na gospodarsko aktivnost, kot je bilo predvideno.

## 4 CENE IN STROŠKI

Skupna inflacija je dno dosegla na začetku leta 2015, ko so popustili navzdol usmerjeni pritiski s strani cen energentov. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0,3%, nato pa se bo v letu 2016 precej dvignila na 1,5% in v letu 2017 na 1,8%. Inflacija brez energentov in hrane pa se bo v letu 2015 dvignila na 0,8%, v letu 2016 na 1,4% in v letu 2017 na 1,7%. Svet ECB bo natančno spremljal tveganja, ki lahko vplivajo na cenovna gibanja v srednjeročnem obdobju, še zlasti pa bo pozoren na prenos ukrepov denarne politike kot tudi na geopolitična dogajanja ter gibanja tečaja in cen energentov.

**Skupna inflacija v euroobmočju je v zadnjih mesecih naraščala.** Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija, merjena z indeksom HICP, maja 2015 postala pozitivna in je dosegla 0,3%, kar je več kot aprila (0,0%) oziroma januarja, ko je bila na najnižji ravni (−0,6%) (glej grafa 19 in 22). Medtem ko lahko krepitev inflacije od januarja dalje pojasnimo z manj negativno medletno stopnjo rasti v skupini energentov zaradi naraščanja cen nafte v eurih, pa gre zvišanje inflacije od aprila do maja pripisati krepkejši medletni stopnji rasti vseh glavnih skupin indeksa HICP.

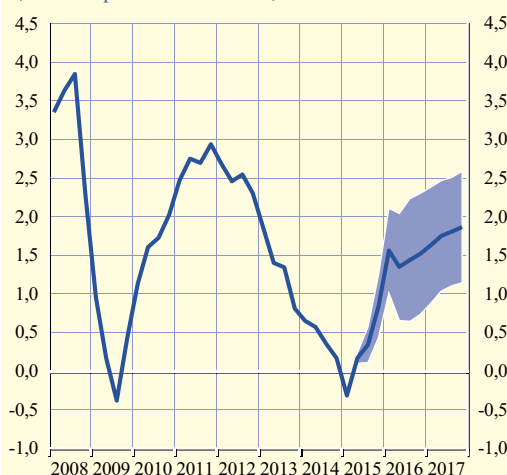
**Inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju se je zvišala z 0,6% v aprilu na 0,9% v maju.** Majsko zvišanje odraža višjo inflacijo v skupini storitev in v skupini industrijskega blaga brez energentov, kjer se je inflacija zvišala tretji mesec zapored. To merilo osnovne inflacije je ostalo v razponu od 0,6% do 1,0% vse od konca leta 2013. Osnovno inflacijo še vedno znižujejo globalni dejavniki, vključno z učinki apreciacije eura do maja 2014 ter s posrednimi učinki padanja cen nafte in drugih surovin do začetka leta 2015. Ko bodo ti zapoznili učinki popustili, bo opaznejši tudi prenos depreciacije tečaja eura na cene življenjskih potrebščin razen energentov. V domačem okolju lahko nizko raven osnovne inflacije pojasnimo s še kar naprej šibkim domačim povpraševanjem in majhno močjo podjetij pri oblikovanju cen, pa tudi s procesom prilagajanja v nekaterih državah euroobmočja.

### Vpliv depreciacije eura na inflacijo naj bi postal opaznejši v naslednjih četrtletjih.

Doslej se je vpliv depreciacije eura kazal le na gibanju uvoznih cen, ne pa še na gibanju cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih (glej graf 20). Tako se je močno zvišala medletna stopnja rasti uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo in tudi proizvodov za vmesno porabo. Pri tem je treba povedati, da uvoženi končni proizvodi za široko porabo predstavljajo le majhen del v skupini proizvodov indeksa HICP in da uvožene proizvode za vmesno porabo najdemo le v začetnih fazah cenovne verige. Cene končnih neživilskih proizvodov za široko porabo pri proizvajalcih v poznejših fazah te verige pa se še niso opazneje zvišale. To sliko potrjujejo tudi anketni kazalniki cenovnih pritiskov v proizvodni verigi. Majski indeks vodij nabave kaže, da lastne cene rastejo, medtem ko ostajajo zaračunane cene na splošno stabilne. Zamik, s katerim se je inflacija odzvala na deprecijacijo

**Graf 19 Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)**

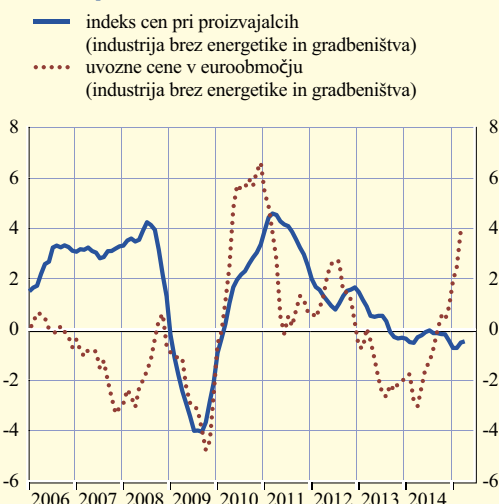
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. junija 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2015 (prve ocene).

**Graf 20 Cene pri proizvajalcih in uvozne cene v euroobmočju v industriji brez energetike in gradbeništva**

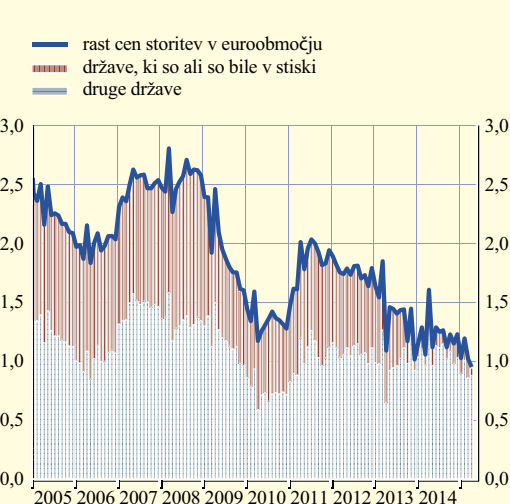
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
 Opomba: Zadnji podatki so za marec 2015 za uvozne cene oziroma za april 2015 za cene pri proizvajalcih.

**Graf 21 Rast cen storitev v državah, ki so ali so bile v stiski, in v drugih državah euroobmočja**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
 Opomba: Zadnji podatki so za april 2015. Države, ki so ali so bile v stiski, vključujejo Irsko, Grčijo, Španijo, Italijo, Ciper, Portugalsko in Slovenijo.

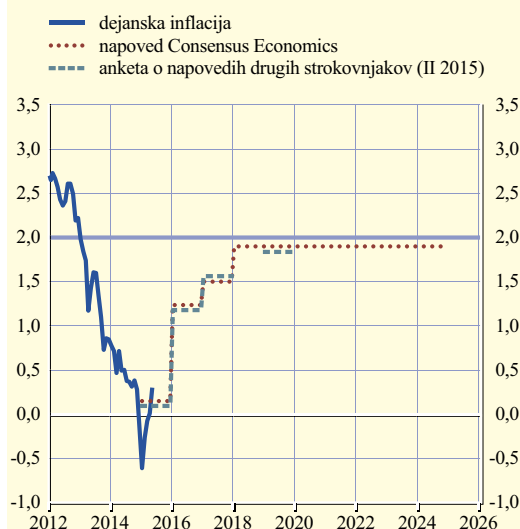
eura, je normalen: ne samo zaradi postopnega prenosa preko višjih lastnih stroškov, ampak tudi, ker bo del vpliva – čeprav z daljšim zamikom – prišel tudi s strani večjega povpraševanja po blagu in storitvah, povezanega z vplivom nižjega tečaja na gospodarsko aktivnost in dohodek. Prenos deprecij eura, ki naj bi bil po pričakovanjih postopen, je podrobneje predstavljen v okvirju 5.

**Domači cenovni pritiski so doslej ostali zmerni zlasti zaradi šibkega povpraševanja.** Rast cen storitev je padla z 1,9% na začetku leta 2012 na 1,2% v decembru 2014 in nato še na 1,0% v aprilu 2015, preden se je dvignila na 1,3% v maju. Ta negativni trend, ki je v zadnjih letih značilen za rast cen storitev, odraža upočasnjeno rast tako plač kot tudi profitnih marž, ki so jo le nekoliko odtehtali dvigi posrednih davkov in nadzorovanih cen. Na ravni posameznih držav je znižanje rasti cen storitev še zlasti izrazito v državah, ki so ali so bile v stiski (glej graf 21). To morda po eni strani odraža večjo prožnost plač in cen po opravljenih strukturnih reformah, po drugi strani pa tudi globino krize.

**V prihodnje naj bi se inflacija v euroobmočju okrepila, najprej že med letom 2015 ter nato še bolj v letih 2016 in 2017.** Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi maja, ko so strokovnjaki Eurosistema dokončali junijske makroekonomske projekcije za euroobmočje, bo inflacija v letu 2015 v povprečju znašala 0,3%, nato se bo še okrepila v letih 2016 in 2017, ko bo znašala 1,5% oziroma 1,8%. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila projekcija inflacije za leto 2015 popravljena navzgor, za leti 2016 in 2017 pa je ostala nespremenjena. Inflacija naj bi v prihodnjih mesecih ostala nizka, konec leta 2015 pa naj bi se skupna inflacija zvišala zaradi navzgor usmerjenih baznih učinkov in zvišanja cen nafte, ki se pričakuje na terminskih trgih. Skupna inflacija naj bi se v letih 2016 in 2017 dodatno zvišala, ko se bodo okrepili domači cenovni pritiski v obliki rasti plač in profitnih marž, kar bo posledica nadaljnjega zmanjševanja neizkoriščenega gospodarskega potenciala in vztrajnih zunanjih pritiskov na rast cen zaradi zapoznelih vplivov preko kanala deviznega tečaja in navzgor obrnjene krivulje cen naftnih terminskih pogodb.

Graf 22 Anketna merila inflacijskih pričakovanj

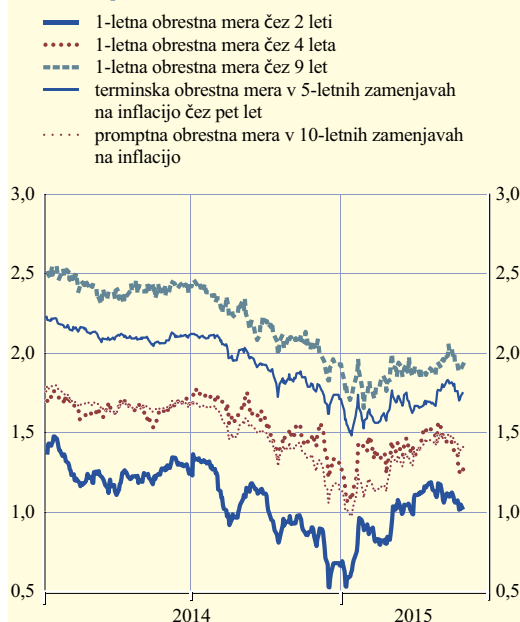
(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat, Reuters, anketa ECB o napovedih drugih strokovnjakov, izračuni ECB, Consensus Economics.  
 Opomba: Dejanski podatki za indeks HICP so na voljo do maja 2015 (prva ocena); podatki iz ankete o napovedih drugih strokovnjakov temeljijo na rezultatih iz drugega četrtletja 2015. Podatki Consensus Economics temeljijo na napovedi iz maja 2015 za leti 2015 in 2016 ter na napovedi iz aprila 2015 za ostala leta.

Graf 23 Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
 Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 1. junij 2015.

**Inflacijski obeti so skladni s povečanjem tako anketnih kot tudi tržnih meril inflacijskih pričakovanj v euroobmočju, ki so bila v januarju na zelo nizki ravni.** Kratkoročnejša anketna in tržna inflacijska pričakovanja, merjena z obrestnimi merami iz zamenjav na inflacijo, so se v zadnjem času nekoliko povečala, zlasti za leti 2016 in 2017. Povečanje dolgoročnejših anketnih inflacijskih pričakovanj v euroobmočju na okrog 1,8% kaže na večje zaupanje strokovnjakov, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje (glej graf 22). Tudi obrestna mera v 5-letnih zamenjavah na inflacijo čez pet let si je opomogla in se dvignila z okrog 1,5% v januarju na okrog 1,8% na začetku junija, promptna obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na inflacijo pa se je zvišala z manj kot 1% na okrog 1,4% (glej graf 23). Podobno okrevanje je bilo značilno za druga tržna merila inflacijskih pričakovanj, vključno z izvedenimi stopnjami inflacije, izpeljanimi iz indeksiranih obveznic različnih držav. Okrepitev tržnih inflacijskih pričakovanj je bila bolj izrazita v euroobmočju kot v ZDA in Združenem kraljestvu, kar kaže, da tržni udeleženci do neke mere zmanjšujejo navzdol usmerjeno tveganje, ki je bilo kar nekaj časa vključeno v inflacijska pričakovanja za euroobmočje. Na splošno to pomeni, da so se v zadnjih mesecih močno zmanjšala deflacijska tveganja ali tveganja, povezana s sekundarnimi učinki nedavnega znižanja cen nafte.

**Svet ECB je objavil, da bo natančno spremljal tveganja, ki lahko vplivajo na cenovna gibanja v srednjeročnem obdobju,** še zlasti prenos ukrepov denarne politike kot tudi geopolitična dogajanja ter gibanje tečaja in cen energentov.

## 5 DENAR IN KREDITI

V okolju zelo nizkih obrestnih mer se je nadaljevalo okrevanje rasti denarja in posojil. Zaradi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev so se denarni kazalniki še izboljšali. Čeprav je bila kreditna dinamika še vedno šibka, se je rast posojil zasebnemu sektorju še naprej krepila. Stroški bančnega financiranja so se v prvem četrtletju 2015 še naprej zmanjševali. Ohlapnejši posojilni pogoji še naprej podpirajo nadaljnje okrevanje rasti posojil, zlasti posojil podjetjem. Poleg tega se je razhajanje bančnih posojilnih obrestnih mer med državami dodatno zmanjšalo. Novejša gibanja na splošno potrjujejo, da ukrepi denarne politike ECB prispevajo k ponovni vzpostavitvi pravilnega delovanja transmisijskega mehanizma denarne politike ter k ublažitvi bančnih posojilnih pogojev.

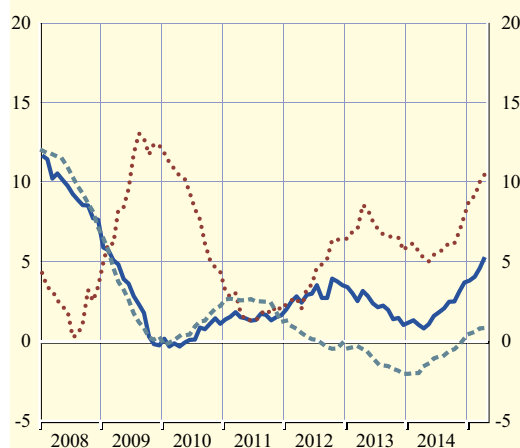
**Okrevanje rasti denarnega agregata M3 se je okrepilo.** Medletna stopnja rasti agregata M3 se je v aprilu povečala na 5,3%, kar je več v primerjavi s 4,0% v prvem četrtletju 2015 in najnižjo 0,8-odstotno rastjo v aprilu 2014 (glej graf 24). Na povečanje rasti agregata M3 je vplival predvsem ožji denarni agregat M1, kar je bilo predvsem posledica nizkih oportunitetnih stroškov imetja najbolj likvidnih komponent agregata M3. K rasti agregata M3 so prispevale tudi prodaje obveznic javnega sektorja, kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev, ki jih je v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev izvedel nederenarni sektor. Medletna stopnja rasti agregata M1 se je tako še povečala in je v aprilu 2015 dosegla 10,5%, v primerjavi z 9,0% v prvem četrtletju 2015. Novejša gibanja ožjega denarja, ki velja za vodilni kazalnik gospodarske rasti v euroobmočju, potrjujejo možnost nadaljnjega okrevanja gospodarske aktivnosti.

**Nederenarni sektorji se osredotočajo na vloge čez noč.** Okolje zelo nizkih obrestnih mer in položna krivulja donosnosti spodbujata nederenarne sektorje, da vlagajo v vloge čez noč v okviru agregata M3. K rasti agregata M3 v aprilu je precej prispeval agregat M1, na katerega je pozitivno vplivala visoka rast vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb (glej graf 25). Usmerjanje

**Graf 24 M3, M1 in posojila zasebnemu sektorju**

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

— M3  
- - - M1  
- - - posojila zasebnemu sektorju

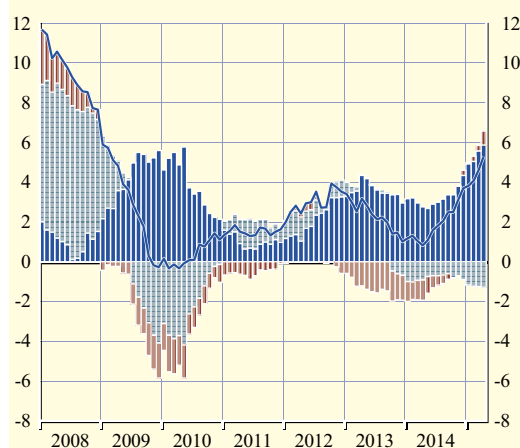


Vir: ECB.

**Graf 25 M3 in komponente**

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

— M1  
- - - tržni instrumenti  
- - - druge kratkoročne vloge  
— M3



Vir: ECB.

nedenarnega sektorja k najbolj likvidnemu finančnemu premoženju, zlasti k vlogam čez noč, kaže, da ta še naprej kopiči rezerve gotovine. Nizke stopnje obrestovanja manj likvidnih denarnih sredstev (ki se še znižujejo) so v aprilu pripomogle k nadaljnjemu zmanjšanju kratkoročnih vlog razen vlog čez noč. Poleg tega je se je stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2), ki sorazmerno malo vplivajo na agregat M3, občutno povečala na 11,6%, potem ko je konec zadnjega četrtrletja 2014 postala pozitivna. Do povečanja je na splošno prišlo pri vseh podkomponentah.

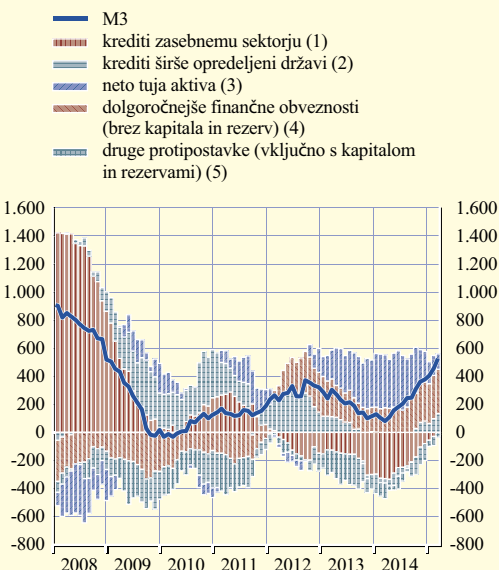
**Prerazporejanje portfeljev spodbudno vpliva na rast širokega denarja.** Ocena protipostavk agregata M3 (glej graf 26) kaže, da sta dinamiko podpirala zlasti umik iz dolgoročnejših finančnih obveznosti in v manjši meri tok sredstev v neto tujo aktivo sektorja denarnih finančnih institucij (DFI), ki se je zmanjševal, a je bil še vedno pozitiven. Spodbujevalni dejavnik pri tem je bil tudi preobrat v posojilni dinamiki. Letno krčenje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (brez kapitala in rezerv) do nedenarnega sektorja se je pospešilo, tako da je medletna stopnja rasti v prvem četrtrletju 2015 znašala -5,7% in v aprilu -6,4% (v primerjavi z -4,8% v zadnjem četrtrletju 2014). Velik prispevek tega krčenja k rasti agregata M3 je predvsem pokazatelj položne krivulje donosnosti. Po vrhuncu sredi leta 2014 se je v prvem četrtrletju 2015 prispevek neto tuje aktive sektorja DFI precej umiril, vendar je ostal pozitiven ob precejšnji podpori presežka tekočega računa. Umiritev je bila posledica povečanja neto odlivov portfeljskih naložb v dolžniške instrumente iz euroobmočja, ki je bilo večje od povečanja neto prilivov portfeljskih naložb v lastniški kapital euroobmočja, k čemur je prispevalo vztrajno zanimanje tujih vlagateljev za lastniške instrumente euroobmočja.

**Solventnost in likvidnostni položaj bank sta v euroobmočju na splošno trdna.** Banke so deloma izboljšale svoj kapitalski količnik z obsežnejšim izdajanjem lastniških instrumentov ter tudi z razdolževanjem in strožimi posojilnimi pogoji (strožji kreditni standardi, višji pribitki na posojila). Poudarek na prilagajanju bilanc in izrazit napredek na področju kapitalskih količnikov bank sta pomagala vzpostaviti razmere za vzdržno izboljšanje posojilnega kanala v transmisiji denarne politike.

**Stroški bančnega financiranja so se v prvem četrtrletju 2015 še naprej zmanjševali.** Zmanjševanje stroškov bančnega financiranja je večinoma povezano z razširjenim programom nakupa vrednostnih papirjev. Ugodni pogoji bančnega financiranja se kažejo v donosnosti nezavarovanih bančnih obveznic, ki se je v prvem četrtrletju 2015 zmanjšala na rekordno nizke ravni in se marca 2015 v povprečju zmanjšala na 0,8% letno. Dodatno so se zmanjšali tudi stroški sprejemanja vlog, vendar še ni videti splošnega premika v negativno območje, ki bi bil posledica negativne obrestne mere ECB v odprti ponudbi mejnega depozita. Gledano v celoti se skupni stroški bančnega financiranja postopoma zmanjšujejo (glej graf 27) v okolju neto odkupov dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. V zvezi s tem je aprila

Graf 26 Protipostavke agregata M3

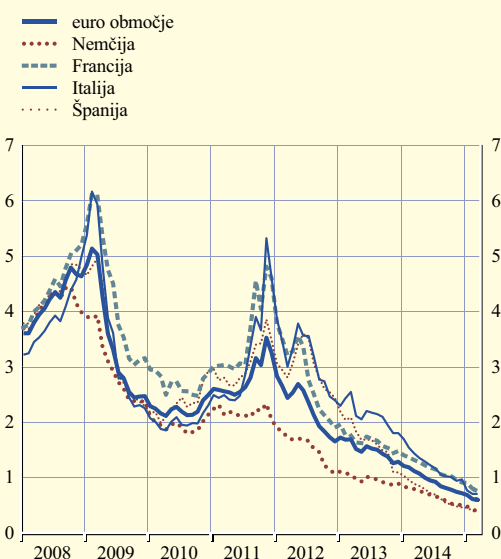
(letni tokovi; v milijardah EUR; desezonirano in prilagojeno za število delovnih dni)



Vir: ECB.  
Opombe: M3 je prikazan le kot referenca ( $M3 = 1+2+3-4+5$ ).

**Graf 27 Skupni stroški dolžniškega financiranja bank**

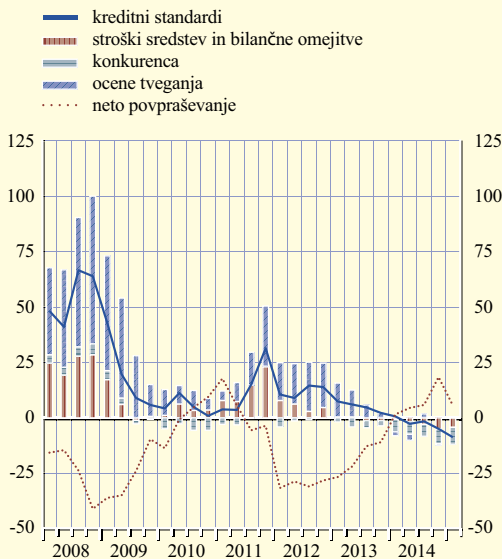
(skupni stroški vlog in nezavarovanega tržnega dolžniškega financiranja; v odstotkih na leto)



Viri: ECB, Merrill Lynch Global Index in izračuni ECB.  
Opombe: Povprečje obrestnih mer za nove vloge in stroškov tržnega dolžniškega financiranja, tehtano s stanjem.

**Graf 28 Dejavniki zaostrojitve kreditnih standardov za posojila nefinančnim družbam in neto povpraševanje**

(povprečni neto odstotki na kategorijo)



Vir: ECB.  
Opombe: »Stroški sredstev in bilančne omejitve« so natehtano povprečje »stroškov v zvezi s kapitalno pozicijo«, »dostopa do tržnega financiranja« in »likvidnostnega položaja«; »ocene tveganja« so natehtano povprečje »splošnih gospodarskih razmer in obetov«, »razmer in obetov v posameznih panogah ali podjetjih / kreditne sposobnosti posojiljemalca« in »tveganja v zvezi z zahtevanim zavarovanjem«; »konkurenca« je natehtano povprečje »bančne konkurence«, »konkurence nebančnega sektorja« in »konkurence tržnega financiranja«.

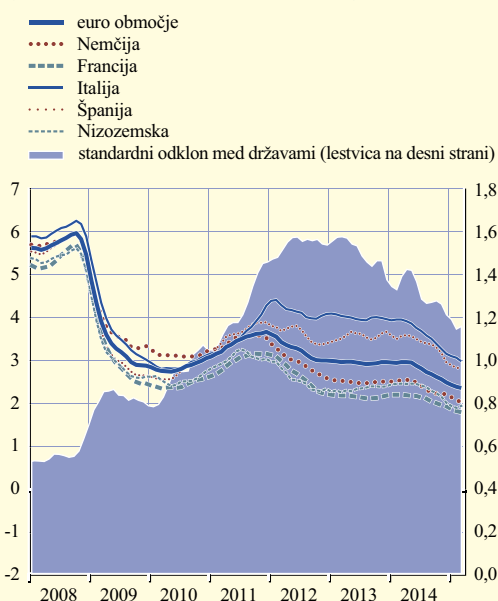
2015 anketa o bančnih posojilih v euroobmočju<sup>1</sup> pokazala, da se je dostop bank do financiranja v prvem četrtletju 2015 izboljšal pri vseh glavnih tržnih instrumentih ter pri vlogah komitentov. V primerjavi s prejšnjim četrtletjem je do izrazitega izboljšanja prišlo pri vseh glavnih kategorijah, zlasti pri dostopu bank do trgov dolžniških vrednostnih papirjev in do listinjenja.

**Ohlapnejši posojilni pogoji še naprej podpirajo nadaljnje okrevanje rasti posojil, zlasti posojil podjetjem.** Aprila 2015 je anketa o bančnih posojilih pokazala, da so se z večjo konkurenco med bankami kreditni pogoji v prvem četrtletju 2015 ublažili, kar je sovpadlo s trenutnim naraščanjem povpraševanja podjetij po posojilih (glej graf 28). Banke so dodatno ublažile pogoje za vse kategorije novih posojil predvsem zaradi nadaljnjega znižanja marž na povprečna posojila. Čeprav so banke v prvem četrtletju 2015 ublažile kreditne standarde za posojila nefinančnim družbam, so rahlo neto zaostrole kreditne standarde za stanovanjska posojila gospodinjstvom. Poleg tega se, kot potrjuje anketa dostopu podjetij do financiranja (SAFE), razmere na kreditnih trgih niso izboljšale samo za velika, temveč tudi za mala in srednje velika podjetja. Do teh pozitivnih gibanj prihaja v okolju, kjer nefinančne družbe ter zlasti mala in srednje velika podjetja tržne vire financiranja še vedno uporabljajo manj pogosto kot bančne vire financiranja (glej okvir 6 »Nebančno financiranje v nefinančnih družbah euroobmočja v času krize«).

<sup>1</sup> Glej <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

**Graf 29 Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja za nefinančne družbe**

(v odstotkih na leto; 3-mesečne drseče sredine)

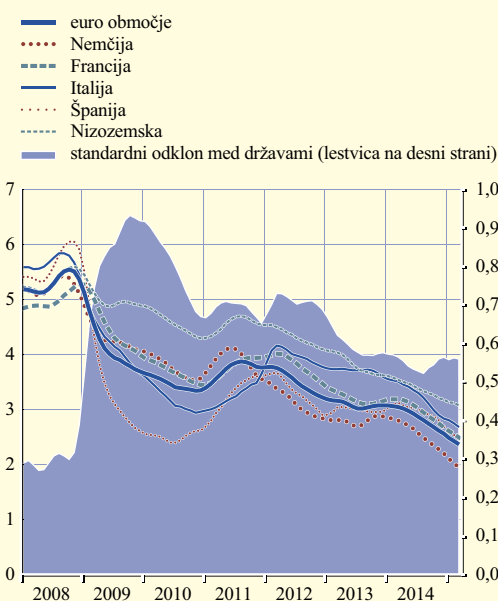


Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik stroškov zadolževanja 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 fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2015.

**Graf 30 Sestavljeni kazalnik stroškov zadolževanja gospodinjstev za nakup stanovanja**

(v odstotkih na leto; 3-mesečne drseče sredine)



Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik stroškov zadolževanja 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 fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na marec 2015.

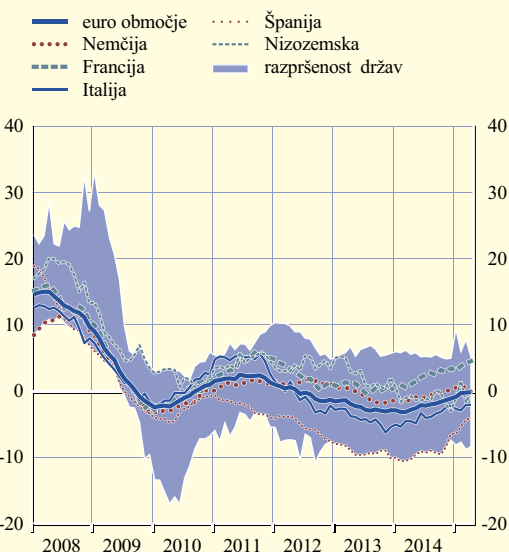
**Nižje bančne posojilne obrestne mere so posledica nestandardnih ukrepov ECB.** Od uvedbe ukrepov ECB za sprostitve kreditnih razmer v sredini leta 2014 in od napovedi programa nakupa vrednostnih papirjev so se nominalni stroški zadolževanja nefinančnih družb in gospodinjstev v bankah precej znižali. Banke tako od tretjega četrtletja 2014, ko je ECB okrepila svoja prizadevanja, da poveča spodbujevalno naravnost denarne politike, postopno prenašajo izboljšanje svojih stroškov financiranja na posojilojemalce v obliki nižjih bančnih obrestnih mer za posojila: skupni stroški zadolževanja gospodinjstev za nakup stanovanja in skupni stroški zadolževanja nefinančnih družb v euroobmočju so se zmanjšali za okrog 50 oziroma 40 bazičnih točk (glej grafa 29 in 30).

**Razhajanje bančnih posojilnih obrestnih mer med državami se je dodatno zmanjšalo.** Kljub nekaterim ugodnim gibanjem na področju pogojev kreditiranja v euroobmočju kot celoti ostajajo kreditni standardi po državah in sektorjih različni. V zvezi s tem sta sveženj ukrepov za izboljšanje kreditnih razmer, sprejet junija 2014, in program nakupa vrednostnih papirjev prispevala k zmanjšanju razlik med stroški zadolževanja po državah. Države euroobmočja, ki trenutno izkazujejo nižjo medletno stopnjo rasti posojil nefinančnim družbam, so zabeležile tudi posebej močno znižanje bančnih obrestnih mer za taka posojila.

**Čeprav je bila kreditna dinamika še vedno šibka, se je rast posojil zasebnemu sektorju še naprej krepila.** Medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju, prilagojena za prodajo in listinjenje, je še naprej okrevala in se v aprilu 2015 povečala na 0,8%, v primerjavi z 0,5% v prvem četrtletju 2015 in najnižjo –2,1-odstotno rastjo v januarju 2014. Še naprej se je umirjalo zlasti zmanjševanje posojil nefinančnim družbam (glej graf 31), rast posojil gospodinjstvom pa

**Graf 31 Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja**

(medletna stopnja rasti)

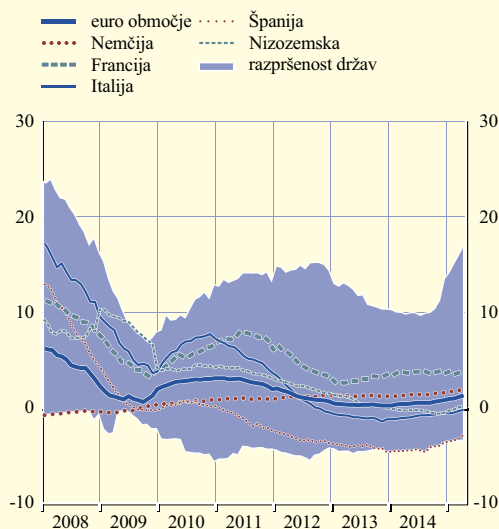


Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razpršenost držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2015.

**Graf 32 Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja**

(medletna stopnja rasti)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razpršenost držav je izračunana kot minimum/maksimum v fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na april 2015.

se je rahlo povečala (glej graf 32). Takšna gibanja so spodbujali precejšnje znižanje posojilnih obrestnih mer bank, do katerega je od poletja 2014 prišlo v večjem delu euroobmočja, ter znaki izboljševanja ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Čeprav umirjeno gospodarsko okolje in zgodovinsko gledano strogi posojilni pogoji še vedno zavirajo ponudbo posojil v nekaterih delih euroobmočja, zadnje ankete o bančnih posojilih v euroobmočju potrjujejo oceno, da se napetosti na področju ponudbe posojil počasi umirjajo in da povpraševanje po posojilih narašča.

**Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam se je, potem ko se je v letu 2014 okrepil, v prvem četrtletju 2015 stabiliziral.** Najnovejša stabilizacija je predvsem posledica upada neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb lani pozno poleti in na začetku jeseni. Najnovejši mesečni podatki kažejo, da se je izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev znova okrepilo na začetku leta 2015 po napovedi in začetku izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe euroobmočja so se v prvem četrtletju 2015 še znižali in se marca stabilizirali na nizki ravni, saj je zvišanje stroškov lastniškega kapitala odtehtal upad stroškov dolgoročnega bančnega posojanja. V aprilu in maju 2015 so stroški lastniškega kapitala na splošno ostali stabilni na predkriznih ravneh. Po rekordno nizkih ravneh v marcu in aprilu 2015 so se stroški tržnega dolžniškega financiranja v maju povečali, vendar precej manj kot donosnost državnih obveznic.

## 6 JAVNOFINANČNA GIBANJA

Medtem ko se je nominalni saldo držav zaradi cikličnega okrevanja in nižjih obrestnih mer izboljšal, pa se pričakuje, da bo pri javnofinančni konsolidaciji v prihodnjih letih strukturno na splošno prišlo do zastoja. To je deloma posledica dejstva, da so predhodno preudarne javnofinančne politike oslabele v okolju, kjer se javnofinančna pravila uporabljajo bolj fleksibilno. V prihodnje bodo potrebna dodatna prizadevanja na področju konsolidacije, da bi se začela visoka zadolženost vzdržno zmanjševati.

**Javnofinančni saldo euroobmočja v celoti naj bi se še naprej izboljševal.** Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 2,4% BDP leta 2014 na 1,5% BDP leta 2017 (glej tabelo 1). Izboljšanje naj bi bilo posledica cikličnega vpliva tekočega okrevanja gospodarstva in zniževanja cene zadolževanja. Po napovedih naj bi strukturni saldo ostal na splošno nespremenjen do leta 2017, saj naj bi izboljšanje na strani odhodkov večinoma odtehtalo zmanjšanje neposrednih davkov in socialnih prispevkov na strani prihodkov. Obeti za skupni primanjkljaj so se v primerjavi z marčnimi projekcijami rahlo izboljšali zaradi popravka plačil obresti navzdol.

**Javni dolg se bo po napovedih v obdobju projekcij postopoma zmanjševal, vendar bo še naprej visok.** Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se postopoma začel zmanjševati z najvišje ravni iz leta 2014 (92,0% BDP) in bo po pričakovanjih dosegel 88,4% BDP do konca leta 2017. Izboljšanje pričakovanega dolga, ki je sicer manjše od napovedi marca, je predvsem posledica ugodnih gibanj na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter izboljšanja primarnega proračunskega salda držav. Pričakovana raven dolga ostaja visoka, kar poudarja potrebo po nadaljnji konsolidaciji, da bi se raven dolga odločno začela zmanjševati. To je zlasti pomembno glede na precejšnje dolgoročne izzive zaradi staranja prebivalstva. V skladu s poročilom Odbora za ekonomsko politiko in Evropske komisije o staranju prebivalstva iz leta 2015 bodo skupni stroški staranja prebivalstva v euroobmočju predvidoma narasli za 1,5 odstotne točke BDP, in sicer na 28,3% do leta 2060, za več držav euroobmočja pa je pričakovano povečanje še večje (za podrobnosti glej okvir 7).

**Po obdobju obsežnih konsolidacijskih ukrepov do leta 2013 bo naravnost javnofinančne politike do leta 2017 po pričakovanjih približno nevtralna.** Glede na pričakovana omejena prizadevanja na področju konsolidacije v euroobmočju je mogoče pričakovati, da se bo povečala

**Tabela 1 Javnofinančna gibanja v euroobmočju**

(kot odstotek BDP)

|                                              | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| a. Skupaj prihodki                           | 45,9 | 46,6 | 46,7 | 46,4 | 46,0 | 45,8 |
| b. Skupaj odhodki                            | 49,5 | 49,4 | 49,1 | 48,5 | 47,9 | 47,3 |
| od tega:                                     |      |      |      |      |      |      |
| c. Odhodki za obresti                        | 3,0  | 2,8  | 2,6  | 2,4  | 2,3  | 2,2  |
| d. Primarni odhodki (b – c)                  | 46,5 | 46,6 | 46,5 | 46,0 | 45,5 | 45,1 |
| Proračunski saldo (a – b)                    | –3,6 | –2,9 | –2,4 | –2,1 | –1,8 | –1,5 |
| Primarni proračunski saldo (a – d)           | –0,6 | –0,1 | 0,2  | 0,4  | 0,5  | 0,7  |
| Ciklično prilagojeni proračunski saldo       | –3,5 | –2,2 | –1,9 | –1,7 | –1,7 | –1,4 |
| Strukturni saldo                             | –3,2 | –2,2 | –1,8 | –1,7 | –1,7 | –1,4 |
| Bruto dolg                                   | 82,1 | 90,9 | 92,0 | 91,5 | 90,2 | 88,4 |
| Zaznamek: realni BDP (sprememba v odstotkih) | –0,8 | –0,3 | 0,9  | 1,5  | 1,9  | 2,1  |

Viri: Eurostat in makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema iz junija 2015.

Opomba: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju, vključno z Litvo (tudi za obdobje pred letom 2015). Podatki so skladni s tistimi v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.

vrzel v primerjavi s strukturnimi prizadevanji, predvidenimi v Paktu za stabilnost in rast. Kljub verjetnemu manku na področju strukturnih prizadevanj pa Evropska komisija v napovedih spomladi 2015 meni, da so vse države euroobmočja, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, razen Španije, na dobri poti, da bodo postopek pravočasno zaključile predvsem zaradi učinka cikla, zaradi katerega se primanjkljaj zmanjšuje. Ker se strukturni proračunski položaj komaj kaj izboljšuje, obstaja tveganje, da se bodo ponovile napake, storjene pred krizo, če se izkaže, da izboljšanje nominalnega salda ne bo trajno. S pospeševanjem cikličnega okrevanja bo pomembno povečati poudarek na vzdržnosti dolga in nadaljevati konsolidacijo, da bi se dosegel napredek proti srednjeročnim proračunskim ciljem v vseh državah, v katerih je potrebna nadaljnja konsolidacija (glej okvir 8).



## OKVIRJI

### Okvir I

#### VZPON INDIJSKEGA GOSPODARSTVA

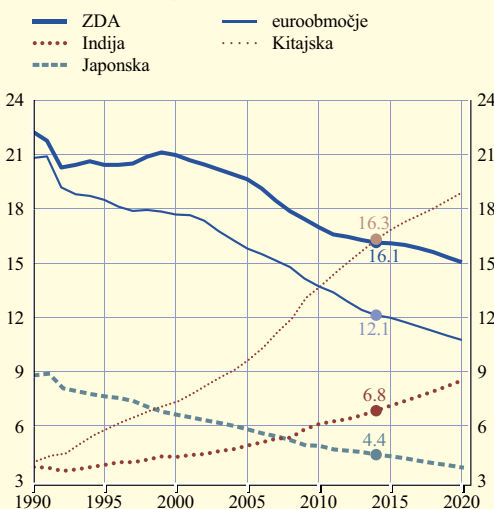
**Indija je v zadnjem desetletju postopno krepila svojo vlogo v svetovnem gospodarstvu.** Po pariteti kupne moči (PKM) je bila leta 2014 že tretja največja država na svetu za Kitajsko in ZDA. Ker bo po pričakovanjih številnih opazovalcev v prihodnje ohranila močno rast, se bo njen prispevek k svetovni gospodarski rasti in s tem njen pomen za gospodarske obete euroobmočja verjetno še nadalje povečeval. Ta okvir skuša postaviti nedavna gibanja na področju indijskih politik v širši kontekst ter oceniti gospodarske možnosti in izzive v tej državi.

**Indija že sedaj igra pomembno vlogo v svetovnem gospodarstvu.** Leta 2014 je ustvarila 6,8% svetovnega BDP po PKM (glej graf A) in je za Kitajsko največ prispevala k svetovni rasti (glej graf B). Nasprotno je v svetovni trgovini in na finančnih trgih doslej igrala primerjalno manjšo vlogo. Leta 2013 je nanjo odpadlo manj kot 2% vsega izvoza iz euroobmočja in samo 2,5% svetovnega uvoza, kar je bolj skladno z deležem Indije v svetovnem BDP po tržnih deviznih tečajih. Ob koncu leta 2013 je bila Indija prejemnica manj kot 1% svetovnega obsega neposrednih tujih naložb (NTN), medtem ko je bil delež indijskih NTN v tujini v svetovnem obsegu NTN še manjši (glej graf C). Tudi indijski prispevek k povpraševanju na blagovnih trgih je bil glede na velikost njenega prebivalstva razmeroma majhen. Tako je npr. njen delež v svetovni porabi energije do nedavnega znašal manj kot 5% – mnogo manj kot delež Kitajske (več kot 20%).

**Indija bo po splošnem pričakovanju letos prehitela Kitajsko kot najhitreje rastoče veliko gospodarstvo na svetu.** Obeti za indijsko gospodarstvo v bližnji prihodnosti so se

Graf A Deleži v svetovnem BDP

(v odstotkih svetovnega BDP)

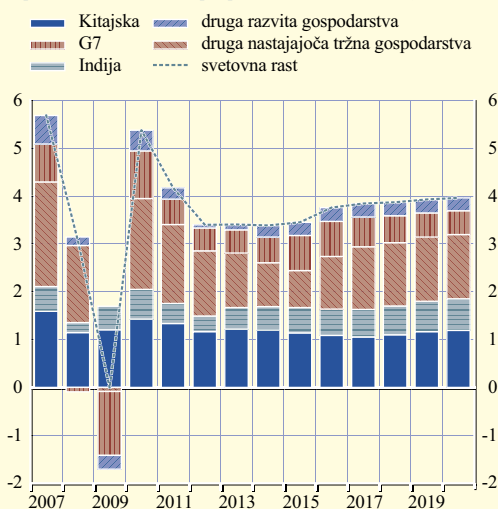


Viri: IMF World Economic Outlook, april 2015, in izračuni ECB.

Opombe: Deleži BDP temeljijo na vrednotenju BDP vsake države po pariteti kupne moči. Na grafu so označeni deleži za leto 2014. Podatki za prihodnja leta so projekcije Mednarodnega denarnega sklada.

Graf B Prispevki k svetovni rasti

(spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah)

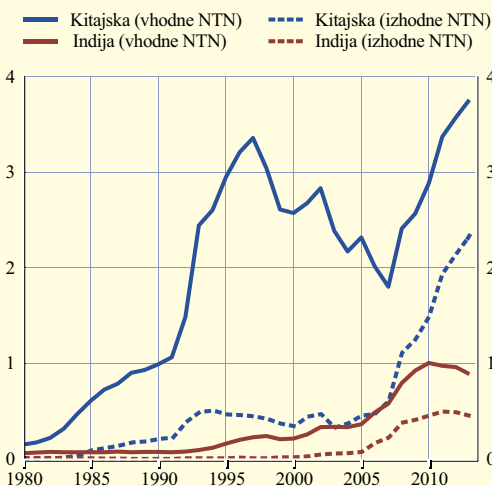


Viri: IMF World Economic Outlook, april 2015, in izračuni ECB.

Opombe: »druga razvita gospodarstva« se nanaša na vsa razvita gospodarstva zunaj skupine G7, »druga nastajajoča tržna gospodarstva« pa na vsa nastajajoča tržna gospodarstva razen Indije in Kitajske. Podatki za leto 2015 in naslednja leta so projekcije Mednarodnega denarnega sklada.

**Graf C Delež v svetovnih neposrednih tujih naložbah (NTN)**

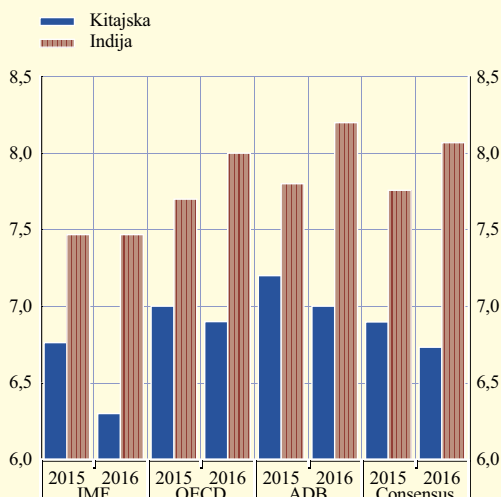
(v odstotkih)



Vir: UNCTAD.

**Graf D Projekcije rasti za Indijo in Kitajsko**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: IMF World Economic Outlook, april 2015, OECD Interim Economic Assessment, marec 2015, Azijska razvojna banka, Asian Development Outlook, marec 2015, Consensus Economics, maj 2015.

Opomba: Napovedi Mednarodnega denarnega sklada, Azijske razvojne banke in Consensus Economics za Indijo so za proračunska leta (npr. 2015 se nanaša proračunsko leto, ki se je začelo aprila 2015).

izboljšali, k čemur so največ prispevale nedavne reforme politik ter nižje cene nafte, kar je državi pomagalo, da je odpravila nekatere že dalj časa prisotne makroekonomske ranljivosti, kot so visoka inflacija ter velik primanjkljaj v tekočem računu in javnih financah. Inflacija cen življenjskih potrebščin je v zadnjih četrletjih precej upadla in bo po pričakovanjih do konca tekočega proračunskega leta (od aprila 2015 do marca 2016) ostala pod 6%. V okolju padajoče inflacije je indijska centralna banka v letošnjem letu doslej dvakrat znižala ključno obrestno mero na sedanjih 7,5% in bo za spodbujanje gospodarske rasti predvidoma ohranila spodbujevalno naravnano denarno politiko. V prihodnje bi novo uvedeni režim inflacijskega ciljanja lahko prispeval k večji verodostojnosti indijske denarne politike. Javnofinančni primanjkljaj se je v zadnjih nekaj letih zmanjšal in v zadnjem proračunskem letu upadel na 4,1% BDP, saj je vlada izkoristila priložnost ob znižanju svetovnih cen nafte in odpravila nekatere subvencije za motorna goriva. Zmanjšal se je tudi indijski primanjkljaj na tekočem računu, ki je s 4,8% BDP v letu 2012 upadel na približno 1,4% v zadnjem proračunskem letu. Nedavne reforme politik, med drugim načrti za pospešitev naložb v javno infrastrukturo, so očitno prispevali k temu, da se je zaupanje podjetij in potrošnikov glede obetov za indijsko gospodarstvo okrepilo. V tem kontekstu ter upoštevajoč dejstvo, da nedavni podatki kažejo na hitrejšo osnovno stopnjo rasti<sup>1</sup>, večina analitikov pričakuje, da se bo indijska rast v prihodnjih nekaj letih povečala na približno 8% in tako prehitela kitajsko (glej graf D).

1 Revidirani seriji BDP, ki ju je indijski statistični urad objavil 30. januarja in 9. februarja letos, kažeta bistveno višjo rast v zadnjih letih. Po strmem upadu z 11% v letu 2010 na 5,3% v letu 2012 je indijska gospodarska aktivnost po ocenah v letu 2013 znova poskočila na 6,4% in nadalje na 7,2% v letu 2014, kar predstavlja popravek navzgor za 1,7 in 1,1 odstotne točke.

### Bolj dolgoročno ima Indija še vedno velik potencial za nadaljnjo rast, saj bo še naprej uživala veliko demografsko dividendo.

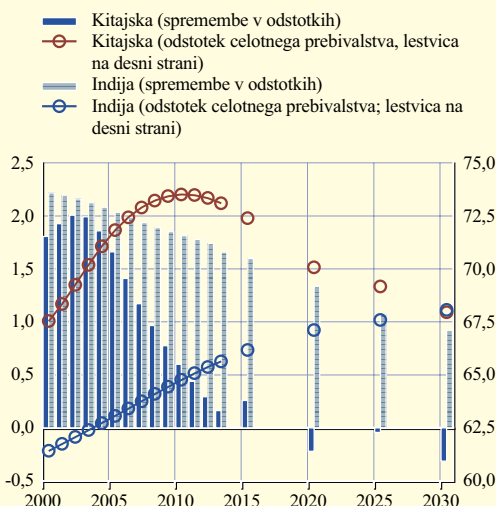
Sodeč po demografskih trendih bo po številu prebivalstva in velikosti delovne sile do leta 2030 prehitela Kitajsko in po teh dveh merilih postala največja država na svetu. Do takrat bo z več kot milijardo ljudi v delovni starosti imela več delovno sposobnega prebivalstva kot euroobmočje, ZDA in Indonezija skupaj (gospodarstva s tretjim, četrtim in petim največjim številom prebivalstva na svetu). Poleg tega se bo za razliko od Kitajske število delovno sposobnega prebivalstva (kot delež celotnega prebivalstva) po pričakovanjih še naprej povečevalo (glej graf E). Zaradi tega se pričakuje, da se bo prispevek dela k potencialni rasti Indije v naslednjem desetletju povečeval. Tako npr. Mednarodni denarni sklad (MDS) in Consensus Economics napovedujeta, da bo indijska rast BDP med leti 2015 in 2020 znašala povprečno 7,6%.

**Vseeno so obeti za Indijo odvisni od tega, ali bo država sposobna rešiti vrsto pomembnih vprašanj.** Nedavne vladne pobude so očitno okrepile zaupanje na trgu in zagotavljajo trdno osnovo za stabilno makroekonomsko upravljanje, vključno z zdravimi javnofinančnimi politikami ter usmeritvijo na cenovno stabilnost za centralno banko. Indijska vlada je sprejela tudi vrsto ukrepov, da bi izboljšala poslovno ozračje. Dodatne strukturne reforme za odpravo iz preteklosti podedovanih preprek za hitrejšo rast, vključno z ukrepi za zmanjšanje birokratskih ovir in za pospešitev naložb v infrastrukturo, bi lahko pomagale ohraniti močno dinamiko rasti v prihodnjih letih.

**Ob predpostavki, da bo Indija izkoristila svoj potencial, se bo njena vloga v svetovnem gospodarstvu verjetno povečala.** Glede na njeno hitro gospodarsko rast in naraščanje deleža v svetovnem BDP se bo njen prispevek k svetovni rasti verjetno povečal. Po najnovejših projekcijah MDS bo prispevek Indije k svetovni rasti do leta 2018 postal celo večji od skupnega prispevka držav skupine G7, čeprav še vedno manjši od kitajskega (glej graf B).

Graf E Delovno sposobno prebivalstvo

(spremembe v odstotkih; kot odstotek celotnega prebivalstva)



Viri: Združeni narodi in Svetovna banka.

Opomba: Podatki za leto 2015 in naslednja leta so projekcije.

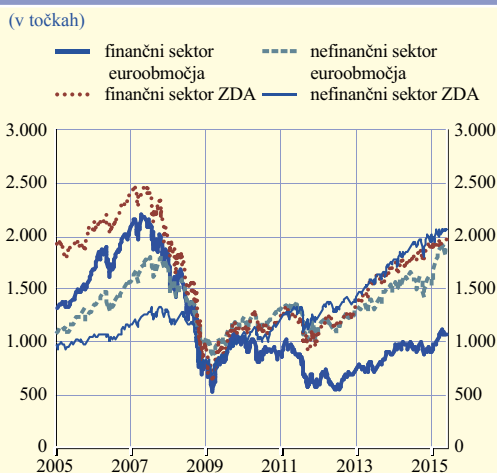
## NOVEJŠA GIBANJA CEN LASTNIŠKIH VREDNOSTNIH PAPIRJEV V EUROOBMOČJU IN ZDA

Cene lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju so kljub nedavnemu zvišanju še vedno rahlo nižje od najvišjih vrednosti, doseženih pred finančno krizo. Cene lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju od sredine leta 2012 kljub slabšim gospodarskim obetom pridobivajo izgubljeno vrednost. Trend zviševanja se je začasno ustavil v drugi polovici leta 2014, ko je zaskrbljenost glede recesije z dvojnim dnom negativno vplivala na tečaje delnic v euroobmočju (glej graf A). V nasprotju z gibanji v euroobmočju je splošni delniški indeks v ZDA precej višji od najvišje predkrizne vrednosti (glej graf B).

V euroobmočju in ZDA so se delnice finančnega sektorja odrezale očitno slabše v primerjavi z delnicami nefinančnega sektorja. Iz podrobnejše razčlenitve po sektorjih je razvidno, da so se tečaji delnic nefinančnega sektorja v ZDA zvišali močneje in v več različnih gospodarskih podsektorjih kot v euroobmočju (glej graf B). To je mogoče pojasniti predvsem z dejstvom, da je realizirana donosnost lastniškega kapitala, tj. merilo dobičkonosnosti, v zadnjih petih letih v ZDA višja kot v euroobmočju. Poleg tega so v istem obdobju objave dobička večinoma pozitivno presenečale, medtem ko so v euroobmočju na splošno zaostajale za tržnimi pričakovanji.

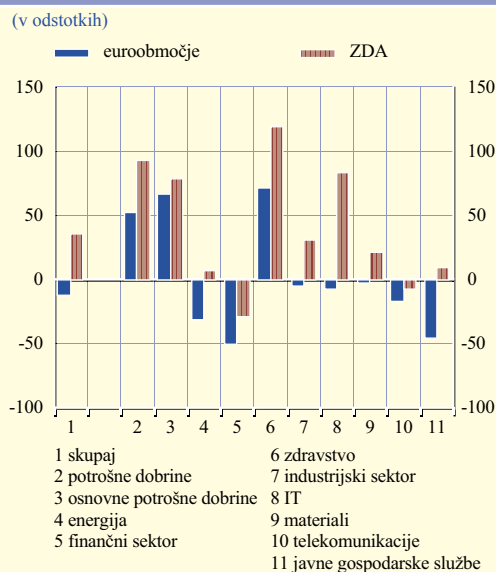
Potem ko je ECB v januarju 2015 napovedala razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev, so se cene lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju močno zvišale. Od začetka leta so

Graf A Cene lastniških vrednostnih papirjev v ZDA in euroobmočju



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opombe: Podatki se nanašajo na delniške tečaje po sektorjih, kot jih objavlja Morgan Stanley Capital International. Zadnji podatki se nanašajo na 29. maj 2015.

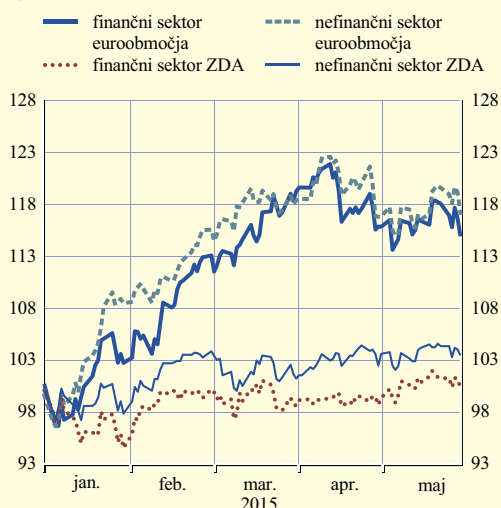
Graf B Cene lastniških vrednostnih papirjev v primerjavi z najvišjo predkrizno vrednostjo iz julija 2007



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opombe: Podatki se nanašajo na delniške tečaje po sektorjih, kot jih objavlja Morgan Stanley Capital International. Cene lastniških vrednostnih papirjev so najvišjo vrednost dosegle v oktobru 2007, vendar je bila ta vrednost le rahlo višja od julijske. Zaradi poenostavitve je kot skupni mesec, ko je bila dosežena najvišja vrednost, upoštevan julij 2007, ko je bila najvišja vrednost dosežena v euroobmočju. Zadnji podatki se nanašajo na 29. maj 2015.

**Graf C Gibanja tečajev po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev**

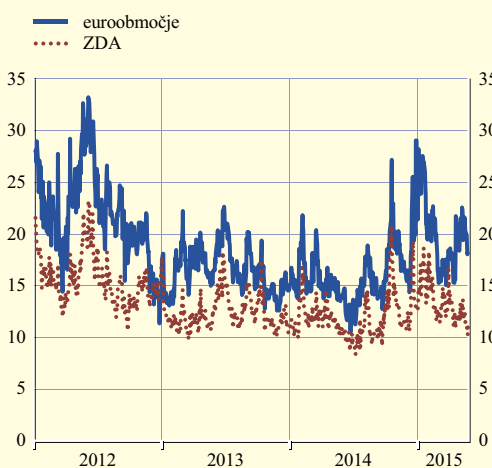
(preračunano na novo osnovo: januar 2015 = 100)



Vir: Thomson Reuters in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 29. maj 2015.

**Graf D Volatilnost delniških trgov**

(v odstotkih)



Vir: Thomson Reuters.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 29. maj 2015.

zrasle za več kot 17% v vseh finančnih in nefinančnih sektorjih ter jurisdikcijah. To je v nasprotju z gibanji v ZDA, kjer so delniški indeksi od začetka leta ostali večinoma nespremenjeni (glej graf C).

**Po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev se je zmanjšala tudi volatilnost na delniških trgih v euroobmočju.** Pred napovedjo razširjenega programa je na negotovost na delniških trgih euroobmočja, merjeno z implicitno volatilnostjo, močno vplivala velika nenaklonjenost tveganju, povezana s politično negotovostjo v Grčiji. Negotovost na delniških trgih v euroobmočju se je povečala okrog sredine oktobra z razmahom političnih napetosti v Grčiji in nato še enkrat v sredini decembra, ko je postalo jasno, da razprave v grškem parlamentu ne vodijo k rešitvi političnega zastoja (glej graf D). Po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev se je volatilnost zmanjšala.

**Volatilnost na delniških trgih v euroobmočju od sredine aprila narašča ob povečani volatilnosti na trgih državnih obveznic v euroobmočju.** Povečana volatilnost na trgih obveznic v euroobmočju v sredini aprila je bila predvsem posledica močnega povečanja donosnosti državnih obveznic euroobmočja na daljšem koncu krivulje donosnosti. Na povečanje je vplival predvsem tehnični popravek po močnem upadu, do katerega je prišlo po začetni fazi izvajanja razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. K intenzivni prodaji obveznic je morda dodatno prispevalo tudi čredno vedenje vlagateljev v okolju poslabševanja likvidnostnih razmer.

**Najnovejše dejavnike, ki spodbujajo rast cen lastniških vrednostnih papirjev, je mogoče ugotoviti tudi z dividendno diskontnim modelom.** V tem modelu je cena delnice diskontirana vrednost vseh prihodnjih dividend ( $D_t$ ), diskontni faktor pa je enak netvegani stopnji donosa ( $r$ ) plus določeno nadomestilo za tveganje, ki ga prevzemajo vlagatelji, tj. premija za tveganje lastniškega kapitala ( $ERP$ ), kar ponazarja naslednja enačba:

$$P = E \left\{ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r + ERP)^t} \right\}$$

Da bi ta model deloval, je treba oblikovati predpostavke o prihodnjem gibanju dividend. Na podlagi modela, ki sta ga razvila Fuller in Hsia,<sup>1</sup> je mogoče predpostaviti, da bo rast dividend potekala v treh fazah. V prvi fazi, za katero se predpostavlja, da bo trajala štiri leta, naj bi dividende rasle po stopnji  $g_s$ . Druga faza je vmesno obdobje (za katero se predpostavlja, da bo trajalo osem let), ko naj bi se rast dividend linearno prilagajala konstantni dolgoročni ravnovesni stopnji rasti  $g_L$ , ki naj bi prevladovala v tretji, po trajanju neomejeni fazi. Fuller in Hsia sta pokazala, da je mogoče na podlagi teh predpostavk cene lastniških vrednostnih papirjev približno izračunati po naslednji enačbi:

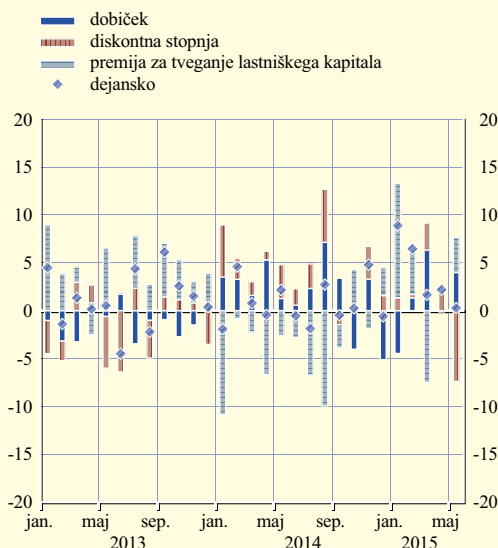
$$P = D \frac{(1 + g_L) + 8(g_s - g_L)}{r + ERP - g_L}$$

Predpostavlja se, da je  $g_s$  enak napovedim analitikov glede rasti dobička na delnico, medtem ko je  $g_L$  približno določen kot prihodnja dolgoročna stopnja rasti BDP po podatkih Consensus Economics.<sup>2</sup>

**Na zvišanje cen lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju v prvih nekaj mesecih leta 2015 so vplivale predvsem večja naklonjenost tveganju in nižje diskontne stopnje.** Iz analize dividendno diskontnega modela, prikazane v grafih E in F, je razvidno, da je v večini leta 2014 pozitiven učinek, ki sta ga na cene lastniških vrednostnih papirjev imela izboljšanje pričakovanega dobička in zmanjšanje diskontnega faktorja, izničila povečana nenaklonjenost tveganju (merjena kot zvišanje premije za tveganje lastniškega kapitala), zato se tečaji delnic večinoma niso spreminjali.

**Graf E Razčlenitev sprememb tečajev delnic nefinančnih družb v euroobmočju z dividendno diskontnim modelom**

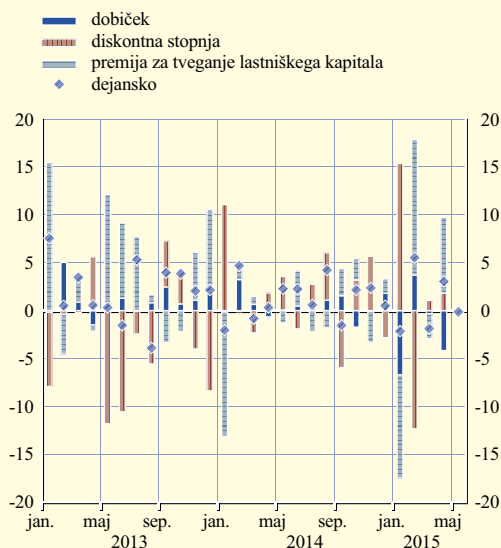
(v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; medmesečne spremembe)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Graf F Razčlenitev sprememb tečajev delnic nefinančnih družb v ZDA z dividendno diskontnim modelom**

(v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; medmesečne spremembe)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

1 Glej Fuller, R. J., in Hsia, C., »A Simplified Common Stock Valuation Model«, *Financial Analysts Journal*, 40, september-oktober 1984, str. 49–56.

2 V tem okvirju je  $g_s$  enak dolgoročnim napovedim analitikov – čez tri do pet let – pri I/B/E/S (Institutional Brokers Estimate System) glede rasti dobička na delnico. Netvegana stopnja donosa  $r$  je po predpostavki enaka obrestni meri v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Ob dani trenutni ravni cene lastniških vrednostnih papirjev  $P$  in ravni dividend  $D$  se lahko iz navedene enačbe izračuna premija za tveganje lastniškega kapitala  $ERP$ .

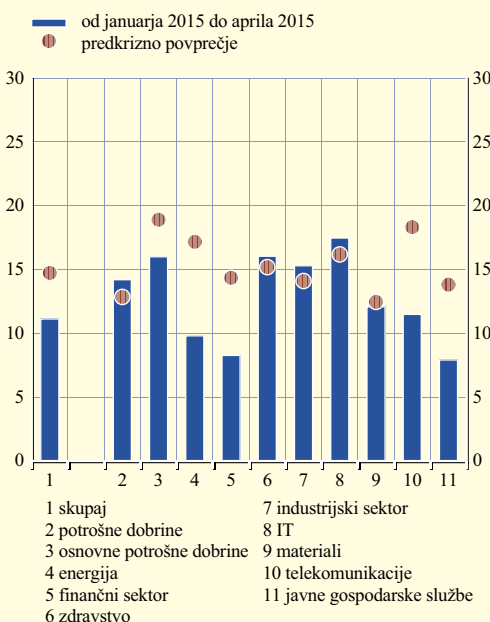
Takšen scenarij se je v januarju in februarju 2015 po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev obrnil, s čimer se je nenaklonjenost tveganju zmanjšala, cene lastniških vrednostnih papirjev pa močno zvišale. Poleg tega modelske ocene kažejo, da je bil porast cen lastniških vrednostnih papirjev na začetku leta vsaj deloma povezan z deprecijacijo eura in šibkimi cenami nafte.

V nasprotju s tem so se v ZDA slabi ekonomski podatki v januarju 2015 odrazili v zmanjšanju pričakovanega dobička in v le rahlem zvišanju tečajev delnic (glej graf F). Učinek na tečaje delnic je bil razmeroma omejen zato, ker se je zaradi slabih objavljenih podatkov zmanjšala diskontna stopnja kot posledica verjetne odložitve zaostrovanja denarne politike. Novejše obdobje velike volatilnosti na trgih obveznic v euroobmočju, ki je povzročilo zvišanje diskontne stopnje, se je odrazilo v šibki rasti tečajev delnic v euroobmočju v maju 2015.

**Kar zadeva gibanja v prihodnjem obdobju, ostajajo dolgoročni gospodarski obeti v euroobmočju razmeroma skromni in še naprej zavirajo rast cen lastniških vrednostnih papirjev v euroobmočju v primerjavi s cenami lastniških vrednostnih papirjev v ZDA.** Čeprav so najnovejši objavljeni makroekonomski podatki boljši od pričakovanih, so obeti za okrevanje rasti potencialnega proizvoda v euroobmočju še vedno slabi. To vpliva na pričakovanja analitikov glede dolgoročne rasti dobička, pri čemer so v euroobmočju dolgoročna pričakovanja glede donosnosti lastniškega kapitala še vedno precej nižja kot v ZDA (glej grafa G in H). Prav tako ostajajo nižja od povprečnih ravni v predkriznem obdobju.

**Graf G Pričakovana donosnost lastniškega kapitala v euroobmočju čez več kot dve leti**

(v odstotkih)

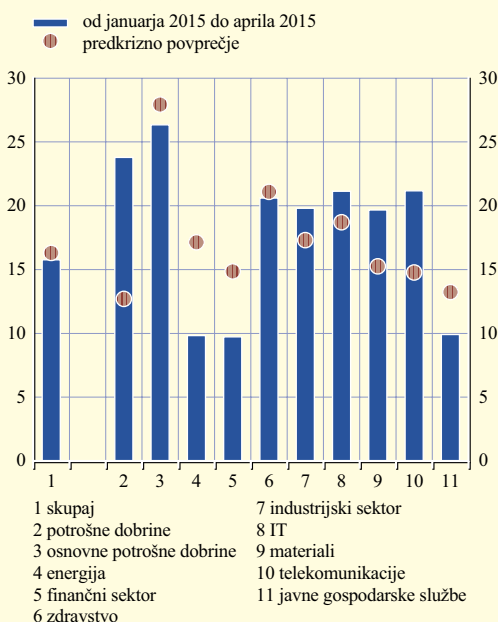


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Donosnost lastniškega kapitala se izračuna iz razmerja med tečajem in dobičkom ter tečajem in knjigovodsko vrednostjo na podlagi indeksov Morgan Stanley Capital International. Predkrizno povprečje se nanaša na obdobje od januarja 1999 do junija 2007.

**Graf H Pričakovana donosnost lastniškega kapitala v ZDA čez več kot dve leti**

(v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Donosnost lastniškega kapitala se izračuna iz razmerja med tečajem in dobičkom ter tečajem in knjigovodsko vrednostjo na podlagi indeksov Morgan Stanley Capital International. Predkrizno povprečje se nanaša na obdobje od januarja 1999 do junija 2007.

Gledano v celoti so tečaji delnic v euroobmočju kljub vztrajni rasti od sredine leta 2012 in nedavnemu strmemu dvigu po napovedi razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev še vedno nižji od najvišje predkrizne vrednosti. Razmerje med tečajem in dobičkom ostaja v večini sektorjev na ravni blizu dolgoročnega povprečja ali pod njim. Tečaji delnic v euroobmočju še vedno rastejo počasneje kot v ZDA, saj zaskrbljenost glede prihodnje potencialne rasti v euroobmočju še naprej zaviralno vpliva na pričakovanja o dobičku.

## Okvir 3

**LIKVIDNOSTNE RAZMERE IN OPERACIJE DENARNE POLITIKE V OBDOBJU OD 28. JANUARJA DO 21. APRILA 2015**

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015, ki sta trajali od 28. januarja do 10. marca 2015 oziroma od 11. marca do 21. aprila 2015.<sup>1</sup> V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,05%, 0,30% oziroma -0,20%.<sup>2</sup> Dne 25. marca 2015 je bila izvedena tretja ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 97,8 milijarde EUR, v primerjavi z 82,6 milijarde EUR v prvi operaciji in 129,8 milijarde EUR v drugi.<sup>3</sup> Poleg tega je začel Eurosistem 9. marca 2015 kupovati vrednostne papirje javnega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev sestavljajo program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretji program nakupa kritih obveznic in program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev.<sup>4</sup>

**Likvidnostne potrebe**

V obravnavanem obdobju so se skupne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevki avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – zmanjšale za 23,5 milijarde EUR glede na prejšnje obravnavano obdobje, tj. od 12. novembra 2014 do 27. januarja 2015, in so znašale povprečno 582,2 milijarde EUR. Zmanjšanje je bilo posledica manjših avtonomnih dejavnikov, ki so v povprečju znašali 473,1 milijarde EUR.

**Zmanjšanje avtonomnih dejavnikov je bilo predvsem posledica povečanja dejavnikov zagotavljanja likvidnosti.** Med temi dejavniki se je neto tuja aktiva v povprečju povečala za 35,6 milijarde EUR na 607,6 milijarde EUR, predvsem zaradi četrtnega prevrednotenja portfeljev, ki je bilo zaradi deprecijacije eura precej obsežno. Spremembe neto tuje aktive so bile deloma izravnane s spremembami drugih avtonomnih dejavnikov.

**Kar zadeva dejavnike umikanja likvidnosti, se je zmanjševanje vlog države upočasnilo, tako da so dosegle povprečno 66,1 milijarde EUR, v primerjavi z 68,3 milijarde EUR v prejšnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.** Vloge države se vse od znižanja obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita na -0,20% v septembru 2014 neprekinjeno zmanjšujejo, saj sta uvedba negativne obrestne mere za mejni depozit in sprejetje nove smernice

1 Od januarja 2015 je trajanje obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv podaljšano na šest tednov zaradi uskladitve s spremembami koledarja sej Sveta ECB. Za več informacij glej [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703\\_1.sl.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140703_1.sl.html).

2 Operacije glavnega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Enak postopek se je še naprej uporabljal v 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Obrestna mera v vsaki od teh operacij dolgoročnejšega refinanciranja je bila določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja.

3 Informacije o prvih dveh ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja so v okvirju z naslovom »Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 13. avgusta do 11. novembra 2014«, Mesečni bilten, ECB, december 2014 (na voljo na: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=6010>), in v okvirju z naslovom »Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 12. novembra 2014 do 27. januarja 2015«, Ekonomski bilten, ECB, številka 2, 2015 (na voljo na: <http://www.bsi.si/library/includes/datoteka.asp?DatotekaId=6188>).

4 Podrobne informacije o razširjenem programu nakupa vrednostnih papirjev so dostopne na spletnem mestu ECB (<http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>).

o obrestovanju vlog države<sup>5</sup> spodbudila zakladnice k zmanjšanju svojih denarnih imetij. Ta trend pa se je v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015 obrnil, saj se je obseg vlog države povečal, ker so imele zakladnice zaradi vztrajnega zniževanja tržnih obrestnih mer na razpolago manj drugih možnosti za investiranje svojih denarnih sredstev. Količina bankovcev v obtoku se je v povprečju povečala za 14,5 milijarde EUR zaradi običajno večjega povpraševanja po bankovcih med velikonočnimi prazniki, pa tudi zaradi nekaterih dejavnikov, specifičnih za posamezne države.

**Volatilnost avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju še povečala.** Večja volatilnost je bila predvsem posledica sprememb v neto tuji aktivni zaradi četrletnega prevrednotenja sredstev v tuji valuti, medtem ko so k povečanju volatilnosti prispevale tudi spremembe neto aktive v eurih zaradi bolj volatilnih tujih vlog pri Eurosistemu. Hkrati se je volatilnost povpraševanja po bankovcih zmanjšala v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem, ko je povpraševanje po bankovcih v božičnem času povzročilo začasno volatilnost.

**Povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov se je v obravnavanem obdobju zmanjšala, in sicer z 8,7 milijarde EUR na 5,4 milijarde EUR, kar gre pripisati predvsem zmanjšanju napak pri napovedovanju gibanja vlog države.** Vendar pa je bilo v razmerah vse bolj negativnih kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga in hkratnega povečevanja presežne likvidnosti napovedovanje naložbenih aktivnosti zakladnic še vedno težko.

#### **Zagotavljanje likvidnosti**

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (avkcijskimi postopki in dokončnimi nakupi) se je v obravnavanem obdobju povečal za 13,3 milijarde EUR na 771,9 milijarde EUR.** Povečanje je posledica tega, da je povprečno zvišanje vrednosti dokončnih portfeljev (za 48,6 milijarde EUR) odtehtalo povprečni upad uporabe avkcijskih postopkov (za 35,3 milijarde EUR).

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z avkcijskimi postopki se je zmanjšal na 511,2 milijarde EUR, v primerjavi s 546,5 milijarde EUR v prejšnjem obravnavanem obdobju.** Zmanjšanje je bilo predvsem posledica predčasnega odplačila sredstev iz obeh 3-letnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in njune zapadlosti v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, zaradi česar je prišlo do odliva likvidnosti v višini 182 milijard EUR. Kljub temu so manjši del tega zneska odtehtale redne operacije povečevanja likvidnosti, operacija glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Pri tem je treba zlasti omeniti, da je bila s ciljno usmerjeno operacijo dolgoročnejšega refinanciranja, izvedeno v marcu, bančnemu sistemu zagotovljena likvidnost v višini 97,8 milijarde EUR.

**Poleg tega se je zaradi izvajanja razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev likvidnost, zagotovljena prek dokončnih portfeljev, v povprečju povečala za 48,6 milijarde EUR.** Povečanje povprečne likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (22,0 milijarde EUR), tretjim programom nakupa kritih obveznic (30,4 milijarde EUR) in programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev (2,7 milijarde EUR), je več kot odtehtalo upad, ki je bil posledica dospelja nekaterih obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev ter v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic.

<sup>5</sup> Na voljo na: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_sl\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_sl_txt.pdf).

**Presežna likvidnost**

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju povečala za 28,7 milijarde EUR na povprečno 181,6 milijarde EUR, pri čemer so bile med obema obdobjema izpolnjevanja obveznih rezerv precejšnje razlike. V prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost zmanjšala na povprečno 159,8 milijarde EUR, predvsem zaradi zapadlosti obeh 3-letnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja. V tem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost gibala v razponu od 139,2 milijarde EUR do 198,4 milijarde EUR.

**Likvidnostna situacija v Eurosistemu**

|                                                               | 28. januar 2015 do<br>21. april 2015 | 12. november 2014<br>do 27. januar 2015 | 2. obdobje<br>izpolnjevanja<br>obveznih rezerv |         |          | 1. obdobje<br>izpolnjevanja<br>obveznih rezerv |          |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------|---------|----------|------------------------------------------------|----------|
| Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)   |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Avtonomni likvidnostni dejavniki                              | 1.601,6                              | (+4,5)                                  | 1.597,1                                        | 1.627,1 | (+51,1)  | 1.576,0                                        | (-27,6)  |
| Bankovci v obtoku                                             | 1.010,7                              | (+14,5)                                 | 996,2                                          | 1.015,9 | (+10,6)  | 1.005,4                                        | (-0,2)   |
| Vloge države                                                  | 66,1                                 | (-2,1)                                  | 68,3                                           | 70,2    | (+8,0)   | 62,1                                           | (-4,2)   |
| Drugi avtonomni dejavniki                                     | 524,8                                | (-7,9)                                  | 532,6                                          | 541,0   | (+32,5)  | 508,5                                          | (-23,2)  |
| Instrumenti denarne politike                                  |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Tekoči računi                                                 | 243,6                                | (+25,8)                                 | 217,8                                          | 261,8   | (+36,5)  | 225,3                                          | (-10,9)  |
| Obvezne rezerve                                               | 109,1                                | (+0,9)                                  | 106,3                                          | 110,6   | (+3,0)   | 107,5                                          | (+1,3)   |
| Mejni depozit                                                 | 55,5                                 | (+13,6)                                 | 41,9                                           | 68,6    | (+26,2)  | 42,4                                           | (-7,9)   |
| Operacija finega uravnavanja za umikanje likvidnosti          | 0,0                                  | (+0,0)                                  | 0,0                                            | 0,0     | (+0,0)   | 0,0                                            | (+0,0)   |
| Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)    |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Avtonomni likvidnostni dejavniki                              | 1.128,7                              | (+30,7)                                 | 1.098,0                                        | 1.162,2 | (+66,9)  | 1.095,3                                        | (-3,4)   |
| Neto tuja aktiva                                              | 607,6                                | (+35,6)                                 | 572,0                                          | 625,9   | (+36,7)  | 589,2                                          | (+12,8)  |
| Neto aktiva v eurih                                           | 521,1                                | (-4,8)                                  | 526,0                                          | 536,3   | (+30,2)  | 506,0                                          | (-16,1)  |
| Instrumenti denarne politike                                  |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Operacije odprtega trga                                       | 771,9                                | (+13,3)                                 | 758,6                                          | 795,6   | (+47,3)  | 748,3                                          | (-43,0)  |
| Avkcijski postopki                                            | 511,2                                | (-35,3)                                 | 546,5                                          | 505,0   | (-12,6)  | 517,5                                          | (-55,9)  |
| Operacije glavnega refinanciranja                             | 130,7                                | (+17,4)                                 | 113,3                                          | 118,9   | (-23,7)  | 142,6                                          | (+23,6)  |
| Operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo                | 0,0                                  | (+0,0)                                  | 0,0                                            | 0,0     | (+0,0)   | 0,0                                            | (+0,0)   |
| 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja            | 96,9                                 | (+53,5)                                 | 43,4                                           | 108,4   | (+23,1)  | 85,3                                           | (+36,3)  |
| 3-letni operaciji dolgoročnega refinanciranja                 | 38,6                                 | (-197,8)                                | 236,4                                          | 0,0     | (-77,2)  | 77,2                                           | (-134,3) |
| Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja     | 245,1                                | (+91,6)                                 | 153,4                                          | 277,7   | (+65,2)  | 212,4                                          | (+18,5)  |
| Dokončni portfeli                                             | 260,7                                | (+48,6)                                 | 212,1                                          | 290,6   | (+59,8)  | 230,8                                          | (+12,9)  |
| Prvi program nakupa kritih obveznic                           | 26,5                                 | (-2,6)                                  | 29,0                                           | 26,0    | (-1,0)   | 27,0                                           | (-1,8)   |
| Drugi program nakupa kritih obveznic                          | 11,9                                 | (-0,9)                                  | 12,8                                           | 11,5    | (-0,8)   | 12,3                                           | (-0,5)   |
| Tretji program nakupa kritih obveznic                         | 55,4                                 | (+30,4)                                 | 25,0                                           | 63,6    | (+16,3)  | 47,2                                           | (+16,7)  |
| Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev                   | 141,1                                | (-3,0)                                  | 144,1                                          | 140,8   | (-0,5)   | 141,3                                          | (-2,8)   |
| Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev               | 3,8                                  | (+2,7)                                  | 1,2                                            | 4,7     | (+1,7)   | 3,0                                            | (+1,3)   |
| Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja          | 22,0                                 | (+22,0)                                 | 0,0                                            | 44,0    | (+44,0)  | 0,0                                            | (+0,0)   |
| Mejno posojilo                                                | 0,3                                  | (-0,1)                                  | 0,4                                            | 0,2     | (-0,2)   | 0,4                                            | (-0,1)   |
| Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR) |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Agregatne likvidnostne potrebe                                | 582,2                                | (-23,5)                                 | 605,7                                          | 575,8   | (-12,8)  | 588,6                                          | (-23,0)  |
| Avtonomni dejavniki                                           | 473,1                                | (-26,3)                                 | 499,4                                          | 465,2   | (-15,7)  | 481,0                                          | (-24,3)  |
| Presežna likvidnost                                           | 181,6                                | (+28,7)                                 | 153,0                                          | 209,4   | (+49,7)  | 159,8                                          | (-20,0)  |
| Gibanja obrestnih mer (v odstotkih)                           |                                      |                                         |                                                |         |          |                                                |          |
| Operacije glavnega refinanciranja                             | 0,05                                 | (+0,00)                                 | 0,05                                           | 0,05    | (+0,00)  | 0,05                                           | (+0,00)  |
| Mejno posojilo                                                | 0,30                                 | (+0,00)                                 | 0,30                                           | 0,30    | (+0,00)  | 0,30                                           | (+0,00)  |
| Mejni depozit                                                 | -0,20                                | (+0,00)                                 | -0,20                                          | -0,20   | (+0,00)  | -0,20                                          | (+0,00)  |
| Povprečje EONIA                                               | -0,045                               | (-0,014)                                | -0,031                                         | -0,061  | (-0,033) | -0,029                                         | (+0,019) |

Vir: ECB

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

Nasprotno se je v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv precej povečala na povprečno 209,4 milijarde EUR, na kar so vplivali predvsem poravnava tretje ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja in nakupi obveznic v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. V drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost gibala od najnižje vrednosti 150,6 milijarde EUR do najvišje vrednosti 273,2 milijarde EUR.

**Ob večji presežni likvidnosti so se v primerjavi s prejšnjim obdobjem precej povečala dnevna imetja na tekočih računih, in sicer v povprečju za 25,8 milijarde EUR na 243,6 milijarde EUR.** Dodatno se je povečala tudi uporaba odprte ponudbe mejnega depozita, in sicer s povprečno 41,9 milijarde EUR na povprečno 55,5 milijarde EUR. V obravnavanem obdobju se je relativna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita malenkostno povečala na 29% presežnih rezerv,<sup>6</sup> v primerjavi s 27-odstotnim povprečjem v prejšnjem obravnavanem obdobju.

#### **Gibanja obrestnih mer**

**EONIA je v prvem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v povprečju znašala –2,9 bazične točke, v drugem pa v povprečju –6,1 bazične točke.** Znižanje obrestne mere EONIA je bilo posledica nadaljnjega prenosa znižanja obrestnih mer v septembru 2014 na kratkoročne obrestne mere, postopnega povečevanja presežne likvidnosti in vse večje naklonjenosti možnosti, da se negativna obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita prenese na depozitno bazo.

<sup>6</sup> Povprečna imetja na tekočih računih, ki presegajo obvezne rezerve.

## Okvir 4

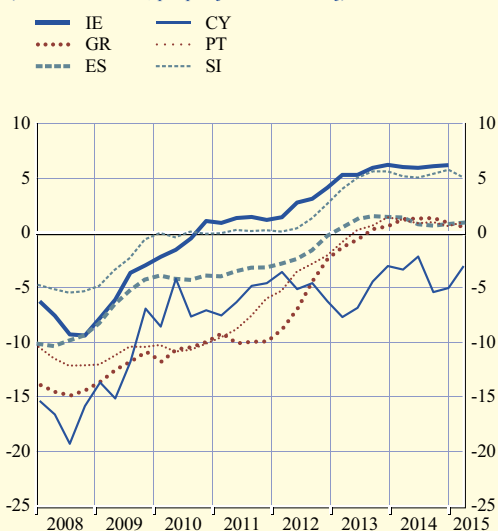
## NOVEJŠA GIBANJA NA TEKOCHEM RAČUNU V DRŽAVAH EUROOBMOČJA, KI SO IMELE PRED KRIZO VELIK PRIMANJKLJAJ

V številnih državah euroobmočja poteka proces zunanje uravnoteženja. V letih pred svetovno finančno krizo so imele posebno velik primanjkljaj tekočega računa Irska, Grčija, Španija, Ciper, Portugalska in Slovenija.<sup>1</sup> Med letoma 2008 in 2013 se je saldo tekočega računa teh gospodarstev precej izboljšal in v večini primerov prešel v presežek. Ta okvir podrobneje obravnava novejša gibanja na tekočem računu v tej skupini držav.<sup>2</sup>

V letu 2014 se je izboljševanje salda tekočega računa v gospodarstvih euroobmočja, ki so imela pred krizo velik primanjkljaj, zaustavilo, v nekaterih državah pa se je saldo tekočega računa celo rahlo poslabšal (glej graf A). Na Irskem, v Grčiji in Sloveniji se tekoči račun v letu 2014 v primerjavi s prejšnjim letom večinoma ni spremenil. V Španiji in na Portugalskem se je rahlo poslabšal, in sicer za 0,6 oziroma 0,8 odstotne točke BDP. Izrazitejšje poslabšanje (za 2,0 odstotne točke) je bilo zabeleženo na Cipru, čeprav se je saldo v prvem četrtletju 2015 deloma izboljšal. Z izjemo Cipra so vse obravnavane države še naprej beležile presežek tekočega računa. Tako se je večji del izboljšanja tekočega računa, ki so ga med letoma 2008 in 2013 dosegle države z velikim primanjkljajem pred krizo, ohranil.

Graf A Saldo tekočega računa

(kot odstotek BDP; povprečje štirih četrtletij)

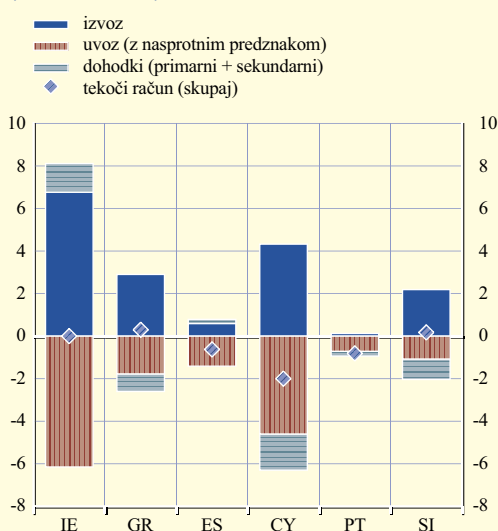


Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtletje 2015, razen za Irsko (zadnje četrtletje 2014).

Graf B Razčlenitev sprememb v saldu tekočega računa glede na BDP v obdobju 2013–2014

(v odstotnih točkah)



Vira: ECB in Eurostat.

Opomba: Negativni prispevek uvoza pomeni povečanje uvoza glede na BDP.

1 Ta okvir se osredotoča na države, katerih primanjkljaj tekočega računa je v letu 2008 presegal 4% BDP in so euro uvedle pred letom 2008. Ciper je vključen v to skupino, saj je prejel finančno pomoč EU/MDS.

2 Gibanja v zgodnejšem delu pokriznega obdobja so obravnavana v okvirjih z naslovom »Progress in the current account adjustment in the euro area in 2012«, *Monthly Bulletin*, ECB, julij 2013, in »To what extent has the current account adjustment in the stressed euro area countries been cyclical or structural?«, *Monthly Bulletin*, ECB, januar 2014.

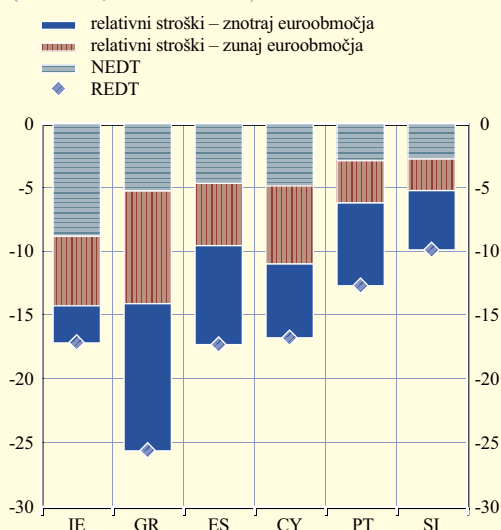
**Na novejša gibanja na tekočem računu je vplivalo predvsem okrevanje uvoza zaradi povpraševanja, s čimer je nastala protiutež nadaljevanju rasti izvoza.** V letu 2014 se je izvoz zaradi krepitve tujega povpraševanja povečal v večini držav, zlasti na Irskem (glej graf B). Obenem je okrevl tudi pred tem vztrajno šibek uvoz, kar je mogoče deloma pojasniti s postopno oživitvijo rasti domačega povpraševanja. Na Cipru, v Grčiji, Sloveniji in v manjši meri na Portugalskem je pomembno vlogo imelo tudi poslabšanje salda skupnega računa primarnih in sekundarnih dohodkov.<sup>3</sup> Na Cipru je na to vplival predvsem nastanek primanjkljaja na računu dohodkov od neposrednih naložb, v Grčiji poslabšanje računa sekundarnih dohodkov in v Sloveniji splošno povečanje primanjkljaja na računu dohodkov od naložb.

**Če pogledamo obdobje 2009–2014, sta vpliv stabilizacije domačega povpraševanja na tekoči račun deloma odtehtala vztrajno izboljševanje relativnih cen in stroškov ter upadanje cen nafte.** V primerjavi z letom 2009 (ko je nominalni efektivni tečaj eura dosegel najvišjo vrednost) se je realni efektivni tečaj držav z velikim primanjkljajem tekočega računa pred krizo, deflaciran s stroški dela na enoto proizvoda, znižal za 10% do 30% (glej graf C). V primeru Irske je večino realne depreciacije od leta 2009 mogoče pojasniti z znižanjem nominalnega efektivnega tečaja, medtem ko je bila pri drugih državah depreciacija predvsem posledica prilagoditve stroškov dela na enoto proizvoda glede na druge države euroobmočja in tujino. Z izjemo Slovenije so države, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj tekočega računa, do zdaj večinoma nadomestile izgubljeno stroškovno konkurenčnost, merjeno z realnim efektivnim tečajem, deflaciranim s stroški dela na enoto proizvoda glede na euroobmočje med letom 1999 in začetkom krize. Prenos stroškov dela na enoto proizvoda na cene pri proizvajalcih in izvozne cene pa je še vedno nepopoln zaradi dejavnikov, kot so nadaljnje ovire konkurenci na trgih proizvodov in zvišanje posrednih davkov.

**V letu 2014 je na saldo tekočega računa držav euroobmočja, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj, spodbudno vplival tudi padec cen nafte.** Nižje cene nafte praviloma zmanjšujejo stroške uvoza nafte in tako izboljšujejo strukturni primanjkljaj v trgovini z naftnimi derivati. Med zadnjim četrtletjem 2013 in zadnjim četrtletjem 2014 se je negativni naftni saldo močno zmanjšal v vseh državah razen v Grčiji (glej graf D), pri čemer je cenovne učinke nižjih cen nafte delno odtehtal močnejši realni uvoz naftnih derivatov zaradi okrepljenega domačega povpraševanja.<sup>4</sup> Posledično izboljšanje naftnega salda je bilo še posebno veliko na Cipru in v Sloveniji (okrog

**Graf C Razčlenitev sprememb realnega efektivnega tečaja v obdobju 2009–2014**

(v odstotkih; v odstotnih točkah)



Vir: ECB.

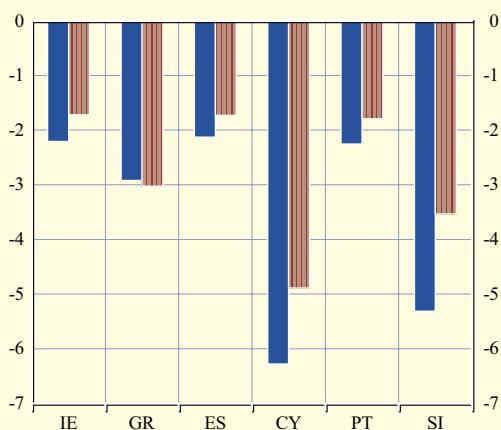
Opomba: Graf prikazuje realni efektivni devizni tečaj (REDT), deflaciran s stroški dela na enoto proizvoda, v primerjavi z drugimi državami euroobmočja in skupino valut v EDT-20. Znižanje REDT je enako izboljšanju stroškovne konkurenčnosti. NEDT pomeni nominalni efektivni devizni tečaj.

<sup>3</sup> Račun primarnih dohodkov prikazuje predvsem dohodke od kapitala in dohodke od dela. Račun sekundarnih dohodkov pa prikazuje tekoče transferje, kot so na primer prejemki iz proračuna EU.  
<sup>4</sup> Grčija in v manjši meri Portugalska imata rafinerije nafte, zato hkrati uvažata ter izvažata nafto in naftne derivate, kot so lahki naftni destilati.

Graf D Saldo trgovinske menjave z nafto

(v odstotkih BDP)

■ IV 2013  
■ IV 2014

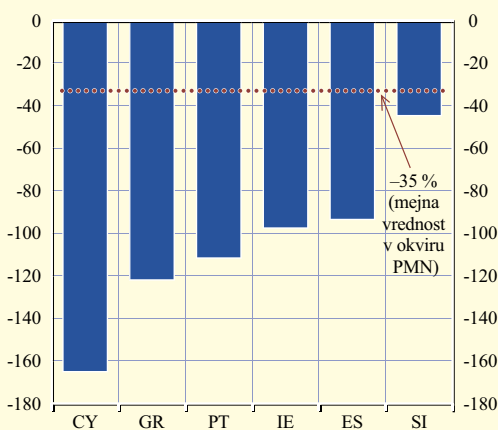


Vir: Eurostat.

Opomba: Podatki se nanašajo na kategorijo SMTK 33, tj. nafta, naftni derivati in sorodni materiali.

Graf E Neto stanje mednarodnih naložb v letu 2014

(v odstotkih BDP)



Vir: Eurostat.

Opomba: Vodoravna črta ustreza okvirni mejni vrednosti -35% BDP, ki se uporablja v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (PMN).

1,5–2,0 odstotne točke BDP), opazno pa je bilo tudi na Irskem, v Španiji in na Portugalskem (okrog 0,4–0,5 odstotne točke), kjer je pozitivne učinke zniževanja cen na tekoči račun delno odtehtalo povečanje obsega uvoza nafte in naftnih derivatov zaradi povpraševanja.

**Zaradi velikih in vztrajnih neravnovesij v stanju mednarodnih naložb je potreben vzdržen proces zunanjega uravnoteženja.** Kljub prilagoditvi tokov v zadnjih letih imajo države, ki so imele pred krizo velik primanjkljaj tekočega računa, še naprej neto obveznosti do tujine, ki precej presegajo 35% BDP. Ta mejna vrednost se uporablja v kontekstu postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji pri opozarjanju na potencialna zunanja neravnovesja v stanju mednarodnih naložb, zaradi katerih se povečuje ranljivost za prihodnje šoke. V večini obravnavanih držav so neto obveznosti do tujine celo višje od ali blizu 100% BDP (glej graf E). Za zmanjšanje neravnovesij v stanju mednarodnih naložb sta v srednjeročnem obdobju potrebna vztrajno izboljševanje tekočega računa in močna nominalna rast BDP.

## SPREMLJANJE PRENOSA DEVIZNEGA TEČAJA NA INFLACIJO

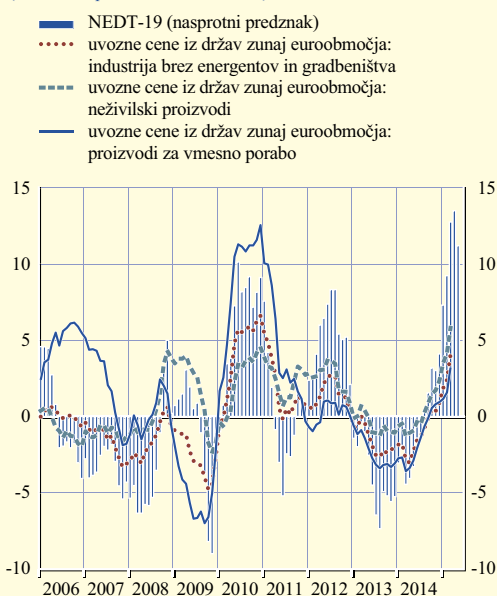
**Depreciacija eura od sredine leta 2014 je imela v euroobmočju velik vpliv na oblikovanje tekočih pričakovanj o inflaciji, merjeni z indeksom HICP.** Nominalni tečaj je bil maja 2015 okoli 10% nižji kot decembra 2014 in okoli 15% nižji kot marca 2014, ko je bil ob zadnji apreciaciji najvišji. V tem okvirju so opisana novejša gibanja uvoznih cen in cen proizvodov pri proizvajalcih v kontekstu tipičnega zapoznelega in nepopolnega prenosa tečajnih gibanj na končne cene življenjskih potrebščin.

**Spremembe deviznega tečaja se lahko na inflacijo prenašajo prek številnih kanalov.** Če pogledamo zadnjo depreciacijo eura, je prvi kanal neposreden učinek na indeks HICP prek maloprodajne verige, ko se podražijo uvoženi končni proizvodi za široko porabo. Drugi, posredni kanal, so višji stroški zaradi dražjih uvoženih surovin, ki se uporabljajo v različnih fazah domače izdelave proizvodov za vmesno porabo in končnih proizvodov. Tretji kanal, prav tako posredni, deluje prek cenovnih pritiskov, ki so posledica pozitivnega vpliva šibkejšje valute na gospodarsko aktivnost in dohodek.

**Uvozne cene proizvodov za široko porabo in proizvodov za vmesno porabo so se v zadnjih mesecih močno povišale.** Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za široko porabo razen hrane iz držav zunaj euroobmočja je marca 2015 znašala 5,8% (glej graf A). To povišanje

**Graf A Uvozne cene proizvodov za vmesno in široko porabo**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki o nominalnem efektivnem deviznem tečaju (NEDT) se nanašajo na maj 2015, zadnji podatki o uvoznih cenah pa na marec 2015.

**Graf B Cene proizvodov za vmesno in široko porabo pri proizvajalcih**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2015 (za industrijsko blago razen energentov v indeksu HICP se podatki nanašajo na maj 2015).

je bilo precej večje kot povišanje cen uvoženega blaga iz držav euroobmočja. Z umirjanjem inflacije prodajnih cen v svetovnem gospodarstvu v zadnjih mesecih pa take primerjave kažejo, da je povišanje uvoznih cen iz držav zunaj euroobmočja predvsem posledica močnega pritiska depreciacije eura, ki se je začela spomladi 2014. Od spomladi 2014 se je izrazito povišala tudi medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo. Tudi to je verjetno pokazatelj močnega učinka deviznega tečaja, saj so se cene nafte in surovin, ki imajo pomembno vlogo pri izdelavi proizvodov za vmesno potrošnjo, od takrat zmanjšale.

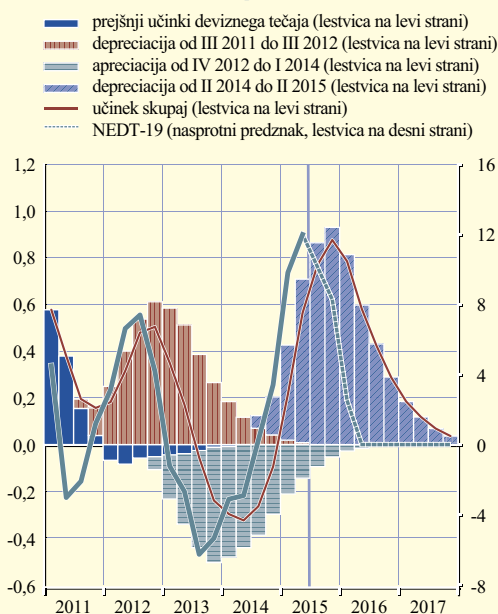
**Nasprotno cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih za domačo prodajo še ne kažejo znakov rasti** (glej graf B). Cene proizvodov pri proizvajalcih niso odvisne le od cen uvoženih surovin, ampak tudi od gibanja domačih stroškov dela in drugih stroškov ter ravnanja podjetij pri prilagajanju svojih marž gibanjem cen. V tem kontekstu se pomen tujih surovin ponavadi zmanjšuje vzdolž proizvodne verige. Cene pri proizvajalcih so zato sorazmerno močno občutljive na spremembe cen uvoženih surovin v industriji proizvodov za vmesno porabo, zaostajajo pa v industriji proizvodov za široko porabo, kjer je vpliv tudi manjši.<sup>1</sup> Trenutno nadaljevanje umirjenih gibanj proizvajalčevih cen proizvodov za široko porabo za domačo prodajo je skladno s standardnim prenosom tečaja, kot se je vzpostavil v zgodnejših fazah proizvodne in cenovne verige.

### Prenos deviznega tečaja na inflacijo bi moral biti v prihodnjih četrletjih opaznejši.

Model kaže, da lahko od spremembe tečaja do učinka na inflacijo mine več četrletij. To je zaradi časa, ki je potreben, da se uvozne cene prenesejo prek različnih faz proizvodne in cenovne verige, ter časa, ki je potreben, da se v domačem gospodarstvu pokažejo cenovni pritiski, ki izhajajo iz vpliva deviznega tečaja na gospodarsko aktivnost in dohodek. Poleg tega se ocenjuje, da le okoli 15% industrijskega blaga razen energentov v košarici HICP predstavljajo neposredno uvoženi proizvodi za široko porabo. Zaradi odloga pri prenosu na cene lahko gibanja deviznih tečajev povzročajo hkratne navzgor in navzdol usmerjene pritiske. Učinki zadnje depreciacije eura se na primer prekrivajo z zakasnelim dezinflacijskim vplivom apreciacije eura od konca leta 2012 do pomladi 2014. Če se devizni tečaj ne bo več spremenil, se bo tako največji učinek zadnje depreciacije na inflacijo pokazal šele do konca leta 2015 (glej graf C).<sup>2</sup>

**Graf C Prenos deviznega tečaja na inflacijo**

(v odstotnih točkah; medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Izračuni temeljijo na dopolnjeni različici modela, ki je bil predstavljen v ECB Working Paper št. 243. Zadnji podatki o nominalnem efektivnem deviznem tečaju (NEDT) se nanašajo na drugo četrletje 2015. Predpostavlja se, da bo NEDT ostal na tej ravni do leta 2017.

1 Glej Hahn, E., »The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area«, *Working Paper Series*, št. 796, ECB, avgust 2007.

2 Glej Hahn, E., »Pass-through of external shocks to euro area inflation«, *Working Paper Series*, št. 243, ECB, julij 2003. Funkcije odziva v grafu C temeljijo na dopolnjeni različici modela iz navedene študije. Odzivi so po obsegu in času primerljivi z odzivi v drugih modelih. Upoštevati je treba, da se lahko prenos v kateremkoli trenutku razlikuje od povprečne elastičnosti zaradi vrste temeljnega vzroka za gibanje tečaja.

**Prenos depreciacije eura se je jasno pokazal v močnem povišanju uvoznih cen.** Skladno z značilnim zaostajanjem prenosa tečajnih sprememb na cene bi moral postati vpliv na cene proizvodov pri proizvajalcih in cene življenjskih potrebščin v prihodnjih četrthletjih opaznejši. Odlog in zmanjševanje tega učinka pri končnem prenosu na cene življenjskih potrebščin je običajna lastnost proizvodne in cenovne verige.

## Okvir 6

## NEBANČNO FINANCIRANJE V NEFINANČNIH DRUŽBAH EUROOBMOČJA V ČASU KRIZE

S finančno krizo so se pojavila vprašanja, ali se nefinančne družbe v euroobmočju pri zunanjem financiranju morda pretirano zanašajo na banke. To še posebno velja za MSP (mala in srednje velika podjetja) ter podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo (večja MSP), katerih neposreden dostop do kapitalskih trgov je ponavadi omejen in so poleg lastniškega financiranja in drugih nebančnih finančnih virov odvisna od učinkovitega bančnega financiranja. Mala in srednje velika podjetja ter podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo so zaradi močne odvisnosti od bančnega financiranja bolj izpostavljena pokriznim šibkostim in potrebam bančnega sektorja EU po razdolževanju. Ta okvir opisuje financiranje nefinančnih družb na splošno ter primerja mala in srednje velika podjetja ter podjetja s srednje veliko tržno kapitalizacijo z velikimi podjetji v času krize od leta 2009 do leta 2014 na podlagi rezultatov ankete Evropske centralne banke in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).<sup>1</sup> Okvir tako ilustrira, da so se v času krize »kreditno podhranjena podjetja« – tista, ki so v anketi SAFE poročala, da so imela omejen dostop do bančnih posojil – ponavadi pogosteje preusmerila na nebančno financiranje (komercialne kredite, finančni najem) kakor podjetja, ki kreditnih omejitev niso občutila. Vseeno je videti, da so se podjetja v državah, ki jih je kriza najbolj prizadela, pri taki preusmeritvi na področju financiranja srečevala z več težavami.

Na podlagi ankete SAFE lahko izračunamo delež nefinančnih družb različnih velikosti, ki imajo dostop do različnih instrumentov financiranja (glej tabelo spodaj). Podjetja, ki so sodelovala v anketi, so odgovorila na vprašanje, ali so v preteklih šestih mesecih uporabila določen sveženj instrumentov financiranja.<sup>2</sup> Ta sveženj je segal od notranjih virov (zadržani dobički), nepovratnih sredstev/subvencioniranih bančnih posojil, bančnega financiranja (kreditne

Tabela Uporaba instrumentov financiranja v nefinančnih družbah

(povprečje v odstotkih iz skupnega vzorca v obdobju 2009–2014)

|                                              | Mikro podjetja | Mala podjetja | Srednja podjetja | Velika podjetja |
|----------------------------------------------|----------------|---------------|------------------|-----------------|
| Zadržani dobiček                             | 24             | 30            | 38               | 46              |
| Nepovratna sredstva/subvencionirana posojila | 12             | 16            | 20               | 22              |
| Prekoračitve stanja na računu                | 38             | 43            | 40               | 42              |
| Bančna posojila                              | 28             | 39            | 43               | 48              |
| Komercialni kredit                           | 26             | 30            | 35               | 38              |
| Druga posojila                               | 9              | 12            | 19               | 28              |
| Finančni najem                               | 19             | 40            | 50               | 56              |
| Dolžniški vrednostni papirji                 | 1              | 1             | 1                | 4               |
| Lastniško-dolžniško financiranje (mezzanine) | 1              | 2             | 4                | 6               |
| Lastniški kapital                            | 4              | 6             | 8                | 9               |

Viri: Anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja.

Opombe: Velikost podjetja je določena glede na število zaposlenih, pri čemer imajo mikro podjetja enega do devet zaposlenih, mala podjetja deset do 49 zaposlenih, srednje velika podjetja 50 do 249 zaposlenih in velika podjetja 250 ali več zaposlenih. »Druga posojila« so posojila (razen komercialnih kreditov) povezanih družb ali deležnikov, družine in prijateljev. »Nepovratna sredstva/subvencionirana posojila« so pomoč iz javnih sredstev v obliki jamstev, posojil z nižjo obrestno mero itd. »Prekoračitev stanja na računu« so kreditne linije ali prekoračitev stanja na kreditnih karticah. »Lastniško-dolžniško financiranje (mezzanine)« so subordinirana posojila, udeležbe v posojilu ali podobni instrumenti financiranja.

1 SAFE je na voljo na <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

2 Za prejšnjo analizo podatkov iz ankete SAFE glej predstavitev: O'Toole, C., »SME lifecycle and non-bank financing in Europe: what determines usage?« na delavnici ECB: SMEs' access to finance: the role of financial and non-financial intermediaries and capital markets, 11. decembra 2014.

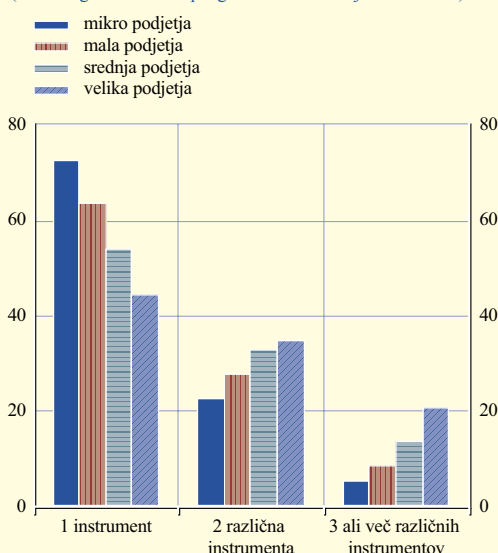
linije, prekoračitve stanja na računu, kreditne kartice in posojila) do različnih virov nebančnega zunanjega financiranja, kot so komercialni krediti, druga posojila (neformalna ali od povezanih družb), finančni najem, izdani dolžniški vrednostni papirji, lastniško-dolžniško (*mezzanine*) financiranje in lastniški kapital.

**Bančni instrumenti, kot so nepovratna sredstva/subvencionirana posojila, prekoračitve stanja na računu in bančna posojila, se uporabljajo pogosteje od tržnih instrumentov, kot so dolžniški vrednostni papirji, lastniško-dolžniško financiranje in lastniški kapital.**

Zlasti v velikih podjetjih se uporablja tudi zadržani dobiček (glej tabelo). Čeprav je videti, da je najpogosteje uporabljeni instrument vsaj v srednjih in velikih podjetjih finančni najem, pa ni nujno najpomembnejši z vidika obsega ali financiranja novih naložb. Pri večini instrumentov obstaja jasen vzorec: delež uporabe se povečuje z velikostjo podjetja. To potrjuje, da imajo velika podjetja tipično boljši in bolj razpršen dostop do različnih virov financiranja. Zanimiva je tudi ugotovitev, da izmed vseh instrumentov zunanjega financiranja mikro in mala podjetja najraje uporabljajo kratkoročne bančne instrumente, kot so kreditne linije, prekoračitve na računu in kreditne kartice, sledijo pa jim bančna posojila, komercialni krediti in finančni najem, medtem ko se srednja in velika podjetja najpogosteje odločajo za finančni najem, ki mu sledijo bančna posojila (dolgo- in kratkoročna) ter komercialni krediti.

**Graf A Delež nefinančnih družb, ki uporabljajo različne nebančne zunanje instrumente**

(delež odgovorov iz skupnega vzorca v obdobju 2009–2014)

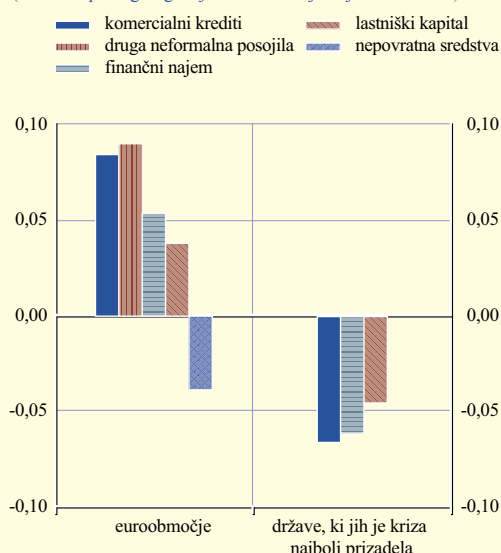


Vir: Anketa ECB in Evropske komisije o dostopu podjetij do financiranja.

Opombe: Velikost podjetja je določena glede na število zaposlenih, pri čemer imajo mikro podjetja enega do devet zaposlenih, mala podjetja deset do 49 zaposlenih, srednje velika podjetja 50 do 249 zaposlenih in velika podjetja 250 ali več zaposlenih. Nebančni instrumenti financiranja so komercialni krediti, druga posojila, finančni najem, dolžniški vrednostni papirji, lastniško-dolžniško financiranje (mezzanine) in lastniški kapital.

**Graf B Verjetnost, da bodo nefinančne družbe z omejenim dostopom do bančnih posojil uporabila nebančne zunanje instrumente**

(ocene na podlagi regresije z metodo najmanjših kvadratov)<sup>1)</sup>



Opombe: Odvisna spremenljivka je binarna spremenljivka, ki ima vrednost 1, če je podjetje v preteklih šestih mesecih uporabilo določen vir financiranja, sicer ima vrednost nič. Ocena velja za 11 držav euroobmočja v obdobju 2009–2014. V poročilu so navedeni samo statistično pomembni koeficienti.

1) Ocene temeljijo na tehtanih regresijah z metodo najmanjših kvadratov (razlaga uteži, uporabljenih v anketi, je v poročilu o rezultatih ankete SAFE na spletni strani <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>). Regresije vključujejo fiksne učinke industrije ali države in časovno fiksne učinke, napake pa so trdne. Število meritev je od 39.949 za finančni najem do 18.242 za lastniški kapital.

**Delež nefinančnih družb, ki uporabljajo več kot en nebančni zunanji vir financiranja, narašča sorazmerno z velikostjo podjetja.** Od vseh podjetij, ki uporabljajo nebančne zunanje vire financiranja, jih je 57% uporabilo samo en vir financiranja, druga pa so izkoristila vsaj dva. Mikro (72%), mala (64%) in srednje velika (54%) podjetja pretežno uporabljajo en nebančni instrument financiranja (glej graf A). Več kot polovica velikih podjetij (56%) je uporabila vsaj dva vira nebančnega financiranja. Razlika se povečuje sorazmerno z velikostjo: 13% srednje velikih in 21% velikih podjetij je na primer poročalo, da so uporabila tri ali več virov nebančnega zunanjega financiranja hkrati, ta delež pa pade na 9% pri malih in na 5% pri mikro podjetjih.

**Ekonometrična analiza daje več informacij o uporabi nebančnih zunanjih virov financiranja v času krize.** Za raziskavo dejavnikov pri uporabi nebančnega financiranja se umetna spremenljivka, ki ima vrednost 1, če je podjetje v preteklih šestih mesecih uporabilo določen zunanji vir nebančnega financiranja, in vrednost 0, če ga ni, analizira glede na niz dejavnikov. To so specifični dejavniki za posamezno podjetje, ki se nanašajo na demografsko in finančno stanje, dejavniki, ki se nanašajo na bančno financiranje, kot so stroški bančnih posojil in kreditni standardi, ter kazalnik kreditnih omejitev v bankah.<sup>3</sup> Te spremenljivke so posebej koristne za odkrivanje možnih zamenjav med bančnimi in nebančnimi viri. Poleg tega se upoštevajo tudi spremenljivke na ravni držav, ki se nanašajo na realno aktivnost (rast BDP in stopnjo brezposelnosti), pri čemer se razlikuje med državami, ki jih je kriza manj prizadela (Belgija, Nemčija, Francija, Nizozemska, Avstrija in Finska), ter tistimi, ki jih je prizadela huje (Irska, Grčija, Španija, Italija in Portugalska).

**Na splošno so se »finančno podhranjena« podjetja pogosteje ozirala proti nebančnemu financiranju, na primer komercialnim kreditom in finančnemu najemu.** V grafu B so ocene koeficientov iz ekonometrične analize. Če se osredotočimo na podjetja, ki so poročala o omejitvah pri dostopu do bančnih posojil, rezultati kažejo, da so se pogosteje zanašala na nebančno financiranje (komercialne kredite in finančni najem) kakor podjetja, ki niso poročala o omejitvah (pozitivni koeficienti na levi). Statistično pomemben je tudi koeficient uporabe lastniškega kapitala in videti je, da so podjetja z omejenim dostopom do posojil manj pogosto uporabljala nepovratna sredstva, kar kaže, da so imela podjetja, ki so jim banke zavrnile posojila, težave pri izkoriščanju javnih shem, katerih namen je pridobitev bančnih posojil z jamstvom. Podjetja z omejenim dostopom do posojil v državah, ki jih je kriza huje prizadela, so imela večje težave pri prehodu z bančnih posojil na druge vire financiranja kakor podjetja z enakimi omejitvami v drugih državah (negativni koeficienti na desni).

**Ugotovitve te analize na splošno potrjujejo, da nefinančne družbe in zlasti MSP manj uporabljajo tržne vire financiranja kakor bančno financiranje.** Čeprav so kapitalski trgi pomemben alternativen vir financiranja za nefinančne družbe, so dostopni predvsem večjim podjetjem z visokimi bonitetnimi ocenami, ki se ponavadi nahajajo v večjih državah z razvitejšimi finančnimi trgi. Če nefinančne družbe, zlasti MSP, nimajo dostopa do alternativnih virov financiranja, lahko vsak upad bančnega posojanja škodljivo vpliva na njihovo zmožnost financiranja naložb. Pobuda Evropske komisije za unijo kapitalskih trgov bo s harmonizacijo finančnih trgov in podpiranjem prehoda v smeri tržnega financiranja poskrbela, da bodo MSP v Evropi odpornejša proti pretresom na področju ponudbe bančnih kreditov, in pomagala zmanjšati ovire pri njihovem dostopu do financiranja.

3 Odvisna spremenljivka je kategorična spremenljivka, ki ima vrednost 1, če je podjetje v preteklih šestih mesecih uporabilo določen vir financiranja, sicer ima vrednost nič. Neodvisne spremenljivke so odvisne od velikosti, starosti, razredov prometa, od tega, ali je podjetje neodvisno ali družinsko, ter od finančnega položaja podjetja z vidika prodaje in dobičkonosnosti, lastnega kapitala in kreditne preteklosti. Vse spremenljivke so izpeljane iz ankete.

### POROČILO O STARANJU PREBIVALSTVA 2015: KAKŠNA BO CENA STARANJA V EVROPI?

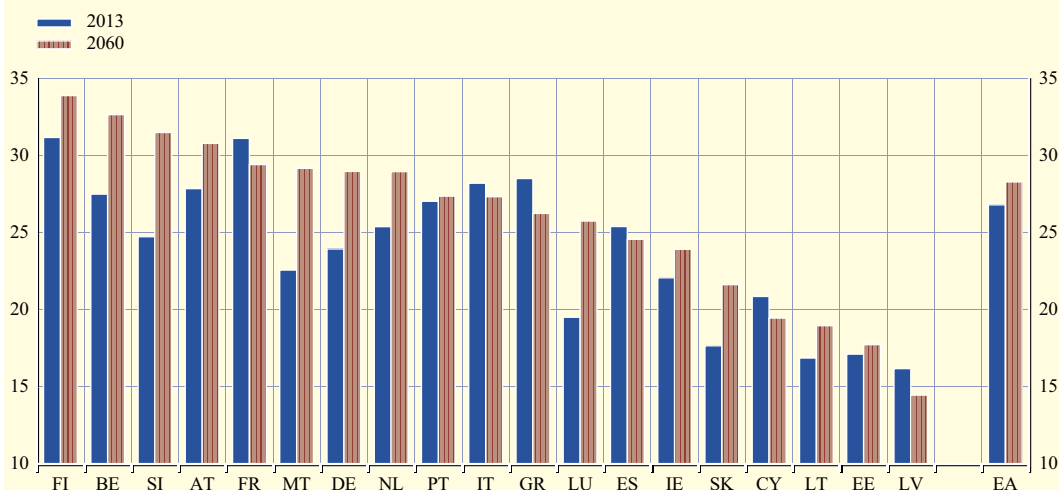
**Evropa se sooča z demografskim izzivom.** Količnik starostne odvisnosti, tj. delež oseb, starih 65 let ali več, v primerjavi z delovno sposobnim prebivalstvom, ki zdaj znaša 29%, se bo po napovedih v euroobmočju skoraj podvojil in do leta 2060 presegel 50%. Staranje bo brez izvedbe ustreznih strukturnih reform negativno vplivalo na vzdržnost javnih financ, zlasti dolgoročno. Ker se bo delovna sila po napovedih skrčila, je pričakovati, da bo staranje zavrlo potencialno rast BDP. Staranje je zaradi negativnega učinka na javnofinančno vzdržnost in potencialno rast pomembno tudi za denarno politiko.

**Ta okvir predstavlja povzetek in oceno glavnih rezultatov projekcij iz Poročila o staranju prebivalstva 2015 za države euroobmočja.** Poročilo o staranju prebivalstva 2015, objavljeno 12. maja 2015, je najnovejše poročilo, ki ga delovna skupina za problematiko staranja prebivalstva v okviru Odbora za ekonomsko politiko pripravi vsaka tri leta. Poročilo vsebuje dolgoročne napovedi za obdobje 2013–2060 za vse države EU glede skupnih izdatkov, povezanih s staranjem prebivalstva, in njihovih komponent, med katerimi so pokojnine, zdravstveno varstvo, dolgotrajna oskrba, izobraževanje in nadomestila za brezposelnost. Projekcije temeljijo na skupno dogovorjeni metodologiji ter na sklopu demografskih in makroekonomskih predpostavk.

**Skupni stroški staranja prebivalstva v euroobmočju bodo v obdobju projekcij predvidoma naraščali ne glede na velike razlike med državami.** V skladu s Poročilom o staranju prebivalstva 2015 bodo skupni stroški staranja prebivalstva predvidoma narasli za 1,5 odstotne točke BDP, tj. s 26,8% BDP leta 2013 na 28,3% leta 2060 (glej graf A). Gibanja stroškov staranja prebivalstva pa so med državami zelo heterogena. Medtem ko se bodo stroški staranja prebivalstva v Sloveniji, na Malti, v Luksemburgu, Belgiji in Nemčiji predvidoma močno povečali (najmanj za 5 odstotnih točk BDP), se za Francijo, Italijo, Grčijo, Španijo, Ciper in

Graf A Skupni stroški staranja prebivalstva

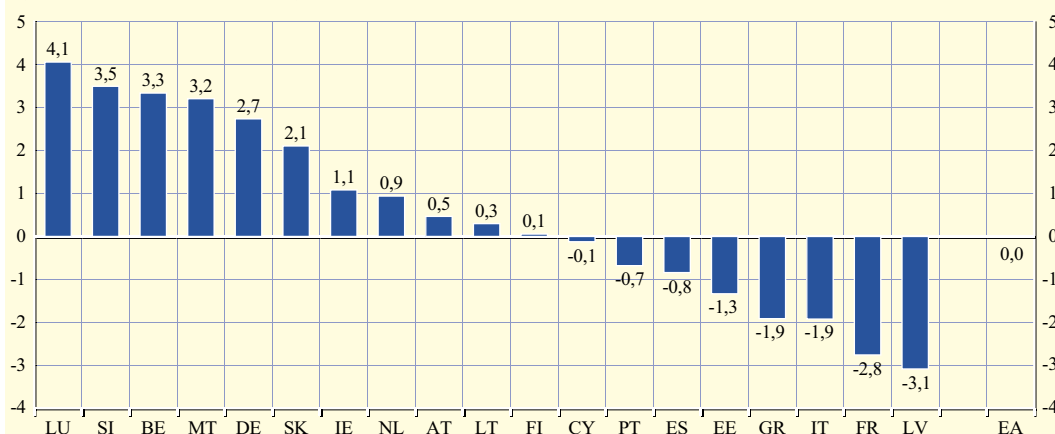
(kot odstotek BDP)



Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2015.

Graf B Spremembe v stroških pokojnin

(v odstotnih točkah BDP, 2013–2060)



Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2015.

Latvijo pričakuje zmanjšanje teh stroškov. Raven stroškov staranja prebivalstva je bila najvišja leta 2013 na Finskem in v Franciji (v obeh okoli 31% BDP) ter v Grčiji in Italiji (v obeh nad 28% BDP). Do leta 2060 se bodo Finska, Belgija in Slovenija predvidoma soočale z največjim izzivom staranja prebivalstva v euroobmočju in njihovi stroški staranja prebivalstva bodo skupno daleč presegli 31% BDP.

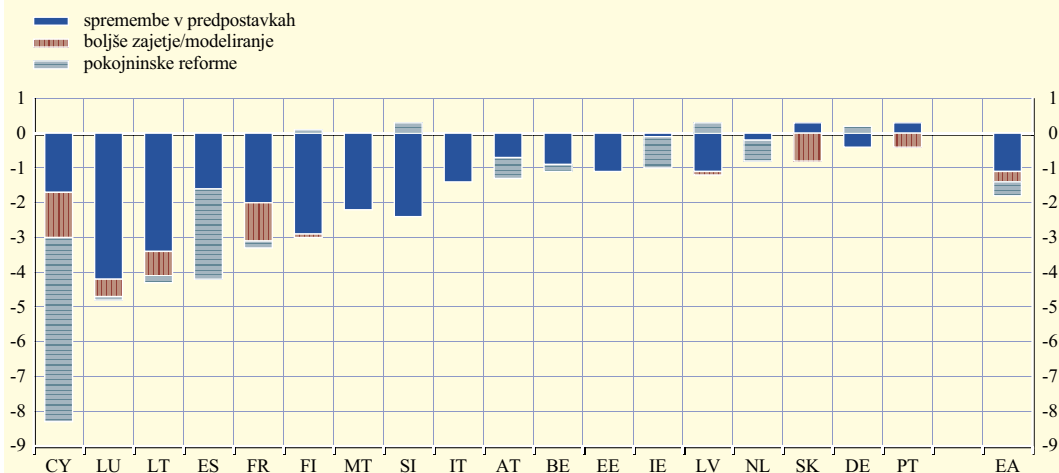
**Odhodki za pokojnine, ki obsegajo največjo komponento skupnih stroškov staranja prebivalstva,<sup>1</sup> bodo v obdobju projekcij po napovedih ostali v povprečju nespremenjeni v razmerju do BDP.** Odhodki za pokojnine v euroobmočju bodo do leta 2060 predvidoma spet dosegli raven 12,3% BDP iz leta 2013 (glej graf B). Dinamika stroškov pokojnin se močno razlikuje med državami. V večini držav euroobmočja se bodo odhodki za pokojnine predvidoma povečali (zlasti v Luksemburgu, Sloveniji, Belgiji in na Malti, kjer se bodo po napovedih povečali za več kot 3 odstotne točke BDP), medtem ko se bodo v osmih državah euroobmočja predvidoma zmanjšali (Ciper, Portugalska, Španija, Estonija, Grčija, Italija, Francija in Latvija). V nasprotju s tem se bodo stroški zdravstvenega varstva in dolgotrajne oskrbe predvidoma povečali v vseh državah euroobmočja.

**V primerjavi s Poročilom o staranju prebivalstva 2012<sup>2</sup> je bilo napovedano zvišanje skupnih stroškov staranja prebivalstva močno popravljeno navzdol, in sicer v obdobju projekcij s 3,5% na 1,5% BDP.** Zlasti napovedi stroškov staranja prebivalstva za Luksemburg, Francijo in Grčijo so bile močno popravljene navzdol (za najmanj 4,5 odstotne točke BDP v obdobju 2013–2060). Podobno sliko kažejo spremembe stroškov pokojnin, ki so bile za euroobmočje popravljene navzdol za 1,2 odstotne točke BDP v primerjavi s predhodnim poročilom.<sup>3</sup>

- 1 Odhodki za pokojnine v povprečju obsegajo skoraj polovico skupnih stroškov staranja prebivalstva, čemur sledita zdravstveno varstvo (ena četrtnina) in izobraževanje (ena petina), relativne uteži dolgotrajne oskrbe in nadomestil za brezposelnost pa so manjše.
- 2 Glej tudi okvir z naslovom »Fiscal challenges from population ageing: new evidence for the euro area«, *Monthly Bulletin*, ECB, Frankfurt na Majni, julij 2012.
- 3 Podatki v Poročilu o staranju prebivalstva 2012 so prikazani za isto obdobje (2013–2060) in vključujejo vpliv strokovnega pregleda pokojninskih reform, izvedenih po finalizaciji poročila iz leta 2012, na več držav (Belgijo, Španijo, Ciper, Latvijo, Nizozemsko, Slovenijo in Slovaško). Tako bi bila razlika s predhodnim poročilom brez ažuriranja podatkov v poročilu iz leta 2012 celo večja.

**Graf C Razčlenitev revidiranih sprememb v stroških pokojnin**

(v odstotnih točkah BDP; spremembe v poročilih o staranju prebivalstva iz let 2012 in 2015)



Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2015.

Opombe: Projekcije iz Poročila o staranju prebivalstva 2012 so dopolnjene s strokovno pregledanimi projekcijami tistih držav euroobmočja, ki so v zadnjih treh letih izvedle pokojninske reforme (Belgija, Latvija, Nizozemska, Slovenija in Slovaška), z izjemo Španije in Cipra, za katera so na voljo samo izvirni podatki poročila iz leta 2012. Podatki temeljijo na podatkih Evropskega sistema računov 1995 (ESR 95). Razčlenitev za Grčijo ni na voljo. »Spremembe v predpostavkah« se nanašajo na spremembe stroškov pokojnin zaradi različnih demografskih in makroekonomskih predpostavk. »Boljše zajetje/modeliranje« se nanaša na spremembe stroškov pokojnin zaradi boljšega zajetja nacionalnih napovedi glede pokojnin oziroma boljših tehnik modeliranja.

**Zdi se, da je popravek projekcij glede stroškov pokojnin večinoma posledica ugodnejših demografskih in makroekonomskih predpostavk in ne toliko dejanskih reform.** Medtem ko je mogoče s temeljnimi predpostavkami pojasniti do dve tretjini popravkov, se zdi, da je učinek novih pokojninskih reform v povprečju precej omejen (glej graf C).<sup>4</sup> Vse kaže, da so nove demografske predpostavke v povprečju odgovorne za približno eno tretjino popravkov v dinamiki pokojnin navzdol, kot med drugim nakazuje tudi velik popravek navzdol pri spremembi količnika starostne odvisnosti (za skoraj 4 odstotne točke v obdobju 2013–2060) v primerjavi s predhodnim poročilom.<sup>5</sup> Zdi se, da je ta dejavnik še posebno pomemben za Litvo, Latvijo, Luksemburg, Malto in Slovenijo. Poleg tega je videti, da imajo boljše makroekonomske predpostavke v primerjavi s predhodnim poročilom – zlasti izrazitejša znižanje stopnje brezposelnosti (za 2,4 odstotne točke v primerjavi s poročilom iz leta 2012) – velik vpliv na popravek napovedi glede pokojnin navzdol (glej graf D). Učinek trga dela je še posebno izrazit za Španijo, Italijo, Ciper, Grčijo in Portugalsko.

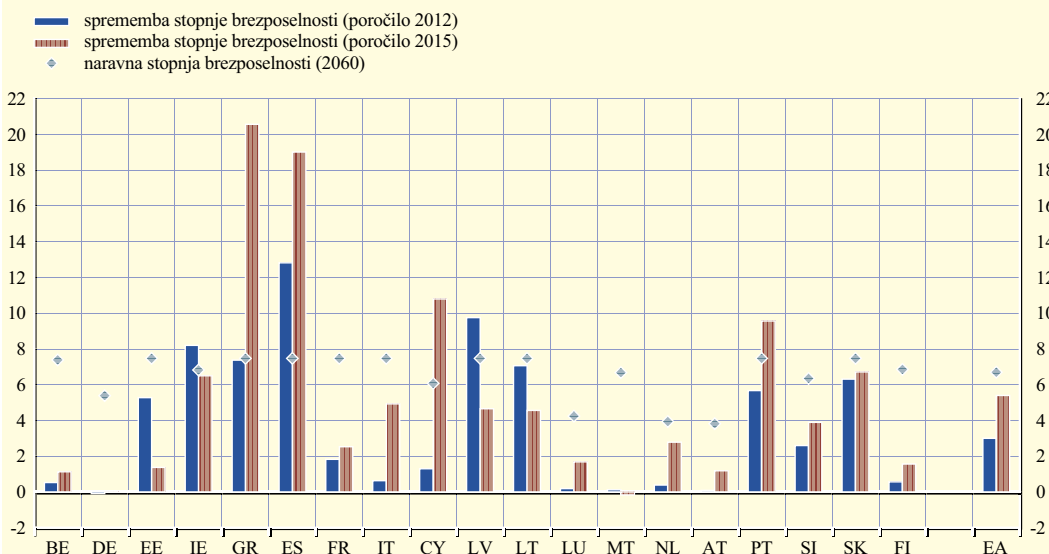
**Nove napovedi stroškov staranja prebivalstva so pri več državah izpostavljene velikim neugodnim tveganjem, saj se zanašajo na ugodne temeljne makroekonomske predpostavke.** Zlasti predpostavka, da se bo rast skupne faktorske produktivnosti, ki je med krizo močno upadla, dolgoročno povzdignila do 1-odstotne stopnje, se zdi optimistična za več držav, če ne bo večjih reform za spodbujanje rasti. To velja tudi z vidika preteklih gibanj. V obdobju 1999–2012 je rast skupne faktorske produktivnosti v povprečju znašala okoli 0,7%, pri čemer so bile stopnje rasti skupne faktorske produktivnosti precej nižje v Belgiji, Španiji, Italiji, na Cipru,

4 Graf C v primeru Cipra in Španije prikazuje veliko znižanje stroškov za pokojnine zaradi pokojninskih reform. V nasprotju z drugimi državami euroobmočja, ki so izvedle pokojninske reforme v zadnjih treh letih (Belgija, Latvija, Nizozemska, Slovenija in Slovaška), v razčlenitvi na grafu C ni na voljo strokovno pregledanih, novih projekcij za Ciper in Španijo.

5 Demografske predpostavke temeljijo na projekcijah prebivalstva EUROPOP2013, ki jih je Eurostat objavil aprila 2014.

### Graf D Spremembe v stopnji brezposelnosti

(v odstotkih, 2013–2060)

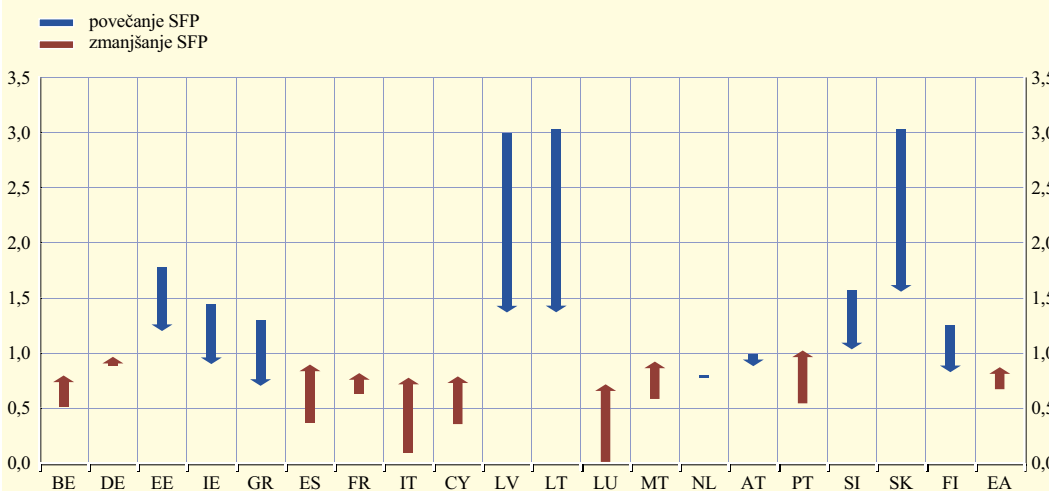


Vir: Poročilo o staranju prebivalstva 2015.

Opombe: Pozitivna vrednost pri spremembi stopnje brezposelnosti kaže zmanjšanje stopnje brezposelnosti v obdobju 2013–2060. Vrednosti, prikazane iz Poročila o staranju prebivalstva 2012, so preračunane za obdobje 2013–2060. Karo kaže naravno stopnjo brezposelnosti leta 2060 (najvišja stopnja na ravni 7,5%).

### Graf E Spremembe v rasti skupne faktorske produktivnosti

(povprečne spremembe v odstotkih v obdobjih 1999–2012 in 2013–2060)



Vira: Poročilo o staranju prebivalstva 2015 in Eurostat.

Opombe: Spremembe v stopnji rasti skupne faktorske produktivnosti (SFP) med zgodovinskim povprečjem (1999–2012) in napovedanim povprečjem (2013–2060). Modre puščice kažejo upad rasti SFP v primerjavi z zgodovinskim povprečjem, rdeče puščice pa kažejo povečanje rasti SFP v primerjavi z zgodovinskim povprečjem.

v Luksemburgu in na Portugalskem (glej graf E). Poleg tega je predpostavka, da se bo stopnja brezposelnosti do leta 2060 približala dolgoročnemu nižjemu povprečju EU, ki znaša največ 7,5% (v euroobmočju bo stopnja brezposelnosti leta 2060 po napovedih v povprečju znašala 6,7%), verjetna le, če bodo sprejete obsežne reforme trga dela. Zmanjšanje brezposelnosti, predvideno v poročilu, je še posebno izrazito za Grčijo, Španijo, Ciper in Portugalsko (okoli 10 ali več odstotnih točk v obdobju 2013–2060) (glej graf D). Ob teh predpostavkah, za katere velja visoka stopnja negotovosti, Poročilo o staranju prebivalstva odstopa od standardne (previdne) prakse, ki za osnovo projekcij jemlje predpostavko »brez sprememb v usmeritvah politik«. Če se te predpostavke ne bi uresničile po pričakovanjih, bi to lahko povzročilo precej višje stroške staranja prebivalstva za zadevne države.

**Tu so še tveganja v zvezi z »vzratnimi« pokojninskimi reformami.** Poročilo predpostavlja, da se bodo v celoti izvedle vse pokojninske reforme, uzakonjene v zadnjih letih. Ni pa mogoče izključiti preobrata preteklih reform, kot kažejo nedavne razprave v nekaterih državah.

**Gledano v celoti so kljub ugodnejšim projekcijam za številne države glede stroškov staranja prebivalstva potrebna nadaljnja reformna prizadevanja, ki bi zajezile zviševanje stroškov staranja prebivalstva.** Nove napovedi stroškov staranja prebivalstva za več držav so izpostavljene neugodnim tveganjem, saj so odvisne od zelo optimističnih predpostavk glede gibanja produktivnosti in dogajanj na trgu dela. Brez reform, ki bi zmanjšale strukturno brezposelnost in povečale potencialno rast, bi bili stroški staranja prebivalstva za te države bistveno večji. Zato bi bilo zavajajoče, če bi si nove projekcije stroškov staranja prebivalstva razlagali kot znak, da ni tako nujno spodbujati države k reformam.

## Okvir 8

**UČINKOVITOST SREDNJEROČNEGA PRORAČUNSKEGA CILJA KOT SIDRA ZA JAVNOFINANČNE POLITIKE**

**Do konca aprila 2015 so morale vse države euroobmočja, ki niso v programu finančne pomoči EU/MDS,** Ekonomsko-finančnemu svetu (ECOFIN) in Evropski komisiji predložiti dopolnitev programa stabilnosti. Skladno s preventivnim delom Pakta za stabilnost in rast je v dopolnitvi načrtovana vladna proračunska strategija za tekoče leto in vsaj še za naslednja tri leta. Določeni so tudi srednjeročni proračunski cilji (SPC) in načrtovan napredek v smeri teh ciljev. Na podlagi ocene programov stabilnosti bo Evropski svet 25. in 26. junija sprejel priporočila posameznim državam glede javnofinančne politike. V teh priporočilih bo upoštevano sporočilo Komisije iz januarja 2015 o fleksibilnosti v okviru pakta,<sup>1</sup> v katerem so nove usmeritve o potrebnih javnofinančnih prizadevanjih za doseganje SPC. V tem kontekstu ta okvir obravnava učinkovitost SPC kot sidra za javnofinančne politike v okviru preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast.

**Srednjeročni proračunski cilj je temelj preventivnega dela Pakta za stabilnost in rast. SPC je bil uveden z reformo pakta v letu 2005 in kaže proračunski cilj vlade v srednjeročnem obdobju.** Opremljen je strukturno, torej je popravljen za vpliv gospodarskega cikla in začasnih ukrepov.<sup>2</sup> SPC se redno aktualizira vsake tri leta, da bi se upoštevale najnovejše ocene ekonomskih in proračunskih stroškov staranja prebivalstva, ki se vsake tri leta objavljajo v »Poročilu o staranju prebivalstva«.<sup>3</sup> Preventivni del pakta zahteva, da države vsako leto dosežejo ustrezen napredek v smeri svojega SPC ter da potem, ko so ga dosegle, vzdržujejo tak strukturni proračunski saldo. Pakt tako predvideva referenčno strukturno prilagoditev v višini 0,5% BDP v smeri SPC, in sicer z večjimi prilagoditvami v dobrih gospodarskih časih in z manjšimi prilagoditvami v slabih gospodarskih razmerah. Obenem predpisi iz preventivnega dela omogočajo začasno odstopanje od SPC države ali od prilagoditev v smeri cilja, da bi se upoštevale pomembne strukturne reforme, ki imajo neposreden in dolgoročen pozitiven vpliv na proračun, pod pogojem da države dosežejo svoj SPC v časovnem razponu programa stabilnosti.

**Rezultati doseganja SPC so slabi.** Čeprav je SPC že deset let del fiskalnega okvira v EU, ga večina držav v tem časovnem obdobju ni dosegla niti v enem letu. Poleg tega so države v euroobmočju redno odlagale rok za doseganje cilja, tako da je SPC namesto sidra za proračunsko načrtovanje postal »gibljiva tarča«. Zaradi tega je euroobmočje v finančno krizo stopilo z občutnim strukturnim primanjkljajem,<sup>4</sup> kar je omejevalo manevrski prostor za proticiklične politike in preprečevalo, da bi samodejni fiskalni stabilizatorji prosto delovali.

1 Glej tudi okvir z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, Economic Bulletin, številka 1, ECB, februar 2015.

2 Države članice svoj SPC določijo glede na specifične razmere v državi. Upoštevati mora minimalne vrednosti in izpolniti tri cilje: (i) države članice vzdržujejo varnostno rezervo, ki preprečuje, da bi med cikličnim upadom prekršile 3-odstotno referenčno vrednost glede primanjkljaja iz Maastrichtske pogodbe; (ii) javni dolg države članice je vzdržan ob upoštevanju gospodarskih in proračunskih posledic staranja prebivalstva; (iii) države članice imajo proračunski manevrski prostor, zlasti kadar gre za ohranjanje državnih naložb.

3 Glej tudi okvir 7 v tej številki Ekonomskega biltena z naslovom »Poročilo o staranju prebivalstva 2015: kakšna bo cena staranja v Evropi?«.

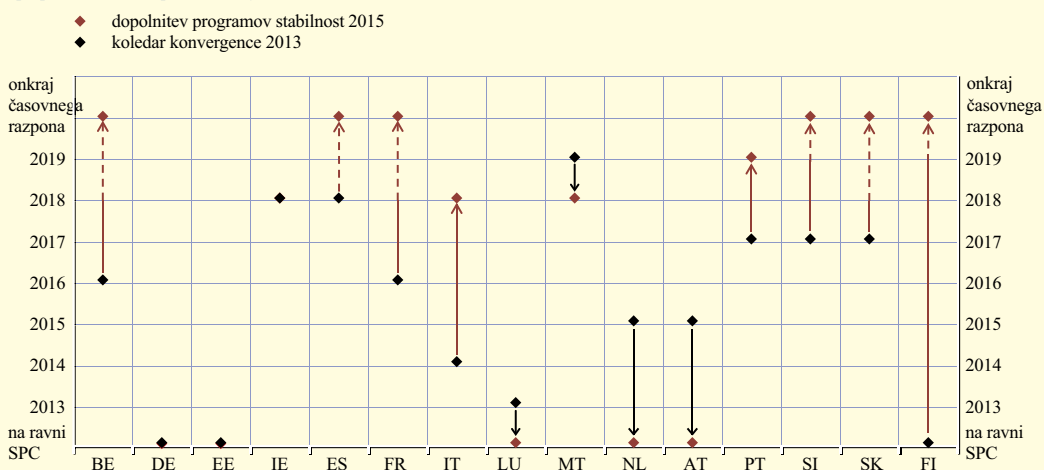
4 Med dejavniki, ki določajo strukturni saldo, je tudi težko merljiva proizvodna vrzel, ki se ponavadi sčasoma precej revidira. Po ocenah je proizvodna vrzel v realnem času v obdobju 2003–2013 beležila pristranskost v višini okrog 1% BDP, kar pomeni tudi precejšen strukturni saldo v realnem času. Glej tudi Kamps, C., Leiner-Killinger, N., Sondermann, D., De Stefani, R. in Rüffer, R., »The identification of fiscal and macroeconomic imbalances – unexploited synergies under the strengthened EU governance framework«, Occasional Paper Series, št. 157, ECB, Frankfurt na Majni, november 2014.

**Problema slabih rezultatov pri doseganju SPC naj bi se lotili v okviru precejšnje reforme okvira javnofinančnega upravljanja v EU.** Zaradi nezadostnega doseganja skladnosti s potrebnimi strukturnimi prizadevanji v okviru preventivnega dela pakta je »šesterček«<sup>5</sup> reform leta 2011 dodatno okrepil Pakt za stabilnost in rast, s tem da je opredelil »precejšnje odstopanje« od prilagoditev v smeri doseganja SPC, kar lahko nazadnje privede do tega, da se državi naložijo finančne sankcije. Leta 2012 je postal SPC s Pogodbo o stabilnosti, usklajevanju in upravljanju v ekonomski in monetarni uniji (PSUU) bolj ambiciozen: države podpisnice iz euroobmočja so se zavezale ciljnemu primanjkljaju, ki ni slabši od  $-0,5\%$  BDP (v primerjavi s SPC, ki ni slabši od  $-1\%$  BDP pred tem), razen če je raven dolga precej pod  $60\%$  BDP in je tveganje glede dolgoročne vzdržnosti majhno. Poleg tega je Komisija leta 2013 po sprejetju PSUU predložila »koledar konvergence«, tj. časovni okvir za posamezne države glede doseganja SPC po posameznih letih.<sup>6</sup> Namen popravljalnega mehanizma, predvidenega v PSUU, ki bi se moral na nacionalni ravni v primeru »precejšnjega odstopanja« od SPC ali od prilagoditev v smeri doseganja cilja sprožiti samodejno, je zagotoviti hitro približevanje držav v smeri srednjeročnega cilja.

**Toda razpoložljive informacije kažejo, da se skladnost s SPC v zadnjih nekaj letih ni bistveno izboljšala** (glej graf). Predvsem so roki za uresničitev SPC, določeni v programih stabilnosti 2015, pri velikem številu držav dlje v prihodnosti, ko to določa koledar konvergence iz leta 2013. Sporočilo Komisije, objavljeno na začetku leta, o fleksibilnosti v okviru Pakta za

#### Leto doseganja SPC, kot je priporočeno v koledarju konvergence 2013 in kot izhaja iz programov stabilnosti 2015

(po preračunih Evropske komisije)



Vir: dopolnitev programov stabilnosti, delovni dokumenti strokovnjakov Komisije.

Opombe: V grafu se primerjajo roki, ki so bili za doseganje SPC določeni v koledarju konvergence 2013, z letom, ko naj bi bili doseženi skladno z dopolnitvijo programov stabilnosti 2015. Leto doseganja SPC temelji na strukturnem saldu, začrtanem v programu stabilnosti, kot ga je preračunala Komisija z uporabo skupno dogovorjene metodologije in ob upoštevanju 0,25-odstotne tolerance pri skladnosti s ciljem. Tako se lahko leto doseganja SPC, kot je načrtovano v programu stabilnosti, razlikuje od leta, ko naj bi bil po izračunih Komisije dosežen. Na primer Portugalska načrtuje doseči svoj CPS v letu 2016, Italija in Slovaška v letu 2017, Francija v letu 2018 in Španija v letu 2019. Za cilje, ki bodo po načrtih doseženi »onkraj časovnega razpona«, preračun strukturnega salda ni na voljo. »Onkraj časovnega razpona« pomeni časovni okvir po zadnjem letu, vključenem v program stabilnosti 2015, ki je leto 2018 za Belgijo, Španijo, Francijo in Slovaško ter leto 2019 za Finsko. Črtkana črta tako kaže obdobje, ki presega časovni razpon v programu. Rok za Irsko se ni spremenil.

5 To je pet uredb in ena direktiva o javnofinančnem in makroekonomskem spremljanju v EU.

6 Roki za uresničitev SPC so bili določeni na podlagi srednjeročnih proračunskih načrtov, predstavljenih v dopolnitvi programov stabilnosti in konvergenčnih programov iz leta 2013 ter v skladu s Paktom za stabilnost in rast. Glej Evropsko komisijo, »Report on public finances in EMU 2013« – Part 1 Annex 1, European Economy, št. 4, Evropska komisija, Bruselj, 2013.

stabilnost in rast pomeni upočasnitev napredka držav proti SPC.<sup>7</sup> Sporočilo ni samo pojasnilo, ampak tudi povečalo fleksibilnost pakta glede uporabe pravil na treh glavnih področjih: (i) ciklične razmere, (ii) strukturne reforme, (iii) državne naložbe. Če so države upravičene do uporabe klavzule o strukturnih reformah in naložbah, smejo odstopati od začrtane poti prilagoditev v smeri SPC.<sup>8</sup> Latvija in Italija sta na primer v dopolnitvi programa stabilnosti 2015 zaprosili, da se zanj za leto 2016 uporabi klavzula o strukturnih reformah.<sup>9</sup> Latviji po tej klavzuli ni bilo odobreno odstopanje zaradi odsotnosti zadostne varnostne rezerve do 3-odstotne vrednosti primanjkljaja. V primeru Italije pa je Evropska komisija dovolila začasno odstopanje od zahtevanih prilagoditev v smeri SPC v višini 0,4% BDP v letu 2016, potem ko so bile v letu 2014 zahtevane prilagoditve nič oziroma so bile zahteve v letu 2015 zmanjšane na podlagi sprememb v obravnavi cikličnih razmer, ki jih je Komisija uporabila spomladi 2014 oziroma januarja 2015. Litva je zaprosila za klavzulo o pokojninski reformi, vendar bo njena upravičenost odvisna od Eurostatove potrditve, ali gre za sistemsko naravo reforme. Druge države, na primer Slovaška, bodo lahko izkoristile klavzulo o cikličnih razmerah, saj so se od njih zahtevane prilagoditve zmanjšale.

**Če bi se fleksibilnost v okviru Pakta za stabilnost in rast uporabljala pretirano, bi to lahko privedlo do nadaljnjih občutnih in trajnih odstopanj od prilagoditev v smeri SPC, s čimer bi se lahko povečalo tveganje vzdržnosti dolga.** Zaradi tega je bistveno, da preprečimo »sindrom gibljive tarče«, ki je pred krizo pestil preventivni del Pakta za stabilnost in rast. Če državam euroobmočja ne bo uspelo ponovno pravočasno vzpostaviti javnofinančnih rezerv, bodo slabo pripravljene na negativne gospodarske šoke, ko je javnofinančna stabilizacija najbolj potrebna. Trenutno okolje krepitve gospodarskega okrevanja in ugodnih pogojev financiranja bi bilo treba izkoristiti za pospešitev napredka v smeri SPC. S tem bi se povečala tudi odpornost gospodarstva v euroobmočju.

7 Evropska komisija je 13. januarja 2015 izdala sporočilo z naslovom »Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact«, glej [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/economic\\_governance/sgp/pdf/2015-01-13\\_communication\\_sgp\\_flexibility\\_guidelines\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/pdf/2015-01-13_communication_sgp_flexibility_guidelines_en.pdf).

8 Več podrobnosti je v okvirju z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, op. cit.

9 Romunija je v dopolnitvi konvergenčnega programa 2015 zaprosila, da se zanj uporabi klavzula o strukturnih reformah, vendar njena prošnja še ni bila sprejeta zaradi pomanjkanja dovolj podrobnih informacij.



## ARTICLES

# THE ROLE OF THE CENTRAL BANK BALANCE SHEET IN MONETARY POLICY



*This article discusses the use of the central bank balance sheet as a monetary policy tool, focusing in particular on the experience of the ECB but also reporting on that of other monetary authorities. Since the financial crisis started in 2007-08 central banks have used their balance sheets to perform a variety of interventions, altering their size and composition to varying degrees. These interventions include operations to provide “funding reassurance” to counterparties; credit easing measures to enable or improve the transmission of the monetary policy stance in the presence of market impairments; and large-scale purchases of securities to provide additional monetary policy accommodation at times when short-term nominal interest rates are at their effective lower bound.*

*In pursuit of its price stability mandate, the ECB has implemented all of these measures, including large-scale purchases of public sector securities with the introduction of the expanded asset purchase programme earlier this year. The use of the Eurosystem balance sheet has thus evolved from a relatively passive approach, with liquidity provision being determined by the needs of Eurosystem counterparties, to more active management of the size and composition of balance sheet assets in order to ensure the appropriate degree of monetary accommodation.*

### I INTRODUCTION

**The ECB’s asset purchase programmes have marked a more active use of the Eurosystem balance sheet in pursuit of the ECB’s price stability mandate.** In September and November 2014 the ECB began to implement purchases of covered bonds and asset-backed securities (ABS) respectively. In January 2015 it decided to expand the asset purchase programmes to include secondary market purchases of securities issued by the public sector in the euro area. These purchases are a further instance of how changing the size and composition of the Eurosystem balance sheet is used as an instrument in pursuit of the ECB’s price stability mandate.

**Throughout the crisis central banks around the world moved beyond their traditional operating frameworks to make use of their balance sheets as a monetary policy tool.** Monetary authorities have deployed their balance sheets when liquidity shortages and market impairments, resulting from elevated liquidity and credit risk premia, impeded the transmission of the intended monetary policy stance; and when a further easing of the stance was needed at times when short-term nominal interest rates were at their effective lower bound. The explicit and active calibration of the size and composition of the central bank balance sheet as a monetary policy tool has in many respects been novel, since within contemporary central bank operating frameworks – notwithstanding all the differences in economic and financial structures and central banking traditions across jurisdictions – monetary authorities primarily pursue their mandates through the setting of an operational target for a short-term interest rate. Within such frameworks, the balance sheet of the central bank plays a subordinate role.

**This article discusses the role of the balance sheet of a central bank as an instrument of monetary policy,<sup>1</sup> focusing in particular on the policies of the ECB.** Section 2 provides an overview of the different ways in which monetary authorities use their balance sheets. Section 3

<sup>1</sup> The central bank balance sheet is a financial statement that records assets and liabilities resulting from monetary policy instruments and autonomous factors (for example, government deposits and banknotes). Monetary policy instruments are those financial contracts that the central bank enters into in pursuit of its goals. It is the different types of financial contract – for different nominal amounts – that have implications for financial market prices and the economy, rather than the central bank balance sheet per se. This article nonetheless follows established practice and refers to the central bank balance sheet as an instrument of monetary policy.

focuses on the euro area experience, while a box describes recent developments in the Eurosystem balance sheet. Section 4 concludes.

## 2 THE CENTRAL BANK BALANCE SHEET AS A MONETARY POLICY INSTRUMENT

### 2.1 THE CENTRAL BANK BALANCE SHEET: FROM SIDESHOW TO POLICY INSTRUMENT

Monetary policy attempts to influence broad financial and macroeconomic conditions in order to achieve the goals that the central bank has been tasked with in its mandate. This is done by varying the monetary policy stance – the contribution monetary policy makes to economic, financial and monetary developments.

**In “normal” times the stance of monetary policy is signalled by the price of central bank reserves.** Within most contemporary central bank operating frameworks, the monetary policy stance is very often revealed by the price at which banks can trade central bank reserves in the interbank market, which is, in turn, influenced by the price at which central banks make these reserves available to banks. Within such operating frameworks, the central bank injects reserves into the banking system according to banks’ demand in order to steer the interbank interest rate towards a level that is consistent with the intended monetary policy stance.

**Consequently, in “normal” times the composition and size of the central bank balance sheet contain limited information on the degree of monetary accommodation provided.** The size of the balance sheet results passively from the need to steer the short-term interest rate(s) in line with the desired stance. The quantity of liabilities – as well as assets – and hence the size of the balance sheet is largely determined by the demand for funds on the part of the central bank’s counterparties, which is, in turn, determined by the liquidity needs of the banking system. Put differently, the central bank must supply, inelastically, the quantity of reserves required by the banking system in order to control the short-term interest rate. The composition of the assets and liabilities on the balance sheet reflects institutional characteristics of central bank liquidity management, including collateral policies and modalities of liquidity provision and absorption. In short, when the instrument of monetary policy is the short-term interest rate, the size and composition of the central bank balance sheet do not provide information about the monetary policy stance.<sup>2</sup>

**With the advent of the financial crisis, central banks began using their balance sheets in different ways – some of which were novel, at least in the contemporary context, while others were in line with traditional central bank tasks and practices.** Faced with the strains and risks of the financial crisis, central banks took one or more of the following actions:

- increasing liquidity provision to their banking systems elastically, i.e. accommodating banks’ increased demand for liquidity, and modifying the modalities of liquidity provision to give funding reassurance, in some cases by also providing term lending;
- launching direct lending operations for the non-bank private sector or purchasing private sector assets;

<sup>2</sup> This is not the case for central banks with operating frameworks that involve some degree of active management of the exchange rate. In these cases, both the total size of the assets and the composition of the assets and liabilities may provide information about the desired stance of monetary policy.

- starting to purchase medium and long-dated public sector securities, or securities guaranteed by governments, on a large scale;
- offering explicit verbal guidance on the evolution of policy in the future, including indications about the future use of the central bank balance sheet if specific developments materialise.

All of these actions involve – although to varying degrees – an expansion in the size of the central bank balance sheet and a modification of its composition (see Chart 1). However, caution is required when comparing central bank balance sheets across jurisdictions and also when comparing balance sheets of the same jurisdiction over time. As discussed in this article, a unit of liquidity will have very different economic effects depending not only on the financial structures and central bank operating procedures in place, but also on the use to which the central bank balance sheet is put – that is, its use as an instrument to address specific policy needs.

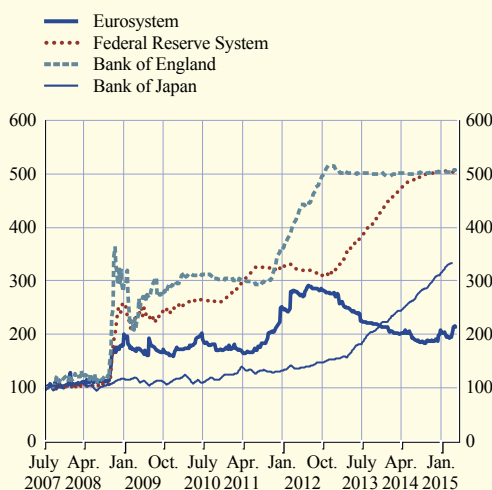
### Three main reasons for the increased use of central banks' balance sheets can be identified:

(1) the need to respond to financial stress and manage financial crises – in line with central banks' traditional function as the ultimate provider of funding reassurance for the banking system; (2) the need to enable or improve the transmission of the intended monetary policy stance in the presence of market impairments; and (3) the need to provide additional monetary accommodation – that is, to further ease the stance – by exerting downward pressure on long-term interest rates when short-term nominal policy rates have been reduced to their effective lower bound. In principle, these three objectives are complementary, while in practice they may be closely related. In any case, the measures deployed for any one of the above reasons can have very similar implications for the monetary policy stance. For example, by compressing the spreads between the market costs of borrowing and the risk-free interest rates, thus allowing a better pass-through of the stance, transmission-enhancing measures can also be regarded as increasing the degree of monetary accommodation.

The discussion in this article will distinguish between “passive” and “active” uses of the central bank balance sheet, while announcements about potential future balance sheet measures are termed “contingent balance sheet policies”.<sup>3</sup> The fully elastic supply

Chart 1 Central bank balance sheets since the crisis: total assets

(index: H1 2007 = 100)



Sources: ECB, Federal Reserve System, Bank of England and Bank of Japan.

3 There are many different taxonomies of central banks' use of their balance sheets. Bernanke and Reinhart (Bernanke, B. and V. Reinhart, "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates", *American Economic Review*, Vol. 94, No 2, 2004, pp. 85-90) distinguish policies that affect the size of the central bank balance sheet from those that affect the composition of the asset side. Borio and Disyatat (Borio, C. and P. Disyatat, "Unconventional Monetary Policies: An Appraisal", *BIS Papers*, No 292, 2009) emphasise the effect on the private sector balance sheet – which is a mirror image of the effect on the central bank's balance sheet. Other possibilities include the type of risk for the central bank's balance sheet that results from its interventions (see Goodfriend, M., "Central Banking in the Credit Turmoil: An Assessment of Federal Reserve Practice", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No 1, 2011, pp. 1-12.); the locus of the central bank intervention, that is, the market targeted; the purpose of the intervention – what type of market imperfection the central bank is addressing – and hence the function it takes on by virtue of its intervention (e.g. market-maker of last resort); and the transmission channels of its policies.

of central bank liquidity to its counterparties in response to heightened demand induced by financial stress is considered in this article to be a passive deployment of the central bank balance sheet. This categorisation seems apt, since, in such cases, the consequences for the balance sheet of the monetary authority depend solely on the demand for central bank credit on the part of its counterparties. Active balance sheet policies, on the other hand, involve central bank measures that deliberately attempt to steer economic conditions by influencing specific financial market prices. The article identifies two types of active policy. “Credit easing” measures are targeted interventions that aim to influence credit spreads by altering the composition of the central bank balance sheet in order to improve the transmission of the desired monetary policy stance; and large-scale asset purchases (often termed “quantitative easing”) are intended to lower long-term interest rates, when short-term nominal interest rates are at their effective lower bound, by increasing the size of the balance sheet, with the ultimate aim of achieving a comprehensive easing of the monetary policy stance. Finally, contingent balance sheet policies consist in a commitment by the central bank to use its balance sheet in certain ways, if specific circumstances materialise.

## **2.2 PASSIVE CENTRAL BANK BALANCE SHEET POLICIES: PROVIDING LIQUIDITY AS THE SYSTEMIC PROVIDER OF FUNDING REASSURANCE IN RESPONSE TO FINANCIAL STRESS**

**Financial stress leads to increased demand for liquidity, which the central bank accommodates in an attempt to arrest the potentially disruptive deleveraging process that would otherwise ensue.** In periods of systemic stress private financial intermediation becomes dysfunctional. In particular, the ability of the interbank market to efficiently (re)distribute central bank funds across counterparties diminishes or even breaks down completely owing to market fragmentation and precautionary “hoarding” of liquidity. In such cases, the central bank may need to provide reserves in excess of the “regular” liquidity needs arising from “autonomous factors” (e.g. demand for banknotes) and, if applicable, from reserve requirements, for two main purposes: first, to stabilise the banking system in accordance with the traditional role of central banks as the ultimate provider of funding reassurance; and, second, to prevent an increase in short-term interest rates above levels consistent with the desired monetary policy stance.

**Many central banks implemented such policies as part of their response to the 2007-08 financial crisis, particularly during the financial turmoil following the collapse of Lehman Brothers in September 2008.** To alleviate severe tensions in the interbank money market, central banks engaged in a number of operations as the ultimate provider of funding reassurance, providing liquidity to their respective banking sectors. This type of central bank intervention was aimed at reducing interbank market spreads, but also helped to improve overall market functioning and to restore confidence in the economy. In fact, by stabilising short-term interest rates around the level of the operational target, an unwarranted tightening of the monetary policy stance was prevented.<sup>4</sup>

**The central bank may also make longer-term liquidity available in order to provide funding reassurance to the banking system.** Financial stress may affect not only the market for central bank reserves – the overnight market – but also term funding markets, including term money markets and the market for unsecured bank bonds. In response to such dislocations, central banks extended the maturity of their liquidity interventions beyond “conventional” horizons. The availability of longer-term liquidity provides counterparties with the funding to match the maturity of some of their assets

4 Foreign currency swap lines between central banks – which increase the size of the central bank balance sheet as well – should also be seen in the context of funding reassurance: by making foreign currency liquidity available to their banking systems, central banks relieve funding pressures, in this case for foreign currency-denominated assets.

(offering funding reassurance). It thus insures banks against duration and rollover risk and thereby halts too rapid deleveraging. As a result, confidence effects in financial markets may be amplified. In addition, there may be important signalling effects, as this measure demonstrates the central bank's determination to act as a liquidity backstop and ensure "normal" conditions in the markets for term funding as well. The provision of funding reassurance to the central bank's counterparties may be complemented by modifying other modalities of liquidity provision, for example, broadening the pool of eligible collateral. The ECB also switched its liquidity-providing operations to fixed rate full allotment tenders, which will remain in place until at least December 2016.

**The provision of term funding combines liquidity support and credit easing.** By providing longer-term liquidity, the central bank influences conditions in the markets for term funding. Compared with the situation that would have prevailed if no policy interventions had been conducted, this lowers bank funding costs and credit spreads and is translated into looser financing conditions for final borrowers in the economy – safeguarding the transmission of the desired monetary policy stance. Therefore, this aspect of liquidity provision also has a credit easing dimension.

**Accommodating the banking system's increased demand for liquidity and providing term funding will result in a larger central bank balance sheet.** When financial stress increases counterparties' demand for reserves, the central bank has to accommodate this demand or forfeit the achievement of its operational target, which would blur the signal of its monetary policy stance. Stresses in funding markets, in turn, may interfere with the transmission of the intended stance. In both cases, the necessary increased provision of liquidity by the central bank increases the size of its assets: the monetary authority "takes intermediation onto its own balance sheet".<sup>5</sup>

**The limited scope of liquidity support interventions may necessitate more active deployment of the central bank balance sheet.** The overall efficacy of liquidity assistance policies is entirely dependent on counterparties' decisions regarding whether and how much to borrow. While they may be sufficient to maintain market functioning and prevent financial dislocations from generating spillovers to the economy, they afford the central bank only limited control over broad monetary conditions. In particular, they may ultimately be insufficient to prevent bank deleveraging and the resulting drag on the economy stemming from restrictive credit conditions. In such cases, the central bank may need to take more active control of its balance sheet. Many major central banks – including the ECB – have made the transition from passive to active balance sheet policies in the course of the last few years, albeit at different speeds, as economic conditions necessitated increasingly tight control over the balance sheet in order to effectively steer the monetary policy stance.

### 2.3 FROM PASSIVE TO ACTIVE CENTRAL BANK BALANCE SHEET POLICIES: CREDIT EASING

**In certain cases, providing liquidity elastically to the banking system may not be sufficient to remedy dysfunctional private financial intermediation.** Liquidity provision by the central bank, however ample, is usually available only to a subset of market participants (namely the central bank's counterparties); and even these participants may be reluctant to part with their liquidity to enter impaired markets in times of heightened risk aversion. Under such circumstances, direct central bank interventions may become necessary to improve the functioning of markets or market segments deemed crucial for the financing of the real economy.

<sup>5</sup> The asset-side counterpart of the newly created reserves on the liability side is the credit granted to the central bank's counterparties (if monetary policy is implemented through repo operations, for example) or securities held (if monetary policy is implemented through outright purchases and sales of government securities on the open market, for example).

**Under credit easing policies, the central bank may take a more active stance on determining the composition of the assets on its balance sheet, with a view to influencing market spreads that particularly impede transmission.** In the case of central bank interventions targeted at credit easing, it is the composition of the balance sheet's asset side that is of primary importance, in the sense that the assets on the balance sheet reflect the monetary authority's intention to ease conditions in specific markets.<sup>6</sup> To do so, the monetary authority makes more active use of its balance sheet to improve upon or substitute for private financial intermediation, as well as to enable or enhance the transmission of the intended degree of accommodation. In this regard, credit easing policies are mainly aimed at improving financing conditions for the non-financial private sector. They achieve this by altering market spreads paid by certain borrowers and in certain markets, thus facilitating the transmission of the intended monetary policy stance in the presence of impairments to market functioning.

**Credit easing spans a diverse set of central bank interventions.** The measures taken by the central bank will depend on the specific characteristics of the impairment and the idiosyncrasies of the markets targeted, as well as more broadly on the financial structure of the economy and the set of tools available to the central bank. Credit easing measures may therefore include the provision of liquidity to financial market participants outside the usual set of central bank counterparties; the provision of liquidity – or collateral – against securities not normally accepted for use in monetary policy operations;<sup>7</sup> and outright purchases of assets. Thus, depending on the circumstances, credit easing interventions may, as noted above, have a great deal in common with passive liquidity support operations;<sup>8</sup> or may be more active, in the sense that the central bank itself calibrates the composition and possibly also the size of its assets.

**Targeted lending operations, such as those launched by the Bank of England and the ECB, also constitute credit easing measures, but have much in common with term funding interventions.** The Bank of England in July 2012, and the ECB in September 2014, launched targeted schemes aimed at boosting bank lending to the non-financial private sector in order to enhance the transmission of monetary policy.<sup>9</sup> Such targeted lending operations differ from the measures already discussed insofar as they contain explicit incentives for banks to extend credit, by linking the terms of the provision of long-term funding to their lending performance. In substance, targeted lending operations are credit easing measures in that they aim to lower borrowing costs for the real economy and thus strengthen transmission – in this case by easing funding conditions for banks. At the same time, targeted lending measures have a great deal in common with passive term funding interventions – notably, the provision of central bank credit for a lengthy period of time and the dependence of lending volumes in these operations on counterparty demand.

**It is neither necessary nor sufficient for short-term nominal interest rates to have reached their lower bound in order for credit easing to have beneficial effects for the economy.** Rather,

6 In the case of “pure credit easing”, the central bank finances the acquisition of the assets in question through sales of other assets, changing the composition of the asset side of the balance sheet but leaving its size unaffected. The most prominent example of a pure credit easing policy is probably the Federal Reserve System's Maturity Extension Program, in which longer-term Treasury securities were purchased in exchange for short-term ones.

7 In such cases, central banks are sometimes said to have acted as “market-makers of last resort” (see, for example, Tucker, P., “The repertoire of official sector interventions in the financial system: last resort lending, market-making, and capital”, speech at the Bank of Japan 2009 International Conference, “Financial System and Monetary Policy: Implementation”, May 2009).

8 One way to demarcate credit easing interventions from liquidity support operations is that the former involve direct interventions in “unconventional” market segments – that is, transactions which, by virtue of the counterparty or asset class involved, are outside the usual modus operandi of the central bank – while the latter are confined to the central bank's usual counterparties.

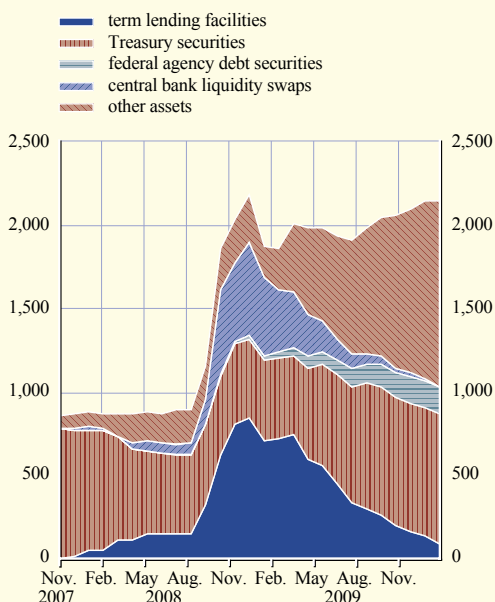
9 For more details, see Churm, R., A. Radia, J. Leake, S. Srinivasan and R. Whisker, “The Funding for Lending Scheme”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Q4 2012; and the box entitled “The targeted longer-term refinancing operation of September 2014”, *ECB Monthly Bulletin*, October 2014.

the usefulness of such policies depends on how important the targeted markets are for non-financial private sector financing conditions, as well as the degree of their impairment. For example, in response to credit market dislocations, the US Federal Reserve System established several facilities that extended temporary liquidity to key market segments (see “term lending facilities” in Chart 2).<sup>10</sup> These facilities made a substantial contribution to restoring market functioning while short-term nominal interest rates were well above their lower bound, as evidenced, for example, by the rapid decline in spreads in the commercial paper market following the Federal Reserve System’s interventions under the Commercial Paper Funding Facility (see Chart 3). However, the positive effects of credit easing interventions for the economy are likely to be even greater when short-term nominal interest rates have reached their lower bound.<sup>11</sup>

**The transmission of credit easing policies relies on direct pass-through and, if accompanied by substantial liquidity creation, portfolio rebalancing effects.** Credit easing measures are targeted at market segments that are closely linked to private non-financial sector borrowing conditions. This link may be direct – for example in the case of interventions that ease conditions

**Chart 2 A breakdown of the simplified US Federal Reserve System balance sheet: assets**

(USD billions)

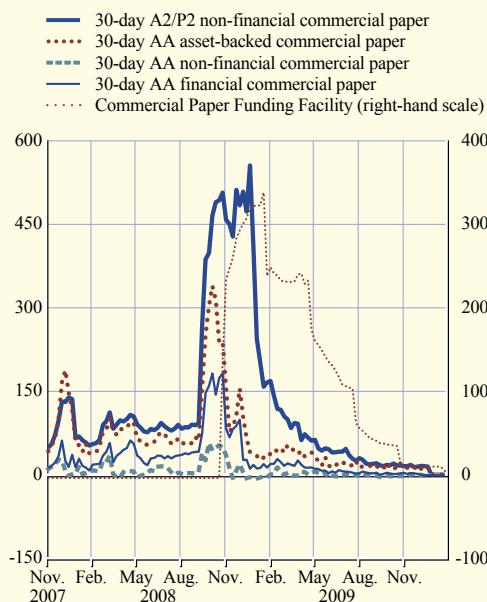


Source: US Federal Reserve System.

Note: The term lending facilities comprise the Primary Dealer Credit Facility (PDCF), Term Securities Lending Facility (TSLF), Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF), Commercial Paper Funding Facility (CPFF), Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) and Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF).

**Chart 3 Commercial paper spreads and US Federal Reserve System interventions**

(commercial paper spreads in basis points relative to the one-month OIS rate; USD billions)



Sources: US Federal Reserve Board and Curdia and Woodford (2011), working paper version.

Note: The data for the Commercial Paper Funding Facility refer to outstanding amounts.

10 These facilities mostly consisted in the provision of term liquidity through collateralised lending to Federal Reserve System counterparties or other market participants. Thus, they constitute “hybrid” interventions that straddle term funding and credit easing.

11 See Curdia, V. and M. Woodford, “The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No 1, 2011, pp. 54-79; and Gertler, M. and P. Karadi, “A Model of Unconventional Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 58, No 1, 2011, pp. 17-34.

in commercial paper markets – or indirect, where the central bank’s action influences market prices of assets that, in turn, affect the price applied to the underlying credit – as in the case of interventions in markets for products securitised on loans to households or companies. Prominent examples of the latter are the Federal Reserve System’s purchases of mortgage-backed securities (MBS), and the ECB’s purchases of ABS and covered bonds. As the prices of such assets are bid up, banks respond to the market incentives by creating more saleable securities, and thus more loans to collateralise them, thereby expanding the volume and lowering the price of credit for final borrowers. Furthermore, as these interventions were financed through the creation of central bank reserves, the liquidity generated resulted in positive spillovers into other markets and securities – such portfolio rebalancing effects are discussed in more detail in the next section.

**Credit easing may thus also have a “quantitative” impact on the central bank balance sheet, making it difficult in practice to draw a sharp distinction between credit easing measures and “quantitative” policies,** as the former have tended to be financed by the creation of central bank reserves (e.g. the purchases of MBS in the United States, and the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs), the ABS purchase programme and the third covered bond purchase programme in the euro area). Indeed, unsterilised credit easing interventions, if conducted on a sufficiently large scale, can have significant macroeconomic effects. For example, while the US Federal Reserve System’s purchases of MBS provided a catalyst for a drastic fall in spreads and a restoration of market functioning, their ultimate consequence was the stabilisation of the US housing market – with the concomitant macroeconomic benefits.<sup>12</sup>

## **2.4 ACTIVE BALANCE SHEET POLICIES: LARGE-SCALE ASSET PURCHASES WITH SHORT-TERM NOMINAL INTEREST RATES AT THEIR LOWER BOUND**

**With short-term nominal interest rates at their lower bound, central banks have embarked on large-scale asset purchases to ease the monetary policy stance further.** While credit easing policies also ease the monetary policy stance, simply easing conditions in particular markets may not suffice to achieve the degree of accommodation necessary for the central bank to fulfil its mandate. Rather, this may require a tool which, by design, will reliably deliver a broad easing of financial conditions. To achieve this objective, central banks have used large-scale asset purchases. They are thought to affect financial market prices via two main avenues:<sup>13</sup> the portfolio balance channel, as the liquidity generated through the asset purchases is used by investors to reallocate their portfolios, thus resulting in spillovers that affect prices in a multitude of market segments not addressed by central bank interventions; and the signalling channel, whereby the expansion in the size of the balance sheet is also a signal for the path of the policy rate in the future and hence for the future monetary policy stance. Through this channel, expectations of a looser monetary policy stance in the future will ease the current stance.

**The portfolio balance channel relies on imperfect substitutability of assets in private sector portfolios.** In the presence of segmentation between different markets, for example, owing to imperfect substitutability of assets and limitations on arbitrage, changes in the net supply of a security in the market will affect the price of that asset as well as, potentially, the price of broadly similar instruments. For example, investors in government bonds may confine themselves to

12 See, for example, Krishnamurthy, A. and A. Vissing-Jorgensen, “The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, autumn 2011, pp. 215–287; and Walentin, K., “Business Cycle Implications of Mortgage Spreads”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 67, 2014, pp. 62–77.

13 This article only discusses the transmission of large-scale asset purchases to financial market prices. For a review of the transmission from asset prices to spending, see, for example, Bowdler, C. and A. Radia, “Unconventional Monetary Policy: the Assessment”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 28, No 4, 2012, pp. 603–621.

particular segments of the yield curve for institutional or other reasons. Central bank purchases that create a relative shortage of, for example, long-term bonds, will increase prices and lower yields. In addition, investors will seek to rebalance their portfolios away from “cash” (central bank reserves) and into riskier assets. To induce this investor response, the risk characteristics (i.e. the liquidity, duration or credit risk characteristics) of the assets purchased by the monetary authority must differ sufficiently from those of central bank reserves. For example, central bank purchases of riskless, liquid government securities against reserves can only be effective if they take duration risk out of investor portfolios – necessitating purchases of government debt with a long residual maturity. In this way, an expansion of the central bank’s balance sheet may provide additional accommodation through lower long-term yields and higher prices for a wide variety of assets, resulting in looser financial conditions.

**The portfolio balance channel is a function of the size of central bank interventions.**

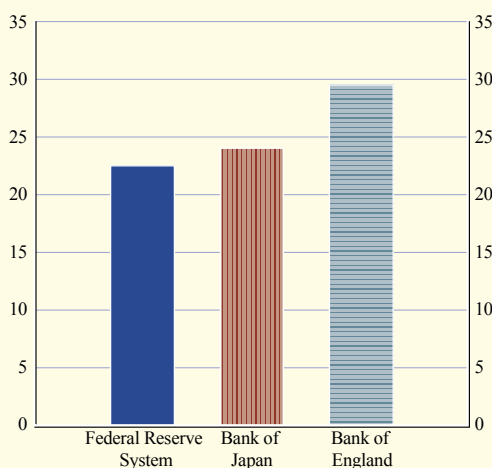
In principle, the portfolio balance channel is not tied to purchases of specific classes of assets. Rather, it emphasises the importance of quantities of securities for the pricing of assets.<sup>14</sup> This is because, in contrast to targeted central bank interventions, which have an immediate impact on credit conditions owing to the direct pass-through effect discussed above, the portfolio balance channel is less direct: it requires a spillover process whereby newly generated liquidity is passed from one market to another before it influences prices that are closely linked to broad credit conditions. Therefore, achieving meaningful macroeconomic effects – easing the monetary policy stance – requires substantial “scaling” of purchases.

**This in part explains the size of some asset purchase programmes, as well as the primary asset of choice for such programmes: government securities.** Government bond markets, in addition to their key role in the pricing of a vast array of assets in the economy, are generally sufficiently large for central banks to be able to purchase the volumes necessary to generate a broad easing of financial conditions. For instance, the US Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Bank of England held between 22% and 30% of total outstanding debt securities of their respective sovereigns at the height of their purchase programmes (see Chart 4). In this context, therefore, the size of the asset side of the central bank balance sheet becomes a proxy for the “intensity of employment” of the portfolio balance channel and the resulting broad-based easing of financial conditions.

**Asset purchases may also enable a central bank to send a signal about the future stance of monetary policy.** It may wish to do so either

**Chart 4 Central bank holdings of government debt securities**

(percentages of total outstanding domestic government debt securities)



Sources: United States: Federal Reserve System, US Treasury; United Kingdom: Bank of England, Debt Management Office; Japan: Bank of Japan, Ministry of Finance.

Notes: The figures refer to government debt securities with a minimum maturity of 12 months. The reference dates are the last quarters of actual purchases (Q3 2013 for the Bank of England, Q3 2014 for the Federal Reserve System and Q4 2014 for the Bank of Japan).

14 See, for example, Bauer, M. and G. Rudebusch, “The Signalling Channel for Federal Reserve Bond Purchases”, *International Journal of Central Banking*, Vol. 10, September 2014, pp. 233-289.

to provide additional stimulus or to better align market expectations with its intended monetary policy stance. In particular, the central bank may wish to indicate that it will keep interest rates low in the future to highlight its commitment to its mandate. Large-scale purchases of securities, such as long-term government bonds, in exchange for central bank reserves, replace long-duration assets in the portfolios of economic agents with liquidity. This may convince markets that the liquidity expansion will be long lasting, which, in turn, would influence the market pricing of term contracts. Put differently, withdrawing the large amounts of liquidity generated through the asset purchases in a short period of time may have adverse consequences for money market functioning and financial stability, making the central bank reluctant to be seen to reverse its course. By “putting its money where its mouth is”, the central bank underscores its commitment to achieving its goal. In this sense, the commitment to use the balance sheet can also be seen as buttressing the forward guidance on key policy rates that some central banks have provided.<sup>15</sup>

#### **Successful signalling through the balance sheet involves both a size and a time dimension.**

Using the balance sheet to demonstrate commitment is only effective when a reversal of course would be sufficiently costly. Thus, a larger balance sheet can be a proxy for the cost to the central bank of reneging on its commitment to keep policy rates low. However, since signalling revolves around the future actions of the central bank, size is not the only way to state commitment – the time dimension is also important. The intentions of the central bank can thus also be signalled via (1) the maturity of liquidity-providing operations (e.g. the ECB’s three-year longer-term refinancing operations); (2) the residual maturity of the assets purchased – since the longer duration of the bond portfolio implies a higher interest rate risk and therefore a potentially higher cost of reneging on its commitment to low policy rates; and (3) the length of the period during which operations or certain operational modalities are maintained (for example, the ECB’s current commitment to make liquidity available via fixed rate full allotment tenders until December 2016). In short, signalling involves information about both the current and future uses of the balance sheet. For example, the US Federal Reserve System has focused on changing “... market participants[’] ... expectations concerning the entire path of the Federal Reserve System’s holdings of longer-term securities”.<sup>16</sup>

## **2.5 CONTINGENT BALANCE SHEET POLICIES**

**The central bank may also commit to deploy its balance sheet if specific circumstances materialise.** Such contingent use of the balance sheet is effectively a signalling mechanism. A prominent example of a contingent balance sheet policy is the ECB’s Outright Monetary Transactions (OMTs). In the case of the OMTs, the ECB committed to intervene in government bond markets to address distortions arising from the presence of unwarranted redenomination risks in order to strengthen the transmission mechanism.<sup>17</sup> More broadly, however, contingent balance sheet policies have been employed by central banks to provide information about the duration of purchase programmes that are subject to conditionality. Two prominent examples of this latter use of contingent balance sheet communication are the so-called LSAP-3 announcement by the Federal Reserve System in September 2012 and the ECB communication which clarified that, under its expanded asset purchase programme, “[p]urchases are intended to run until the end of

15 Indeed, mainstream asset pricing theory suggests that central bank asset purchases are ineffective when interest rates are at the lower bound, and only forward guidance can provide monetary stimulus. See Eggertson, G. and M. Woodford, “The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 34, No 1, 2003, pp. 139-211.

16 Yellen, J., “Challenges Confronting Monetary Policy”, speech at the 2013 National Association for Business Economics Policy Conference, Washington DC, 4 March 2013.

17 In monetary policy frameworks that involve at least some active management of the exchange rate, central bank pledges to intervene in foreign exchange markets may also constitute contingent balance sheet policies. The commitment is to buy or sell foreign currency; the contingency is usually related to the value of the domestic currency reaching certain levels in foreign exchange markets.

September 2016 and, in any case, until [the Governing Council] see[s] a sustained adjustment in the path of inflation that is consistent with [its] aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term". The contingency for triggering such a use of the central bank balance sheet is usually current and future macroeconomic conditions (for example, the inflation outlook) in relation to the central bank's goals.

### 3 THE EUROSISTEM BALANCE SHEET

Since the start of the crisis the ECB has taken several unconventional measures that have altered both the size and composition of the Eurosystem balance sheet in pursuit of price stability. Over the recent period the nature of these measures has changed and in part resembles the actions of other major central banks. The size and composition of the Eurosystem balance sheet has evolved over time on the basis of the policy purpose and the types of instrument used.

**In the initial stages of the crisis monetary policy focused on maintaining very short-term interest rates in line with the intended monetary policy stance through liquidity support measures.** With the outbreak of the tensions in money markets, the ECB provided substantial liquidity support to the euro area banking system. In line with the classical notion of the central bank's role as the ultimate provider of funding reassurance, the short-term liquidity support aimed to prevent disruption to money market activity from spreading further and creating the conditions for a generalised banking panic and a phase of disorderly deleveraging. Ultimately, this was to ensure an efficient transmission of changes in money market conditions to other financial variables (reflecting the predominantly bank-based financing structure of the euro area economy), and, hence, to the real economy and to inflation.

**Such measures included liquidity-providing operations of various maturities and the use of fixed rate full allotment tenders in refinancing operations.** The ECB increased both the size and parameters of its liquidity-providing operations, particularly after the intensification of the crisis following the default of Lehman Brothers in September 2008. Most notably, the ECB started to provide unlimited funding to banks, conducting its refinancing operations as fixed rate full allotment tenders, which satisfies fully banks' demand for central bank liquidity against adequate collateral.<sup>18</sup> Reflecting the increased demand for liquidity and the full allotment procedure that increased the intermediation role of the Eurosystem, there was a gradual, passive increase in the Eurosystem balance sheet (see the box).

**During the ensuing crisis the ECB had recourse to a set of primarily bank-based measures to enhance the flow of credit.** To counter tensions in specific public and private sector debt markets, which were hampering the transmission of monetary policy, a number of measures were taken with a more targeted focus to support financial conditions and market functioning in those markets. The aim was primarily to enhance the transmission of a given stance of monetary policy, as reflected in the policy interest rates and very short-term money market rates, through recourse to a set of measures that supported credit provision to the real economy. These measures comprised funding operations with a very long duration, as well as more active use of the Eurosystem balance sheet to target specific public and private sector market segments.

<sup>18</sup> Note that the ECB modified its collateral framework several times to ensure adequate access of counterparties to its funding facilities. Moreover, in order to address euro area banks' need to fund their foreign currency-denominated assets, the Eurosystem provided liquidity in foreign currencies, most notably in US dollars.

**Three-year longer-term refinancing operations (LTROs) were introduced to provide funding reassurance.**<sup>19</sup> The two LTROs conducted in December 2011 and February 2012 provided funding reassurance for banks for a significant period of time when refinancing via the usual bank funding sources was potentially impaired. While in principle a liquidity support measure, it succeeded in halting excessively rapid rates of deleveraging and thus supported the provision of credit to the real economy. With banks' participation amounting to €521 billion in net terms, the balance sheet of the Eurosystem increased significantly and the maturity of its assets lengthened (see the box).

**The ECB also undertook outright purchases targeting malfunctioning market segments that impaired the transmission of monetary policy, making more active use of its balance sheet.** Given the importance of covered bonds as a major source of funding for banks in many parts of the euro area to refinance loans to the public and private sectors, in June 2009 the ECB started to purchase euro-denominated covered bonds under two covered bond purchase programmes (CBPP1 and CBPP2). Similarly, when tensions arose in euro area government bond markets, which play an important role in the pricing of other financial assets and loans to the real economy, thereby hampering the transmission of the ECB's monetary policy stance, the ECB purchased government bonds in the context of the Securities Markets Programme (SMP).<sup>20</sup> Accumulated SMP purchases at their height amounted to €220 billion, while the size of CBPP1 and CBPP2 reached €60 billion and €16 billion respectively.

**Moreover, in August 2012 the ECB announced its intention to purchase government bonds in secondary markets if certain conditions were met – a contingent balance sheet policy.** It could address severe distortions in these markets, originating in particular from fears of the reversibility of the euro, through OMTs.<sup>21</sup> This programme commits the ECB to using the Eurosystem balance sheet to overcome this distortion, provided certain conditions are fulfilled.<sup>22</sup>

19 Among the relevant empirical studies are Peersman, G., "Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area", *ECB Working Paper Series*, No 1397, 2011; Lenza, M., H. Pill and L. Reichlin, "Monetary Policy in Exceptional Times", *Economic Policy*, Vol. 25, pp. 295-339; and Gambacorta, L., B. Hofmann and G. Peersman, "The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis", *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(4), pp. 615-642.

20 The targeted nature of the measure (that aimed to repair impaired monetary policy transmission rather than to alter the existing stance of monetary policy) was underlined by the full sterilisation of the SMP liquidity injected.

21 For further details, see the press release on the technical features of Outright Monetary Transactions published by the ECB on 6 September 2012.

22 The ECB has also provided forward guidance since July 2013, as discussed in the article entitled "The ECB's forward guidance", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014.

## BOX

### RECENT DEVELOPMENTS IN THE EUROSISTEM BALANCE SHEET

**The size and composition of the Eurosystem balance sheet has changed significantly over recent years as a result of unconventional monetary policy operations.** This box provides information on developments in the Eurosystem balance sheet observed since the latter half of 2011 from a market operations perspective.<sup>1</sup>

1 Information on prior developments in the Eurosystem balance sheet can be found, for example, in the article entitled "The ECB's non-standard measures – impact and phasing-out", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2011; and the article entitled "Recent developments in the balance sheets of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of Japan", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2009.

### Developments on the asset side of the Eurosystem balance sheet

#### Monetary policy tools and investment portfolios are the main items on the asset side.

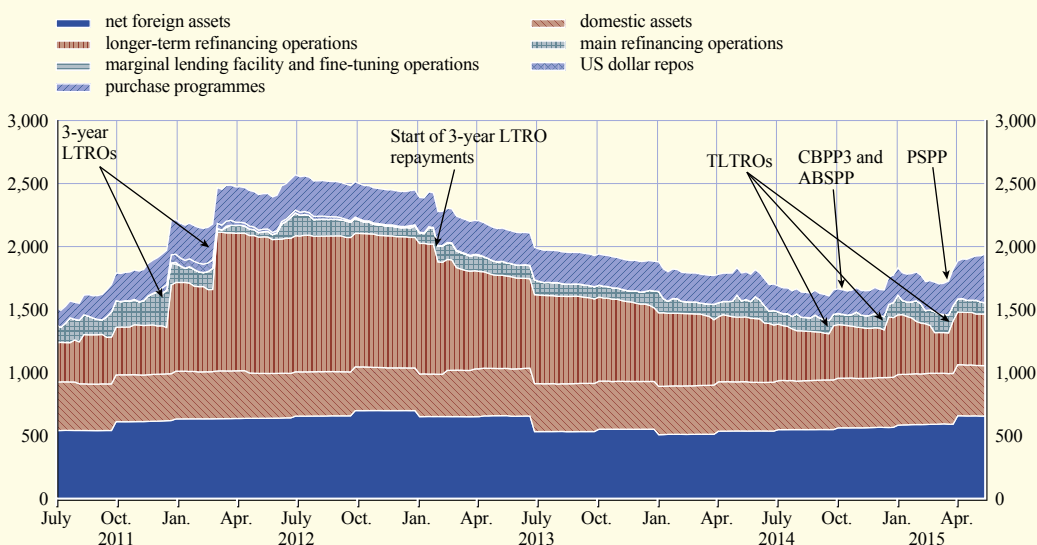
Monetary policy tools include short and long-term repo operations, the marginal lending facility and outright purchase operations. Investment portfolios include domestic as well as foreign assets. The Eurosystem's investment portfolios are not used for the implementation of monetary policy, except the foreign reserves of the ECB, which are available for possible foreign exchange interventions. The Eurosystem's investment portfolios are subject to restrictions decided upon by the ECB, such as maximum size limits, in order to ensure that they do not interfere with the implementation of the single monetary policy. In addition, the Eurosystem has rules restricting foreign reserve transactions that are not carried out for policy purposes, in order to ensure consistency with the exchange rate and monetary policies.<sup>2</sup>

#### Monetary policy tools have been the main drivers of the recent significant changes in the size and composition of the Eurosystem balance sheet.

In particular, as a result of the two three-year longer-term refinancing operations (LTROs) conducted in December 2011 and February 2012, the size of the balance sheet expanded significantly. From early 2013 to September 2014 the size of the balance sheet progressively declined, as a result of the option given to banks to repay the three-year LTROs on a weekly basis. The improvement in bank funding conditions reduced banks' need to hold liquidity buffers. Since September 2014 the size of the balance sheet has halted its decline and started to increase again, owing to the launch of the targeted longer-term refinancing operations (TLTROs) and the asset purchase programmes – i.e. the third covered bond purchase programme (CBPP3), the asset-backed securities purchase programme (ABSPP) and the public sector purchase programme (PSPP). Meanwhile, investment portfolios have been relatively stable, with some fluctuations in net foreign assets mainly owing to exchange rate effects.

Chart A A breakdown of the simplified Eurosystem balance sheet: assets

(EUR billions)



Source: ECB.

<sup>2</sup> See Article 31 of the Protocol on the Statute of the European System of Central banks and of the European Central Bank.

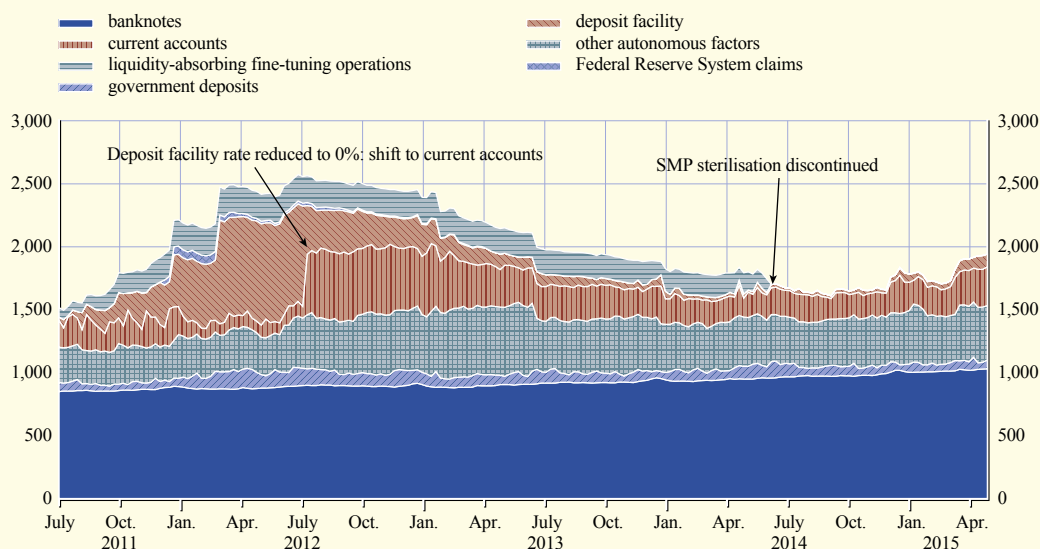
In order to operate monetary policy effectively and to alleviate collateral constraints on its eligible counterparties, the Eurosystem has altered and expanded its eligibility criteria for the assets it accepts as collateral for its credit operations.<sup>3</sup> At the same time, it has continued to regularly review its risk control measures to ensure that its balance sheet continues to be protected. Such measures include requiring counterparties to submit adequate collateral, pricing the submitted collateral on a daily basis and applying appropriate collateral valuation haircuts and mark-downs.<sup>4</sup>

### Developments on the liability side of the Eurosystem balance sheet

On the liability side, monetary policy tools and autonomous factors are the two main items. Monetary policy tools include the current accounts, the deposit facility and other liquidity-absorbing tools. The deposit facility increased substantially after the launch of the two three-year LTROs. The increase was driven by funding needs and precautionary liquidity demand by counterparties. After the ECB lowered the deposit facility rate to zero in July 2012, counterparties' liquidity holdings shifted in part from the deposit facility to the current accounts, because the remuneration of the deposit facility was identical to the remuneration of current account holdings over and above the minimum reserve requirements. As regards other liquidity-absorbing tools, the liquidity provided through the Securities Markets Programme (SMP) was fully sterilised through weekly liquidity-absorbing operations until June 2014, to leave central bank liquidity conditions unaffected by the SMP. The Eurosystem has foreign liabilities, as the US-dollar liquidity-providing operations have been implemented through swap arrangements with the US Federal Reserve System.

Chart B A breakdown of the simplified Eurosystem balance sheet: liabilities

(EUR billions)



Source: ECB.

3 Detailed information can be found, for example, in the article entitled "The Eurosystem collateral framework throughout the crisis", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2013.

4 See the Guideline of the ECB of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (recast) (ECB/2014/60).

Turning to the autonomous factors, this item includes banknotes in circulation, government deposits and residual items over which central banks have little or no control. Government deposits have decreased recently since the negative deposit facility interest rate was introduced in June 2014, and this rate has also been applied to government deposits held with the Eurosystem that exceed a certain threshold.<sup>5</sup>

5 See the Guideline of the ECB of 5 June 2014 amending Guideline ECB/2014/9 on domestic asset and liability management operations by the national central banks (ECB/2014/22).

**Against a backdrop of subdued inflation and weak money and credit growth, in 2014 the ECB introduced additional credit easing policies in order to improve transmission.** The muted recovery that had begun in 2013 did not accelerate as initially expected. Monetary growth remained subdued and credit continued to contract, although the pace gradually slowed. Against this background, in June and September 2014 the ECB announced the launch of the TLTROs and purchases of ABS and covered bonds, while it also reduced the key policy interest rates to their lower bound. This package of measures was aimed at enhancing the transmission of monetary policy as well as providing further monetary accommodation. In particular, by bringing the average borrowing costs for households and firms down to levels that were more consistent with the intended policy stance, the measures aimed to support lending to the real economy.

**TLTROs were conducted to support bank lending to the non-financial private sector** (excluding loans to households for house purchase).<sup>23</sup> The TLTROs provided long-term funding at attractive terms and conditions for up to four years at the time of the launch of the operations for all banks that met certain benchmarks applicable to their lending to the real economy. The choice of this measure reflected the predominantly bank-based financing structure of the euro area economy and the significance of weak bank lending as a factor hampering the recovery. By providing incentives for banks to lend to the real economy, the TLTROs were aimed at enhancing monetary policy transmission. Improved funding conditions for banks should contribute to easing credit conditions and stimulating credit creation.<sup>24</sup>

**Purchases under the third purchase programme for covered bonds (CBPP3) and the ABS purchase programme (ABSPP) began in October and November 2014 respectively.** They further enhanced the functioning of the monetary policy transmission mechanism and supported the provision of credit to the real economy. The purchases in the ABS and covered bond markets reflect the role of these instruments in facilitating new credit flows to the economy. In particular, there is a close link between the interest rate spreads at which ABS and covered bonds are traded and the lending rates which banks apply to the underlying loans. Purchases should therefore contribute to lower interest rates on the targeted securities (through the price effect) which should be passed on to the rates on the underlying loans to the private sector (via the pass-through effect), improving lending conditions and creating room for banks to extend more credit.

**These credit easing measures were supplemented by a quantitative balance sheet orientation, marking a major change in the ECB's monetary policy communication.** Adding an indication in the ECB's communication of the quantity of purchases was deemed essential in view of the further worsening of the inflation outlook that had taken place. Uncertainty about asset purchases as an instrument to enhance the accommodative monetary policy stance is inherently higher

23 See the press release on measures to enhance the monetary policy transmission mechanism published by the ECB on 5 June 2014.

24 The spread on the main refinancing operations, initially set at 10 basis points, was reduced to zero in January 2015 for the six TLTRO operations that then remained.

compared with uncertainty about changes in interest rates. The purchase programmes for ABS and covered bonds have a high potential pass-through per unit of purchase, given that both markets were impaired, but the precise effects are difficult to anticipate. These purchases will lower funding costs for banks, which should be passed on to households and non-financial corporations seeking bank financing, and will also generate broader macroeconomic spillovers if the liquidity injection is sizeable. By adding a quantitative dimension to its communication, the ECB signalled that a significant purchase volume was essential to arrive at a meaningful macroeconomic effect.

**Following a further deterioration in the inflation outlook, and credit easing measures failing to deliver the necessary degree of accommodation, in January 2015 the ECB decided to purchase public sector securities.** This programme focuses on secondary market purchases of investment-grade debt instruments issued by euro area governments and agencies or international and supranational institutions. Together with CBPP3 and the ABSPP, the public sector purchase programme (PSPP) constitutes the expanded asset purchase programme. Purchases under the expanded asset purchase programme started in March 2015 and amount to €60 billion per month.<sup>25</sup> They are intended to be carried out until the end of September 2016 and will, in any case, be conducted until a sustained adjustment is seen in the path of inflation consistent with the aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term. In May 2015 purchases of public sector securities stood below 2% of euro area total outstanding government debt.

**The unconventional measures taken since June 2014, including both credit easing and large-scale asset purchases to further ease the monetary policy stance when policy rates are constrained by the lower bound, complete the shift from a passive to an active balance sheet policy.** Purchases of public sector securities will mainly rely on the portfolio rebalancing effect and on the signalling effect. Both effects have a size dimension, while successful signalling through the balance sheet also involves a time dimension. The significant size of the monthly purchases, combined with an intended end-point that could be extended if the sustainable achievement of price stability calls for it, should ensure a significant contribution of the monetary impulse, as will be reflected in the increase in the Eurosystem balance sheet.

**The ultimate indicator of the success of the recent programmes and operations is whether they achieve inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.** While it is too early to assess their full contribution to that goal, given time lags in the transmission of the monetary accommodation, a number of early indicators of financing conditions and confidence have produced positive signals. Broad financial conditions had already started to improve well before the expanded asset purchase programme was announced, as market participants had anticipated the measure, following announcements by the Governing Council that it stood ready to take additional measures if required. Euro area bond yields have declined since December 2014 across all instruments, maturities and issuers and, in many cases, have reached new historical lows. Given a slight upward tendency in medium-term inflation expectations, real interest rates have decreased further. Spreads on investment-grade corporate bonds have continued their decline and stock prices have increased significantly. Reflecting in part the further decoupling of euro area and US government bond yields, the euro exchange rate has weakened significantly.

**The favourable developments in financial markets have started to spill over to the real economy.** Lower bank funding costs are being gradually passed on to the cost of external finance

<sup>25</sup> For more details, see the box entitled “The Governing Council’s expanded asset purchase programme”, *Economic Bulletin*, ECB, January 2015.

for the non-financial private sector, aided by the comprehensive assessment of the balance sheets of the main euro area banks conducted in 2014 in preparation for the Single Supervisory Mechanism. Yields on unsecured bank bonds declined to historical lows in the fourth quarter of 2014. This was accompanied by a substantial fall in composite bank lending rates for households and non-financial corporations. The nominal cost of non-bank external finance for euro area non-financial corporations continued to decrease in the fourth quarter of 2014 and in the first few months of 2015, as a result of a further decline in the cost of both market-based debt and equity.

#### 4 CONCLUSIONS

**In recent years the central bank balance sheet – its size and composition – has emerged as a flexible instrument of monetary policy.** Since the start of the global financial crisis monetary authorities have increasingly moved beyond their traditional operating procedures to make ever more intensive use of the central bank balance sheet as a tool of policy. For many jurisdictions, the use of the central bank balance sheet over time has marked a transition from reactive, or passive, on-demand liquidity provision with limited scope to affect broad financial conditions, to active, or controlled deployment in an effort to affect broad financial conditions. Thus, in addition to monetary authorities' traditional role as the ultimate provider of funding reassurance in response to financial stress, the central bank balance sheet has also been used to address impairments in the transmission of monetary policy, as well as to provide policy accommodation when short-term nominal interest rates are at their effective lower bound. In short, the central bank balance sheet has proven a flexible tool to address a variety of policy needs.

**However, given that the central bank balance sheet is a very flexible policy instrument, there is an important caveat:** a unit of liquidity may have very different effects in a given jurisdiction over time, as well as across jurisdictions at a specific point in time. In a given economy, the monetary authority may use the balance sheet to achieve different effects over time, depending on the circumstances, as indeed has been the case in recent years. Moreover, differences in economic and financial structures, as well as operating procedures, will necessitate different types of intervention across economies in terms of the size and composition of the balance sheet. These considerations caution against overly simplistic comparisons of central bank balance sheets.

**In recent years the ECB has used the Eurosystem balance sheet extensively in pursuit of its price stability mandate.** The use of the Eurosystem balance sheet has followed a similar trajectory to that seen in other jurisdictions. The increased liquidity provision in the initial stages of the financial crisis (through an increase in the allotment in refinancing operations) was followed by term lending and funding reassurance (through longer-term refinancing operations carried out as fixed rate full allotment tender procedures), which were, in turn, followed by measures to strengthen transmission (the SMP, TLTROs, CBPP1 and CBPP2). The ECB has recently launched a further purchase programme for covered bonds and new programmes for ABS and public sector securities. These programmes are designed to strengthen the pass-through to the real economy and provide a further broad easing of the monetary policy stance with short-term nominal interest rates at their effective lower bound.

**Outright asset purchases signal the determination of the ECB to achieve its primary objective,** enhancing signalling effects and resulting in portfolio rebalancing effects that spread to assets across the board. This should contribute to improving lending and economic growth and, ultimately, to bringing about a sustained adjustment in the path of inflation consistent with the aim of achieving inflation rates below, but close to, 2% over the medium term.

# IMF SURVEILLANCE OF THE EURO AREA AND ITS MEMBER COUNTRIES

*IMF surveillance encompasses the monitoring of the economic and financial policies of its member countries and the global economy as well as the identification of possible risks to stability and the provision of advice on necessary policy adjustments. In recent years, the Fund has significantly improved its surveillance in general, including of the euro area and its constituent countries. It has responded to the shortcomings exposed by the crisis in global financial markets and in some euro area countries with several new initiatives and the strengthening of practices in key areas. These changes are the result of critical reflection exercises by the IMF, of which the 2011 review of IMF surveillance was arguably the most pivotal. At the same time, there is still scope for further enhancing IMF surveillance and for introducing additional changes to make it more effective and better tailored to the circumstances of the relevant economies, not least in view of the recent significant adjustments to the policy framework within the EU/euro area itself.*

*The aim of this article is to take stock of IMF surveillance of the euro area and its member countries following recent changes. In so doing, it also explores the interplay between the EU and IMF surveillance frameworks for the euro area. Since the focus is on the IMF's regular surveillance activities, it does not cover surveillance in the context of lending programmes.*

## I INTRODUCTION

**The IMF has taken a number of steps in recent years to strengthen its surveillance framework and toolkit.** Its own triennial surveillance reviews (TSR) have been instrumental in that process. The 2011 TSR, as the first comprehensive review after the start of the global financial crisis, was particularly important.<sup>1</sup> It identified key priorities, which IMF staff have since sought to operationalise. These concerned (i) interconnectedness; (ii) risk assessment; (iii) financial stability; (iv) external stability; and (v) traction. In addition, the legal basis for surveillance was updated in 2012 with the adoption of the Integrated Surveillance Decision (ISD), which enables the IMF to assess all policies that are relevant for a member's external and domestic stability and to take into account inward and outward spillovers and cross-country policy interactions. The adoption of a Financial Surveillance Strategy was also an important step towards improving risk identification and policy analysis in the financial sector and fostering an integrated view of financial sector risks in products and instruments.

**In 2014 the IMF conducted its latest TSR<sup>2</sup>, which was structured around three themes: (i) integrating and deepening risk and spillover analysis; (ii) more tailored and expert policy advice; and (iii) achieving a greater impact.** Regarding the first theme, the review found that there was still significant scope to explore synergies between bilateral and multilateral surveillance. Moreover, IMF staff saw a need to deepen the understanding of how risks map across countries and how spillovers spread across sectors. As to the second theme, attention was drawn to the importance of tailoring advice to country circumstances. Also, to enhance policy advice, Fund staff saw merit in continuing to build on the IMF's understanding of macroprudential policy and highlighting the implications of macro-critical structural reforms in line with its mandate. Turning to the third theme, staff underlined the need for more client-focused and candid communication.

1 The findings of the report by the IMF's Independent Evaluation Office entitled "IMF Performance in the Run-Up to the Global Economic and Financial Crisis" (2011) are also reflected in the 2011 TSR.

2 International Monetary Fund (IMF), "2014 Triennial Surveillance Review: Overview Paper", IMF, Washington, D.C.

**Drawing on a recent report by the Task Force on IMF Issues of the International Relations Committee of the European System of Central Banks<sup>3</sup>, this article looks into how IMF surveillance of the euro area and its constituent countries has changed since the pivotal 2011 TSR.** Section 2 describes the IMF framework for surveying the euro area and its members and discusses how it interacts with the EU/euro area's own surveillance framework, which has also been substantially reformed in the recent past. Section 3 reviews the performance of the Fund's post-crisis surveillance of the euro area and its member countries in the priority areas mentioned above. It also covers the implications of European banking union for IMF surveillance. Section 4 looks at the specificities of IMF surveillance of the policy framework of EMU, and Section 5 concludes.

## 2 THE FRAMEWORK OF IMF SURVEILLANCE OF THE EURO AREA AND ITS MEMBER COUNTRIES

### 2.1 A NEW LEGAL FRAMEWORK

**A new legal framework for IMF surveillance was put in place with the adoption of the Integrated Surveillance Decision in 2012.** The legal basis for Fund surveillance is set out in Article IV of the IMF's Articles of Agreement, which distinguishes between bilateral and multilateral surveillance.<sup>4</sup> The ISD updated the surveillance framework by enabling the IMF to engage more effectively with members on their domestic economic and financial policies and by making Article IV bilateral consultations a vehicle for multilateral surveillance as well. In particular, the ISD allows the IMF to discuss with its members the full range of spillovers from their policies when these may have a significant impact on global stability.

**While the ISD also provides the basis for better surveillance of monetary unions, the paragraph in the ISD concerning currency unions changed little compared with the 2007 Decision on the Bilateral Surveillance over Members' Policies.** The text has been improved by placing emphasis on ensuring not only the balance of payments stability of the union, but also its domestic stability. Helpfully, the ISD has been translated into operational guidance on the surveillance of currency unions in which staff are explicitly advised to assess the extent to which economic and financial policies at the level of the currency union (exchange rate, monetary, fiscal and financial sector policies) are promoting the union's domestic and balance of payments stability and global stability. Despite the fact that EU/EMU decision-making structures have been strengthened, the legal basis remains constrained by the country-based membership of the IMF. The ISD repeats the 2007 Decision in explicitly noting that members of currency unions "remain subject to all of their obligations under Article IV section 1, and accordingly, each member is accountable for those policies that are conducted by union level institutions on its behalf" (ISD, paragraph 8). This corresponds to the fact that countries themselves retain all the resulting rights and obligations of IMF membership, even though the institutional and governance set up is different for euro area countries in that there is an independent central bank and joint decision-making in some policy areas. None of the European institutions or fora are members of the IMF, and their cooperation with the Fund is not mandatory. The European Central Bank was granted observer status under IMF

3 Task Force on IMF Issues of the International Relations Committee of the European System of Central Banks, "IMF Surveillance in Europe", *Occasional Paper Series*, No 158, ECB, Frankfurt am Main, January 2015.

4 Article IV, Section 1 provides that each member shall "undertake to collaborate with the Fund and other members to assure orderly exchange arrangements and to promote a stable system of exchange rates". The Fund is directed to oversee the compliance of each member with its obligations, and give heightened scrutiny to members' exchange rate policies. Section 3(a) requires the Fund to "oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation" and forms the basis for the Fund's multilateral surveillance.

Decision No 11875-99/1 of 21 December 1998 and is accordingly permitted to participate in IMF Executive Board meetings on specified topics and topics relevant to the mandate of the ECB.<sup>5</sup>

## 2.2 SURVEILLANCE IN PRACTICE: BILATERAL, REGIONAL AND MULTILATERAL

**The IMF conducts consultations with individual euro area countries (resulting in country reports covering national policies), as well as with the authorities representing the euro area as a whole (resulting in a report on euro area policies).** It also conducts a Financial Sector Assessment Programme (FSAP) every five years for those euro area members with systemic financial systems<sup>6</sup>, and on request for the other euro area countries. In addition, the first FSAP for the European Union was concluded in March 2013.

**The modalities for conducting IMF surveillance within the euro area were formalised with the introduction of the euro.**<sup>7</sup> For individual euro area countries, there were no changes to the annual consultation under Article IV of the Articles of Agreement. As it is not a member of the IMF, the euro area as a whole does not have an Article IV consultation in its own right. Instead, IMF staff semi-annually exchange views with staff of the ECB, the European Commission and other European institutions and bodies and draw up an annual report on euro area policies to complement and better inform the Article IV consultations with individual euro area countries (not the other way round). Thus, in practice, euro area surveillance follows a dual track, with a separate surveillance exercise for the union, coordinated with national Article IV surveillance. This results in consultations with the 19 individual euro area members plus a consultation on the policies of the ECB and the European Commission, leading to 20 annual reports in total. In addition, as part of its multilateral surveillance, the IMF analyses developments in the euro area in its World Economic Outlook (WEO), Global Financial Stability Report (GFSR) and Fiscal Monitor. The Fund has also produced annual Spillover Reports and External Sector Reports since 2011 and 2012 respectively, which include a focus on the euro area as well as key euro area countries.

## 2.3 THE EU/EURO AREA AND IMF SURVEILLANCE FRAMEWORKS: POTENTIAL SCOPE FOR TENSIONS AND CROSS-FERTILISATION

**The recent crisis has also led to successive reforms of the surveillance framework of the EU and the euro area.** New surveillance systems for EU Member States' budgetary and economic policies, as well as a new financial supervisory architecture mainly affecting euro area countries, have been put in place.<sup>8</sup> A clear calendar has been established in the context of the European Semester, during which policy recommendations are formulated at the European level and addressed to the national level.

**The reinforced EU surveillance framework has thus far not led to any specific changes in the way the IMF conducts its surveillance of EU Member States/euro area countries, although such an avenue could be considered.** On the one hand, the interplay between the reinforced EU surveillance frameworks and those of the IMF might entail specific challenges for both EU Member States/euro area countries and the IMF going forward. Firstly, with economic governance

5 While the ECB holds observer status at meetings of the IMF Executive Board, both the ECB and the European Commission hold observer status on the International Monetary and Financial Committee.

6 Austria, Belgium, Finland, France, Germany, Italy, Ireland, Luxembourg, the Netherlands and Spain.

7 IMF Decision No 12846-(98/125) and IMF Decision No 12899-(02/119), as amended by IMF Decision No 14062-(08/15).

8 See, for example, the article entitled "A fiscal compact for a stronger Economic and Monetary Union", *Monthly Bulletin*, ECB, May 2012, and the box entitled "The 'two-pack' regulations to strengthen economic governance in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2013. With regard to banking union, see the *Financial Stability Review*, ECB, May 2014.

increasingly exercised at different levels (national, joint national, euro area and EU), the way in which policy formulation is being shaped for euro area countries has changed. This requires the IMF to internalise these new EU/euro area processes properly in its surveillance, and may complicate its surveillance or even pose challenges to the consistency between assessments made in national and euro area surveillance reports. Secondly, there are differences in the scope, focus, enforcement mechanisms and traction of the two surveillance frameworks. Although IMF country surveillance is constantly ongoing, the key focal point is the annual Article IV report – a once-yearly exercise of a cooperative nature – and the Fund's leverage is based on the strength of its arguments, peer pressure and, on occasion, its potential impact on financial markets. By comparison, EU surveillance is a continuous process with regular formal meetings, embedded in the European Semester, including monitoring of implementation in the second semester of the year and with legally binding procedures for dealing with fiscal and macroeconomic imbalances. In addition, its coverage extends further into the structural policy domain.

**IMF surveillance usually results in broader, more strategic policy guidance, in contrast with the more detailed country-specific recommendations which the EU makes under its surveillance calendar.** Complications may arise if, owing to differences in views on the effectiveness of certain policy tools in given circumstances, contrasting policy recommendations are made. Furthermore, IMF policy advice may not always be strictly in line with prevailing EU rules if these rules are deemed wanting by IMF staff, yet individual EU Member States/euro area countries may legally not be in a position to disregard those rules and follow the IMF's advice. On the other hand, the IMF and EU surveillance frameworks can also complement each other. In fact, the IMF can play a helpful role as an independent, trusted external adviser. The Fund has a breadth of expertise, a wealth of experience across countries and over time, and an approach that is driven first and foremost by economic analysis, with fewer institutional constraints. As such, it has an important role to play in providing an external perspective in addition to the European view from within. IMF recommendations can provide an impetus for euro area countries to collectively deliberate and seek, if warranted, a change in national or common policies.

### 3 IMPLEMENTATION OF THE IMF SURVEILLANCE FRAMEWORK

**Overall, the IMF has made good progress in implementing the new surveillance framework both in general and in the euro area, although there is scope for further improvement.** Reviewing the Article IV reports drawn up on euro area countries in 2013 and 2014, this section looks at whether the IMF has effectively implemented changes to its surveillance framework in four of the five priority areas identified in the 2011 TSR for the euro area: (i) interconnectedness, (ii) risk assessment, (iii) financial stability and (iv) traction. Moreover, it covers the implications of European banking union for IMF surveillance of the euro area and its constituent countries.

#### 3.1 INTERCONNECTEDNESS

##### 3.1.1 ECONOMIC AND FINANCIAL LINKAGES

**For individual euro area countries, national surveillance is now far better informed by regional surveillance.** Analyses in national Article IV and Financial System Stability Assessment (FSSA) reports are systematically informed by, and put into the context of, the main economic and financial developments within the euro area as a whole.

**In multilateral reports such as the WEO and the GFSR, thematic chapters or sections usually provide in-depth analysis of specific issues such as the banking, corporate and sovereign nexus.** However, in past reports, the identification of key vulnerabilities and challenges for the euro area focused mainly on a narrow selection of countries, with the discussion of developments confined to the interaction between “core” and “stressed” countries.

**It may also be worth considering whether to strengthen the analysis of spillovers to better understand the impact of shocks and policy decisions, building on country reports.** This may mean going further than the current general summing up of spillovers within the euro area and better integrating the analysis carried out in the context of country surveillance into monetary union surveillance products. Building on the example of recent Spillover Reports, the provision of more in-depth analysis of positive inward spillovers, in addition to the negative shocks most commonly examined in country reports, could be considered.

### **3.1.2 POLICY LINKAGES**

**Improvements have been made in the treatment of policy interconnectedness within the euro area.** For example, policy advice to countries appears to be more intrinsically linked to the main economic and financial developments in the euro area and is more cognisant of the euro area economic and financial policy framework. Staff now clearly distinguish between policies within the field of competence of European authorities (e.g. monetary policy), those under the responsibility of national governments (e.g. structural reforms to boost competitiveness) and those within a given EU framework (e.g. the Stability and Growth Pact (SGP)). Similarly, policy advice on financial issues now takes into account developments in the EU/euro area and at the national level in the context of a profound reshaping of the European supervisory architecture.

**Mapping the main policy linkages between euro area countries is indeed important.** This can take the form of holding more in-depth discussions with authorities on how euro area membership affects vulnerabilities and policy options, including, e.g., the case of euro area monetary policy coping with different national macroeconomic conditions and the role of national macro prudential policies within the euro area. Moreover, findings under the EU Macroeconomic Imbalances Procedure could be juxtaposed with the IMF’s own assessment of extra- and intra-euro area imbalances. In addition, authorities could be provided with better “maps” of financial and real linkages within the euro area. Without prejudice to the domestic stability objective, the policy options suggested to authorities could be accompanied by information on the outward spillovers they potentially generate.

**There may be merit in providing stronger and more clearly formulated policy recommendations on structural reforms that are macro-critical, consistent with the Fund’s mandate in this policy area, including their estimated impact.** Discussions on these issues should be more systematic when they are of critical importance for the external balance of a country, which more often tends to be the case for countries participating in a monetary union. These policy recommendations could also build on cross-country analysis. The Fund could make better use of insights from other organisations, especially the Organisation for Economic Co-operation and Development. Furthermore, it could try to quantify the effects of structural reforms in terms of their impact on economic growth and, to the extent possible, both the euro area’s external and internal balances, while recognising the difficulties of such an exercise (including, not least, data, technical and resource constraints). This would follow up on the work that the IMF has already started in the context of the G20 Growth Strategies.

### 3.2 RISK ASSESSMENT

**Post-crisis surveillance in the euro area has stepped up risk discussions, with risks to the baseline scenario discussed for all member countries and risk assessment matrices included in most of the reports.** By highlighting transmission channels and assigning probabilities to the crystallisation of risks as well as their potential impacts, the surveillance reports have provided for a sharper focus. Moreover, policy implications and responses are also covered in the bulk of cases.

**Useful risk assessments sufficiently stress the limitations/caveats of the analysis (in terms of methodology and underlying data constraints) and take into account any unintended market consequences that their communication may entail, especially if these are likely to make headline news.** With this in mind, while there could be merit in the Fund trying to identify all pertinent risks early on, due care would need to be taken to avoid communication pro-cyclically reinforcing trends in countries that may already be facing difficulties. There could also be room for a more structural role by improving communication on medium-term risk scenarios.

### 3.3 FINANCIAL STABILITY

**The widespread coverage of financial stability issues in the reports for euro area countries shows that the IMF is making progress in addressing previous weaknesses in this area.** Risks to the financial system and underlying vulnerabilities are considered in all Article IV reports on euro area countries, with most of them also covering macro-financial and cross-border linkages. The analysis and discussion of linkages vary across reports, however, and there is room for further elaboration and improvements regarding linkages. In terms of financial stability policies, measures were identified in each case and over half of the reports followed up on, or at least referred to, past FSAP recommendations. The first EU-wide FSAP was an important milestone. It focused on how the EU/EMU supranational institutions interact with national institutions and put forward “high-priority recommendations” on overcoming cross-border risks and improving the financial stability framework of the Single Market. The report also contained a section on lessons from national FSAPs, which offered an overview of the main risks and vulnerabilities identified in the national FSAPs of EU countries. Some of the recommendations, e.g. on banking union, have provided important input for actual policy shaping. However, policy recommendations could potentially be enhanced by more specific advice on issues relating to financial stability/sector matters, including, for example, cross-border cooperative arrangements or reductions of cross-border barriers. By way of positive example, in the 2013 EU FSAP, IMF staff consistently argued for a supranational approach to governance arrangements in order to counter national bias and prevent fragmentation in the EU. With the prospect of further work on a capital markets union in the EU, new opportunities open up for IMF policy recommendations in this field.

**The establishment of a banking union in Europe and the ensuing reshuffling of responsibilities in the areas of microprudential and macroprudential supervision are already starting to have implications for the way in which the IMF conducts its financial sector surveillance of EU Member States.** This applies to both Article IV consultations and FSAPs for euro area countries. If IMF surveillance and advice are to remain effective and relevant, they will have to fully reflect the new policy-making frameworks and respective competences at EU Member State, euro area and European Union levels. For Article IV surveillance of euro area countries, banking union means that the ECB must be consulted, given its new responsibilities in the areas of microprudential and macroprudential supervision. As far as FSAPs for euro area countries are concerned, close cooperation will be

needed between the IMF and national and euro area authorities on the assessments of supervision, risks and resolution. The assignment of new policy responsibilities may also necessitate revisiting the decision governing the observer status of the ECB in the IMF. Moreover, in line with the Fund's Integrated Surveillance Decision, due attention needs to be paid to closely linking assessments made in the course of bilateral/regional surveillance with those made in the context of multilateral surveillance.

### 3.4 TRACTION

**There is general agreement that, for IMF surveillance to be effective and relevant, the Fund has to ensure that it has adequate traction as a trusted advisor.** The Fund's 2012 staff guidance note for surveillance under Article IV consultations regards traction as having two dimensions: firstly, the extent to which authorities engage with the Fund on its analysis and recommendations, and secondly, the extent to which Fund advice is reflected in policy action. However, traction also has to be assessed in the light of the Fund's role as one adviser among others; that is, authorities are not obliged to translate IMF advice into policy action. Thus, traction depends on high-quality analysis, even-handedness, candour and effective communication.

**The Fund has recently taken several steps to improve the traction of its advice within the euro area.** This is a particularly onerous task owing not least to the challenges posed by the architecture of the monetary union. With regard to national and supranational authorities, it has focused more on issues of core interest to authorities and following up on its previous advice. For example, macro-social issues have been discussed to some degree in nearly all of the reports for the euro area and its individual countries, with considerable emphasis placed on labour market developments and reforms, given their macro-critical role. In many cases, Fund staff have looked at the previous policy advice they have issued, but this exercise has normally focused on national authorities' response to that advice and has not assessed the quality and relevance of the IMF's own analysis and recommendations. An innovation worth noting is the "Point and Counterpoint to the Staff's Views" sections included in a few selected reports. In these sections, Fund staff put forward and respond to a series of possible counter-arguments to their own diagnosis and recommendations. This innovation could usefully be extended to all Article IV reports on euro area countries. Building on this, it might also be insightful to include a box on the quality of past IMF advice (including a review of whether and how the Fund has modified its own past advice) and the authorities' response to it. By following up on recommendations in subsequent reports, and thus providing continuity and ensuring consistency of messages, traction can be further improved.

**Increasing the responsiveness of authorities to IMF advice may also be a matter of appropriate timing.** For the euro area, there could be merit in better synchronising the issuance of Fund policy recommendations with the EU/euro area policy-making cycle, which would allow such recommendations to feed more effectively into EU/euro area decision-making processes. More use could then be made of IMF surveillance reports on individual EU Member States in the context of country surveillance processes conducted at the European level.

## 4 IMF SURVEILLANCE OF THE POLICY FRAMEWORK OF EMU

**Over recent years, IMF surveillance of the euro area policy framework has improved.** The 2011 report on euro area policies set a good example by exploring the aspects of the framework that had led to the euro area sovereign debt crisis. More recent reports usefully made connections

between different elements of the framework (e.g. the 2012 report on euro area policies linked banking union with fiscal integration and fiscal consolidation under the SGP). The 2013 report on euro area policies drew attention to potential risks (likelihood and expected impact) and recommended changes to some aspects of the framework in an innovative, clear and helpful “risk assessment matrix”. The reports also usefully distinguished between the relative progress in different areas of the framework of the EU and the euro area.

**The stability and performance of the euro area and its members depend on good governance, and the IMF has made distinct efforts to examine this.** EU/euro area governance, i.e. the design and functioning of the EMU policy framework, is continuing its shift from national towards more joint or centralised policy-making. The IMF usefully dealt with governance in 2011, for example, when IMF staff reports weighed in on discussions on strengthening the EU’s fiscal policy framework, including a critical analysis of the effectiveness of the SGP and its surveillance, decision-making, and enforcement mechanisms (such as the problem with qualified majority voting in the Council). This type of advice is helpful and could be further improved, for example, by delving deeper into some aspects, such as internal euro area surveillance, building on material IMF staff have developed on fiscal union and banking union, for instance; by following up on recommendations in subsequent reports to provide continuity and consistency in IMF messages; and by taking due account of the policy framework for reforms, including views on the appropriate balance of competences at the European and national levels.

**The current format of euro area consultations produces dual-track surveillance – of supranational policies and national policies – with separate interlocutors and no single comprehensive report on the euro area.**<sup>9</sup> Multiparty engagement with policy authorities is an essential element of euro area surveillance. To this end, it has become standard procedure in reviewing euro area policies for the IMF to interact with the Eurogroup Working Group and the Eurogroup. This occurs at the end of the consultation process and is consequently a presentation of results rather than a consultation contributing to the substance of the surveillance exercise. As with national surveillance, there could be merit in involving policy-makers at the level of the Eurogroup Working Group at an earlier stage in the consultation process, with a focus on the functioning of the euro area as a whole, which could help enhance traction.

## 5 CONCLUSIONS

**The IMF has significantly improved its surveillance of the euro area and its member countries along the lines suggested in the 2011 landmark triennial review of surveillance.** Overall, messages have become more consistent and focused across surveillance products. For euro area countries, there is now more integration between surveillance at the bilateral and euro area-wide level, while analyses at both levels draw on multilateral exercises such as the External Sector Reports and Spillover Reports. For all euro area countries, there is better integration between Article IV reports and national FSAPs. Moreover, risk assessment matrices showing risks, channels of transmission and policy options are now used in almost all euro area Article IV reports. Follow-up on past advice has improved thanks to dedicated boxes included since 2012 in most national Article IV reports. Lastly, the Fund has also been very active in making suggestions on the institutional

<sup>9</sup> There are also mixed messages on who the IMF regards as “euro area authorities”. The reports on euro area policies refer explicitly to “the authorities” as being the ECB and the European Commission, but a much wider group is also mentioned, including the European Banking Authority, the European Systemic Risk Board, the European Stability Mechanism and the European Council, the Eurogroup and the Eurogroup Working Group.

architecture of the EMU, advocating more financial and fiscal integration in each of the recent euro area reports and advising on the creation of a European banking union. Nonetheless, there remains room for improvement in the surveillance of the euro area and its individual countries. There is still some way to go in fully implementing the 2011 TSR recommendations and making IMF surveillance more effective and better tailored to the specific circumstances of the relevant economies, not least in view of the recent significant changes to the surveillance framework within the EU/euro area itself.

## FORECASTING THE PRICE OF OIL

*Oil price forecasts are a crucial input into macroeconomic projections, in particular owing to the impact that oil prices have on inflation and output and, hence, on monetary policy. Using futures to forecast oil prices provides a transparent and simple tool which is easy to communicate. However, futures are an imperfect reflection of market expectations and have contributed to large forecast errors in HICP inflation in the past. This article presents an approach for checking the risks surrounding futures-based forecasts against a model combination which produces lower forecast errors and is more robust to changes in oil price dynamics.*

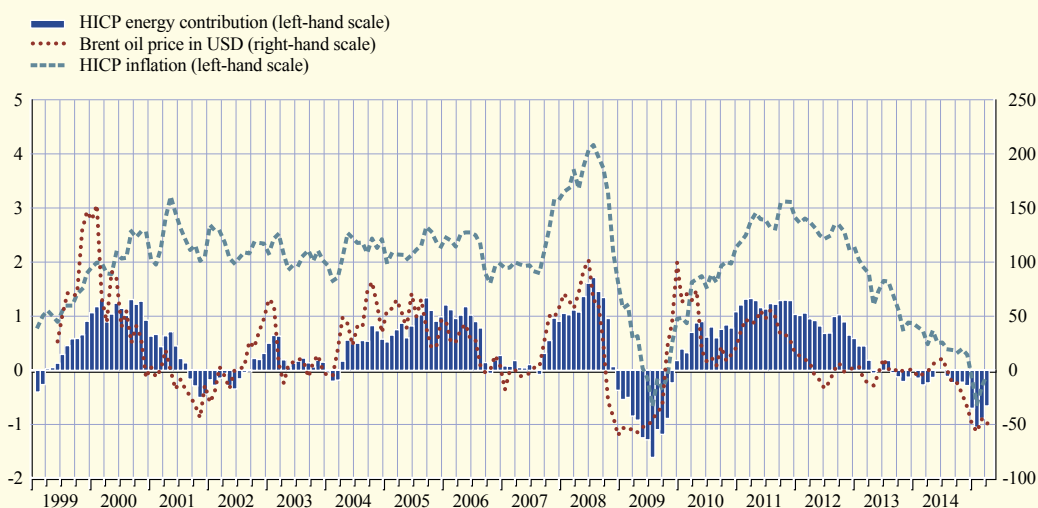
### I INTRODUCTION

**Future developments in oil prices tend to be an important conditioning factor in macroeconomic projections for output and inflation.** With regard to inflation, the path of oil prices determines both the direct impact via the prices of energy products which are directly consumed by households, such as transport fuels, and the indirect impact via the production costs for final goods and services. Historically, much of the volatility in euro area HICP inflation has stemmed from changes in the energy component (see Chart 1). With regard to output, the impact of oil price developments essentially derives from the associated changes in real disposable income for households and companies and their knock-on effects for consumption and investment spending.

**Recent developments in oil prices have highlighted the difficulty in projecting such developments.** While oil prices were broadly stable from 2011 to mid-2014, they declined by more than 50% from end-June 2014 to mid-January 2015 owing to an oversupplied oil market, with robust increases in North American shale oil production and sluggish oil demand growth. Since then, oil prices have increased by around 40%, mostly on account of some indications of a possible slowdown in US oil supply and expectations of higher oil demand. However, the near-term outlook remains highly uncertain.

Chart 1 Euro area HICP inflation and Brent oil prices

(annual percentage change)



Sources: Eurostat and Bloomberg.

**The performance of projections in terms of accuracy or bias critically hinges on the ability to anticipate the future path of oil prices.** In the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, as in those of many other central banks and international organisations, the prices in oil futures markets are used as technical assumptions to reflect expectations about future oil price developments.<sup>1</sup> However, large oil price forecast errors have been made using such futures-based assumptions. Reviews of the Eurosystem/ECB staff projections have shown that the projection bias for the HICP in the period since 1999 would have been significantly reduced if oil price movements had been better anticipated. Indeed, a large part of the underestimation of euro area HICP inflation in this period stemmed from this source.

Against this background, this article discusses the general difficulties in forecasting oil prices (Section 2), elaborates on the forecast properties of oil futures (Section 3), provides an overview of alternative forecasting methods (Section 4), and introduces a newly developed forecast combination method for Brent oil prices (Section 5).

## 2 THE DIFFICULTY IN FORECASTING OIL PRICES

**Although oil prices are predictable to some extent, accurately forecasting them is a challenging task.** Oil prices are predictable as oil is a physical commodity, the price of which is largely determined by oil fundamentals and in particular by global economic activity. Nevertheless, finding an accurate tool for oil price forecasting is complicated by the fact that oil market dynamics tend to vary substantially over time. This section discusses the determinants of oil price movements and explains the challenges that time variation in oil price behaviour poses for oil price forecasting.

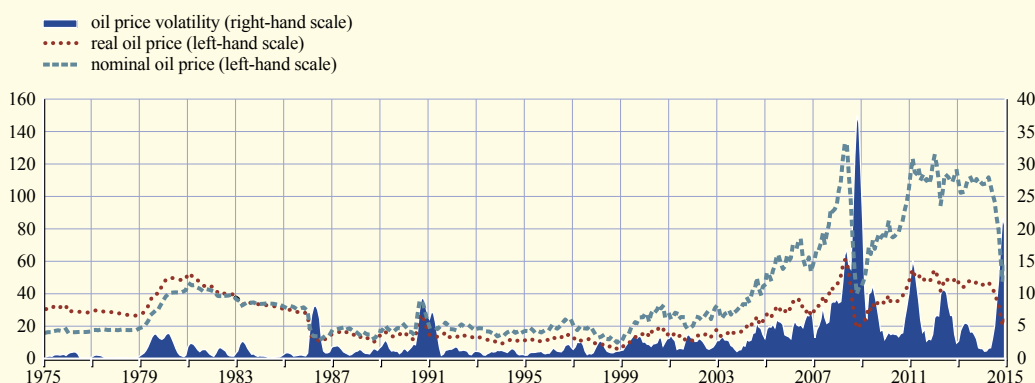
**Depending on the driving factor, oil prices can behave very differently over time.** Oil prices have evolved in very different ways over time, varying between being stable, trending upwards and falling abruptly (see Chart 2). Major movements in oil prices can largely be explained by changes in oil supply, oil demand and oil inventories. Taking a historical perspective, the major oil shocks of the 1970s and 1980s were caused by severe disruptions on the supply side.<sup>2</sup> Having been broadly stable for most of the 1990s, oil prices increased strongly from 2003 onwards owing to strong growth in global economic activity driven by emerging market economies, and in particular China. This demand-driven rise in oil prices was only interrupted in 2008 by the global financial crisis, which caused oil prices to drop by about 70% over a few months as a result of falling global economic activity that triggered a sharp slowdown in oil demand growth in advanced economies in particular. Following a rapid recovery from 2009 onwards, oil prices were broadly stable for about four years owing to slowing oil demand growth and the rise in shale oil production in North America, which were broadly offset by supply-side concerns related to geopolitical tensions in the Middle East and, to some extent, Russia. At the same time, continued gains in energy efficiency and increased substitution with other energy sources contributed to restraining oil demand growth. More recently, oil prices fell steeply as robust increases in North American shale oil production together with sluggish oil demand growth, particularly in China, caused the oil market to be oversupplied. Markets reassessed their outlook for the oil market in the light of receding geopolitical risks, as heightened geopolitical uncertainty in major oil-producing countries did not affect global oil supply.

1 Brent crude oil prices are used as they are the leading global price benchmark for sweet light crude oil (given that Brent prices are used for the majority of internationally traded crude oil). In addition, Brent crude oil is mostly destined for European markets and therefore captures well the oil price dynamics relevant for the euro area, while West Texas Intermediate (WTI) better reflects the US market.

2 See, for example, Hamilton, J.D., "Causes and Consequences of the Oil Shock of 2007-08", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 40 (1), 2009, pp. 215-283.

**Chart 2 Historical evolution of nominal and real Brent crude oil prices**

(in USD per barrel; US CPI index as deflator, 1982-84=100 (left-hand side), one standard deviation (right-hand side))



Sources: Energy Information Administration and Federal Reserve Economic Data.

Notes: Monthly data; the Brent oil price in USD per barrel has been backcasted with the growth rate of the refiner's acquisition cost of imported crude oil up to May 1987 and deflated using the US Consumer Price Index. Oil price volatility is measured as the six-month rolling standard deviation of the nominal oil price.

Despite the oversupplied oil market, OPEC decided not to lower oil production at its meeting in November 2014. Historically, Saudi Arabia has tended to behave as the “swing producer” in the oil market, stabilising oil prices by reducing its output when oil prices decline and increasing it when prices go up.<sup>3</sup> Its changed strategy in November exacerbated the oil price drop, as its decision not to react was interpreted as a move to maintain market share given the rise in North American shale oil. In sum, it is clear that the dynamics in the oil market can differ substantially depending on the driving factor of oil price movements. In addition to movements in oil supply and demand, the level of oil inventories and changes in that level also crucially determine oil price dynamics.

**In addition, oil price volatility seems to have increased over time** (see Chart 2). There is empirical evidence that variations in the price elasticities of oil demand and supply create periods of elevated oil price volatility.<sup>4</sup> Other studies relate part of this higher oil price volatility to the increased use of oil as a financial asset. The active management of oil price assets in futures markets since the early 2000s, also referred to as the “financialisation” of the oil market, might have caused oil prices to react more quickly to macroeconomic news that is reflected in the prices of assets such as stocks and in exchange rates.<sup>5</sup>

**Changing oil market dynamics and increased oil price volatility have several implications for oil price forecasting.** First, as oil is a physical commodity of which the price is largely determined by economic fundamentals, including data on these economic determinants helps in forecasting oil prices more accurately. Data limitations, with respect to fluctuations in global oil inventories, for example, nevertheless make it more difficult to accurately capture movements in oil fundamentals.<sup>6</sup> In addition, as oil is also increasingly used as a financial asset, spot oil prices tend

3 However, in a few instances such as in 1986, Saudi Arabia decided not to lower oil production as this strategy was deemed to be counterproductive in an environment of sluggish demand growth, weak cartel discipline and strong non-OPEC production growth.

4 See, for example, Baumeister, C. and Peersman, G., “The role of time-varying price elasticities in accounting for volatility changes in the crude oil market”, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 28(7), 2013, pp. 1087-1109.

5 See, for example, Fratzscher, M., Schneider, D. and Van Robays, I., “Oil prices, exchange rates and asset prices”, *Working Paper Series*, No 1689, ECB, 2014.

6 In 2011 the G20 recognised the importance of transparency in the oil market for world economic growth and expressed support for the improvement of data availability on oil production, consumption, refining and stock levels in the context of the Joint Oil Data Initiative.

to reflect changes in the macroeconomic environment more rapidly. This might cause increased oil price volatility in the short run, making it more difficult to forecast oil prices over these horizons. Second, as oil market dynamics tend to change substantially over time (depending on the driving factor), there might be considerable instability in the performance of an individual forecast method that only captures a specific behaviour of oil prices. As a consequence, combining different forecasts that each capture a specific behaviour of oil prices might help in addressing time variation in the performance of individual forecast models caused by changing oil market dynamics. The next sections discuss the limitations of the futures-based oil price forecast and alternative approaches to oil price forecasting, while Section 5 describes a forecast combination approach for Brent oil prices in more detail.

### 3 FUTURES AS A REFLECTION OF EXPECTED OIL PRICE MOVEMENTS

**Oil price futures are frequently used as the baseline for oil price assumptions in economic projections.** They are used, for example, in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections and in the projections of many other central banks and international institutions. The main reason for using futures as a baseline for oil price assumptions is that they provide a simple and transparent method which is easy to communicate.

**However, oil price assumptions based on futures yield large forecast errors.** Table 1 shows the mean absolute error (MAE) and the root mean squared error (RMSE) of the Eurosystem/ECB projection assumptions for nominal oil prices four and eight quarters ahead for the period 2005 to 2014. The MAE suggests that on average over this period, the projections four and eight quarters ahead deviated by about 17% and 20% respectively. The higher RMSE values show that the MAE masks important variations in the projection performance over time. These errors have a significant impact on inflation projections. While estimates of the impact of a 10% increase in oil prices on HICP inflation are surrounded by uncertainty, they tend to be in the range of 0.2-0.3 percentage point in the first year after the shock, and an additional 0.1-0.2 percentage point in the second year. This effect has been found to depend on the level of oil prices, with a stronger impact being measured when oil prices are at an elevated level.<sup>7</sup> In addition, futures had a negative forecast bias (see the third column of Table 1), indicating that oil prices tend to turn out higher on average than futures prices would suggest.

**The main reason for the large forecast errors of futures is that the futures curve is usually flat and downward sloping owing to the specific nature of oil as a physical and storable commodity.** As a result, the wedge between futures and spot prices, which defines the slope of the futures curve, increases with the risk-free rate<sup>8</sup>, the risk premium and storage costs and decreases with the convenience yield. While the first two factors are present for any asset traded in the spot and

Table 1 Average projection errors for oil prices

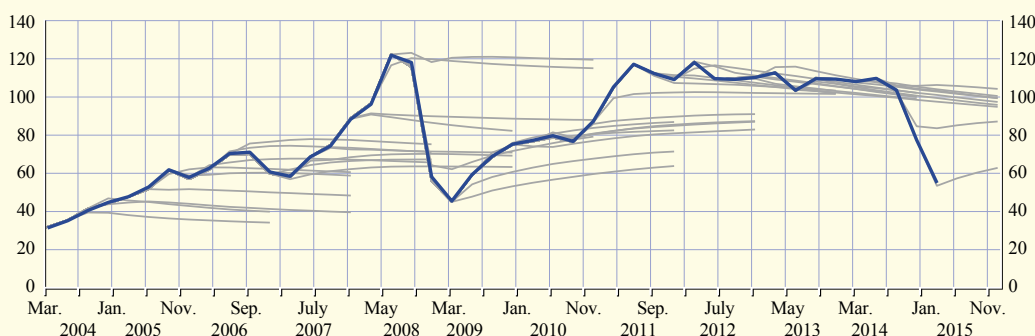
| (Q1 2005 to Q4 2014)      |                     |                         |      |
|---------------------------|---------------------|-------------------------|------|
|                           | Mean absolute error | Root mean squared error | Bias |
| Four quarters ahead       | 16.9                | 24.3                    | -1.6 |
| Eight quarters ahead      | 19.9                | 24.4                    | -6.9 |
| Source: ECB calculations. |                     |                         |      |

<sup>7</sup> See "Energy markets and the euro area macroeconomy", *Occasional Paper Series*, No 113, ECB, June 2010.

<sup>8</sup> The risk-free rate is the opportunity cost of buying a specific asset.

Chart 3 Brent crude oil prices and futures

(USD per barrel)



Source: Bloomberg.

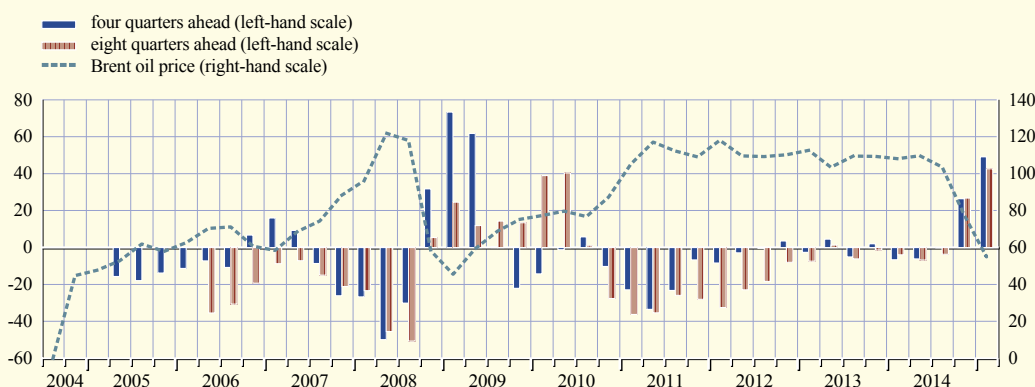
Note: The grey lines represent individual forecasts.

futures market, the latter two are typical for oil as a storable commodity with limited inventories. The convenience yield is the benefit of holding inventories and tends to be larger than the other components driving the wedge between futures and spot prices. As a result, spot prices are typically higher than futures prices, defining a downward slope which is also known as backwardation. The reason for this is that when oil markets are tight, demand for inventories at the spot price is high, bringing spot prices up relative to futures prices. However, the futures curve can also be upward sloping, a situation also known as contango. This situation occurred in the recent past owing to ample oil supply combined with a high level of inventories, and it also occurred before and after the global recession (see Chart 3). However, since 1999 the futures curve has been downward sloping for about 70% of the time.

**In addition to following a generally downward sloping path, futures curves are typically rather flat owing to the arbitrage between spot and futures prices.** Futures therefore tend to predict oil prices quite well in times of stable prices, while forecast errors are high when oil prices are volatile. Chart 4 shows that for 2012 and 2013, futures for four and eight quarters ahead provided

Chart 4 Forecast errors of futures

(USD per barrel)



Source: ECB calculations.

fairly accurate projections as oil prices were relatively stable. However, forecast errors were large in periods of falling and rising oil prices, such as around the period of the global financial crisis and during the most recent episode of falling oil prices.

**Overall, oil price futures are an imperfect reflection of market expectations owing to the fact that arbitrage opportunities lead to a rather flat profile of the futures curve and the convenience yield typically results in a downward sloping futures curve.** Neither of these features are directly related to market expectations of future oil price developments. While changes in the slope of the futures curve can provide some information about market expectations regarding current and expected oil demand and supply fundamentals, overall the futures curve has not proved to be a good predictor of oil prices.

#### 4 ALTERNATIVE APPROACHES TO OIL PRICE FORECASTING

**The literature on oil price forecasting has grown rapidly over the past few years, partly as a response to the shortcomings of futures-based predictions.** These alternative forecast approaches can be divided into three broad categories: (i) market-based and statistical approaches, (ii) approaches based on economic theory, and (iii) model forecast combinations. This section briefly discusses selected models in each of these categories.

**First, market-based indices or statistical methods have the advantage of being simple and transparent forecasting tools, but generally do not manage to consistently outperform other methods.** With regard to market-based forecasts, an alternative to futures are “risk-adjusted” futures, which attempt to correct the negative bias of the futures-based forecast by adjusting it for a risk premium. This risk premium, which affects the spread between the oil futures and the spot price, varies over time and is related to the business cycle. The risk-adjusted futures are found to outperform futures particularly at longer horizons beyond six months.<sup>9</sup> With regard to other statistical approaches, alternative methods of forecasting oil prices include the random walk (which assumes the future oil price to be equal to the price today), the random walk with drift (which assumes oil prices to grow at a specific rate), and simple autoregressive moving average models. However, none of these simple approaches tend to outperform other methods such as futures-based forecasting in a robust manner across forecast horizons and over time.

**Second, forecast models that include data on economic determinants tend to forecast more accurately than simple approaches.** Such models are based on the observation that oil prices are largely determined by movements in economic variables such as oil demand and supply, global economic growth and interest rates. As such, to the extent that these economic variables contain information on future oil price developments, including them in forecasting models tends to improve the oil price prediction. There are many possible forecast approaches that are based on economic theory, ranging from simple regressions to more complex multi-variable models.

**For example, including data on non-oil commodities, oil supply and global economic activity helps in more accurately forecasting oil prices over specific forecast horizons and time periods.** Based on the intuition that movements in non-oil commodities reflect movements in global commodity demand, forecasting oil prices using the recent growth rate of non-oil commodity prices appears successful in predicting oil prices in the short run. Simple regressions

9 See Pagano, P. and Pisani, M., “Risk-Adjusted Forecasts of Oil Prices”, *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9(1), 2009.

linking the oil price prediction to changes in the risk-free interest rate and exchange rates of major commodity exporters have also been explored in the literature, among many other approaches.<sup>10</sup> Although they are more highly parameterised, vector autoregression (VAR) models that include data on oil production, inventories and global economic activity have proved to forecast oil prices more accurately than the random walk or futures over specific time periods, mainly in the short run. Using Bayesian techniques to estimate the VAR model can further improve the forecast accuracy of these VAR-based projections.<sup>11</sup> Finally, structural models of the oil market can also be useful for oil price forecasting. For example, it has been shown that a general equilibrium model consisting of oil-exporting and importing regions that models long-term oil price dynamics can improve the forecast relative to futures in periods of rising oil prices, benefiting from, among other features, the inclusion in the model of a detailed structure of the supply side of the oil market and the assumption that oil prices follow a trend.<sup>12</sup>

**However, the general problem with individual forecast methods is that their forecast performance tends to be very unstable over time given the frequent changes in oil market dynamics.** As already indicated in Section 2, this is because many models capture only a specific behaviour of oil prices over a particular horizon, and oil price dynamics tend to change considerably over time depending on the driving factor. For example, VAR models which include data on economic activity and oil fundamentals tend to result in accurate forecasts of short-run oil price movements that are driven by changes in global economic activity. However, they quickly lose their accuracy when other factors play a larger role and at longer forecast horizons.

**By pooling projections from different forecast approaches, forecast model combinations tend to offer a more accurate forecast that is also more stable over time.** These types of forecast model are based on the recognition of the instability in the performance of individual methods. It is well established in the forecast combination literature that it is helpful to combine individual forecasts that have diverse forecast properties in order to find a projection which is more robust vis-à-vis structural breaks in the variable to be forecasted.<sup>13</sup> Given the frequent changes in oil market dynamics, a model forecast combination has proved to perform well in oil price forecasting.<sup>14</sup>

## 5 A FORECAST COMBINATION FOR BRENT OIL PRICES

**This section introduces a forecast combination which has been newly developed at the ECB for predicting Brent oil prices and investigates its performance in the context of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections.** This model combination<sup>15</sup> is constructed as an equally weighted average of the individual projections generated by (i) futures, which provide the current baseline in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections; (ii) “risk-adjusted” futures, which provide a statistical model that aims to correct the forecast error of futures by adjusting

10 For an overview, see Alquist, R., Kilian, L. and Vigfusson, R.J., “Forecasting the Price of Oil”, in Elliott, G. and Timmermann, A. (eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, 2013, pp. 427-507.

11 See Kilian, L. and Baumeister, C., “Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil”, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30(2), April 2012, pp. 326-336.

12 See Nakov, A. and Nuño, G., “Saudi Arabia and the Oil Market”, *The Economic Journal*, Vol. 132, 2013, pp. 1333-1362, and Manescu, C. and Van Robays, I., “Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

13 See, for example, Timmermann, A., “Forecast Combinations”, *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 1, 2006, pp. 135-196.

14 For WTI oil prices, see for example Baumeister, C., Kilian, L. and Lee, T.K., “Are there gains from pooling real-time oil price forecasts?”, *Energy Economics*, Vol. 46, December 2014, pp. 33-43. For Brent oil prices, see Manescu, C. and Van Robays, I., “Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

15 The model combination is based on the findings of Manescu, C. and Van Robays, I., “Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

for a time-varying risk premium linked to US economic activity; (iii) a Bayesian VAR (BVAR) model, which is an empirical model based on data related to oil fundamentals (oil production and oil inventories) and global economic activity; and (iv) a dynamic stochastic general equilibrium (DSGE) model, which is a theoretical model of the long-term dynamics in the oil market (including data on global and Saudi Arabian oil production and global economic activity) in which oil prices are assumed to follow a trend.

**The advantages of using this specific combination are shown in a real-time and out-of-sample evaluation exercise that follows the set-up of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections** (see Box 1 for details on the set-up of the evaluation exercise). The results demonstrate that also when following the set-up of the projections, the four-model forecast combination manages to improve the forecast accuracy over futures on average, reduce the negative forecast bias and, at the same time, offer a more robust forecast performance over time, justifying the use of the model combination as an alternative to the oil price forecast based on futures. In addition, as already mentioned in the previous section, individual models can perform quite differently depending on the behaviour of oil prices, which is why the performance of the individual models is examined not only for the 1995-2014 period as a whole, but also for sub-periods (see Table 2).

#### Box 1

##### THE SET-UP OF THE FORECAST PERFORMANCE EVALUATION EXERCISE

This box provides an overview of how the forecast performance of the different models and of the model combination<sup>1</sup> is evaluated.

The evaluation focuses on real oil prices in US dollars and is conducted in real time and out of sample, at the cut-off dates for the projections using data from the first quarter of 1995 to the last quarter of 2014.<sup>2</sup> For the estimation of BVAR model parameters, data back to January 1973 are used. When monthly data are not available over the full estimation sample or are only available with delay, the series are backcast or nowcast in a way largely similar to the approach of Baumeister and Kilian.<sup>3</sup> For the risk-adjusted futures, monthly futures contract data from January 1990 onwards are used.<sup>4</sup> All models are re-estimated at each point in time in the evaluation exercise, except for the DSGE model, the parameters of which are calibrated.<sup>5</sup> The forecast evaluation is applied to quarterly forecasts, up to 11 quarters ahead, which are obtained by aggregating the monthly forecasts. Real rather than nominal oil prices are used for two reasons. First, two of the models included in the combination, i.e. the BVAR and the

1 The model combination and the different models that are included in the combination are those proposed in Manescu, C. and Van Robays, I., "Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance", *Working Paper Series*, No 1735, ECB, 2014.

2 Prior to November 1998, the cut-off dates are artificially generated following the pattern of later cut-off dates.

3 Baumeister, C. and Kilian, L., "Real-Time Forecasts of the Real Price of Oil", *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 30(2), April 2012, pp. 326-336.

4 For futures contracts with longer maturities, the sample is even shorter, depending on data availability. Where possible, data series have been reconstructed backwards on the basis of growth rates of WTI futures with matching maturity.

5 The DSGE parameters are calibrated using data available over the period from 1973 to 2009. The calibrated parameters refer to long-term trends and relationships based on economic theory which can be assumed not to change frequently over time.

DSGE, already produce forecasts of real oil prices.<sup>6</sup> Second, in practice, given the volatility of oil prices compared with the volatility of inflation, the difference between a focus on real prices and a focus on nominal prices should not be great.<sup>7</sup> Two criteria are used as quantifiers in the evaluation, i.e. the mean squared prediction error (MSPE) and the forecast bias, and the evaluation is applied to different sub-samples such that the stability of the performance over time can also be evaluated. The MSPE is a commonly used measure of forecasting performance. In addition, it is important that policy-makers are aware of the magnitude of the bias inherent in the projections and the probability of making large forecast errors.

6 Forecasting nominal oil prices would add more parameter uncertainty and probably worsen the performance of these two models. As the futures and risk-adjusted futures models retrieve forecasts of nominal oil prices, the approach for the evaluation exercise is to deflate these projections with the expected US CPI, which is forecasted using a three-month moving average process.

7 When the forecast evaluation is conducted again using nominal oil prices, the four-model combination performs broadly the same.

**The performance of the BVAR stands out during periods of stable and moderately increasing oil prices.** Over the period from 1995 to 2001, when oil prices were initially broadly stable and then rose between 1999 and 2001, the BVAR is more accurate than futures for both short-term and longer-term forecast horizons, while the other models are more accurate than futures only in exceptional cases. The improvements vis-à-vis the futures-based model reach up to 24%, but they are not always statistically significant.

**Among the models included in the combination, the DSGE performs remarkably well during periods of increasing oil prices.** For example, during the period 2002-07, the other three models used in the combination broadly outperform futures on the basis of the mean squared prediction error (MSPE) criterion, emphasising the disadvantage of futures forecasts owing to their generally downward sloping curve. Of the three, however, the DSGE performs best, with a 24% improvement for the horizon four quarters ahead, 51% for eight quarters ahead, and 67% for eleven quarters ahead (see Table 2, panel B). All these improvements are statistically significant. The success of the

**Table 2 Mean squared prediction errors of real oil price forecasts relative to futures**

| <b>Panel A</b>              |                  |               |               |                        |                  |               |             |                        |
|-----------------------------|------------------|---------------|---------------|------------------------|------------------|---------------|-------------|------------------------|
| Selected horizon (quarters) | 1995-2014        |               |               |                        | 1995-2001        |               |             |                        |
|                             | Adjusted futures | BVAR          | DSGE          | Four-model combination | Adjusted futures | BVAR          | DSGE        | Four-model combination |
| 1                           | 1.01             | 1.19          | 1.88 *        | 1.18 *                 | <b>0.99</b>      | <b>0.94</b>   | 1.37        | 1.02                   |
| 2                           | 1.03             | 1.06          | 1.33          | 1.04                   | 1.07             | <b>0.82</b>   | 1.47        | <b>0.96</b>            |
| 4                           | <b>0.95</b>      | <b>0.92</b>   | <b>0.93</b>   | <b>0.89 *</b>          | 1.11             | <b>0.88 *</b> | 1.63        | <b>0.87</b>            |
| 8                           | <b>0.78</b>      | <b>0.98</b>   | <b>0.95</b>   | <b>0.76 *</b>          | 1.27             | 1.08          | 3.27 *      | <b>0.84</b>            |
| 11                          | <b>0.90</b>      | <b>0.90</b>   | <b>0.78</b>   | <b>0.69 *</b>          | 1.26             | <b>0.76</b>   | 3.88 *      | <b>0.58 *</b>          |
| <b>Panel B</b>              |                  |               |               |                        |                  |               |             |                        |
| Selected horizon (quarters) | 2002-2007        |               |               |                        | 2008-2014        |               |             |                        |
|                             | Adjusted futures | BVAR          | DSGE          | Four-model combination | Adjusted futures | BVAR          | DSGE        | Four-model combination |
| 1                           | 1.02             | 1.00          | 1.19          | <b>0.99</b>            | 1.00             | 1.27          | 2.15 *      | 1.26 *                 |
| 2                           | <b>0.94</b>      | <b>0.94</b>   | <b>0.83</b>   | <b>0.87 *</b>          | 1.04             | 1.11          | 1.43        | 1.09 *                 |
| 4                           | <b>0.81</b>      | <b>0.82 *</b> | <b>0.76 *</b> | <b>0.82 *</b>          | 1.02             | <b>0.99</b>   | <b>0.95</b> | <b>0.94</b>            |
| 8                           | <b>0.88</b>      | <b>0.73 *</b> | <b>0.49 *</b> | <b>0.72 *</b>          | <b>0.50</b>      | 1.36 *        | 1.15 *      | <b>0.82 *</b>          |
| 11                          | 1.11             | <b>0.66 *</b> | <b>0.33 *</b> | <b>0.70 *</b>          | <b>0.25</b>      | 1.58 *        | 1.11        | <b>0.69</b>            |

Source: ECB calculations.

Notes: The table shows the mean squared prediction errors (MSPE) relative to futures for the other models: risk-adjusted futures ("adjusted futures"), BVAR, DSGE and the four-model forecast combination (the latter in blue). A value lower than one means that the method outperforms futures on average over the sample period indicated at the top of each table section. The numbers in bold indicate an improvement relative to futures. \* indicates that the results are statistically significant according to at least one of the following tests: Diebold Mariano, White and Hansen.

DSGE model during this period is partly due to the assumption that oil prices follow a trend. Nevertheless, this compensates for the very poor performance of the DSGE model in the other sub-samples.

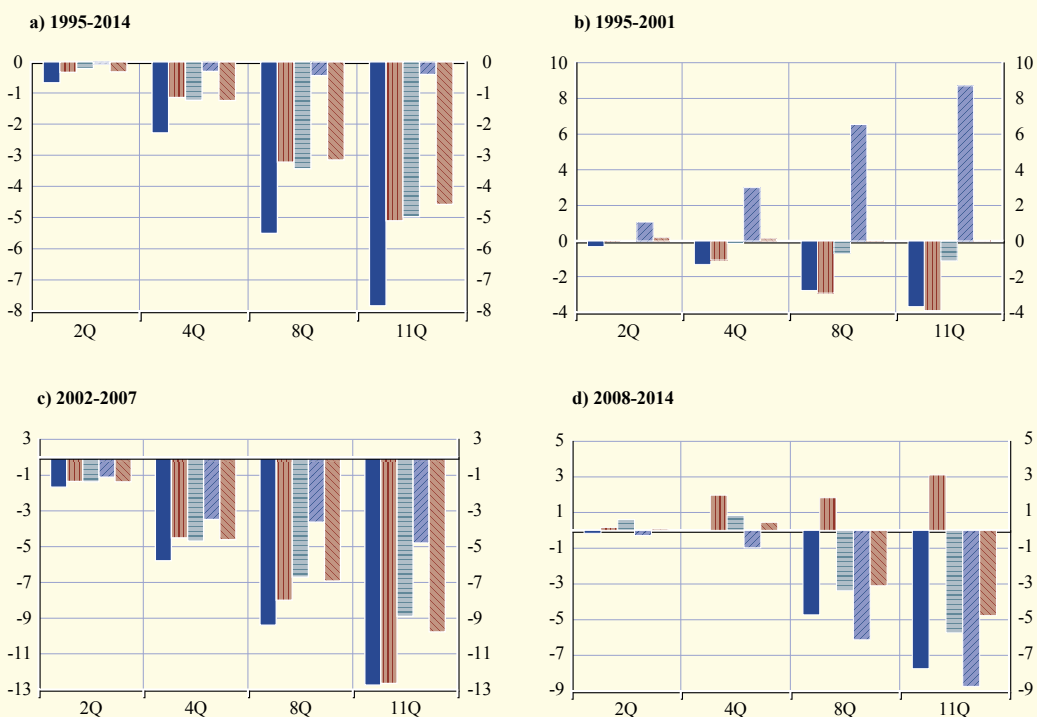
**During the more recent 2008-14 period, when oil prices were initially very volatile and then stabilised, the risk-adjusted futures model is very successful in forecasting at longer time horizons, while futures are successful at shorter horizons.** From the second year onwards, the risk-adjusted futures model clearly outperforms futures. Moreover, the MSPE improvement is very high: 50% for the horizon eight quarters ahead and 75% for eleven quarters ahead.<sup>16</sup> Futures seem to perform well during this period for shorter time horizons, as demonstrated by the MSPE values (see Table 2, panel B). This assessment is also supported by the low forecast bias situated around zero for this particular period and these particular horizons.

**All models included in the combination manage to improve on the significant negative forecast bias of futures, which is mainly due to the backwardation characteristic of the oil futures curve.** This seems to apply in particular to the DSGE model, which has an average forecast

**Chart 5 Bias of real oil price forecasts for selected time horizons**

(USD per barrel deflated by US CPI index)

■ futures                      ■ DSGE  
 ■ adjusted futures        ■ four-model combination  
 ■ BVAR



Source: ECB calculations.

Notes: The chart shows the bias, i.e. the mean forecast error, for the various models (futures, risk-adjusted futures, BVAR, DSGE, and the four-model forecast combination) for the main sample and different sub-samples at selected forecast horizons (two, four, eight and eleven quarters ahead).

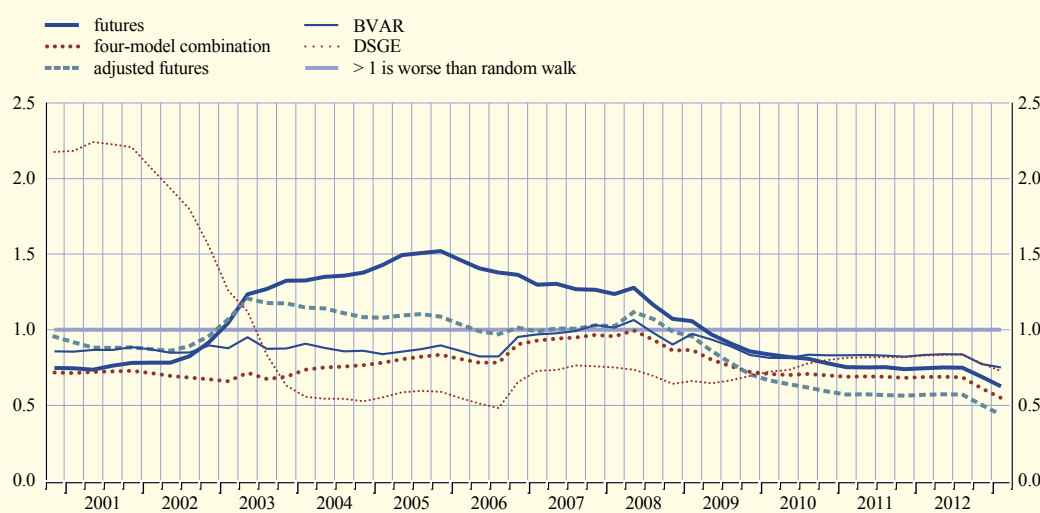
<sup>16</sup> It should be noted that, for this period, the estimation sample – which for the risk-adjusted futures model only begins in January 1990 – is considerably larger, with up to 156 observations, which is twice the estimation sample size for the 1995-2001 period. For a model that is mainly based on ordinary least squares, this can result in greater consistency and robustness in the results.

bias of around zero over the whole evaluation period (see Chart 5). However, caution is needed in interpreting this finding, as this low value hides a high positive bias during the period from 1995 to 2001 that is balanced out by a large negative bias in the subsequent periods. This notwithstanding, during periods of increasing oil prices, i.e. 2002 to 2007, the DSGE has the lowest bias. As also suggested by the MSPE, the BVAR has the lowest bias in times of stable and locally increasing oil prices, while the risk-adjusted futures model has the lowest bias in times of decreasing and stable oil prices, but only for longer time horizons, i.e. seven to eleven quarters ahead.

**It is thus clear that the different models perform well in specific periods and over specific horizons. As such, owing to these clear differences in forecast properties, combining the models offers substantial gains in forecast accuracy, both over time and across forecast horizons.** Over the whole period from 1995 to 2014, the four-model forecast combination is more accurate than futures on average by 11%, 24% and 31% at forecast horizons four, eight and eleven quarters ahead respectively (see Table 2). At the same time, it reduces the negative forecast bias of futures on average by 46%, 43% and 42% at horizons four, eight and eleven quarters ahead respectively. The differences are all statistically significant, showing that the combination does a much better job than futures at longer time horizons, which are also more policy-relevant. In fact, the only horizons at which the combination does not outperform futures are the first and second quarters ahead. Notably, the four-model forecast combination outperforms not only futures as of the third quarter ahead but also all other models it includes.

**In addition, the performance of the four-model combination is very stable over time.** For instance, in all sub-samples evaluated, the combination outperforms futures beyond the first and/or second quarter ahead. Moreover, it also outperforms the other three models in most cases, with two notable exceptions: first, the DSGE model when oil prices follow an upward trend and, second, in times of oil price volatility, the risk-adjusted futures model as of the horizon six quarters ahead. The gains offered by the latter are, however, not statistically significant (see Chart 6).

**Chart 6 Performance of the four-model combination and its underlying models across periods of various oil market dynamics relative to the random walk**



Source: ECB calculations.

Note: Six-year rolling MSPE of the different models based on the six-quarters-ahead forecast relative to the random walk forecast.

**All in all, combining individual projections offers several advantages for oil price forecasting relative to futures.** The four-model combination generates a more accurate oil price forecast than futures, especially at longer policy-relevant time horizons, and helps to avoid large forecast errors on average. At the same time, the four-model combination has the disadvantage of being more complex than futures as a forecasting tool.

**Overall, the four-model combination is a useful tool for forecasting oil prices.** As the combination entails models that contain data on oil fundamentals, it manages to hedge against risks related to strong movements in oil prices which are driven by oil fundamentals, similar to the way in which portfolio diversification hedges against individual investment risk. These strong movements are typically captured less well by futures given their relatively flat profile.

## 6 CONCLUSION

**As oil prices have evolved very differently over time, accurately forecasting oil prices using one specific forecasting approach is challenging.** Oil price futures, which are used for oil price forecasting by many policy institutions, including the ECB, have the advantage of being a simple and transparent forecasting tool. However, contrary to widespread opinion, futures are only an imperfect reflection of market expectations, and their typically flat and downward sloping profile causes large forecast errors in periods in which oil prices are volatile or steadily increasing. In turn, this can result in large forecast errors for inflation.

**Forecast models that include data on economic fundamentals tend to forecast oil prices more accurately than simple benchmarks, although their performance tends to be very unstable over time.** As movements in oil prices can to a large extent be explained by changes in oil fundamentals and global economic activity, it has been shown that including information on these variables can improve the oil price forecast in periods when futures do not perform well. A problem with most forecast approaches, however, is that they only manage to capture a specific behaviour of oil prices over particular forecast horizons. As such, their accuracy might be very unstable over time and across forecast horizons.

**By pooling individual projections that have different forecast properties, a forecast combination can offer accuracy gains by comparison with an individual forecasting method and at the same time generate a projection which has a more stable performance over time.** This article has shown that a four-model combination recently developed at the ECB improves the accuracy of oil price forecasts relative to those based on futures and other individual projections and seems to better hedge against making large forecast errors on average when oil price dynamics change. At the same time, using futures as a baseline has the advantage of providing a transparent and simple tool which is easy to communicate to the public.

**It is therefore useful to cross-check the futures-based forecast with the projections based on this four-model combination to assess the risks surrounding the futures-based oil price baseline in the context of the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections exercise.**



## KAZALO

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| 1 Gibanja zunaj euroobmočja | S2  |
| 2 Finančna gibanja          | S3  |
| 3 Gospodarska aktivnost     | S7  |
| 4 Cene in stroški           | S11 |
| 5 Denarna statistika        | S14 |
| 6 Državne finance           | S19 |

## 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 mestu 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/act2a.en.html>

## KONVENCIONALNI ZNAKI V TABELAH

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

## PRESEČNI DATUM

Na splošno je presečni datum za statistične podatke v Ekonomskem biltenu dan pred redno sejo Sveta ECB o denarni politiki.

V tej številki je presečni datum 2. junij 2015.

# I GIBANJA ZUNAJ EUROOBMOČJA

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

|           | BDP <sup>1)</sup><br>(spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje) |      |                     |          |          |                       | CPI<br>(letne spremembe v odstotkih) |                          |      |                            |          |          |                                            |
|-----------|-------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|----------|----------|-----------------------|--------------------------------------|--------------------------|------|----------------------------|----------|----------|--------------------------------------------|
|           | G 20                                                                    | ZDA  | Združeno kraljestvo | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje | Države OECD                          |                          | ZDA  | Združeno kraljestvo (HICP) | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje <sup>2)</sup> (HCPI) |
|           | 1                                                                       | 2    | 3                   | 4        | 5        | 6                     | Skupaj                               | Brez živil in energentov | 9    | 10                         | 11       | 12       | 13                                         |
| 2012      | 3,0                                                                     | 2,3  | 0,7                 | 1,7      | 7,8      | -0,8                  | 2,3                                  | 1,8                      | 2,1  | 2,8                        | 0,0      | 2,7      | 2,5                                        |
| 2013      | 3,2                                                                     | 2,2  | 1,7                 | 1,6      | 7,7      | -0,4                  | 1,6                                  | 1,6                      | 1,5  | 2,6                        | 0,4      | 2,6      | 1,4                                        |
| 2014      | 3,3                                                                     | 2,4  | 2,8                 | -0,1     | 7,4      | 0,9                   | 1,7                                  | 1,8                      | 1,6  | 1,5                        | 2,7      | 2,0      | 0,4                                        |
| 2014 II   | 0,8                                                                     | 1,1  | 0,8                 | -1,8     | 2,0      | 0,1                   | 2,1                                  | 1,9                      | 2,1  | 1,7                        | 3,6      | 2,2      | 0,6                                        |
| 2014 III  | 0,9                                                                     | 1,2  | 0,6                 | -0,5     | 1,9      | 0,2                   | 1,8                                  | 1,9                      | 1,8  | 1,5                        | 3,3      | 2,0      | 0,4                                        |
| 2014 IV   | 0,8                                                                     | 0,5  | 0,6                 | 0,3      | 1,5      | 0,3                   | 1,4                                  | 1,8                      | 1,2  | 0,9                        | 2,5      | 1,5      | 0,2                                        |
| 2015 I    | .                                                                       | -0,2 | 0,3                 | 0,6      | 1,3      | 0,4                   | 0,6                                  | 1,7                      | -0,1 | 0,1                        | 2,3      | 1,2      | -0,3                                       |
| 2014 dec. | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | 1,1                                  | 1,8                      | 0,8  | 0,5                        | 2,4      | 1,5      | 0,2                                        |
| 2015 jan. | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | 0,5                                  | 1,8                      | -0,1 | 0,3                        | 2,4      | 0,8      | -0,6                                       |
| 2015 feb. | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | 0,6                                  | 1,7                      | 0,0  | 0,0                        | 2,2      | 1,4      | -0,3                                       |
| 2015 mar. | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | 0,6                                  | 1,7                      | -0,1 | 0,0                        | 2,3      | 1,4      | -0,1                                       |
| 2015 apr. | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | 0,4                                  | 1,6                      | -0,2 | -0,1                       | 0,6      | 1,5      | 0,0                                        |
| 2015 maj  | -                                                                       | -    | -                   | -        | -        | -                     | .                                    | .                        | .    | .                          | .        | .        | 0,3                                        |

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

|           | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano) |      |                     |          |          |                       |                                                |          |                       | Uvoz blaga <sup>4)</sup> |                     |                                |
|-----------|----------------------------------------------------------------|------|---------------------|----------|----------|-----------------------|------------------------------------------------|----------|-----------------------|--------------------------|---------------------|--------------------------------|
|           | Sestavljeni indeks vodij nabave PMI                            |      |                     |          |          |                       | Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>5)</sup> |          |                       | Svet                     | Industrijske države | Nastajajoča tržna gospodarstva |
|           | Svet <sup>3)</sup>                                             | ZDA  | Združeno kraljestvo | Japonska | Kitajska | Zaznamek: Euroobmočje | Predelovalne dejavnosti                        | Storitve | Nova izvozna naročila |                          |                     |                                |
|           | 1                                                              | 2    | 3                   | 4        | 5        | 6                     | 7                                              | 8        | 9                     | 10                       | 11                  | 12                             |
| 2012      | 52,6                                                           | 54,4 | 52,0                | 49,9     | 50,9     | 47,2                  | 50,2                                           | 51,9     | 48,5                  | 3,9                      | 2,5                 | 4,8                            |
| 2013      | 53,4                                                           | 54,8 | 56,8                | 52,6     | 51,5     | 49,7                  | 52,3                                           | 52,7     | 50,7                  | 3,5                      | -0,2                | 5,6                            |
| 2014      | 54,3                                                           | 57,3 | 57,9                | 50,9     | 51,1     | 52,7                  | 53,4                                           | 54,1     | 51,5                  | 3,8                      | 3,4                 | 4,0                            |
| 2014 II   | 54,3                                                           | 58,3 | 58,6                | 48,5     | 50,7     | 53,4                  | 53,2                                           | 54,7     | 51,1                  | -0,3                     | 1,0                 | -1,0                           |
| 2014 III  | 55,7                                                           | 59,8 | 58,5                | 51,3     | 52,2     | 52,8                  | 54,1                                           | 56,2     | 52,0                  | 2,8                      | 1,3                 | 3,6                            |
| 2014 IV   | 53,4                                                           | 55,6 | 56,3                | 50,9     | 51,4     | 51,5                  | 52,8                                           | 53,6     | 50,8                  | 1,6                      | 1,8                 | 1,5                            |
| 2015 I    | 54,0                                                           | 56,9 | 57,4                | 50,4     | 51,5     | 53,3                  | 53,3                                           | 54,3     | 50,7                  | -2,3                     | 1,5                 | -4,3                           |
| 2014 dec. | 52,6                                                           | 53,5 | 55,3                | 51,9     | 51,4     | 51,4                  | 52,3                                           | 52,7     | 51,2                  | 1,6                      | 1,8                 | 1,5                            |
| 2015 jan. | 53,1                                                           | 54,4 | 56,7                | 51,7     | 51,0     | 52,6                  | 53,1                                           | 53,1     | 51,0                  | -0,2                     | 2,0                 | -1,3                           |
| 2015 feb. | 54,0                                                           | 57,2 | 56,6                | 50,0     | 51,8     | 53,3                  | 53,4                                           | 54,2     | 50,7                  | -1,2                     | 2,2                 | -3,0                           |
| 2015 mar. | 55,0                                                           | 59,2 | 58,9                | 49,4     | 51,8     | 54,0                  | 53,3                                           | 55,5     | 50,2                  | -2,3                     | 1,5                 | -4,3                           |
| 2015 apr. | 54,2                                                           | 57,0 | 58,4                | 50,7     | 51,3     | 53,9                  | 51,4                                           | 55,1     | 49,5                  | .                        | .                   | .                              |
| 2015 maj  | .                                                              | 56,1 | 55,8                | 51,6     | 51,2     | 53,6                  | 51,5                                           | .        | 49,0                  | .                        | .                   | .                              |

Viri: Eurostat (tabela 1.1, stolpci 3, 6, 10, 13), BIS (tabela 1.1, stolpci 2, 4, 9, 11, 12), OECD (tabela 1.1, stolpci 1, 5, 7, 8), Markit (tabela 1.2, Spalte 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB (tabela 1.2, stolpci 10-12).

- 1) Četrtni podatki so desezonirani; letni podatki niso desezonirani. Podatki za euroobmočje se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.
- 2) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, ter na podlagi prvih informacij o cenah energentov.
- 4) „Svet“ in „industrijske države“ brez euroobmočja. Letni in četrtni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s predhodnim obdobjem; mesečni podatki kot sprememba v odstotkih v primerjavi s trimesečnim povprečjem. Vsi podatki so desezonirani.
- 5) Brez euroobmočja.

## 2 FINANČNA GIBANJA

### 2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

|           | Euroobmočje <sup>1)</sup>      |                                    |                                    |                                    |                                     | ZDA                              | Japonska                         |
|-----------|--------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
|           | Depoziti<br>čez noč<br>(EONIA) | 1-mesečni<br>depoziti<br>(EURIBOR) | 3-mesečni<br>depoziti<br>(EURIBOR) | 6-mesečni<br>depoziti<br>(EURIBOR) | 12-mesečni<br>depoziti<br>(EURIBOR) | 3-mesečni<br>depoziti<br>(LIBOR) | 3-mesečni<br>depoziti<br>(LIBOR) |
|           | 1                              | 2                                  | 3                                  | 4                                  | 5                                   | 6                                | 7                                |
| 2012      | 0,23                           | 0,33                               | 0,57                               | 0,83                               | 1,11                                | 0,43                             | 0,19                             |
| 2013      | 0,09                           | 0,13                               | 0,22                               | 0,34                               | 0,54                                | 0,27                             | 0,15                             |
| 2014      | 0,09                           | 0,13                               | 0,21                               | 0,31                               | 0,48                                | 0,23                             | 0,13                             |
| 2014 II   | 0,19                           | 0,22                               | 0,30                               | 0,39                               | 0,57                                | 0,23                             | 0,13                             |
| 2014 III  | 0,02                           | 0,07                               | 0,16                               | 0,27                               | 0,44                                | 0,23                             | 0,13                             |
| 2014 IV   | -0,02                          | 0,01                               | 0,08                               | 0,18                               | 0,33                                | 0,24                             | 0,11                             |
| 2015 I    | -0,05                          | 0,00                               | 0,05                               | 0,12                               | 0,25                                | 0,26                             | 0,10                             |
| 2014 dec. | -0,03                          | 0,02                               | 0,08                               | 0,18                               | 0,33                                | 0,24                             | 0,11                             |
| 2015 jan. | -0,05                          | 0,01                               | 0,06                               | 0,15                               | 0,30                                | 0,25                             | 0,10                             |
| 2015 feb. | -0,04                          | 0,00                               | 0,05                               | 0,13                               | 0,26                                | 0,26                             | 0,10                             |
| 2015 mar. | -0,05                          | -0,01                              | 0,03                               | 0,10                               | 0,21                                | 0,27                             | 0,10                             |
| 2015 apr. | -0,07                          | -0,03                              | 0,00                               | 0,07                               | 0,18                                | 0,28                             | 0,10                             |
| 2015 maj  | -0,11                          | -0,05                              | -0,01                              | 0,06                               | 0,17                                | 0,28                             | 0,10                             |

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

|           | Promptne stopnje donosa       |        |        |       |        | Razponi                       |                    |                        | Trenutne terminske stopnje donosa |        |       |        |
|-----------|-------------------------------|--------|--------|-------|--------|-------------------------------|--------------------|------------------------|-----------------------------------|--------|-------|--------|
|           | Euroobmočje <sup>1), 2)</sup> |        |        |       |        | Euroobmočje <sup>1), 2)</sup> | ZDA                | Združeno<br>kraljestvo | Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>     |        |       |        |
|           | 3 meseci                      | 1 leto | 2 leti | 5 let | 10 let | 10 let<br>- 1 leto            | 10 let<br>- 1 leto | 10 let<br>- 1 leto     | 1 leto                            | 2 leti | 5 let | 10 let |
|           | 1                             | 2      | 3      | 4     | 5      | 6                             | 7                  | 8                      | 9                                 | 10     | 11    | 12     |
| 2012      | 0,06                          | -0,04  | -0,01  | 0,58  | 1,72   | 1,76                          | 1,61               | 1,48                   | -0,09                             | 0,17   | 1,84  | 3,50   |
| 2013      | 0,08                          | 0,09   | 0,25   | 1,07  | 2,24   | 2,15                          | 2,91               | 2,66                   | 0,18                              | 0,67   | 2,53  | 3,88   |
| 2014      | -0,02                         | -0,09  | -0,12  | 0,07  | 0,65   | 0,74                          | 1,95               | 1,45                   | -0,15                             | -0,11  | 0,58  | 1,77   |
| 2014 II   | 0,05                          | -0,01  | 0,02   | 0,47  | 1,44   | 1,45                          | 2,43               | 2,16                   | -0,04                             | 0,16   | 1,46  | 3,09   |
| 2014 III  | -0,03                         | -0,09  | -0,10  | 0,24  | 1,06   | 1,15                          | 2,39               | 1,88                   | -0,14                             | -0,02  | 1,03  | 2,53   |
| 2014 IV   | -0,02                         | -0,09  | -0,12  | 0,07  | 0,65   | 0,74                          | 1,95               | 1,45                   | -0,15                             | -0,11  | 0,58  | 1,77   |
| 2015 I    | -0,21                         | -0,25  | -0,22  | -0,08 | 0,26   | 0,51                          | 1,69               | 1,19                   | -0,20                             | -0,20  | 0,29  | 0,81   |
| 2014 dec. | -0,02                         | -0,09  | -0,12  | 0,07  | 0,65   | 0,74                          | 1,95               | 1,45                   | -0,15                             | -0,11  | 0,58  | 1,77   |
| 2015 jan. | -0,15                         | -0,18  | -0,14  | -0,02 | 0,39   | 0,58                          | 1,50               | 1,04                   | -0,13                             | -0,10  | 0,34  | 1,15   |
| 2015 feb. | -0,21                         | -0,25  | -0,20  | -0,08 | 0,37   | 0,62                          | 1,80               | 1,45                   | -0,16                             | -0,17  | 0,31  | 1,19   |
| 2015 mar. | -0,21                         | -0,25  | -0,22  | -0,08 | 0,26   | 0,51                          | 1,69               | 1,19                   | -0,20                             | -0,20  | 0,29  | 0,81   |
| 2015 apr. | -0,28                         | -0,26  | -0,21  | 0,03  | 0,42   | 0,68                          | 1,81               | 1,39                   | -0,22                             | -0,08  | 0,46  | 1,05   |
| 2015 maj  | -0,24                         | -0,25  | -0,23  | 0,06  | 0,61   | 0,85                          | 1,87               | 1,32                   | -0,25                             | -0,14  | 0,68  | 1,46   |

### 2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

|           | Indeksi Dow Jones EURO STOXX |         |                                        |                         |                      |                  |         |            |             |                             |                       |                        | ZDA                         | Japonska      |
|-----------|------------------------------|---------|----------------------------------------|-------------------------|----------------------|------------------|---------|------------|-------------|-----------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------------|---------------|
|           | Primerjalni indeks           |         | Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva |                         |                      |                  |         |            |             |                             |                       |                        | Standard<br>& Poor's<br>500 | Nikkei<br>225 |
|           | Širši<br>indeks              | 50      | Bazični<br>materiali                   | Potrošniške<br>storitve | Potrošniško<br>blago | Nafta in<br>plin | Finance | Industrija | Tehnologija | Gospodarske<br>javne službe | Telekomuni-<br>kacije | Zdravstveno<br>varstvo |                             |               |
|           | 1                            | 2       | 3                                      | 4                       | 5                    | 6                | 7       | 8          | 9           | 10                          | 11                    | 12                     | 13                          | 14            |
| 2012      | 239,7                        | 2.411,9 | 503,7                                  | 151,9                   | 385,7                | 307,2            | 122,1   | 330,2      | 219,2       | 235,9                       | 268,5                 | 523,3                  | 1.379,4                     | 9.102,6       |
| 2013      | 281,9                        | 2.794,0 | 586,3                                  | 195,0                   | 468,2                | 312,8            | 151,5   | 402,7      | 274,1       | 230,6                       | 253,4                 | 629,4                  | 1.643,8                     | 13.577,9      |
| 2014      | 318,7                        | 3.145,3 | 644,3                                  | 216,6                   | 510,6                | 335,5            | 180,0   | 452,9      | 310,8       | 279,2                       | 306,7                 | 668,1                  | 1.931,4                     | 15.460,4      |
| 2014 II   | 326,5                        | 3.214,0 | 657,3                                  | 219,5                   | 524,2                | 360,3            | 184,5   | 471,9      | 305,3       | 284,9                       | 311,9                 | 656,5                  | 1.900,4                     | 14.655,0      |
| 2014 III  | 319,4                        | 3.173,1 | 645,9                                  | 213,8                   | 509,8                | 351,1            | 178,9   | 446,0      | 315,3       | 288,7                       | 304,0                 | 686,1                  | 1.975,9                     | 15.553,1      |
| 2014 IV   | 313,0                        | 3.102,5 | 634,9                                  | 214,7                   | 508,5                | 307,0            | 174,5   | 433,4      | 316,0       | 280,4                       | 316,7                 | 688,0                  | 2.009,3                     | 16.660,1      |
| 2015 I    | 351,8                        | 3.442,0 | 730,7                                  | 253,9                   | 619,6                | 304,1            | 186,1   | 496,1      | 362,5       | 286,1                       | 370,1                 | 773,4                  | 2.063,8                     | 18.226,2      |
| 2014 dec. | 320,1                        | 3.159,8 | 651,0                                  | 225,2                   | 532,6                | 288,5            | 176,0   | 446,1      | 330,1       | 284,7                       | 335,3                 | 687,6                  | 2.054,3                     | 17.541,7      |
| 2015 jan. | 327,4                        | 3.207,3 | 671,1                                  | 237,8                   | 564,9                | 285,0            | 173,3   | 464,2      | 339,0       | 278,3                       | 343,8                 | 724,2                  | 2.028,2                     | 17.274,4      |
| 2015 feb. | 353,2                        | 3.453,8 | 731,3                                  | 254,2                   | 624,8                | 314,0            | 185,5   | 498,7      | 361,1       | 286,9                       | 376,8                 | 768,6                  | 2.082,2                     | 18.053,2      |
| 2015 mar. | 373,9                        | 3.655,3 | 787,2                                  | 268,9                   | 666,9                | 313,5            | 198,9   | 524,1      | 386,2       | 292,9                       | 389,2                 | 824,6                  | 2.080,4                     | 19.197,6      |
| 2015 apr. | 383,3                        | 3.733,8 | 798,2                                  | 275,7                   | 678,6                | 331,0            | 204,9   | 535,7      | 394,2       | 299,5                       | 395,0                 | 861,4                  | 2.094,9                     | 19.767,9      |
| 2015 maj  | 373,4                        | 3.617,9 | 765,0                                  | 268,9                   | 662,1                | 326,5            | 199,3   | 522,4      | 389,5       | 294,0                       | 389,2                 | 827,6                  | 2.111,9                     | 19.974,2      |

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) Izračuni ECB na podlagi podatkov EuroMTS in bonitetnih ocenah Fitch Ratings.

## 2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)<sup>1), 2)</sup>

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

|                     |      | Vloge   |                                           |          | Revolving posojila in okvirna posojila | Obrestovani dolg po kreditni kartici | Potrošniška posojila            |                                                 |                                       | Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom | Stanovanjska posojila           |                                                 |                        |                        |                                       |                                         |            |
|---------------------|------|---------|-------------------------------------------|----------|----------------------------------------|--------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------|------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------|------------|
|                     |      | Čez noč | Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Vezane   |                                        |                                      | Po začetni fiksni obrestni meri |                                                 | Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup> |                                                                   | Po začetni fiksni obrestni meri |                                                 |                        |                        | Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup> | Sestavljeni indeks stroškov izposojanja |            |
|                     |      |         |                                           | do 2 let |                                        |                                      | nad 2 leti                      | Spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta |                                       |                                                                   | nad 1 leto                      | Spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta | nad 1 leto in do 5 let | nad 5 let in do 10 let |                                       |                                         | nad 10 let |
|                     |      |         |                                           |          |                                        |                                      |                                 |                                                 |                                       |                                                                   |                                 |                                                 |                        |                        |                                       |                                         |            |
|                     |      | 1       | 2                                         | 3        | 4                                      | 5                                    | 6                               | 7                                               | 8                                     | 9                                                                 | 10                              | 11                                              | 12                     | 13                     | 14                                    | 15                                      | 16         |
| 2014                | apr. | 0,27    | 1,06                                      | 1,54     | 1,83                                   | 7,61                                 | 17,22                           | 5,58                                            | 6,60                                  | 6,98                                                              | 3,21                            | 2,72                                            | 2,91                   | 3,00                   | 3,24                                  | 3,22                                    | 2,99       |
|                     | maj  | 0,27    | 1,05                                      | 1,40     | 1,72                                   | 7,55                                 | 17,23                           | 5,62                                            | 6,73                                  | 7,09                                                              | 3,33                            | 2,71                                            | 2,87                   | 2,96                   | 3,14                                  | 3,16                                    | 2,93       |
|                     | jun. | 0,27    | 1,04                                      | 1,32     | 1,74                                   | 7,58                                 | 17,19                           | 5,45                                            | 6,61                                  | 6,94                                                              | 3,20                            | 2,66                                            | 2,85                   | 2,89                   | 3,09                                  | 3,13                                    | 2,87       |
|                     | jul. | 0,24    | 1,01                                      | 1,30     | 1,75                                   | 7,43                                 | 17,04                           | 5,55                                            | 6,54                                  | 6,91                                                              | 3,09                            | 2,63                                            | 2,75                   | 2,81                   | 2,99                                  | 3,05                                    | 2,79       |
|                     | avg. | 0,24    | 0,93                                      | 1,21     | 1,66                                   | 7,43                                 | 17,00                           | 5,55                                            | 6,52                                  | 6,87                                                              | 3,09                            | 2,56                                            | 2,74                   | 2,73                   | 2,87                                  | 2,98                                    | 2,75       |
|                     | sep. | 0,23    | 0,92                                      | 1,19     | 1,70                                   | 7,32                                 | 17,05                           | 5,37                                            | 6,49                                  | 6,84                                                              | 2,92                            | 2,50                                            | 2,69                   | 2,63                   | 2,83                                  | 2,89                                    | 2,68       |
|                     | okt. | 0,22    | 0,91                                      | 1,10     | 1,65                                   | 7,15                                 | 16,94                           | 5,42                                            | 6,43                                  | 6,84                                                              | 2,92                            | 2,43                                            | 2,63                   | 2,56                   | 2,79                                  | 2,82                                    | 2,61       |
|                     | nov. | 0,21    | 0,89                                      | 1,02     | 1,66                                   | 7,12                                 | 17,10                           | 5,59                                            | 6,48                                  | 6,83                                                              | 2,96                            | 2,43                                            | 2,53                   | 2,52                   | 2,73                                  | 2,79                                    | 2,55       |
|                     | dec. | 0,22    | 0,86                                      | 0,96     | 1,58                                   | 7,08                                 | 17,02                           | 5,06                                            | 6,14                                  | 6,45                                                              | 2,73                            | 2,42                                            | 2,52                   | 2,53                   | 2,69                                  | 2,77                                    | 2,50       |
|                     | 2015 | jan.    | 0,21                                      | 0,84     | 1,01                                   | 1,95                                 | 7,11                            | 17,07                                           | 5,28                                  | 6,30                                                              | 6,63                            | 2,79                                            | 2,31                   | 2,54                   | 2,43                                  | 2,42                                    | 2,70       |
| feb.                |      | 0,20    | 0,82                                      | 0,98     | 1,53                                   | 7,07                                 | 17,00                           | 5,21                                            | 6,23                                  | 6,63                                                              | 2,79                            | 2,07                                            | 2,47                   | 2,33                   | 2,50                                  | 2,54                                    | 2,38       |
| mar. <sup>(p)</sup> |      | 0,18    | 0,80                                      | 0,90     | 1,38                                   | 7,08                                 | 17,00                           | 5,15                                            | 6,03                                  | 6,39                                                              | 2,73                            | 2,10                                            | 2,45                   | 2,28                   | 2,42                                  | 2,52                                    | 2,30       |

## 2.5 Obrestne mere in DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)<sup>1), 4)</sup>

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

|                     | Vloge   |          |               | Revolving<br>posojila in<br>okvirna<br>posojila | Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)     |                                 |               |                                                                |                                 |               |                                                                |                                 |               | Sestavljeni<br>indeks<br>stroškov<br>izposojanja |      |
|---------------------|---------|----------|---------------|-------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|---------------|--------------------------------------------------|------|
|                     | Čez noč | Vezane   |               |                                                 | do 250.000 EUR                                                 |                                 |               | nad 250.000 EUR do<br>1 milijona EUR                           |                                 |               | nad 1 milijon EUR                                              |                                 |               |                                                  |      |
|                     |         | do 2 let | nad<br>2 leti |                                                 | spremenljiva<br>obrestna<br>mera oz.<br>fiksna do<br>3 mesecev | nad<br>3 mesece<br>in do 1 leta | nad<br>1 leto | spremenljiva<br>obrestna<br>mera oz.<br>fiksna do<br>3 mesecev | nad<br>3 mesece<br>in do 1 leta | nad<br>1 leto | spremenljiva<br>obrestna<br>mera oz.<br>fiksna do<br>3 mesecev | nad<br>3 mesece<br>in do 1 leta | nad<br>1 leto |                                                  |      |
|                     |         |          |               |                                                 |                                                                |                                 |               |                                                                |                                 |               |                                                                |                                 |               |                                                  |      |
|                     | 1       | 2        | 3             | 4                                               | 5                                                              | 6                               | 7             | 8                                                              | 9                               | 10            | 11                                                             | 12                              | 13            | 14                                               |      |
| 2014                | apr.    | 0,34     | 0,72          | 1,60                                            | 3,99                                                           | 4,57                            | 4,48          | 3,80                                                           | 2,81                            | 3,52          | 3,15                                                           | 2,20                            | 2,55          | 2,88                                             | 2,98 |
|                     | maj     | 0,34     | 0,64          | 1,38                                            | 3,92                                                           | 4,50                            | 4,51          | 3,86                                                           | 2,81                            | 3,45          | 3,09                                                           | 2,06                            | 2,40          | 2,80                                             | 2,91 |
|                     | jun.    | 0,31     | 0,59          | 1,52                                            | 3,88                                                           | 4,29                            | 4,37          | 3,78                                                           | 2,68                            | 3,26          | 3,05                                                           | 1,94                            | 2,74          | 2,68                                             | 2,79 |
|                     | jul.    | 0,28     | 0,59          | 1,49                                            | 3,76                                                           | 4,32                            | 4,31          | 3,63                                                           | 2,65                            | 3,29          | 2,93                                                           | 1,90                            | 2,42          | 2,69                                             | 2,76 |
|                     | avg.    | 0,28     | 0,49          | 1,63                                            | 3,71                                                           | 4,18                            | 4,28          | 3,55                                                           | 2,56                            | 3,20          | 2,83                                                           | 1,74                            | 2,43          | 2,56                                             | 2,68 |
|                     | sep.    | 0,26     | 0,51          | 1,53                                            | 3,69                                                           | 3,98                            | 4,04          | 3,53                                                           | 2,46                            | 3,02          | 2,75                                                           | 1,80                            | 2,38          | 2,41                                             | 2,65 |
|                     | okt.    | 0,25     | 0,50          | 1,43                                            | 3,61                                                           | 3,98                            | 3,94          | 3,54                                                           | 2,44                            | 2,92          | 2,69                                                           | 1,74                            | 2,26          | 2,49                                             | 2,58 |
|                     | nov.    | 0,25     | 0,44          | 1,20                                            | 3,54                                                           | 3,76                            | 3,87          | 3,42                                                           | 2,38                            | 2,84          | 2,61                                                           | 1,73                            | 2,18          | 2,25                                             | 2,49 |
|                     | dec.    | 0,24     | 0,43          | 1,29                                            | 3,44                                                           | 3,68                            | 3,74          | 3,27                                                           | 2,35                            | 2,78          | 2,47                                                           | 1,74                            | 2,18          | 2,09                                             | 2,43 |
|                     | 2015    | jan.     | 0,23          | 0,44                                            | 1,28                                                           | 3,43                            | 3,77          | 3,84                                                           | 2,98                            | 2,32          | 2,82                                                           | 2,04                            | 1,66          | 2,04                                             | 2,14 |
| feb.                |         | 0,22     | 0,35          | 1,09                                            | 3,37                                                           | 3,55                            | 3,71          | 3,12                                                           | 2,24                            | 2,70          | 2,37                                                           | 1,52                            | 1,99          | 2,13                                             | 2,34 |
| mar. <sup>(p)</sup> |         | 0,21     | 0,33          | 1,14                                            | 3,33                                                           | 3,45                            | 3,65          | 3,12                                                           | 2,16                            | 2,69          | 2,31                                                           | 1,62                            | 2,10          | 1,99                                             | 2,34 |

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

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

|                              | Stanja      |                                     |                                 |                      |                                    |                  |        | Bruto izdaje <sup>5)</sup>          |                                 |                      |                                    |                  |     |                   |
|------------------------------|-------------|-------------------------------------|---------------------------------|----------------------|------------------------------------|------------------|--------|-------------------------------------|---------------------------------|----------------------|------------------------------------|------------------|-----|-------------------|
|                              | Skupaj      | DFI<br>(vključno z<br>Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI             |                      | Širše opredeljena država           |                  | Skupaj | DFI<br>(vključno z<br>Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI             |                      | Širše opredeljena država           |                  |     |                   |
|                              |             |                                     | Finančne družbe,<br>ki niso DFI | Nefinančne<br>družbe | Enote<br>centralne<br>ravni države | Ostala<br>država |        |                                     | Finančne družbe, ki<br>niso DFI | Nefinančne<br>družbe | Enote<br>centralne<br>ravni države | Ostala<br>država |     |                   |
|                              |             |                                     |                                 |                      |                                    |                  |        |                                     |                                 |                      |                                    |                  |     | FVC <sup>6)</sup> |
|                              | 1           | 2                                   | 3                               | 4                    | 5                                  | 6                | 7      | 8                                   | 9                               | 10                   | 11                                 | 12               | 13  | 14                |
|                              | Kratkoročne |                                     |                                 |                      |                                    |                  |        |                                     |                                 |                      |                                    |                  |     |                   |
| 2012                         | 1.417       | 573                                 | 146                             | .                    | 75                                 | 558              | 65     | 702                                 | 490                             | 37                   | .                                  | 52               | 103 | 21                |
| 2013                         | 1.238       | 468                                 | 122                             | .                    | 67                                 | 529              | 53     | 507                                 | 314                             | 30                   | .                                  | 44               | 99  | 21                |
| 2014                         | 1.247       | 481                                 | 119                             | .                    | 58                                 | 538              | 50     | 401                                 | 211                             | 34                   | .                                  | 39               | 93  | 25                |
| 2014<br>okt.<br>nov.<br>dec. | 1.307       | 495                                 | 135                             | .                    | 73                                 | 564              | 41     | 331                                 | 139                             | 29                   | .                                  | 37               | 102 | 25                |
|                              | 1.295       | 488                                 | 136                             | .                    | 69                                 | 557              | 45     | 292                                 | 127                             | 30                   | .                                  | 28               | 87  | 20                |
|                              | 1.247       | 481                                 | 119                             | .                    | 58                                 | 538              | 50     | 319                                 | 168                             | 24                   | .                                  | 27               | 66  | 34                |
| 2015<br>jan.<br>feb.<br>mar. | 1.310       | 523                                 | 125                             | .                    | 66                                 | 543              | 54     | 358                                 | 167                             | 28                   | .                                  | 33               | 94  | 36                |
|                              | 1.324       | 532                                 | 133                             | .                    | 70                                 | 534              | 56     | 336                                 | 146                             | 37                   | .                                  | 30               | 83  | 39                |
|                              | 1.348       | 535                                 | 134                             | .                    | 71                                 | 543              | 66     | 358                                 | 147                             | 45                   | .                                  | 35               | 89  | 42                |
|                              | Dolgoročne  |                                     |                                 |                      |                                    |                  |        |                                     |                                 |                      |                                    |                  |     |                   |
| 2012                         | 15.233      | 4.823                               | 3.184                           | .                    | 842                                | 5.758            | 626    | 256                                 | 99                              | 45                   | .                                  | 16               | 84  | 12                |
| 2013                         | 15.152      | 4.414                               | 3.120                           | .                    | 921                                | 6.069            | 627    | 223                                 | 71                              | 39                   | .                                  | 16               | 89  | 9                 |
| 2014                         | 15.179      | 4.046                               | 3.209                           | .                    | 995                                | 6.286            | 643    | 219                                 | 65                              | 43                   | .                                  | 16               | 85  | 10                |
| 2014<br>okt.<br>nov.<br>dec. | 15.159      | 4.075                               | 3.184                           | .                    | 983                                | 6.268            | 650    | 210                                 | 45                              | 40                   | .                                  | 15               | 102 | 8                 |
|                              | 15.198      | 4.059                               | 3.188                           | .                    | 988                                | 6.314            | 649    | 201                                 | 61                              | 46                   | .                                  | 14               | 73  | 6                 |
|                              | 15.179      | 4.046                               | 3.209                           | .                    | 995                                | 6.286            | 643    | 131                                 | 42                              | 38                   | .                                  | 11               | 29  | 10                |
| 2014<br>jan.<br>feb.<br>mar. | 15.282      | 4.064                               | 3.255                           | .                    | 1.004                              | 6.316            | 642    | 261                                 | 80                              | 48                   | .                                  | 8                | 113 | 13                |
|                              | 15.324      | 4.041                               | 3.263                           | .                    | 1.018                              | 6.356            | 646    | 207                                 | 64                              | 21                   | .                                  | 18               | 86  | 17                |
|                              | 15.422      | 4.030                               | 3.315                           | .                    | 1.033                              | 6.399            | 644    | 285                                 | 84                              | 62                   | .                                  | 17               | 112 | 10                |

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 3) Vključuje celotne stroške posojila. Ti zajemajo obresti in tudi druge s posojilom povezane stroške, na primer v zvezi s ponudbami, administracijo, pripravo dokumentov in jamstva.
- 4) V skladu z ESR 2010 se holdinške družbe nefinančnih družb od decembra 2014 ne uvrščajo več v sektor nefinančnih družb, ampak v sektor finančnih družb.
- 5) Za namene primerjave se letni podatki nanašajo na mesečno povprečje v danem letu.
- 6) Družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in opravljajo posle listinjenja (FVC).

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

|                              | Vrednostni papirji razen delnic |                                     |                              |                   |                          |                                 | Delnice, ki kotirajo na borzi |         |                                    |                      |               |
|------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|------------------------------|-------------------|--------------------------|---------------------------------|-------------------------------|---------|------------------------------------|----------------------|---------------|
|                              | Skupaj                          | DFI<br>(vključno z<br>Eurosistemom) | Družbe, ki niso DFI          |                   | Širše opredeljena država |                                 | Skupaj                        | DFI     | Finančne<br>družbe, ki niso<br>DFI | Nefinančne<br>družbe |               |
|                              |                                 |                                     | Finančne družbe, ki niso DFI |                   | Nefinančne<br>družbe     | Enote centralne<br>ravni države |                               |         |                                    |                      | Ostala država |
|                              |                                 |                                     |                              | FVC <sup>1)</sup> |                          |                                 |                               |         |                                    |                      |               |
|                              | 1                               | 2                                   | 3                            | 4                 | 5                        | 6                               | 7                             | 8       | 9                                  | 10                   | 11            |
|                              | Stanje                          |                                     |                              |                   |                          |                                 |                               |         |                                    |                      |               |
| 2012                         | 16.649,8                        | 5.396,3                             | 3.330,1                      | .                 | 916,8                    | 6.316,1                         | 690,4                         | 4.597,1 | 404,7                              | 617,9                | 3.574,6       |
| 2013                         | 16.389,7                        | 4.882,2                             | 3.242,3                      | .                 | 987,6                    | 6.597,8                         | 679,8                         | 5.638,0 | 569,1                              | 751,0                | 4.317,9       |
| 2014                         | 16.425,7                        | 4.527,0                             | 3.328,3                      | .                 | 1.053,7                  | 6.823,7                         | 693,0                         | 5.949,0 | 591,0                              | 787,8                | 4.570,2       |
| 2014<br>okt.<br>nov.<br>dec. | 16.466,0                        | 4.569,6                             | 3.318,8                      | .                 | 1.055,9                  | 6.831,2                         | 690,5                         | 5.764,8 | 611,6                              | 764,4                | 4.388,8       |
|                              | 16.493,4                        | 4.546,9                             | 3.323,8                      | .                 | 1.057,7                  | 6.871,3                         | 693,8                         | 6.042,0 | 628,4                              | 798,0                | 4.615,7       |
|                              | 16.425,7                        | 4.527,0                             | 3.328,3                      | .                 | 1.053,7                  | 6.823,7                         | 693,0                         | 5.949,0 | 591,0                              | 787,8                | 4.570,2       |
| 2015<br>jan.<br>feb.<br>mar. | 16.591,8                        | 4.586,3                             | 3.380,3                      | .                 | 1.070,5                  | 6.859,1                         | 695,5                         | 6.422,8 | 573,0                              | 836,0                | 5.013,9       |
|                              | 16.647,9                        | 4.573,1                             | 3.395,6                      | .                 | 1.087,3                  | 6.890,5                         | 701,4                         | 6.855,5 | 650,5                              | 899,6                | 5.305,4       |
|                              | 16.770,1                        | 4.564,6                             | 3.449,7                      | .                 | 1.104,1                  | 6.941,5                         | 710,1                         | 7.055,7 | 688,9                              | 933,3                | 5.433,5       |
|                              | Stopnja rasti                   |                                     |                              |                   |                          |                                 |                               |         |                                    |                      |               |
| 2012                         | 1,3                             | -1,8                                | 0,1                          | .                 | 14,4                     | 2,5                             | 6,1                           | 0,9     | 4,9                                | 2,0                  | 0,4           |
| 2013                         | -1,3                            | -8,9                                | -2,9                         | .                 | 8,1                      | 4,5                             | -1,1                          | 0,9     | 7,2                                | 0,2                  | 0,3           |
| 2014                         | -0,7                            | -8,2                                | 0,6                          | .                 | 5,1                      | 3,1                             | 1,2                           | 1,5     | 7,2                                | 1,6                  | 0,8           |
| 2014<br>okt.<br>nov.<br>dec. | -0,7                            | -8,2                                | 0,4                          | .                 | 5,1                      | 3,3                             | 1,7                           | 1,6     | 6,9                                | 1,6                  | 0,9           |
|                              | -1,0                            | -8,5                                | 0,1                          | .                 | 4,6                      | 2,9                             | 1,4                           | 1,6     | 7,1                                | 1,7                  | 0,8           |
|                              | -0,7                            | -8,2                                | 0,6                          | .                 | 5,1                      | 3,1                             | 1,2                           | 1,5     | 7,2                                | 1,6                  | 0,8           |
| 2015<br>jan.<br>feb.<br>mar. | -0,7                            | -8,3                                | 1,1                          | .                 | 3,1                      | 3,2                             | 1,8                           | 1,5     | 6,9                                | 1,5                  | 0,7           |
|                              | -0,9                            | -8,1                                | 1,1                          | .                 | 4,5                      | 2,4                             | 0,7                           | 1,4     | 6,8                                | 1,2                  | 0,7           |
|                              | -0,1                            | -7,5                                | 3,0                          | .                 | 5,4                      | 2,6                             | 1,8                           | 1,5     | 6,8                                | 1,4                  | 0,8           |

## 2.8 Efektivni devizni tečaji<sup>2)</sup>

(povprečja obdobj; indeks: 1999 I = 100)

|                                      | Efektivni devizni tečaj-19 |            |            |                          |                           |             | Efektivni devizni tečaj-38 |            |
|--------------------------------------|----------------------------|------------|------------|--------------------------|---------------------------|-------------|----------------------------|------------|
|                                      | Nominalni                  | Realni CPI | Realni PPI | Deflator realnega<br>BDP | Realni ULCM <sup>3)</sup> | Realni ULCT | Nominalni                  | Realni CPI |
|                                      | 1                          | 2          | 3          | 4                        | 5                         | 6           | 7                          | 8          |
| 2012                                 | 97,9                       | 95,8       | 93,1       | 89,5                     | 99,2                      | 92,2        | 107,2                      | 93,2       |
| 2013                                 | 101,7                      | 99,2       | 96,6       | 92,8                     | 101,9                     | 94,9        | 112,2                      | 96,5       |
| 2014                                 | 102,3                      | 98,9       | 96,5       | 93,0                     | 99,5                      | 95,7        | 114,8                      | 97,0       |
| 2014 II                              | 103,9                      | 100,5      | 98,0       | 94,4                     | 101,0                     | 97,1        | 116,2                      | 98,2       |
| 2014 III                             | 101,7                      | 98,2       | 95,9       | 92,3                     | 98,5                      | 95,1        | 113,8                      | 95,9       |
| 2014 IV                              | 99,6                       | 96,1       | 94,2       | 90,5                     | 96,6                      | 93,0        | 112,6                      | 94,5       |
| 2015 I                               | 93,7                       | 90,4       | 89,5       | .                        | .                         | .           | 106,9                      | 89,3       |
| 2014 dec.                            | 99,7                       | 96,0       | 94,3       | -                        | -                         | -           | 113,4                      | 94,9       |
| 2015 jan.                            | 95,9                       | 92,4       | 91,1       | -                        | -                         | -           | 109,3                      | 91,3       |
| 2015 feb.                            | 94,0                       | 90,7       | 89,9       | -                        | -                         | -           | 107,4                      | 89,7       |
| 2015 mar.                            | 91,4                       | 88,2       | 87,5       | -                        | -                         | -           | 104,2                      | 87,0       |
| 2015 apr.                            | 90,5                       | 87,3       | 87,0       | -                        | -                         | -           | 102,8                      | 85,7       |
| 2015 maj                             | 92,3                       | 89,0       | 88,9       | -                        | -                         | -           | 105,1                      | 87,5       |
| % sprememba glede na predhodni mesec |                            |            |            |                          |                           |             |                            |            |
| 2015 maj                             | 2,0                        | 2,0        | 2,2        | -                        | -                         | -           | 2,2                        | 2,0        |
| % sprememba glede na predhodno leto  |                            |            |            |                          |                           |             |                            |            |
| 2015 maj                             | -11,2                      | -11,3      | -9,3       | -                        | -                         | -           | -9,5                       | -10,9      |

Vir: ECB.

- 1) Družbe, ki se ukvarjajo s prenosom finančnih sredstev in opravljajo posle listinjenja (FVC).
- 2) Opredelitev skupin trgovinskih partneric in druge informacije najdemo v splošnih opombah.
- 3) Serije, deflacionirane z indeksom ULCM, so na voljo samo za skupino trgovinskih partneric EDT-19.

## 2.9 Dvostranski devizni tečajji

(povprečja obdobj; enote nacionalne valute za enoto eura)

|                                      | Kitajski<br>juan<br>renminbi | Hrvatska<br>kuna | Čška<br>krona | Danska<br>krona | Madžarski<br>forint | Japonski<br>jen | Poljski zlot | Britanski<br>funt | Romunski<br>leu | Švedska<br>krona | Švicarski<br>frank | Ameriški<br>dolar |
|--------------------------------------|------------------------------|------------------|---------------|-----------------|---------------------|-----------------|--------------|-------------------|-----------------|------------------|--------------------|-------------------|
|                                      | 1                            | 2                | 3             | 4               | 5                   | 6               | 7            | 8                 | 9               | 10               | 11                 | 12                |
| 2012                                 | 8,105                        | 7,522            | 25,149        | 7,444           | 289,249             | 102,492         | 4,185        | 0,811             | 4,4593          | 8,704            | 1,205              | 1,285             |
| 2013                                 | 8,165                        | 7,579            | 25,980        | 7,458           | 296,873             | 129,663         | 4,197        | 0,849             | 4,4190          | 8,652            | 1,231              | 1,328             |
| 2014                                 | 8,186                        | 7,634            | 27,536        | 7,455           | 308,706             | 140,306         | 4,184        | 0,806             | 4,4437          | 9,099            | 1,215              | 1,329             |
| 2014 II                              | 8,544                        | 7,599            | 27,446        | 7,463           | 305,914             | 140,001         | 4,167        | 0,815             | 4,4256          | 9,052            | 1,219              | 1,371             |
| 2014 III                             | 8,173                        | 7,623            | 27,619        | 7,452           | 312,242             | 137,749         | 4,175        | 0,794             | 4,4146          | 9,205            | 1,212              | 1,326             |
| 2014 IV                              | 7,682                        | 7,665            | 27,630        | 7,442           | 308,527             | 142,754         | 4,211        | 0,789             | 4,4336          | 9,272            | 1,205              | 1,250             |
| 2015 I                               | 7,023                        | 7,681            | 27,624        | 7,450           | 308,889             | 134,121         | 4,193        | 0,743             | 4,4516          | 9,380            | 1,072              | 1,126             |
| 2014 dec.                            | 7,633                        | 7,668            | 27,640        | 7,440           | 310,833             | 147,059         | 4,215        | 0,788             | 4,4583          | 9,404            | 1,203              | 1,233             |
| 2015 jan.                            | 7,227                        | 7,688            | 27,895        | 7,441           | 316,500             | 137,470         | 4,278        | 0,767             | 4,4874          | 9,417            | 1,094              | 1,162             |
| 2015 feb.                            | 7,096                        | 7,711            | 27,608        | 7,450           | 306,884             | 134,686         | 4,176        | 0,741             | 4,4334          | 9,490            | 1,062              | 1,135             |
| 2015 mar.                            | 6,762                        | 7,647            | 27,379        | 7,459           | 303,445             | 130,410         | 4,126        | 0,724             | 4,4339          | 9,245            | 1,061              | 1,084             |
| 2015 apr.                            | 6,686                        | 7,590            | 27,439        | 7,466           | 299,429             | 128,935         | 4,018        | 0,721             | 4,4155          | 9,325            | 1,038              | 1,078             |
| 2015 maj                             | 6,916                        | 7,559            | 27,397        | 7,461           | 306,327             | 134,748         | 4,081        | 0,721             | 4,4477          | 9,304            | 1,039              | 1,115             |
| % sprememba glede na predhodni mesec |                              |                  |               |                 |                     |                 |              |                   |                 |                  |                    |                   |
| 2015 maj                             | 3,4                          | -0,4             | -0,2          | -0,1            | 2,3                 | 4,5             | 1,6          | 0,0               | 0,7             | -0,2             | 0,1                | 3,4               |
| % sprememba glede na predhodno leto  |                              |                  |               |                 |                     |                 |              |                   |                 |                  |                    |                   |
| 2015 maj                             | -19,3                        | -0,5             | -0,1          | 0,0             | 0,6                 | -3,6            | -2,4         | -11,5             | 0,5             | 3,0              | -14,9              | -18,8             |

## 2.10 Plačilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

|                                               | Skupaj <sup>1)</sup> |            |          | Neposredne naložbe |            | Portfeljske naložbe |            | Izvedeni finančni<br>instrumenti (neto) | Ostale naložbe |            | Rezerve | Zaznamek:<br>Bruto<br>zunanji dolg |
|-----------------------------------------------|----------------------|------------|----------|--------------------|------------|---------------------|------------|-----------------------------------------|----------------|------------|---------|------------------------------------|
|                                               | Terjatve             | Obveznosti | Neto     | Terjatve           | Obveznosti | Terjatve            | Obveznosti |                                         | Terjatve       | Obveznosti |         |                                    |
|                                               | 1                    | 2          | 3        | 4                  | 5          | 6                   | 7          | 8                                       | 9              | 10         | 11      | 12                                 |
| Saldo (stanje mednarodnih naložb)             |                      |            |          |                    |            |                     |            |                                         |                |            |         |                                    |
| 2014 I                                        | 18.138,2             | 19.559,2   | -1.421,0 | 7.453,0            | 5.605,5    | 5.671,2             | 9.279,2    | -56,3                                   | 4.573,8        | 4.674,4    | 496,6   | 11.536,3                           |
| 2014 II                                       | 18.624,8             | 19.903,1   | -1.278,3 | 7.503,2            | 5.599,4    | 5.958,7             | 9.632,0    | -50,6                                   | 4.706,9        | 4.671,7    | 506,6   | 11.685,4                           |
| 2014 III                                      | 19.346,1             | 20.670,5   | -1.324,5 | 7.723,5            | 5.856,6    | 6.337,2             | 9.967,7    | -74,6                                   | 4.840,6        | 4.846,2    | 519,3   | 12.062,9                           |
| 2014 IV                                       | 19.541,6             | 20.827,2   | -1.285,6 | 7.541,6            | 5.844,7    | 6.521,7             | 10.127,9   | -38,8                                   | 4.983,0        | 4.854,6    | 534,1   | 12.093,1                           |
| Saldo kot odstotek BDP                        |                      |            |          |                    |            |                     |            |                                         |                |            |         |                                    |
| 2014 IV                                       | 193,3                | 206,0      | -12,7    | 74,6               | 57,8       | 64,5                | 100,2      | -0,4                                    | 49,3           | 48,0       | 5,3     | 119,6                              |
| Transakcije                                   |                      |            |          |                    |            |                     |            |                                         |                |            |         |                                    |
| 2014 II                                       | 215,2                | 125,4      | 89,9     | -4,0               | 0,4        | 160,7               | 190,2      | 16,9                                    | 41,2           | -65,2      | 0,4     | -                                  |
| 2014 III                                      | 192,8                | 111,5      | 81,3     | 65,4               | 42,9       | 114,8               | 22,6       | 18,5                                    | -4,5           | 46,0       | -1,3    | -                                  |
| 2014 IV                                       | 86,6                 | 11,2       | 75,4     | 70,1               | 65,0       | 92,1                | -1,0       | 10,5                                    | -88,1          | -52,9      | 2,1     | -                                  |
| 2015 I                                        | 313,6                | 318,3      | -4,7     | 27,2               | 64,9       | 71,2                | 92,4       | 30,1                                    | 179,3          | 161,0      | 5,8     | -                                  |
| 2014 okt.                                     | 14,9                 | -26,9      | 41,8     | 27,7               | 23,5       | 10,3                | -37,1      | 6,4                                     | -29,6          | -13,3      | 0,2     | -                                  |
| 2014 nov.                                     | 185,2                | 110,8      | 74,3     | 54,8               | 27,9       | 54,7                | 34,5       | 1,3                                     | 73,7           | 48,4       | 0,7     | -                                  |
| 2014 dec.                                     | -113,5               | -72,8      | -40,7    | -12,4              | 13,6       | 27,1                | 1,6        | 2,8                                     | -132,2         | -88,0      | 1,1     | -                                  |
| 2015 jan.                                     | 252,0                | 268,9      | -16,9    | 14,1               | 8,5        | 8,4                 | 40,1       | 10,0                                    | 218,3          | 220,3      | 1,2     | -                                  |
| 2015 feb.                                     | 79,5                 | 62,1       | 17,4     | 34,8               | 33,1       | 44,7                | 37,0       | 9,7                                     | -13,8          | -8,0       | 4,2     | -                                  |
| 2015 mar.                                     | -18,0                | -12,7      | -5,2     | -21,6              | 23,3       | 18,0                | 15,3       | 10,4                                    | -25,2          | -51,3      | 0,4     | -                                  |
| Skupne 12-mesečne transakcije                 |                      |            |          |                    |            |                     |            |                                         |                |            |         |                                    |
| 2015 mar.                                     | 808,2                | 566,3      | 241,9    | 158,7              | 173,1      | 438,7               | 304,2      | 75,9                                    | 127,9          | 89,0       | 7,0     | -                                  |
| Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP |                      |            |          |                    |            |                     |            |                                         |                |            |         |                                    |
| 2015 mar.                                     | 8,0                  | 5,6        | 2,4      | 1,6                | 1,7        | 4,3                 | 3,0        | 0,8                                     | 1,3            | 0,9        | 0,1     | -                                  |

Vir: ECB.

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

### 3 GOSPODARSKA AKTIVNOST

#### 3.1 BDP in izdatkovne komponente<sup>1)</sup>

(četrtni podatki, sezonsko prilagojeni; letni podatki, niso sezonsko prilagojeni)

|         | Bruto domači proizvod (BDP)                                      |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
|---------|------------------------------------------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------------------------|-------------------------|---------------------------|--------------------|--------|---------------------------|---------|---------|
|         | Skupaj                                                           | Domače povpraševanje |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        | Zunanjetrgovinska bilanca |         |         |
|         |                                                                  | Skupaj               | Zasebna<br>potrošnja | Državna<br>potrošnja | Bruto investicije v osnovna sredstva |                         |                           | Spremembe<br>zalog | Skupaj | Izvoz                     | Uvoz    |         |
|         |                                                                  |                      |                      |                      | Gradbene<br>investicije              | Investicije v<br>opremo | Intelektualna<br>lastnina |                    |        |                           |         |         |
|         | 1                                                                | 2                    | 3                    | 4                    | 5                                    | 6                       | 7                         | 8                  | 9      | 10                        | 11      | 12      |
|         | Tekoče cene (v milijardah EUR)                                   |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
| 2012    | 9.845,6                                                          | 9.582,9              | 5.542,1              | 2.065,5              | 1.980,9                              | 1.036,6                 | 581,5                     | 358,1              | -5,6   | 262,7                     | 4.281,0 | 4.018,3 |
| 2013    | 9.930,6                                                          | 9.589,0              | 5.565,3              | 2.097,1              | 1.940,4                              | 1.006,3                 | 569,0                     | 360,2              | -13,9  | 341,6                     | 4.357,6 | 4.016,0 |
| 2014    | 10.110,9                                                         | 9.721,4              | 5.650,5              | 2.129,0              | 1.968,3                              | 1.010,0                 | 584,5                     | 368,6              | -26,4  | 389,4                     | 4.486,1 | 4.096,6 |
| 2014 I  | 2.516,3                                                          | 2.425,6              | 1.404,3              | 529,0                | 493,5                                | 255,7                   | 145,2                     | 91,3               | -1,2   | 90,6                      | 1.102,5 | 1.011,9 |
| II      | 2.521,9                                                          | 2.427,2              | 1.409,2              | 529,9                | 490,6                                | 251,5                   | 145,9                     | 91,9               | -2,6   | 94,7                      | 1.116,5 | 1.021,8 |
| III     | 2.533,2                                                          | 2.436,0              | 1.416,7              | 534,2                | 492,2                                | 251,2                   | 147,1                     | 92,6               | -7,1   | 97,2                      | 1.133,9 | 1.036,7 |
| IV      | 2.545,8                                                          | 2.437,1              | 1.423,0              | 534,0                | 495,4                                | 253,5                   | 147,8                     | 92,9               | -15,3  | 108,7                     | 1.141,5 | 1.032,7 |
|         | Odstotek BDP                                                     |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
| 2012    | 100,0                                                            | 97,3                 | 56,3                 | 21,0                 | 20,1                                 | 10,5                    | 5,9                       | 3,6                | 0,0    | 2,7                       | -       | -       |
| 2013    | 100,0                                                            | 96,6                 | 56,0                 | 21,1                 | 19,6                                 | 10,1                    | 5,7                       | 3,6                | -0,1   | 3,5                       | -       | -       |
| 2014    | 100,0                                                            | 96,1                 | 55,9                 | 21,1                 | 19,5                                 | 10,0                    | 5,8                       | 3,6                | -0,3   | 3,9                       | -       | -       |
|         | Verižni obseg (cene preteklega leta)                             |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
|         | Četrtnne spremembe v odstotkih                                   |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
| 2014 II | 0,1                                                              | 0,0                  | 0,2                  | 0,2                  | -0,5                                 | -1,6                    | 0,7                       | 0,3                | -      | -                         | 1,3     | 1,3     |
| III     | 0,2                                                              | 0,2                  | 0,5                  | 0,2                  | 0,0                                  | -0,6                    | 0,7                       | 0,5                | -      | -                         | 1,5     | 1,7     |
| IV      | 0,3                                                              | 0,1                  | 0,4                  | 0,2                  | 0,4                                  | 0,8                     | 0,0                       | -0,1               | -      | -                         | 0,8     | 0,4     |
| 2015 I  | 0,4                                                              | .                    | .                    | .                    | .                                    | .                       | .                         | .                  | -      | -                         | .       | .       |
|         | Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah |                      |                      |                      |                                      |                         |                           |                    |        |                           |         |         |
| 2014 II | 0,1                                                              | 0,0                  | 0,1                  | 0,0                  | -0,1                                 | -0,2                    | 0,0                       | 0,0                | 0,0    | 0,0                       | -       | -       |
| III     | 0,2                                                              | 0,2                  | 0,3                  | 0,1                  | 0,0                                  | -0,1                    | 0,0                       | 0,0                | -0,1   | 0,0                       | -       | -       |
| IV      | 0,3                                                              | 0,1                  | 0,2                  | 0,0                  | 0,1                                  | 0,1                     | 0,0                       | 0,0                | -0,2   | 0,2                       | -       | -       |
| 2015 I  | 0,4                                                              | .                    | .                    | .                    | .                                    | .                       | .                         | .                  | .      | .                         | -       | -       |

#### 3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih<sup>1)</sup>

(četrtni podatki, sezonsko prilagojeni; letni podatki, niso sezonsko prilagojeni)

|        | Bruto dodana vrednost (osnovne cene)                             |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             | Davki<br>brez<br>subvencij<br>za<br>proizvode |
|--------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------|
|        | Skupaj                                                           | Kmetijstvo,<br>gozdarstvo<br>in ribolov | Predelovalne<br>dejavnosti,<br>oskrba z<br>elektriko<br>in javne<br>gospodarske<br>službe | Gradbeništvo | Trgovina,<br>promet,<br>skladiščenje<br>in<br>gostinstvo | Informacijske in<br>komunikacijske<br>dejavnosti | Finančne in<br>zavarovalniške<br>dejavnosti | Poslovanje z<br>nepremičninami | Strokovne,<br>poslovne<br>in<br>podporne<br>storitve | Javna uprava,<br>izobraževanje,<br>zdravstvo<br>in socialno<br>varstvo | Umetnost,<br>zabava<br>in druge<br>storitve |                                               |
|        | 1                                                                | 2                                       | 3                                                                                         | 4            | 5                                                        | 6                                                | 7                                           | 8                              | 9                                                    | 10                                                                     | 11                                          |                                               |
|        | Tekoče cene (v milijardah EUR)                                   |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |                                               |
| 2012   | 8.851,5                                                          | 152,1                                   | 1.729,9                                                                                   | 471,5        | 1.676,2                                                  | 409,3                                            | 439,4                                       | 1.014,9                        | 925,0                                                | 1.718,1                                                                | 315,0                                       | 994,0                                         |
| 2013   | 8.923,5                                                          | 156,1                                   | 1.739,7                                                                                   | 462,1        | 1.684,6                                                  | 403,0                                            | 440,1                                       | 1.031,9                        | 938,7                                                | 1.748,3                                                                | 319,0                                       | 1.007,1                                       |
| 2014   | 9.075,9                                                          | 147,4                                   | 1.764,2                                                                                   | 464,3        | 1.712,7                                                  | 406,6                                            | 455,2                                       | 1.055,4                        | 960,8                                                | 1.783,3                                                                | 326,1                                       | 1.035,0                                       |
| 2014 I | 2.260,7                                                          | 38,1                                    | 439,2                                                                                     | 117,5        | 425,9                                                    | 101,6                                            | 113,2                                       | 262,0                          | 238,1                                                | 444,2                                                                  | 80,9                                        | 255,5                                         |
| II     | 2.262,4                                                          | 37,5                                    | 440,5                                                                                     | 115,5        | 426,0                                                    | 101,5                                            | 114,5                                       | 263,1                          | 239,0                                                | 443,8                                                                  | 80,9                                        | 259,5                                         |
| III    | 2.273,1                                                          | 36,2                                    | 442,7                                                                                     | 115,1        | 429,2                                                    | 101,7                                            | 114,3                                       | 264,4                          | 240,7                                                | 446,9                                                                  | 81,8                                        | 260,1                                         |
| IV     | 2.283,8                                                          | 35,7                                    | 444,8                                                                                     | 116,7        | 432,2                                                    | 101,9                                            | 113,4                                       | 265,7                          | 243,1                                                | 448,1                                                                  | 82,3                                        | 262,0                                         |
|        | Odstotek dodane vrednosti                                        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |                                               |
| 2012   | 100,0                                                            | 1,7                                     | 19,5                                                                                      | 5,3          | 18,9                                                     | 4,6                                              | 5,0                                         | 11,5                           | 10,5                                                 | 19,4                                                                   | 3,6                                         | -                                             |
| 2013   | 100,0                                                            | 1,8                                     | 19,5                                                                                      | 5,2          | 18,9                                                     | 4,5                                              | 4,9                                         | 11,6                           | 10,5                                                 | 19,6                                                                   | 3,6                                         | -                                             |
| 2014   | 100,0                                                            | 1,6                                     | 19,5                                                                                      | 5,1          | 18,9                                                     | 4,5                                              | 5,0                                         | 11,6                           | 10,6                                                 | 19,6                                                                   | 3,6                                         | -                                             |
|        | Verižni obseg (cene preteklega leta)                             |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |                                               |
|        | Četrtni spremembe v odstotkih                                    |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |                                               |
| 2014 I | 0,3                                                              | 1,0                                     | 0,0                                                                                       | 0,7          | 0,6                                                      | -0,4                                             | 0,6                                         | 0,4                            | 0,5                                                  | 0,3                                                                    | 0,3                                         | -0,2                                          |
| II     | 0,0                                                              | -0,4                                    | 0,2                                                                                       | -1,5         | -0,1                                                     | -0,1                                             | -0,8                                        | 0,3                            | 0,2                                                  | 0,1                                                                    | -0,3                                        | 0,9                                           |
| III    | 0,2                                                              | 0,7                                     | 0,1                                                                                       | -0,9         | 0,5                                                      | 0,5                                              | 0,3                                         | 0,3                            | 0,5                                                  | 0,0                                                                    | 0,7                                         | -0,3                                          |
| IV     | 0,2                                                              | -2,0                                    | 0,0                                                                                       | 1,0          | 0,5                                                      | 0,0                                              | -0,1                                        | 0,2                            | 0,6                                                  | 0,3                                                                    | 0,1                                         | 1,1                                           |
|        | Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |                                               |
| 2014 I | 0,3                                                              | 0,0                                     | 0,0                                                                                       | 0,0          | 0,1                                                      | 0,0                                              | 0,0                                         | 0,0                            | 0,1                                                  | 0,1                                                                    | 0,0                                         | -                                             |
| II     | 0,0                                                              | 0,0                                     | 0,0                                                                                       | -0,1         | 0,0                                                      | 0,0                                              | 0,0                                         | 0,0                            | 0,0                                                  | 0,0                                                                    | 0,0                                         | -                                             |
| III    | 0,2                                                              | 0,0                                     | 0,0                                                                                       | 0,0          | 0,1                                                      | 0,0                                              | 0,0                                         | 0,0                            | 0,0                                                  | 0,0                                                                    | 0,0                                         | -                                             |
| IV     | 0,2                                                              | 0,0                                     | 0,0                                                                                       | 0,1          | 0,1                                                      | 0,0                                              | 0,0                                         | 0,0                            | 0,1                                                  | 0,1                                                                    | 0,0                                         | -                                             |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja z izjemo stolpcev 6 do 8 v tabeli 3.1 (18 držav članic euroobmočja).

### 3.3 Kratkoročna poslovna statistika

|                            | Industrija<br>brez gradbeništva <sup>1)</sup> |      |                             |                                  |                                |                                  | Gradbeništvo | Kazalnik<br>ECB o<br>novih<br>naročilih v<br>industriji | Trgovina na drobno |                                           |          |        | Registracije<br>novih<br>osebnih<br>avtomobilov |
|----------------------------|-----------------------------------------------|------|-----------------------------|----------------------------------|--------------------------------|----------------------------------|--------------|---------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------------|----------|--------|-------------------------------------------------|
|                            | Skupaj                                        |      | Glavne industrijske skupine |                                  |                                |                                  |              |                                                         | Skupaj             | Hrana,<br>pijača in<br>tobačni<br>izdelki | Neživila | Goriva |                                                 |
|                            |                                               |      | Predelovalne<br>dejavnosti  | Proizvodi<br>za vmesno<br>porabo | Proizvodi<br>za<br>investicije | Proizvodi<br>za široko<br>porabo |              |                                                         |                    |                                           |          |        |                                                 |
| % od skupaj<br>v letu 2010 | 100,0                                         | 86,0 | 33,6                        | 29,2                             | 22,5                           | 14,7                             | 100,0        | 100,0                                                   | 100,0              | 39,3                                      | 51,5     | 9,1    | 100,0                                           |
|                            | 1                                             | 2    | 3                           | 4                                | 5                              | 6                                | 7            | 8                                                       | 9                  | 10                                        | 11       | 12     | 13                                              |
|                            | Medletne spremembe v odstotkih                |      |                             |                                  |                                |                                  |              |                                                         |                    |                                           |          |        |                                                 |
| 2012                       | -2,4                                          | -2,6 | -4,5                        | -1,0                             | -2,5                           | -0,1                             | -4,9         | -3,7                                                    | -1,6               | -1,3                                      | -1,5     | -5,0   | -11,0                                           |
| 2013                       | -0,7                                          | -0,7 | -1,0                        | -0,6                             | -0,4                           | -0,8                             | -3,2         | -0,1                                                    | -0,8               | -0,9                                      | -0,6     | -0,9   | -4,4                                            |
| 2014                       | 0,8                                           | 1,7  | 1,2                         | 1,8                              | 2,6                            | -5,5                             | 1,7          | 3,3                                                     | 1,3                | 0,3                                       | 2,4      | 0,4    | 3,7                                             |
| 2014 II                    | 0,8                                           | 1,6  | 1,4                         | 0,9                              | 3,3                            | -5,3                             | 3,0          | 3,6                                                     | 1,4                | 1,1                                       | 2,0      | -0,3   | 3,9                                             |
| 2014 III                   | 0,5                                           | 1,1  | 0,5                         | 1,4                              | 1,9                            | -3,4                             | -1,1         | 2,3                                                     | 0,8                | -0,3                                      | 2,0      | -0,5   | 4,1                                             |
| 2014 IV                    | 0,3                                           | 1,0  | -0,4                        | 0,9                              | 2,6                            | -3,1                             | -0,6         | 2,8                                                     | 2,1                | 0,7                                       | 3,2      | 1,4    | 1,6                                             |
| 2015 I                     | 1,5                                           | 1,1  | -0,1                        | 0,6                              | 2,7                            | 4,4                              | -0,5         | 0,9                                                     | 2,3                | 1,0                                       | 3,4      | 2,3    | 9,0                                             |
| 2014 nov.<br>dec.          | -0,5                                          | 0,3  | -0,7                        | -0,8                             | 3,0                            | -5,3                             | 0,1          | 1,4                                                     | 1,4                | -0,2                                      | 2,8      | 0,3    | 0,3                                             |
|                            | 0,8                                           | 1,5  | 0,2                         | 2,0                              | 1,6                            | -1,9                             | -2,1         | 3,0                                                     | 3,2                | 2,1                                       | 4,0      | 2,7    | 0,0                                             |
| 2015 jan.                  | 0,7                                           | 0,3  | -0,1                        | 0,2                              | 0,8                            | 2,7                              | 0,7          | 0,5                                                     | 2,5                | 2,0                                       | 3,1      | 2,9    | 11,0                                            |
| 2015 feb.                  | 1,9                                           | 1,2  | -0,2                        | 1,2                              | 2,4                            | 7,0                              | -3,5         | 0,4                                                     | 2,6                | 0,9                                       | 3,9      | 3,3    | 8,1                                             |
| 2015 mar.                  | 1,8                                           | 1,7  | 0,0                         | 0,3                              | 4,8                            | 3,8                              | -2,7         | 1,8                                                     | 1,7                | 0,1                                       | 3,2      | 0,8    | 8,2                                             |
| 2015 apr.                  | .                                             | .    | .                           | .                                | .                              | .                                | .            | .                                                       | 2,2                | 1,1                                       | 3,3      | 3,2    | 6,5                                             |
|                            | Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)  |      |                             |                                  |                                |                                  |              |                                                         |                    |                                           |          |        |                                                 |
| 2014 nov.<br>dec.          | 0,2                                           | 0,3  | 0,1                         | -0,1                             | 0,4                            | -0,2                             | -0,3         | -1,3                                                    | 0,6                | 0,3                                       | 1,0      | 0,2    | -2,5                                            |
|                            | 0,6                                           | 0,6  | 1,2                         | 1,2                              | -0,6                           | 0,9                              | 0,4          | 2,4                                                     | 0,5                | 0,3                                       | 0,5      | 1,8    | 5,5                                             |
| 2015 jan.                  | -0,1                                          | -0,5 | -0,1                        | -0,4                             | -0,3                           | 1,2                              | 1,0          | -2,2                                                    | 0,3                | 0,8                                       | 0,4      | 1,0    | 2,0                                             |
| 2015 feb.                  | 1,0                                           | 1,0  | 0,2                         | 0,7                              | 1,6                            | 1,0                              | -1,6         | -0,2                                                    | 0,1                | -0,7                                      | 0,7      | -0,8   | -0,2                                            |
| 2015 mar.                  | -0,3                                          | -0,1 | -0,3                        | -0,9                             | 2,0                            | -1,7                             | 0,8          | 1,2                                                     | -0,6               | -0,6                                      | -0,5     | -1,4   | -0,8                                            |
| 2015 apr.                  | .                                             | .    | .                           | .                                | .                              | .                                | .            | .                                                       | 0,7                | 1,3                                       | 0,3      | 0,6    | 1,1                                             |

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

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

|                                                                         | Po statusu zaposlitve |          |                   | Po gospodarski dejavnosti               |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|-------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
|                                                                         | Skupaj                | Zaposlen | Samozapo-<br>slen | Kmetijstvo,<br>gozdarstvo<br>in ribolov | Predeloval-<br>ne dejavno-<br>sti, oskrba<br>z elektriko<br>in javne<br>gospodarske<br>službe | Gradbeni-<br>štvo | Trgovina,<br>promet,<br>skladiščenje<br>in gostin-<br>stvo | Informa-<br>cijske in<br>komuni-<br>kacijske<br>dejavnosti | Finančne in<br>zavaro-<br>valniške<br>dejavnosti | Poslovanje<br>z nepremi-<br>činami | Strokovne,<br>poslovne in<br>podporne<br>storitve | Javna<br>uprava, izo-<br>braževanje,<br>zdravstvo<br>in socialno<br>varstvo | Umetnost,<br>zabava<br>in druge<br>storitve |
|                                                                         |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
|                                                                         | 1                     | 2        | 3                 | 4                                       | 5                                                                                             | 6                 | 7                                                          | 8                                                          | 9                                                | 10                                 | 11                                                | 12                                                                          | 13                                          |
| Število zaposlenih<br>v odstotkih                                       |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
| 2012                                                                    | 100,0                 | 85,0     | 15,0              | 3,4                                     | 15,4                                                                                          | 6,4               | 24,9                                                       | 2,7                                                        | 2,7                                              | 1,0                                | 12,7                                              | 23,8                                                                        | 7,0                                         |
| 2013                                                                    | 100,0                 | 85,0     | 15,0              | 3,4                                     | 15,2                                                                                          | 6,2               | 24,9                                                       | 2,7                                                        | 2,7                                              | 1,0                                | 12,8                                              | 24,0                                                                        | 7,0                                         |
| 2014                                                                    | 100,0                 | 85,2     | 14,8              | 3,4                                     | 15,1                                                                                          | 6,0               | 25,0                                                       | 2,7                                                        | 2,7                                              | 1,0                                | 13,0                                              | 24,0                                                                        | 7,0                                         |
| Medletne spremembe v odstotkih                                          |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
| 2012                                                                    | -0,5                  | -0,5     | -0,4              | -1,3                                    | -0,7                                                                                          | -4,4              | -0,5                                                       | 0,7                                                        | -0,4                                             | 0,1                                | 0,5                                               | -0,2                                                                        | 0,6                                         |
| 2013                                                                    | -0,7                  | -0,7     | -0,9              | -1,3                                    | -1,6                                                                                          | -4,3              | -0,5                                                       | -0,2                                                       | -1,1                                             | -0,7                               | 0,2                                               | -0,1                                                                        | -0,1                                        |
| 2014                                                                    | 0,6                   | 0,8      | -0,5              | -0,2                                    | 0,0                                                                                           | -1,7              | 0,9                                                        | 1,0                                                        | -1,0                                             | 0,6                                | 2,0                                               | 0,8                                                                         | 0,6                                         |
| 2014 I                                                                  | 0,2                   | 0,3      | -0,2              | 0,8                                     | -0,8                                                                                          | -2,3              | 0,4                                                        | 0,4                                                        | -0,9                                             | 0,9                                | 1,2                                               | 0,8                                                                         | -0,2                                        |
| 2014 II                                                                 | 0,6                   | 0,8      | -0,7              | -0,5                                    | 0,0                                                                                           | -1,9              | 0,9                                                        | 0,8                                                        | -1,2                                             | 0,7                                | 2,2                                               | 0,8                                                                         | 0,3                                         |
| 2014 III                                                                | 0,7                   | 1,0      | -0,6              | -0,6                                    | 0,3                                                                                           | -1,3              | 1,1                                                        | 1,4                                                        | -1,0                                             | 0,2                                | 2,1                                               | 0,8                                                                         | 0,6                                         |
| 2014 IV                                                                 | 0,9                   | 1,1      | -0,6              | -0,5                                    | 0,5                                                                                           | -1,3              | 1,1                                                        | 1,2                                                        | -1,1                                             | 0,6                                | 2,5                                               | 0,8                                                                         | 1,7                                         |
| Opravljene delovne ure<br>v odstotkih                                   |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
| 2012                                                                    | 100,0                 | 80,1     | 19,9              | 4,4                                     | 15,7                                                                                          | 7,2               | 25,9                                                       | 2,8                                                        | 2,8                                              | 1,0                                | 12,4                                              | 21,6                                                                        | 6,3                                         |
| 2013                                                                    | 100,0                 | 80,1     | 19,9              | 4,4                                     | 15,6                                                                                          | 6,9               | 25,9                                                       | 2,8                                                        | 2,8                                              | 1,0                                | 12,5                                              | 21,7                                                                        | 6,3                                         |
| 2014                                                                    | 100,0                 | 80,2     | 19,8              | 4,4                                     | 15,6                                                                                          | 6,7               | 26,0                                                       | 2,8                                                        | 2,7                                              | 1,0                                | 12,6                                              | 21,8                                                                        | 6,3                                         |
| Medletne spremembe v odstotkih                                          |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
| 2012                                                                    | -1,8                  | -1,8     | -1,7              | -2,0                                    | -2,3                                                                                          | -6,9              | -2,0                                                       | 0,2                                                        | -1,2                                             | -0,8                               | -0,6                                              | -0,7                                                                        | -0,3                                        |
| 2013                                                                    | -1,2                  | -1,2     | -1,1              | -0,8                                    | -1,7                                                                                          | -5,3              | -0,9                                                       | -0,4                                                       | -1,4                                             | -1,4                               | -0,4                                              | -0,4                                                                        | -0,7                                        |
| 2014                                                                    | 0,6                   | 0,9      | -0,3              | 0,4                                     | 0,5                                                                                           | -1,4              | 0,8                                                        | 0,9                                                        | -1,3                                             | 0,1                                | 1,9                                               | 0,9                                                                         | 0,2                                         |
| 2014 I                                                                  | 0,8                   | 0,8      | 0,8               | 1,6                                     | 0,6                                                                                           | -0,5              | 0,8                                                        | 0,8                                                        | -0,6                                             | 0,7                                | 1,2                                               | 1,3                                                                         | -0,6                                        |
| 2014 II                                                                 | 0,4                   | 0,7      | -0,8              | -0,3                                    | -0,3                                                                                          | -2,0              | 0,7                                                        | 0,8                                                        | -1,9                                             | 0,1                                | 1,8                                               | 0,9                                                                         | 0,3                                         |
| 2014 III                                                                | 0,5                   | 0,9      | -0,8              | -0,4                                    | 0,4                                                                                           | -1,7              | 1,0                                                        | 1,0                                                        | -1,7                                             | -0,5                               | 1,9                                               | 0,7                                                                         | 0,0                                         |
| 2014 IV                                                                 | 1,1                   | 1,4      | 0,1               | 1,1                                     | 1,2                                                                                           | -0,7              | 1,2                                                        | 1,2                                                        | -1,9                                             | 0,7                                | 2,6                                               | 0,9                                                                         | 1,4                                         |
| Opravljene delovne ure na zaposlenega<br>Medletne spremembe v odstotkih |                       |          |                   |                                         |                                                                                               |                   |                                                            |                                                            |                                                  |                                    |                                                   |                                                                             |                                             |
| 2012                                                                    | -1,3                  | -1,3     | -1,3              | -0,7                                    | -1,6                                                                                          | -2,6              | -1,5                                                       | -0,6                                                       | -0,7                                             | -0,9                               | -1,1                                              | -0,5                                                                        | -0,9                                        |
| 2013                                                                    | -0,4                  | -0,5     | -0,1              | 0,5                                     | 0,0                                                                                           | -1,0              | -0,4                                                       | -0,1                                                       | -0,4                                             | -0,7                               | -0,6                                              | -0,3                                                                        | -0,6                                        |
| 2014                                                                    | 0,1                   | 0,1      | 0,2               | 0,5                                     | 0,5                                                                                           | 0,3               | -0,1                                                       | 0,0                                                        | -0,3                                             | -0,5                               | -0,1                                              | 0,1                                                                         | -0,4                                        |
| 2014 I                                                                  | 0,6                   | 0,5      | 1,0               | 0,8                                     | 1,3                                                                                           | 1,8               | 0,4                                                        | 0,4                                                        | 0,3                                              | -0,2                               | 0,0                                               | 0,6                                                                         | -0,4                                        |
| 2014 II                                                                 | -0,2                  | -0,1     | -0,2              | 0,2                                     | -0,3                                                                                          | -0,1              | -0,2                                                       | 0,0                                                        | -0,7                                             | -0,6                               | -0,3                                              | 0,1                                                                         | -0,1                                        |
| 2014 III                                                                | -0,2                  | -0,1     | -0,2              | 0,1                                     | 0,2                                                                                           | -0,4              | -0,2                                                       | -0,4                                                       | -0,8                                             | -0,7                               | -0,2                                              | -0,1                                                                        | -0,6                                        |
| 2014 IV                                                                 | 0,2                   | 0,2      | 0,7               | 1,6                                     | 0,7                                                                                           | 0,7               | 0,1                                                        | 0,0                                                        | -0,8                                             | 0,2                                | 0,1                                               | 0,2                                                                         | -0,4                                        |

Viri: Eurostat, izračuni ECB, eksperimentalna statistika ECB (tabela 3.3, stolpec 8) in združenja EAMA (European Automobile Manufacturers Association) (tabela 3.3, stolpec 13).

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja. Podatki o zaposlenosti v skladu z ESR 2010.

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

|                            |      | Zaposleni<br>v<br>milijonih <sup>1)</sup> | Podzaposlenost<br>v odstotkih <sup>1)</sup> | Brezposelnost  |                      |                                                                 |                |                   |                |                   |                |                   |                | Stopnja<br>prostih<br>delovnih<br>mest <sup>2)</sup> |                     |
|----------------------------|------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------|----------------------|-----------------------------------------------------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|------------------------------------------------------|---------------------|
|                            |      |                                           |                                             | Skupaj         |                      | Dolgotrajno<br>brezposelni<br>v % delovne<br>sile <sup>1)</sup> | Po starosti    |                   |                |                   | Po spolu       |                   |                |                                                      |                     |
|                            |      |                                           |                                             |                |                      |                                                                 | Odrasli        |                   | Mladi          |                   | Moški          |                   | Ženske         |                                                      |                     |
|                            |      |                                           |                                             | V<br>milijonih | %<br>delovne<br>sile |                                                                 | V<br>milijonih | % delovne<br>sile | V<br>milijonih | % delovne<br>sile | V<br>milijonih | % delovne<br>sile | V<br>milijonih | % delovne<br>sile                                    | % vseh<br>del. mest |
| % od skupaj<br>v letu 2013 |      |                                           |                                             | 100,0          |                      |                                                                 | 81,3           |                   | 18,7           |                   | 53,6           |                   | 46,4           |                                                      |                     |
|                            |      | 1                                         | 2                                           | 3              | 4                    | 5                                                               | 6              | 7                 | 8              | 9                 | 10             | 11                | 12             | 13                                                   | 14                  |
| 2012                       |      | 159,225                                   | 3,9                                         | 18,195         | 11,4                 | 5,3                                                             | 14,634         | 10,1              | 3,561          | 23,6              | 9,761          | 11,3              | 8,434          | 11,5                                                 | 1,6                 |
| 2013                       |      | 159,341                                   | 4,3                                         | 19,222         | 12,0                 | 5,9                                                             | 15,625         | 10,7              | 3,597          | 24,3              | 10,301         | 11,9              | 8,921          | 12,1                                                 | 1,5                 |
| 2014                       |      | 159,534                                   | 4,3                                         | 18,613         | 11,6                 | 6,0                                                             | 15,206         | 10,4              | 3,408          | 23,7              | 9,903          | 11,5              | 8,711          | 11,8                                                 | 1,7                 |
| 2014                       | II   | 159,296                                   | 4,4                                         | 18,647         | 11,6                 | 6,0                                                             | 15,222         | 10,4              | 3,425          | 23,8              | 9,938          | 11,5              | 8,709          | 11,8                                                 | 1,7                 |
|                            | III  | 159,680                                   | 4,2                                         | 18,531         | 11,6                 | 5,8                                                             | 15,142         | 10,4              | 3,389          | 23,6              | 9,808          | 11,3              | 8,723          | 11,8                                                 | 1,6                 |
|                            | IV   | 160,186                                   | 4,3                                         | 18,380         | 11,4                 | 6,0                                                             | 15,072         | 10,3              | 3,308          | 23,2              | 9,737          | 11,3              | 8,643          | 11,7                                                 | 1,8                 |
| 2015 I                     |      | -                                         | -                                           | 18,035         | 11,2                 | -                                                               | 14,810         | 10,1              | 3,224          | 22,7              | 9,573          | 11,1              | 8,462          | 11,4                                                 | -                   |
| 2014                       | nov. | -                                         | -                                           | 18,441         | 11,5                 | -                                                               | 15,110         | 10,3              | 3,330          | 23,3              | 9,762          | 11,3              | 8,679          | 11,7                                                 | -                   |
|                            | dec. | -                                         | -                                           | 18,241         | 11,4                 | -                                                               | 14,973         | 10,2              | 3,268          | 22,9              | 9,672          | 11,2              | 8,569          | 11,6                                                 | -                   |
| 2015                       | jan. | -                                         | -                                           | 18,117         | 11,3                 | -                                                               | 14,874         | 10,2              | 3,244          | 22,8              | 9,635          | 11,1              | 8,482          | 11,4                                                 | -                   |
|                            | feb. | -                                         | -                                           | 18,011         | 11,2                 | -                                                               | 14,791         | 10,1              | 3,219          | 22,7              | 9,554          | 11,0              | 8,457          | 11,4                                                 | -                   |
|                            | mar. | -                                         | -                                           | 17,976         | 11,2                 | -                                                               | 14,766         | 10,1              | 3,210          | 22,6              | 9,530          | 11,0              | 8,446          | 11,4                                                 | -                   |
|                            | apr. | -                                         | -                                           | 17,846         | 11,1                 | -                                                               | 14,678         | 10,0              | 3,168          | 22,3              | 9,431          | 10,9              | 8,415          | 11,3                                                 | -                   |

### 3.6 Mnenjske ankete

(desezonirano)

|           | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov<br>(stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače) |                                      |                                        |                                     |                                        |                                                 |                                                      | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi) |                                                                  |                                               |                                                       |                                    |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------|
|           | Kazalnik<br>gospodarskeklime<br>(dolgoročno<br>povprečje = 100)                                                            | Predelovalne dejavnosti              |                                        | Kazalnik<br>zaupanja<br>potrošnikov | Kazalnik<br>zaupanja v<br>gradbeništvo | Kazalnik<br>zaupanja<br>v trgovini<br>na drobno | Storitvene dejavnosti                                |                                                  | Indeks vodij<br>nabave<br>(PMI) za<br>predelovalne<br>dejavnosti | Proizvodnja v<br>predelovalnih<br>dejavnostih | Poslovanje<br>v sektorju<br>storitvenih<br>dejavnosti | Skupni<br>indeks za<br>proizvodnjo |
|           |                                                                                                                            | Kazalnik<br>zaupanja v<br>industriji | Izkoriščenost<br>zmogljivosti<br>(v %) |                                     |                                        |                                                 | Kazalnik<br>zaupanja v<br>storitvenih<br>dejavnostih | Izkoriščenost<br>zmogljivosti<br>(v %)           |                                                                  |                                               |                                                       |                                    |
|           | 1                                                                                                                          | 2                                    | 3                                      | 4                                   | 5                                      | 6                                               | 7                                                    | 8                                                | 9                                                                | 10                                            | 11                                                    | 12                                 |
| 1999-2013 | 100,2                                                                                                                      | -6,1                                 | 80,9                                   | -12,7                               | -13,8                                  | -8,7                                            | 6,6                                                  | -                                                | 51,0                                                             | 52,4                                          | 52,9                                                  | 52,7                               |
| 2012      | 90,5                                                                                                                       | -11,6                                | 78,9                                   | -22,1                               | -27,7                                  | -15,0                                           | -6,5                                                 | 86,5                                             | 46,2                                                             | 46,3                                          | 47,6                                                  | 47,2                               |
| 2013      | 93,8                                                                                                                       | -9,1                                 | 78,7                                   | -18,6                               | -29,2                                  | -12,2                                           | -5,4                                                 | 87,1                                             | 49,6                                                             | 50,6                                          | 49,3                                                  | 49,7                               |
| 2014      | 101,6                                                                                                                      | -3,9                                 | 80,4                                   | -10,0                               | -27,4                                  | -3,2                                            | 4,8                                                  | 87,7                                             | 51,8                                                             | 53,3                                          | 52,5                                                  | 52,7                               |
| 2014 II   | 102,6                                                                                                                      | -3,3                                 | 80,2                                   | -7,7                                | -29,9                                  | -1,8                                            | 5,1                                                  | 87,6                                             | 52,4                                                             | 54,5                                          | 53,1                                                  | 53,4                               |
| 2014 III  | 101,2                                                                                                                      | -4,6                                 | 80,4                                   | -9,9                                | -27,3                                  | -3,9                                            | 4,5                                                  | 87,7                                             | 50,9                                                             | 51,6                                          | 53,2                                                  | 52,8                               |
| 2014 IV   | 100,9                                                                                                                      | -4,5                                 | 80,8                                   | -11,2                               | -24,3                                  | -5,1                                            | 5,3                                                  | 87,9                                             | 50,4                                                             | 51,2                                          | 51,7                                                  | 51,5                               |
| 2015 I    | 102,6                                                                                                                      | -4,0                                 | 81,0                                   | -6,3                                | -24,9                                  | -1,6                                            | 5,6                                                  | 88,1                                             | 51,4                                                             | 52,6                                          | 53,6                                                  | 53,3                               |
| 2014 dec. | 100,9                                                                                                                      | -5,0                                 | -                                      | -10,9                               | -24,2                                  | -4,6                                            | 6,4                                                  | -                                                | 50,6                                                             | 50,9                                          | 51,6                                                  | 51,4                               |
| 2015 jan. | 101,5                                                                                                                      | -4,5                                 | 81,0                                   | -8,5                                | -25,3                                  | -2,7                                            | 5,3                                                  | 87,8                                             | 51,0                                                             | 52,1                                          | 52,7                                                  | 52,6                               |
| 2015 feb. | 102,3                                                                                                                      | -4,6                                 | -                                      | -6,7                                | -25,1                                  | -1,3                                            | 5,3                                                  | -                                                | 51,0                                                             | 52,1                                          | 53,7                                                  | 53,3                               |
| 2015 mar. | 103,9                                                                                                                      | -2,9                                 | -                                      | -3,7                                | -24,2                                  | -0,8                                            | 6,1                                                  | -                                                | 52,2                                                             | 53,6                                          | 54,2                                                  | 54,0                               |
| 2015 apr. | 103,8                                                                                                                      | -3,2                                 | 81,1                                   | -4,6                                | -25,5                                  | -0,8                                            | 7,0                                                  | 88,4                                             | 52,0                                                             | 53,4                                          | 54,1                                                  | 53,9                               |
| 2015 maj  | 103,8                                                                                                                      | -3,0                                 | -                                      | -5,5                                | -25,0                                  | 1,4                                             | 7,8                                                  | -                                                | 52,2                                                             | 53,3                                          | 53,8                                                  | 53,6                               |

Viri: Eurostat, izračuni ECB, Evropska komisija (GD za gospodarstvo in finance) (tabela 3.6, stolpci 1–8), Markit (tabela 3.6, stolpci 9–12).

1) Niso desezonirani. Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

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

### 3.7 Povzetek kontov gospodinjstev in nefinančnih družb

(tekoče cene, razen če je navedeno drugače; ni desezonirano)

|        | Gospodinjstva                              |                      |                                |                  |                            |                               |                            | Nefinančne družbe                  |                           |                                    |                                |                            |              |
|--------|--------------------------------------------|----------------------|--------------------------------|------------------|----------------------------|-------------------------------|----------------------------|------------------------------------|---------------------------|------------------------------------|--------------------------------|----------------------------|--------------|
|        | Stopnja varčevanja (bruto) <sup>1)</sup>   | Stopnja zadolženosti | Realni razpoložljivi dohodek   | Finančne naložbe | Nefinančne naložbe (bruto) | Neto premoženje <sup>2)</sup> | Premoženje v nepremičninah | Delež dobička <sup>3)</sup>        | Stopnja varčevanja (neto) | Stopnja zadolženosti <sup>4)</sup> | 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           |
| 2011   | 13,0                                       | 97,9                 | -0,1                           | 1,9              | 1,8                        | 0,5                           | 1,1                        | 33,6                               | 3,6                       |                                    | 3,1                            | 9,7                        | 2,0          |
| 2012   | 12,7                                       | 97,7                 | -1,7                           | 1,8              | -4,1                       | 0,7                           | -2,2                       | 31,0                               | 1,6                       | 133,9                              | 1,0                            | -5,9                       | 0,9          |
| 2013   | 12,9                                       | 96,3                 | -0,4                           | 1,6              | -4,0                       | 0,4                           | -2,2                       | 30,6                               | 1,6                       | 132,6                              | 2,4                            | -2,9                       | 1,5          |
| 2014 I | 12,8                                       | 95,7                 | 0,3                            | 1,4              | 2,9                        | 1,9                           | -0,9                       | 31,1                               | 2,2                       | 132,7                              | 2,1                            | 3,6                        | 1,2          |
| II     | 12,7                                       | 95,7                 | 0,3                            | 1,4              | -0,3                       | 3,0                           | -0,1                       | 30,9                               | 1,8                       | 134,1                              | 2,3                            | 1,5                        | 1,4          |
| III    | 12,7                                       | 95,2                 | 1,4                            | 1,6              | -0,8                       | 2,7                           | 0,4                        | 31,5                               | 2,0                       | 133,6                              | 1,7                            | 2,1                        | 1,0          |
| IV     | 12,7                                       | 95,1                 | 1,5                            | 1,8              | -0,3                       | 2,6                           | 1,0                        | 32,2                               | 2,7                       | 133,4                              | 1,6                            | 1,7                        | 1,0          |

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

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

|                                               | Tekoči račun |         |       |          |         |          |         |                  |         |                    |         | Kapitalski račun <sup>9)</sup> |         |
|-----------------------------------------------|--------------|---------|-------|----------|---------|----------|---------|------------------|---------|--------------------|---------|--------------------------------|---------|
|                                               | Skupaj       |         |       | Blago    |         | Storitve |         | Primarni dohodek |         | Sekundarni dohodek |         | Prejemki                       | Izdatki |
|                                               | Prejemki     | Izdatki | Saldo | Prejemki | Izdatki | Prejemki | Izdatki | Prejemki         | Izdatki | Prejemki           | Izdatki |                                |         |
|                                               | 1            | 2       | 3     | 4        | 5       | 6        | 7       | 8                | 9       | 10                 | 11      | 12                             | 13      |
| 2014 II                                       | 831,4        | 785,2   | 46,1  | 486,8    | 430,6   | 170,2    | 153,0   | 151,8            | 142,2   | 22,6               | 59,5    | 7,6                            | 3,3     |
| III                                           | 834,6        | 777,9   | 56,7  | 489,4    | 427,6   | 174,3    | 157,5   | 147,4            | 138,1   | 23,5               | 54,6    | 6,8                            | 2,5     |
| IV                                            | 842,3        | 777,1   | 65,2  | 503,5    | 428,3   | 175,5    | 163,6   | 140,4            | 125,1   | 22,9               | 60,1    | 12,7                           | 5,1     |
| 2015 I                                        | 853,1        | 776,6   | 76,5  | 502,0    | 427,4   | 179,1    | 163,6   | 146,1            | 125,7   | 25,8               | 60,0    | 7,6                            | 4,8     |
| 2014 okt.                                     | 281,5        | 258,2   | 23,3  | 168,3    | 143,0   | 58,0     | 53,6    | 47,3             | 42,6    | 7,9                | 19,0    | 3,3                            | 1,2     |
| nov.                                          | 280,8        | 259,6   | 21,2  | 166,9    | 143,2   | 58,9     | 54,7    | 47,5             | 40,9    | 7,6                | 20,8    | 3,7                            | 1,2     |
| dec.                                          | 280,0        | 259,3   | 20,7  | 168,3    | 142,1   | 58,6     | 55,3    | 45,6             | 41,6    | 7,5                | 20,3    | 5,8                            | 2,7     |
| 2015 jan.                                     | 286,2        | 255,7   | 30,5  | 165,8    | 139,8   | 60,1     | 54,9    | 51,6             | 40,9    | 8,6                | 20,0    | 2,0                            | 1,6     |
| feb.                                          | 284,6        | 257,3   | 27,3  | 168,1    | 141,1   | 59,4     | 54,6    | 48,8             | 41,7    | 8,4                | 20,0    | 1,7                            | 1,3     |
| mar.                                          | 282,3        | 263,7   | 18,6  | 168,1    | 146,5   | 59,6     | 54,1    | 45,7             | 43,1    | 8,9                | 20,0    | 3,8                            | 1,9     |
| Skupne 12-mesečne transakcije                 |              |         |       |          |         |          |         |                  |         |                    |         |                                |         |
| 2015 mar.                                     | 3.361,3      | 3.116,8 | 244,5 | 1.981,7  | 1.713,9 | 699,1    | 637,6   | 585,7            | 531,0   | 94,9               | 234,2   | 34,7                           | 15,7    |
| Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP |              |         |       |          |         |          |         |                  |         |                    |         |                                |         |
| 2015 mar.                                     | 33,2         | 30,8    | 2,4   | 19,6     | 16,9    | 6,9      | 6,3     | 5,8              | 5,2     | 0,9                | 2,3     | 0,3                            | 0,2     |

### 3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)<sup>6)</sup>, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov<sup>7)</sup>

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

|                                                                           |      | Skupaj<br>(nedesezonirano) |      | Izvoz (f.o.b)             |                        |                   |                                            |                           | Uvoz (c.i.f)           |                   |                           |       |       |       |
|---------------------------------------------------------------------------|------|----------------------------|------|---------------------------|------------------------|-------------------|--------------------------------------------|---------------------------|------------------------|-------------------|---------------------------|-------|-------|-------|
|                                                                           |      | Izvoz                      | Uvoz | Skupaj                    |                        |                   | Zaznamek:<br><br>Industrijski<br>proizvodi | Skupaj                    |                        |                   | Zaznamek:                 |       |       |       |
|                                                                           |      |                            |      | Blago za<br>vmesno porabo | Investicijsko<br>blago | Potrošno<br>blago |                                            | Blago za<br>vmesno porabo | Investicijsko<br>blago | Potrošno<br>blago | Industrijski<br>proizvodi | Nafta |       |       |
|                                                                           |      | 1                          | 2    | 3                         | 4                      | 5                 | 6                                          | 7                         | 8                      | 9                 | 10                        | 11    | 12    | 13    |
| Vrednosti (v milijardah EUR; stolpca 1 in 2: letne spremembe v odstotkih) |      |                            |      |                           |                        |                   |                                            |                           |                        |                   |                           |       |       |       |
| 2014                                                                      | II   | 0,6                        | 0,2  | 481,5                     | 234,8                  | 96,1              | 138,0                                      | 395,0                     | 437,7                  | 271,2             | 61,0                      | 98,9  | 281,1 | 78,4  |
|                                                                           | III  | 2,9                        | 0,4  | 486,1                     | 236,1                  | 96,7              | 139,4                                      | 397,7                     | 439,4                  | 269,8             | 61,8                      | 100,7 | 287,2 | 73,1  |
|                                                                           | IV   | 4,4                        | -0,2 | 497,8                     | 236,9                  | 101,9             | 144,7                                      | 409,0                     | 434,6                  | 260,0             | 62,8                      | 102,0 | 292,2 | 64,2  |
|                                                                           | I    | 5,1                        | 0,4  | 503,1                     |                        |                   |                                            | 418,2                     | 439,6                  |                   |                           |       | 308,4 |       |
| 2014                                                                      | okt. | 4,3                        | -0,1 | 165,8                     | 79,5                   | 33,9              | 48,1                                       | 135,4                     | 146,1                  | 88,9              | 21,2                      | 34,0  | 97,1  | 22,8  |
|                                                                           | nov. | 1,0                        | -1,8 | 166,6                     | 79,3                   | 34,0              | 48,8                                       | 136,1                     | 145,8                  | 86,6              | 21,1                      | 33,8  | 96,4  | 21,0  |
|                                                                           | dec. | 8,3                        | 1,4  | 165,3                     | 78,1                   | 34,0              | 47,8                                       | 137,5                     | 142,7                  | 84,5              | 20,5                      | 34,3  | 98,6  | 20,4  |
| 2014                                                                      | jan. | -0,6                       | -5,8 | 163,6                     | 78,2                   | 33,7              | 47,4                                       | 135,4                     | 142,5                  | 82,5              | 22,0                      | 34,6  | 99,7  | 18,2  |
|                                                                           | feb. | 4,3                        | -0,2 | 168,3                     | 80,3                   | 34,7              | 49,4                                       | 140,7                     | 145,7                  | 84,9              | 22,6                      | 35,3  | 103,5 | 18,0  |
|                                                                           | mar. | 10,9                       | 7,2  | 171,1                     |                        |                   |                                            | 142,1                     | 151,4                  |                   |                           |       | 105,2 |       |
| Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)  |      |                            |      |                           |                        |                   |                                            |                           |                        |                   |                           |       |       |       |
| 2014                                                                      | II   | 0,7                        | 2,3  | 114,8                     | 113,2                  | 114,1             | 117,2                                      | 115,5                     | 101,5                  | 101,6             | 98,7                      | 102,8 | 103,7 | 93,2  |
|                                                                           | III  | 1,1                        | 2,0  | 114,5                     | 112,6                  | 114,2             | 116,3                                      | 114,7                     | 101,4                  | 101,1             | 99,9                      | 102,7 | 104,4 | 88,3  |
|                                                                           | IV   | 2,9                        | 1,6  | 117,0                     | 113,3                  | 118,7             | 120,8                                      | 116,7                     | 101,7                  | 101,5             | 97,8                      | 101,5 | 103,8 | 93,5  |
| 2015                                                                      | I    |                            |      |                           |                        |                   |                                            |                           |                        |                   |                           |       |       |       |
| 2014                                                                      | okt. | 2,3                        | 0,9  | 116,8                     | 113,5                  | 119,6             | 119,9                                      | 116,3                     | 101,0                  | 101,4             | 98,4                      | 101,6 | 103,4 | 89,8  |
|                                                                           | nov. | -0,7                       | -1,0 | 117,4                     | 113,5                  | 118,9             | 122,2                                      | 116,4                     | 102,2                  | 100,6             | 100,7                     | 100,5 | 103,1 | 89,6  |
|                                                                           | dec. | 7,4                        | 5,2  | 117,0                     | 112,8                  | 117,8             | 120,3                                      | 117,5                     | 102,0                  | 102,4             | 94,4                      | 102,4 | 104,7 | 101,2 |
| 2014                                                                      | jan. | -2,0                       | -0,9 | 115,6                     | 112,6                  | 116,8             | 119,0                                      | 114,8                     | 103,4                  | 103,3             | 101,1                     | 101,5 | 104,6 | 110,9 |
|                                                                           | feb. | 1,5                        | 3,0  | 117,4                     | 114,7                  | 119,5             | 121,3                                      | 118,5                     | 103,2                  | 104,2             | 100,0                     | 101,7 | 106,2 | 103,7 |
|                                                                           | mar. |                            |      |                           |                        |                   |                                            |                           |                        |                   |                           |       |       |       |

Viri: ECB in Eurostat.

- Na podlagi kumulirane vsote prihrankov in razpoložljivega bruto dohodka štirih četrtletij (prilagojeno za spremembo neto kapitala gospodinjstev v rezervah pokojninskih skladov).
- Finančno premoženje (po obveznostih) in nefinančno premoženje. To predstavlja predvsem premoženje v nepremičninah (stanovanjske nepremičnine ter zemljišča). Nadalje spada sem tudi nefinančno premoženje podjetij, ki niso gospodarske pravne osebe in se uvrščajo v sektor gospodinjstev.
- Stopnja dobička se izračuna na podlagi neto prihodka podjetij, ki je bolj ali manj enak tekočim dobičkom iz poslovanja v zunanji blagovni menjavi.
- Na podlagi odprtih kreditov, dolžniških vrednostnih papirjev, trgovinskih posojil in obveznosti, ki izhajajo iz pokojninskih shem.
- Ni desezonirano.
- 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.
- V skladu s klasifikacijo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 CENE IN STROŠKI

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

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

|                            | Skupaj               |                                                      |      |       |          | Skupaj<br>(desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje) |                    |                      |                                           |                        |          | Zaznamek:<br>Nadzorovane cene              |                     |
|----------------------------|----------------------|------------------------------------------------------|------|-------|----------|---------------------------------------------------------------------------|--------------------|----------------------|-------------------------------------------|------------------------|----------|--------------------------------------------|---------------------|
|                            | Indeks:<br>2005 =100 | Skupaj                                               |      | Blago | Storitve | Skupaj                                                                    | Predelana<br>hrana | Nepredelana<br>hrana | Industrijsko<br>blago razen<br>energentov | Energenti<br>(ni des.) | Storitve | Skupaj<br>HICP brez<br>nadzorovanih<br>cen | Nadzorovane<br>cene |
|                            |                      | Skupaj brez<br>nepredelane<br>hrane in<br>energentov |      |       |          |                                                                           |                    |                      |                                           |                        |          |                                            |                     |
| % od skupaj<br>v letu 2015 | 100,0                | 100,0                                                | 69,7 | 56,5  | 43,5     | 100,0                                                                     | 12,2               | 7,5                  | 26,3                                      | 10,6                   | 43,5     | 87,1                                       | 12,9                |
|                            | 1                    | 2                                                    | 3    | 4     | 5        | 6                                                                         | 7                  | 8                    | 9                                         | 10                     | 11       | 12                                         | 13                  |
| 2012                       | 115,6                | 2,5                                                  | 1,5  | 3,0   | 1,8      | -                                                                         | -                  | -                    | -                                         | -                      | -        | 2,3                                        | 3,8                 |
| 2013                       | 117,2                | 1,4                                                  | 1,1  | 1,3   | 1,4      | -                                                                         | -                  | -                    | -                                         | -                      | -        | 1,2                                        | 2,1                 |
| 2014                       | 117,7                | 0,4                                                  | 0,8  | -0,2  | 1,2      | -                                                                         | -                  | -                    | -                                         | -                      | -        | 0,2                                        | 1,9                 |
| 2014 II                    | 118,2                | 0,6                                                  | 0,8  | 0,0   | 1,3      | 0,0                                                                       | 0,1                | -1,1                 | -0,1                                      | -0,3                   | 0,3      | 0,3                                        | 2,2                 |
| 2014 III                   | 117,7                | 0,4                                                  | 0,8  | -0,3  | 1,2      | 0,1                                                                       | 0,2                | 0,2                  | 0,0                                       | -0,4                   | 0,4      | 0,2                                        | 1,6                 |
| 2014 IV                    | 117,8                | 0,2                                                  | 0,7  | -0,6  | 1,2      | -0,2                                                                      | 0,0                | 0,5                  | 0,0                                       | -3,0                   | 0,2      | -0,1                                       | 1,7                 |
| 2015 I                     | 116,8                | -0,3                                                 | 0,7  | -1,4  | 1,1      | -0,3                                                                      | 0,2                | 0,5                  | 0,0                                       | -4,2                   | 0,2      | -0,5                                       | 1,2                 |
| 2014 dec.                  | 117,7                | -0,2                                                 | 0,7  | -1,2  | 1,2      | -0,3                                                                      | 0,1                | -0,3                 | 0,0                                       | -3,3                   | 0,0      | -0,4                                       | 1,6                 |
| 2015 jan.                  | 115,9                | -0,6                                                 | 0,6  | -1,8  | 1,0      | -0,3                                                                      | 0,0                | 0,3                  | 0,0                                       | -3,2                   | 0,0      | -0,9                                       | 1,3                 |
| 2015 feb.                  | 116,6                | -0,3                                                 | 0,7  | -1,4  | 1,2      | 0,3                                                                       | 0,2                | 0,6                  | 0,0                                       | 1,6                    | 0,3      | -0,5                                       | 1,2                 |
| 2015 mar.                  | 117,9                | -0,1                                                 | 0,6  | -0,9  | 1,0      | 0,2                                                                       | 0,1                | -0,1                 | 0,0                                       | 1,7                    | 0,0      | -0,3                                       | 1,1                 |
| 2015 apr.                  | 118,2                | 0,0                                                  | 0,6  | -0,7  | 1,0      | 0,1                                                                       | 0,1                | 0,4                  | 0,1                                       | 0,1                    | 0,0      | -0,1                                       | 0,9                 |
| 2015 maj <sup>2)</sup>     | 118,5                | 0,3                                                  | 0,9  | -     | 1,3      | 0,3                                                                       | 0,0                | 0,3                  | 0,1                                       | 0,8                    | 0,3      | -                                          | -                   |

|                         | Blago                                                        |                 |                   |                    |                                     |           | Storitve              |        |              |                               |       |           |  |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------|-----------------|-------------------|--------------------|-------------------------------------|-----------|-----------------------|--------|--------------|-------------------------------|-------|-----------|--|
|                         | Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobaknimi izdelki) |                 |                   | Industrijsko blago |                                     |           | Stanovanjske storitve | Prevoz | Komunikacija | Rekreacija in osebne storitve | Razno |           |  |
|                         | Skupaj                                                       | Predelana hrana | Nepredelana hrana | Skupaj             | Industrijsko blago razen energentov | Energenti |                       |        |              |                               |       | Najemnine |  |
| % od skupaj v letu 2015 | 19,7                                                         | 12,2            | 7,5               | 36,9               | 26,3                                | 10,6      | 10,7                  | 6,4    | 7,3          | 3,1                           | 14,8  | 7,5       |  |
|                         | 14                                                           | 15              | 16                | 17                 | 18                                  | 19        | 20                    | 21     | 22           | 23                            | 24    | 25        |  |
| 2012                    | 3,1                                                          | 3,1             | 3,0               | 3,0                | 1,2                                 | 7,6       | 1,8                   | 1,5    | 2,9          | -3,2                          | 2,2   | 2,0       |  |
| 2013                    | 2,7                                                          | 2,2             | 3,5               | 0,6                | 0,6                                 | 0,6       | 1,7                   | 1,5    | 2,4          | -4,2                          | 2,2   | 0,7       |  |
| 2014                    | 0,5                                                          | 1,2             | -0,8              | -0,5               | 0,1                                 | -1,9      | 1,7                   | 1,4    | 1,7          | -2,8                          | 1,5   | 1,3       |  |
| 2014 II                 | 0,2                                                          | 1,5             | -1,8              | -0,1               | 0,0                                 | -0,4      | 1,8                   | 1,4    | 1,8          | -2,8                          | 1,6   | 1,3       |  |
| 2014 III                | -0,1                                                         | 1,0             | -2,0              | -0,4               | 0,1                                 | -1,8      | 1,7                   | 1,3    | 1,7          | -3,1                          | 1,5   | 1,3       |  |
| 2014 IV                 | 0,3                                                          | 0,7             | -0,3              | -1,1               | -0,1                                | -3,6      | 1,6                   | 1,4    | 1,6          | -2,6                          | 1,4   | 1,4       |  |
| 2015 I                  | 0,3                                                          | 0,5             | 0,1               | -2,3               | -0,1                                | -7,7      | 1,3                   | 1,3    | 1,4          | -1,9                          | 1,3   | 1,2       |  |
| 2014 dec.               | 0,0                                                          | 0,5             | -1,0              | -1,8               | 0,0                                 | -6,3      | 1,5                   | 1,4    | 1,9          | -2,6                          | 1,4   | 1,4       |  |
| 2015 jan.               | -0,1                                                         | 0,4             | -0,8              | -2,8               | -0,1                                | -9,3      | 1,4                   | 1,4    | 1,4          | -2,1                          | 1,2   | 1,2       |  |
| 2015 feb.               | 0,5                                                          | 0,5             | 0,4               | -2,4               | -0,1                                | -7,9      | 1,3                   | 1,3    | 1,5          | -1,9                          | 1,6   | 1,3       |  |
| 2015 mar.               | 0,6                                                          | 0,6             | 0,7               | -1,7               | 0,0                                 | -6,0      | 1,2                   | 1,2    | 1,4          | -1,7                          | 1,1   | 1,3       |  |
| 2015 apr.               | 1,0                                                          | 0,7             | 1,3               | -1,6               | 0,1                                 | -5,8      | 1,2                   | 1,3    | 0,7          | -1,2                          | 1,2   | 1,2       |  |
| 2015 maj <sup>2)</sup>  | 1,2                                                          | 0,6             | 2,1               | .                  | 0,3                                 | -5,0      | .                     | .      | .            | .                             | .     | .         |  |

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

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

|                         | Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva |                         |        |                                            |                          |                            |        |                                 |           | Gradbeništvo <sup>3)</sup> | Cene stanovanj <sup>3), 4)</sup> | Eksperimentalni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>3), 4)</sup> |          |
|-------------------------|--------------------------------------------------------------------|-------------------------|--------|--------------------------------------------|--------------------------|----------------------------|--------|---------------------------------|-----------|----------------------------|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------|----------|
|                         | Skupaj<br>(Indeks:<br>2010 = 100)                                  | Skupaj                  |        | Industrija brez gradbeništva in energentov |                          |                            |        |                                 | Energenti |                            |                                  |                                                                      |          |
|                         |                                                                    | Predelovalne dejavnosti | Skupaj | Proizvodi za vmesno porabo                 | Proizvodi za investicije | Proizvodi za široko porabo |        |                                 |           |                            |                                  |                                                                      |          |
|                         |                                                                    |                         |        |                                            |                          |                            | Skupaj | Živila, pijača, tobačni izdelki |           |                            |                                  |                                                                      | Neživila |
| % od skupaj v letu 2010 | 100,0                                                              | 100,0                   | 78,0   | 72,1                                       | 29,3                     | 20,0                       | 22,7   | 13,8                            | 8,9       | 27,9                       |                                  |                                                                      |          |
|                         | 1                                                                  | 2                       | 3      | 4                                          | 5                        | 6                          | 7      | 8                               | 9         | 10                         | 11                               | 12                                                                   | 13       |
| 2012                    | 108,7                                                              | 2,8                     | 2,0    | 1,4                                        | 0,7                      | 1,0                        | 2,5    | 3,5                             | 0,9       | 6,6                        | 1,5                              | -1,7                                                                 | 0,4      |
| 2013                    | 108,5                                                              | -0,2                    | -0,1   | 0,4                                        | -0,6                     | 0,6                        | 1,7    | 2,6                             | 0,3       | -1,6                       | 0,3                              | -2,0                                                                 | -1,8     |
| 2014                    | 106,9                                                              | -1,5                    | -0,9   | -0,3                                       | -1,1                     | 0,4                        | 0,1    | -0,2                            | 0,3       | -4,4                       | 0,3                              | 0,2                                                                  | 1,0      |
| 2014 II                 | 107,1                                                              | -1,1                    | -0,3   | -0,2                                       | -1,2                     | 0,3                        | 0,5    | 0,4                             | 0,3       | -3,1                       | 0,2                              | 0,1                                                                  | 0,6      |
| 2014 III                | 106,8                                                              | -1,4                    | -0,6   | -0,1                                       | -0,6                     | 0,5                        | -0,1   | -0,5                            | 0,3       | -4,5                       | 0,4                              | 0,4                                                                  | 1,7      |
| 2014 IV                 | 106,0                                                              | -1,9                    | -1,6   | -0,3                                       | -0,7                     | 0,6                        | -0,6   | -1,2                            | 0,2       | -5,8                       | 0,2                              | 0,8                                                                  | 2,5      |
| 2015 I                  | 104,5                                                              | -2,9                    | -2,7   | -0,7                                       | -1,5                     | 0,7                        | -0,8   | -1,3                            | 0,2       | -8,5                       | .                                | .                                                                    | .        |
| 2014 nov.               | 106,3                                                              | -1,6                    | -1,3   | -0,2                                       | -0,5                     | 0,6                        | -0,6   | -1,2                            | 0,2       | -4,9                       | -                                | -                                                                    | -        |
| 2014 dec.               | 105,2                                                              | -2,7                    | -2,5   | -0,4                                       | -1,0                     | 0,6                        | -0,7   | -1,4                            | 0,2       | -8,3                       | -                                | -                                                                    | -        |
| 2015 jan.               | 104,0                                                              | -3,5                    | -3,4   | -0,7                                       | -1,7                     | 0,7                        | -0,9   | -1,5                            | 0,1       | -10,5                      | -                                | -                                                                    | -        |
| 2015 feb.               | 104,6                                                              | -2,8                    | -2,6   | -0,7                                       | -1,7                     | 0,7                        | -0,8   | -1,4                            | 0,3       | -8,1                       | -                                | -                                                                    | -        |
| 2015 mar.               | 104,9                                                              | -2,3                    | -2,0   | -0,5                                       | -1,3                     | 0,7                        | -0,6   | -1,2                            | 0,2       | -6,8                       | -                                | -                                                                    | -        |
| 2015 apr.               | 104,8                                                              | -2,2                    | -1,9   | -0,5                                       | -1,0                     | 0,8                        | -0,9   | -1,4                            | 0,1       | -6,4                       | -                                | -                                                                    | -        |

Viri: Eurostat, izračuni ECB in izračuni ECB na podlagi podatkov IPD in nacionalnih virov (tabela 4.2, stolpec 13).

1) Podatki za euroobmočje v njegovi sedanjosti sestavi.

2) Ocena na podlagi časovnih nacionalnih podatkov, ki običajno pokrivajo približno 95% euroobmočja, in ugodnih podatkov o cenah energentov.

3) Podatki se nanašajo na 19 držav euroobmočja.

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

#### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

|                | Deflatorji BDP <sup>1)</sup>                      |        |                      |                      |                      |                                               |                     |                    | Cena nafte<br>(EUR za<br>sod) | Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR) |        |          |                                |        |          |
|----------------|---------------------------------------------------|--------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------------------------|---------------------|--------------------|-------------------------------|------------------------------------------------|--------|----------|--------------------------------|--------|----------|
|                | Skupaj<br>(desezonirani<br>indeks:<br>2010 = 100) | Skupaj | Domače povpraševanje |                      |                      |                                               | Izvoz <sup>2)</sup> | Uvoz <sup>2)</sup> |                               | Tehtano z uvozom <sup>3)</sup>                 |        |          | Tehtano s porabo <sup>3)</sup> |        |          |
|                |                                                   |        | Skupaj               | Zasebna<br>potrošnja | Državna<br>potrošnja | Bruto<br>investicije<br>v osnovna<br>sredstva |                     |                    |                               | Skupaj                                         | Živila | Neživila | Skupaj                         | Živila | Neživila |
|                |                                                   |        |                      |                      |                      |                                               |                     |                    |                               |                                                |        |          |                                |        |          |
| % od<br>skupaj |                                                   |        |                      |                      |                      |                                               |                     |                    |                               | 100,0                                          | 35,0   | 65,0     | 100,0                          | 45,0   | 55,0     |
|                | 1                                                 | 2      | 3                    | 4                    | 5                    | 6                                             | 7                   | 8                  | 9                             | 10                                             | 11     | 12       | 13                             | 14     | 15       |
| 2012           | 102,4                                             | 1,3    | 1,5                  | 1,9                  | 0,8                  | 1,3                                           | 1,9                 | 2,5                | 86,6                          | -7,2                                           | 0,2    | -10,5    | -3,1                           | 5,8    | -9,1     |
| 2013           | 103,7                                             | 1,3    | 0,9                  | 1,1                  | 1,3                  | 0,4                                           | -0,3                | -1,3               | 81,7                          | -9,0                                           | -13,4  | -6,9     | -8,3                           | -10,1  | -6,9     |
| 2014           | 104,7                                             | 0,9    | 0,6                  | 0,6                  | 0,8                  | 0,4                                           | -0,7                | -1,7               | 74,5                          | -8,8                                           | -1,6   | -12,1    | -4,6                           | 0,7    | -8,7     |
| 2014 II        | 104,5                                             | 0,8    | 0,6                  | 0,7                  | 0,6                  | 0,4                                           | -0,8                | -1,5               | 79,9                          | -7,8                                           | -1,2   | -11,1    | -4,6                           | 1,1    | -9,1     |
| 2014 III       | 104,8                                             | 1,0    | 0,6                  | 0,5                  | 1,0                  | 0,5                                           | -0,5                | -1,4               | 78,0                          | -6,2                                           | -1,7   | -8,3     | -2,1                           | 0,2    | -3,8     |
| 2014 IV        | 105,0                                             | 0,9    | 0,4                  | 0,3                  | 0,8                  | 0,6                                           | -0,5                | -1,9               | 61,5                          | -5,5                                           | 6,2    | -10,8    | 1,3                            | 9,3    | -4,7     |
| 2015 I         | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 49,0                          | -0,4                                           | 8,7    | -4,9     | 5,6                            | 11,6   | 0,7      |
| 2014 dec.      | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 51,3                          | -5,5                                           | 8,7    | -12,0    | 2,9                            | 14,3   | -5,6     |
| 2015 jan.      | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 42,8                          | -1,3                                           | 13,6   | -8,2     | 5,7                            | 16,8   | -2,5     |
| 2015 feb.      | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 52,0                          | -0,8                                           | 8,4    | -5,4     | 4,7                            | 10,5   | 0,1      |
| 2015 mar.      | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 52,4                          | 1,0                                            | 4,6    | -1,0     | 6,2                            | 7,9    | 4,7      |
| 2015 apr.      | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 56,6                          | -1,4                                           | 3,4    | -4,0     | 4,9                            | 7,8    | 2,4      |
| 2015 maj       | -                                                 | -      | -                    | -                    | -                    | -                                             | -                   | -                  | 58,9                          | -2,1                                           | 0,9    | -3,7     | 2,6                            | 3,7    | 1,7      |

#### 4.4 Mnenjske ankete o cenah

(desezonirano)

|           | Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov<br>(stanja v odstotkih) |                       |          |              |                                                                      | Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks) |          |                            |          |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------|--------------|----------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|----------|----------------------------|----------|
|           | Pričakovana prodajna cena<br>(za naslednje tri mesece)                                       |                       |          |              | Gibanja cen<br>življenjskih<br>potrebščin<br>v zadnjih<br>12 mesecih | Cena vložka                                     |          | Zaračunana cena            |          |
|           | Predelovalne<br>dejavnosti                                                                   | Trgovina na<br>drobno | Storitve | Gradbeništvo |                                                                      | Predelovalne<br>dejavnosti                      | Storitve | Predelovalne<br>dejavnosti | Storitve |
|           | 1                                                                                            | 2                     | 3        | 4            |                                                                      | 6                                               | 7        | 8                          | 9        |
| 1999-2013 | 4,8                                                                                          | -                     | -        | -1,8         | 34,0                                                                 | 57,7                                            | 56,7     | -                          | 49,9     |
| 2012      | 2,7                                                                                          | 8,1                   | 2,1      | -12,7        | 38,6                                                                 | 52,7                                            | 55,1     | 49,9                       | 47,9     |
| 2013      | -0,3                                                                                         | 1,7                   | -1,2     | -17,1        | 29,8                                                                 | 48,5                                            | 53,8     | 49,4                       | 47,8     |
| 2014      | -0,8                                                                                         | -1,4                  | 1,2      | -17,6        | 14,3                                                                 | 49,6                                            | 53,5     | 49,7                       | 48,2     |
| 2014 II   | -0,9                                                                                         | -1,0                  | 0,7      | -19,9        | 14,9                                                                 | 48,7                                            | 53,9     | 50,0                       | 48,7     |
| 2014 III  | -0,7                                                                                         | -1,8                  | 0,9      | -16,9        | 11,7                                                                 | 51,2                                            | 53,7     | 49,8                       | 48,4     |
| 2014 IV   | -2,1                                                                                         | -4,4                  | 2,8      | -15,7        | 7,9                                                                  | 48,7                                            | 52,6     | 49,0                       | 47,1     |
| 2015 I    | -5,5                                                                                         | -0,7                  | 1,4      | -17,0        | -2,4                                                                 | 45,8                                            | 52,5     | 48,8                       | 47,6     |
| 2014 dec. | -5,1                                                                                         | -3,5                  | 3,2      | -15,2        | 6,4                                                                  | 48,1                                            | 52,0     | 49,1                       | 47,7     |
| 2015 jan. | -6,0                                                                                         | -3,2                  | -0,3     | -17,1        | -0,1                                                                 | 42,0                                            | 50,9     | 48,1                       | 46,5     |
| 2015 feb. | -3,8                                                                                         | 0,5                   | 2,0      | -17,7        | -3,4                                                                 | 44,7                                            | 52,4     | 48,6                       | 47,6     |
| 2015 mar. | -4,6                                                                                         | 0,6                   | 2,4      | -16,3        | -3,8                                                                 | 50,7                                            | 54,2     | 49,7                       | 48,6     |
| 2015 apr. | -2,7                                                                                         | 2,8                   | 2,3      | -17,7        | -2,0                                                                 | 52,4                                            | 53,6     | 50,1                       | 48,9     |
| 2015 maj  | -0,5                                                                                         | 2,3                   | 2,5      | -14,1        | -0,7                                                                 | 56,0                                            | 55,4     | 50,0                       | 49,3     |

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) in Thomson Reuters (tabela 4.3, stolpec 9).

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

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

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

#### 4.5 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela<sup>1)</sup>

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

|                                   | Skupaj<br>(Indeks:<br>2010=100) | Skupaj | Po gospodarskih dejavnostih             |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
|-----------------------------------|---------------------------------|--------|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------|--------------------------------|------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
|                                   |                                 |        | Kmetijstvo,<br>gozdarstvo<br>in ribolov | Predelovalne<br>dejavnosti,<br>oskrba z<br>elektriko<br>in javne<br>gospodarske<br>službe | Gradbeništvo | Trgovina,<br>promet,<br>skladiščenje<br>in<br>gostinstvo | Informacijske in<br>komunikacijske<br>dejavnosti | Finančne in<br>zavarovalniške<br>dejavnosti | Poslovanje z<br>nepremičninami | Strokovne,<br>poslovne<br>in<br>podporne<br>storitve | Javna uprava,<br>izobraževanje,<br>zdravstvo<br>in socialno<br>varstvo | Umetnost,<br>zabava<br>in druge<br>storitve |
|                                   | 1                               | 2      | 3                                       | 4                                                                                         | 5            | 6                                                        | 7                                                | 8                                           | 9                              | 10                                                   | 11                                                                     | 12                                          |
| Stroški dela na enoto proizvoda   |                                 |        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
| 2012                              | 102,4                           | 1,8    | 2,9                                     | 1,8                                                                                       | 2,7          | 2,4                                                      | 0,1                                              | -0,4                                        | 1,8                            | 3,7                                                  | 0,4                                                                    | 2,8                                         |
| 2013                              | 103,8                           | 1,3    | -2,8                                    | 1,7                                                                                       | 0,4          | 1,5                                                      | 1,2                                              | 2,3                                         | -2,0                           | 1,1                                                  | 1,6                                                                    | 1,9                                         |
| 2014                              | 104,8                           | 1,0    | -2,6                                    | 1,4                                                                                       | 0,2          | 0,6                                                      | 3,0                                              | 0,7                                         | 0,2                            | 2,2                                                  | 1,2                                                                    | 1,1                                         |
| 2014 I                            | 104,3                           | 0,7    | -3,8                                    | 0,6                                                                                       | -0,5         | 0,3                                                      | 3,0                                              | 0,6                                         | 0,2                            | 1,4                                                  | 1,1                                                                    | 0,4                                         |
| II                                | 104,6                           | 1,0    | -3,5                                    | 1,1                                                                                       | -0,1         | 0,8                                                      | 2,8                                              | 1,0                                         | 0,0                            | 2,6                                                  | 0,9                                                                    | 1,3                                         |
| III                               | 105,1                           | 1,2    | -3,1                                    | 1,2                                                                                       | 0,7          | 0,9                                                      | 2,9                                              | 0,6                                         | 0,2                            | 2,6                                                  | 1,2                                                                    | 1,1                                         |
| IV                                | 105,4                           | 1,3    | 0,8                                     | 2,5                                                                                       | 0,5          | 0,6                                                      | 2,9                                              | 0,6                                         | 0,4                            | 2,0                                                  | 1,4                                                                    | 1,6                                         |
| Sredstva za zaposlene             |                                 |        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
| 2012                              | 103,6                           | 1,5    | 1,3                                     | 2,1                                                                                       | 2,1          | 1,5                                                      | 1,8                                              | 0,8                                         | 1,5                            | 2,2                                                  | 0,9                                                                    | 2,0                                         |
| 2013                              | 105,3                           | 1,6    | 1,1                                     | 2,7                                                                                       | 1,3          | 1,4                                                      | 1,0                                              | 2,0                                         | -0,4                           | 1,0                                                  | 1,7                                                                    | 1,5                                         |
| 2014                              | 106,7                           | 1,3    | 0,0                                     | 2,1                                                                                       | 1,4          | 1,1                                                      | 1,9                                              | 1,5                                         | 0,8                            | 1,5                                                  | 1,2                                                                    | 1,2                                         |
| 2014 I                            | 106,5                           | 1,6    | -0,5                                    | 2,5                                                                                       | 2,9          | 1,5                                                      | 2,6                                              | 0,9                                         | 0,5                            | 1,6                                                  | 1,3                                                                    | 1,7                                         |
| II                                | 106,6                           | 1,2    | 0,0                                     | 1,9                                                                                       | 1,4          | 1,1                                                      | 1,8                                              | 2,0                                         | 0,5                            | 1,4                                                  | 1,1                                                                    | 1,3                                         |
| III                               | 107,0                           | 1,2    | 0,8                                     | 1,8                                                                                       | 0,5          | 1,0                                                      | 1,5                                              | 1,6                                         | 1,4                            | 1,6                                                  | 1,2                                                                    | 1,2                                         |
| IV                                | 107,5                           | 1,3    | 0,5                                     | 2,3                                                                                       | 1,1          | 1,1                                                      | 1,6                                              | 1,7                                         | 1,0                            | 1,3                                                  | 1,3                                                                    | 0,9                                         |
| Produktivnost dela na zaposlenega |                                 |        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
| 2012                              | 101,2                           | -0,3   | -1,6                                    | 0,3                                                                                       | -0,5         | -0,9                                                     | 1,6                                              | 1,3                                         | -0,2                           | -1,4                                                 | 0,4                                                                    | -0,7                                        |
| 2013                              | 101,5                           | 0,3    | 4,0                                     | 1,0                                                                                       | 0,9          | -0,1                                                     | -0,1                                             | -0,3                                        | 1,7                            | 0,0                                                  | 0,1                                                                    | -0,4                                        |
| 2014                              | 101,8                           | 0,3    | 2,7                                     | 0,7                                                                                       | 1,3          | 0,5                                                      | -1,0                                             | 0,8                                         | 0,6                            | -0,7                                                 | 0,1                                                                    | 0,2                                         |
| 2014 I                            | 102,1                           | 0,9    | 3,4                                     | 1,9                                                                                       | 3,4          | 1,2                                                      | -0,3                                             | 0,3                                         | 0,3                            | 0,2                                                  | 0,2                                                                    | 1,3                                         |
| II                                | 101,9                           | 0,2    | 3,7                                     | 0,7                                                                                       | 1,5          | 0,3                                                      | -1,1                                             | 1,0                                         | 0,5                            | -1,2                                                 | 0,1                                                                    | 0,0                                         |
| III                               | 101,8                           | 0,1    | 4,0                                     | 0,6                                                                                       | -0,3         | 0,1                                                      | -1,3                                             | 1,0                                         | 1,2                            | -0,9                                                 | 0,0                                                                    | 0,1                                         |
| IV                                | 102,0                           | 0,0    | -0,3                                    | -0,2                                                                                      | 0,6          | 0,4                                                      | -1,2                                             | 1,1                                         | 0,6                            | -0,7                                                 | 0,0                                                                    | -0,8                                        |
| Sredstva za delovno uro           |                                 |        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
| 2012                              | 104,7                           | 2,8    | 3,1                                     | 3,7                                                                                       | 5,0          | 3,2                                                      | 2,2                                              | 1,3                                         | 2,0                            | 3,3                                                  | 1,3                                                                    | 2,9                                         |
| 2013                              | 106,9                           | 2,1    | 1,5                                     | 2,6                                                                                       | 2,3          | 2,0                                                      | 1,1                                              | 2,5                                         | 0,6                            | 1,9                                                  | 1,9                                                                    | 2,1                                         |
| 2014                              | 108,3                           | 1,2    | 0,6                                     | 1,6                                                                                       | 1,2          | 1,2                                                      | 1,8                                              | 1,7                                         | 0,9                            | 1,3                                                  | 1,1                                                                    | 1,6                                         |
| 2014 I                            | 107,9                           | 1,1    | -0,7                                    | 1,1                                                                                       | 1,2          | 1,3                                                      | 2,3                                              | 0,7                                         | 0,5                            | 1,6                                                  | 0,8                                                                    | 2,2                                         |
| II                                | 108,2                           | 1,3    | 1,0                                     | 2,1                                                                                       | 1,6          | 1,2                                                      | 1,8                                              | 2,6                                         | 1,2                            | 1,2                                                  | 0,8                                                                    | 1,1                                         |
| III                               | 108,6                           | 1,3    | 1,5                                     | 1,6                                                                                       | 0,6          | 1,2                                                      | 1,6                                              | 2,0                                         | 0,9                            | 1,3                                                  | 1,3                                                                    | 1,9                                         |
| IV                                | 108,8                           | 1,1    | 0,4                                     | 1,6                                                                                       | 0,8          | 0,9                                                      | 1,3                                              | 2,4                                         | 0,5                            | 1,0                                                  | 1,2                                                                    | 1,1                                         |
| Produktivnost dela na uro         |                                 |        |                                         |                                                                                           |              |                                                          |                                                  |                                             |                                |                                                      |                                                                        |                                             |
| 2012                              | 102,4                           | 1,0    | -0,9                                    | 1,9                                                                                       | 2,1          | 0,6                                                      | 2,2                                              | 2,1                                         | 0,7                            | -0,3                                                 | 0,9                                                                    | 0,2                                         |
| 2013                              | 103,1                           | 0,7    | 3,5                                     | 1,0                                                                                       | 2,0          | 0,3                                                      | 0,0                                              | 0,1                                         | 2,4                            | 0,6                                                  | 0,4                                                                    | 0,2                                         |
| 2014                              | 103,4                           | 0,2    | 2,1                                     | 0,2                                                                                       | 0,9          | 0,6                                                      | -1,0                                             | 1,1                                         | 1,1                            | -0,6                                                 | -0,1                                                                   | 0,6                                         |
| 2014 I                            | 103,5                           | 0,3    | 2,6                                     | 0,6                                                                                       | 1,5          | 0,8                                                      | -0,7                                             | 0,0                                         | 0,5                            | 0,1                                                  | -0,4                                                                   | 1,7                                         |
| II                                | 103,5                           | 0,4    | 3,4                                     | 1,0                                                                                       | 1,6          | 0,5                                                      | -1,0                                             | 1,8                                         | 1,2                            | -0,9                                                 | 0,0                                                                    | 0,1                                         |
| III                               | 103,4                           | 0,3    | 3,9                                     | 0,4                                                                                       | 0,1          | 0,3                                                      | -0,9                                             | 1,7                                         | 1,9                            | -0,8                                                 | 0,1                                                                    | 0,7                                         |
| IV                                | 103,3                           | -0,2   | -1,9                                    | -0,9                                                                                      | 0,0          | 0,3                                                      | -1,3                                             | 2,0                                         | 0,4                            | -0,8                                                 | -0,2                                                                   | -0,4                                        |

#### 4.6 Stroški dela na uro

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

|                            | Skupaj<br>(Indeks:<br>2008 = 100) | Skupaj | Po komponentah |                                    | Po gospodarskih dejavnostih                                       |                    | Zaznamek: kazalnik<br>dogovorjenih plač <sup>2)</sup> |
|----------------------------|-----------------------------------|--------|----------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------|-------------------------------------------------------|
|                            |                                   |        | Plače          | Socialni prispevki<br>delodajalcev | Gospodarske<br>dejavnosti<br>(proizvodnja in tržne<br>dejavnosti) | Netržne dejavnosti |                                                       |
|                            | 1                                 | 2      | 3              | 4                                  | 5                                                                 | 6                  | 7                                                     |
| % od skupaj<br>v letu 2008 | 100,0                             | 100,0  | 75,2           | 24,8                               | 32,4                                                              | 58,6               |                                                       |
| 2012                       | 108,9                             | 2,1    | 2,1            | 2,1                                | 2,4                                                               | 1,4                | 2,2                                                   |
| 2013                       | 110,3                             | 1,4    | 1,5            | 1,0                                | 1,3                                                               | 1,6                | 1,8                                                   |
| 2014                       | 111,7                             | 1,2    | 1,3            | 0,9                                | 1,2                                                               | 1,3                | 1,7                                                   |
| 2014 II                    | 115,7                             | 1,5    | 1,5            | 1,4                                | 1,6                                                               | 1,3                | 1,8                                                   |
| III                        | 108,8                             | 1,4    | 1,4            | 1,4                                | 1,3                                                               | 1,7                | 1,7                                                   |
| IV                         | 118,3                             | 1,1    | 1,1            | 1,2                                | 1,0                                                               | 1,3                | 1,7                                                   |
| 2015 I                     |                                   |        |                |                                    |                                                                   |                    | 1,5                                                   |

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na 19 držav članic euroobmočja.

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

## 5 DENARNA STATISTIKA

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

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

|                               | M3                |                    |                    |                       |                                                 |                    |                    |                                      |                                                     |                |                |                      |
|-------------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-------------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------------|
|                               | M2                |                    |                    |                       |                                                 |                    | M3-M2              |                                      |                                                     |                |                |                      |
|                               | M1                |                    |                    | M2-M1                 |                                                 |                    |                    |                                      |                                                     |                |                |                      |
|                               | Gotovina v obtoku | Vloge čez noč      |                    | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev |                    | Repo posli         | Točke/delnice skladov denarnega trga | Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let |                |                |                      |
|                               | 1                 | 2                  | 3                  | 4                     | 5                                               | 6                  | 7                  | 8                                    | 9                                                   | 10             | 11             | 12                   |
| Stanja                        |                   |                    |                    |                       |                                                 |                    |                    |                                      |                                                     |                |                |                      |
| 2012                          | 863,4             | 4.244,0            | 5.107,5            | 1.803,3               | 2.081,5                                         | 3.884,8            | 8.992,3            | 125,0                                | 483,1                                               | 180,6          | 788,7          | 9.780,9              |
| 2013                          | 908,8             | 4.482,6            | 5.391,4            | 1.691,2               | 2.123,2                                         | 3.814,4            | 9.205,8            | 120,0                                | 417,7                                               | 86,5           | 624,3          | 9.830,0              |
| 2014                          | 967,3             | 4.948,4            | 5.915,7            | 1.605,6               | 2.129,6                                         | 3.735,2            | 9.650,9            | 122,2                                | 427,4                                               | 106,2          | 655,8          | 10.306,6             |
| 2014 II                       | 931,5             | 4.627,3            | 5.558,9            | 1.671,1               | 2.131,2                                         | 3.802,3            | 9.361,2            | 129,7                                | 409,3                                               | 65,6           | 604,5          | 9.965,7              |
| 2014 III                      | 948,2             | 4.745,2            | 5.693,4            | 1.647,5               | 2.136,6                                         | 3.784,1            | 9.477,5            | 122,4                                | 419,1                                               | 68,8           | 610,4          | 10.087,8             |
| 2014 IV                       | 967,3             | 4.948,4            | 5.915,7            | 1.605,6               | 2.129,6                                         | 3.735,2            | 9.650,9            | 122,2                                | 427,4                                               | 106,2          | 655,8          | 10.306,6             |
| 2015 I                        | 993,7             | 5.174,3            | 6.168,0            | 1.529,2               | 2.133,5                                         | 3.662,7            | 9.830,7            | 125,9                                | 436,5                                               | 91,0           | 653,4          | 10.484,1             |
| 2014 nov. dec.                | 956,5<br>967,3    | 4.858,0<br>4.948,4 | 5.814,5<br>5.915,7 | 1.619,3<br>1.605,6    | 2.138,4<br>2.129,6                              | 3.757,7<br>3.735,2 | 9.572,2<br>9.650,9 | 128,2<br>122,2                       | 434,6<br>427,4                                      | 71,6<br>106,2  | 634,5<br>655,8 | 10.206,7<br>10.306,6 |
| 2015 jan. feb.                | 984,8<br>992,4    | 5.057,3<br>5.106,6 | 6.042,1<br>6.099,0 | 1.580,5<br>1.536,0    | 2.120,7<br>2.123,4                              | 3.701,2<br>3.659,4 | 9.743,3<br>9.758,5 | 119,5<br>132,4                       | 438,6<br>443,1                                      | 102,4<br>103,1 | 660,6<br>678,6 | 10.403,9<br>10.437,1 |
| 2015 mar. apr. <sup>(p)</sup> | 993,7<br>1.003,3  | 5.174,3<br>5.189,1 | 6.168,0<br>6.192,4 | 1.529,2<br>1.517,4    | 2.133,5<br>2.151,0                              | 3.662,7<br>3.668,3 | 9.830,7<br>9.860,7 | 125,9<br>134,0                       | 436,5<br>450,7                                      | 91,0<br>101,1  | 653,4<br>685,8 | 10.484,1<br>10.546,6 |
| Transakcije                   |                   |                    |                    |                       |                                                 |                    |                    |                                      |                                                     |                |                |                      |
| 2012                          | 20,0              | 289,5              | 309,5              | -36,0                 | 114,9                                           | 78,9               | 388,5              | -16,9                                | -20,2                                               | -18,5          | -55,7          | 332,8                |
| 2013                          | 45,3              | 245,8              | 291,1              | -111,1                | 43,9                                            | -67,2              | 223,9              | -12,0                                | -48,8                                               | -62,8          | -123,6         | 100,3                |
| 2014                          | 58,0              | 369,4              | 427,4              | -92,7                 | 3,5                                             | -89,2              | 338,1              | 0,8                                  | 10,8                                                | 13,2           | 24,7           | 362,9                |
| 2014 II                       | 6,7               | 61,7               | 68,5               | 2,3                   | 5,8                                             | 8,1                | 76,6               | 12,4                                 | -4,3                                                | -7,6           | 0,5            | 77,1                 |
| 2014 III                      | 16,7              | 109,1              | 125,7              | -27,1                 | 5,1                                             | -22,0              | 103,8              | -8,1                                 | 10,0                                                | 3,4            | 5,3            | 109,1                |
| 2014 IV                       | 19,1              | 125,2              | 144,4              | -41,8                 | -9,1                                            | -50,9              | 93,5               | -0,5                                 | 11,1                                                | 19,1           | 29,7           | 123,2                |
| 2015 I                        | 25,2              | 190,0              | 215,2              | -63,9                 | 4,7                                             | -59,2              | 156,0              | 2,4                                  | 4,9                                                 | -16,5          | -9,1           | 146,9                |
| 2014 nov. dec.                | 7,0<br>10,8       | 64,2<br>12,7       | 71,3<br>23,5       | -6,2<br>-14,2         | 5,9<br>-10,5                                    | -0,4<br>-24,7      | 70,9<br>-1,1       | -2,1<br>-6,3                         | 2,3<br>-4,6                                         | 4,4<br>16,8    | 4,6<br>5,8     | 75,5<br>4,6          |
| 2015 jan. feb.                | 16,4<br>7,6       | 81,9<br>47,6       | 98,3<br>55,2       | -35,0<br>-19,2        | -8,3<br>2,7                                     | -43,3<br>-16,5     | 55,0<br>38,7       | -3,5<br>12,8                         | 7,1<br>4,4                                          | -4,9<br>1,8    | -1,3<br>19,0   | 53,7<br>57,7         |
| 2015 mar. apr. <sup>(p)</sup> | 1,3<br>9,6        | 60,4<br>36,4       | 61,7<br>46,0       | -9,7<br>-9,3          | 10,3<br>3,8                                     | 0,7<br>-5,5        | 62,4<br>40,5       | -6,9<br>8,5                          | -6,6<br>14,2                                        | -13,3<br>11,0  | -26,8<br>33,6  | 35,6<br>74,1         |
| Stopnje rasti                 |                   |                    |                    |                       |                                                 |                    |                    |                                      |                                                     |                |                |                      |
| 2012                          | 2,4               | 7,3                | 6,4                | -1,9                  | 5,9                                             | 2,1                | 4,5                | -11,6                                | -3,9                                                | -9,9           | -6,6           | 3,5                  |
| 2013                          | 5,2               | 5,8                | 5,7                | -6,2                  | 2,1                                             | -1,7               | 2,5                | -9,5                                 | -10,4                                               | -37,8          | -16,2          | 1,0                  |
| 2014                          | 6,4               | 8,2                | 7,9                | -5,5                  | 0,2                                             | -2,3               | 3,7                | 0,7                                  | 2,6                                                 | 19,3           | 4,0            | 3,7                  |
| 2014 II                       | 5,6               | 5,4                | 5,4                | -4,6                  | 0,5                                             | -1,8               | 2,4                | 5,1                                  | -7,5                                                | -28,8          | -8,7           | 1,6                  |
| 2014 III                      | 6,0               | 6,2                | 6,2                | -3,9                  | 0,3                                             | -1,5               | 3,0                | 9,7                                  | -1,1                                                | -26,8          | -4,1           | 2,5                  |
| 2014 IV                       | 6,4               | 8,2                | 7,9                | -5,5                  | 0,2                                             | -2,3               | 3,7                | 0,7                                  | 2,6                                                 | 19,3           | 4,0            | 3,7                  |
| 2015 I                        | 7,3               | 10,6               | 10,0               | -7,8                  | 0,3                                             | -3,3               | 4,6                | 5,2                                  | 5,3                                                 | 3,3            | 4,4            | 4,6                  |
| 2014 nov. dec.                | 5,9<br>6,4        | 7,1<br>8,2         | 6,9<br>7,9         | -4,5<br>-5,5          | 0,4<br>0,2                                      | -1,8<br>-2,3       | 3,3<br>3,7         | 6,8<br>0,7                           | 3,7<br>2,6                                          | -17,7<br>19,3  | 0,6<br>4,0     | 3,1<br>3,7           |
| 2015 jan. feb.                | 7,7<br>7,9        | 9,2<br>9,4         | 8,9<br>9,1         | -6,7<br>-7,3          | -0,1<br>0,0                                     | -3,0<br>-3,2       | 4,0<br>4,1         | -4,7<br>0,5                          | 1,3<br>3,4                                          | 11,1<br>14,6   | 1,0<br>3,8     | 3,8<br>4,1           |
| 2015 mar. apr. <sup>(p)</sup> | 7,3<br>8,2        | 10,6<br>11,0       | 10,0<br>10,5       | -7,8<br>-8,2          | 0,3<br>0,5                                      | -3,3<br>-3,3       | 4,6<br>4,9         | 5,2<br>9,9                           | 5,3<br>8,9                                          | 3,3<br>35,5    | 4,4<br>11,6    | 4,6<br>5,3           |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

## 5.2 Posojila kot protipostavka M3<sup>1)</sup>

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

|                                         | Nefinančne družbe <sup>2)</sup> |         |                       |                                                 |            | Gospodinjstva <sup>3)</sup> |         |                       |                                                 |            | Drugi finančni posredniki | Zavarovalnice in pokojninski skladi | Ostala država <sup>4)</sup> |
|-----------------------------------------|---------------------------------|---------|-----------------------|-------------------------------------------------|------------|-----------------------------|---------|-----------------------|-------------------------------------------------|------------|---------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|
|                                         | Skupaj                          | Čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Repo posli | Skupaj                      | Čez noč | Vezane vloge do 2 let | Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev | Repo posli |                           |                                     |                             |
|                                         | 1                               | 2       | 3                     | 4                                               | 5          | 6                           | 7       | 8                     | 9                                               | 10         | 11                        | 12                                  | 13                          |
| Stanja                                  |                                 |         |                       |                                                 |            |                             |         |                       |                                                 |            |                           |                                     |                             |
| 2012                                    | 1.618,7                         | 1.112,8 | 406,9                 | 88,1                                            | 10,8       | 5.308,6                     | 2.360,4 | 977,3                 | 1.960,3                                         | 10,5       | 811,2                     | 209,1                               | 306,3                       |
| 2013                                    | 1.710,6                         | 1.198,6 | 400,8                 | 94,7                                            | 16,5       | 5.414,0                     | 2.542,6 | 875,7                 | 1.991,2                                         | 4,5        | 801,0                     | 192,8                               | 298,6                       |
| 2014                                    | 1.813,5                         | 1.329,3 | 368,3                 | 96,4                                            | 19,5       | 5.556,7                     | 2.753,3 | 810,6                 | 1.989,9                                         | 2,8        | 886,2                     | 218,5                               | 330,8                       |
| 2014 II                                 | 1.751,9                         | 1.244,6 | 394,7                 | 97,3                                            | 15,3       | 5.481,4                     | 2.623,1 | 859,8                 | 1.994,0                                         | 4,5        | 801,1                     | 210,3                               | 314,6                       |
| 2014 III                                | 1.789,5                         | 1.283,8 | 391,1                 | 99,2                                            | 15,4       | 5.531,9                     | 2.686,9 | 845,1                 | 1.995,1                                         | 4,9        | 794,8                     | 208,4                               | 327,1                       |
| 2014 IV                                 | 1.813,5                         | 1.329,3 | 368,3                 | 96,4                                            | 19,5       | 5.556,7                     | 2.753,3 | 810,6                 | 1.989,9                                         | 2,8        | 886,2                     | 218,5                               | 330,8                       |
| 2015 I                                  | 1.847,0                         | 1.392,6 | 340,4                 | 99,0                                            | 14,9       | 5.598,3                     | 2.843,8 | 761,7                 | 1.988,8                                         | 3,9        | 953,5                     | 225,1                               | 339,0                       |
| 2014 nov. dec.                          | 1.815,9                         | 1.319,9 | 382,1                 | 100,9                                           | 13,1       | 5.552,8                     | 2.730,7 | 827,2                 | 1.990,1                                         | 4,8        | 839,4                     | 211,3                               | 324,5                       |
|                                         | 1.813,5                         | 1.329,3 | 368,3                 | 96,4                                            | 19,5       | 5.556,7                     | 2.753,3 | 810,6                 | 1.989,9                                         | 2,8        | 886,2                     | 218,5                               | 330,8                       |
| 2015 jan. feb. mar. apr. <sup>(p)</sup> | 1.853,5                         | 1.379,5 | 366,3                 | 96,4                                            | 11,4       | 5.565,6                     | 2.786,5 | 795,4                 | 1.979,9                                         | 3,8        | 886,7                     | 228,3                               | 343,9                       |
|                                         | 1.851,9                         | 1.393,7 | 347,1                 | 97,2                                            | 13,9       | 5.566,5                     | 2.810,2 | 771,1                 | 1.980,9                                         | 4,3        | 906,0                     | 224,4                               | 349,6                       |
|                                         | 1.847,0                         | 1.392,6 | 340,4                 | 99,0                                            | 14,9       | 5.598,3                     | 2.843,8 | 761,7                 | 1.988,8                                         | 3,9        | 953,5                     | 225,1                               | 339,0                       |
|                                         | 1.843,7                         | 1.387,3 | 332,6                 | 112,9                                           | 10,9       | 5.609,2                     | 2.857,6 | 756,0                 | 1.991,9                                         | 3,7        | 963,1                     | 230,2                               | 345,3                       |
| Transakcije                             |                                 |         |                       |                                                 |            |                             |         |                       |                                                 |            |                           |                                     |                             |
| 2012                                    | 72,2                            | 99,4    | -33,2                 | 10,0                                            | -4,0       | 222,8                       | 99,4    | 35,6                  | 100,2                                           | -12,5      | 16,5                      | 15,0                                | 25,0                        |
| 2013                                    | 97,9                            | 90,4    | -6,0                  | 7,7                                             | 5,8        | 108,7                       | 183,7   | -100,1                | 31,1                                            | -6,0       | -17,4                     | -14,2                               | -8,5                        |
| 2014                                    | 68,0                            | 89,9    | -25,6                 | 1,2                                             | 2,5        | 140,2                       | 209,0   | -65,7                 | -1,4                                            | -1,7       | 46,1                      | 5,8                                 | 20,9                        |
| 2014 II                                 | 14,8                            | 18,7    | -4,3                  | 0,3                                             | 0,2        | 41,4                        | 40,4    | -4,9                  | 7,1                                             | -1,2       | 20,5                      | 4,6                                 | 0,9                         |
| 2014 III                                | 29,6                            | 33,6    | -5,7                  | 1,9                                             | -0,2       | 47,3                        | 61,9    | -16,0                 | 1,0                                             | 0,4        | -8,3                      | -2,3                                | 12,6                        |
| 2014 IV                                 | 6,4                             | 15,9    | -12,2                 | -1,4                                            | 4,0        | 25,9                        | 67,5    | -33,1                 | -6,6                                            | -2,0       | 56,0                      | -8,7                                | -5,8                        |
| 2015 I                                  | 29,7                            | 49,2    | -17,2                 | 2,6                                             | -4,9       | 39,3                        | 81,5    | -43,3                 | -0,1                                            | 1,1        | 50,4                      | 5,1                                 | 8,7                         |
| 2014 nov. dec.                          | 25,8                            | 22,9    | 2,8                   | 0,5                                             | -0,4       | 20,9                        | 30,7    | -9,2                  | -0,7                                            | 0,1        | 12,4                      | 0,3                                 | 2,4                         |
|                                         | -20,0                           | -20,2   | -3,3                  | -2,8                                            | 6,3        | 4,8                         | 23,6    | -15,3                 | -1,6                                            | -1,9       | 11,2                      | -11,5                               | -2,7                        |
| 2015 jan. feb. mar. apr. <sup>(p)</sup> | 27,2                            | 39,7    | -4,2                  | -0,1                                            | -8,3       | -3,5                        | 25,3    | -20,6                 | -9,3                                            | 1,0        | -11,0                     | 9,0                                 | 13,5                        |
|                                         | 11,8                            | 13,4    | -5,0                  | 0,8                                             | 2,5        | 12,1                        | 23,4    | -12,7                 | 1,0                                             | 0,4        | 18,4                      | -4,3                                | 5,8                         |
|                                         | -9,2                            | -3,9    | -8,0                  | 1,8                                             | 0,9        | 30,7                        | 32,8    | -9,9                  | 8,2                                             | -0,4       | 43,0                      | 0,4                                 | -10,7                       |
|                                         | 0,9                             | 9,6     | -6,7                  | 2,0                                             | -3,9       | 12,6                        | 16,9    | -5,2                  | 1,2                                             | -0,3       | 14,0                      | 5,4                                 | 6,4                         |
| Stopnje rasti                           |                                 |         |                       |                                                 |            |                             |         |                       |                                                 |            |                           |                                     |                             |
| 2012                                    | 4,7                             | 9,8     | -7,5                  | 13,2                                            | -25,2      | 4,4                         | 4,4     | 3,8                   | 5,4                                             | -54,2      | 2,1                       | 7,8                                 | 9,1                         |
| 2013                                    | 6,1                             | 8,1     | -1,5                  | 8,8                                             | 54,6       | 2,0                         | 7,8     | -10,3                 | 1,6                                             | -57,0      | -2,2                      | -6,9                                | -2,8                        |
| 2014                                    | 3,9                             | 7,5     | -6,3                  | 1,3                                             | 14,5       | 2,6                         | 8,2     | -7,5                  | -0,1                                            | -37,2      | 5,5                       | 3,2                                 | 7,0                         |
| 2014 II                                 | 6,2                             | 8,3     | -0,6                  | 4,9                                             | 40,5       | 2,0                         | 7,3     | -8,1                  | 0,3                                             | -30,3      | -4,4                      | 1,7                                 | -0,3                        |
| 2014 III                                | 6,0                             | 8,6     | -2,1                  | 3,4                                             | 47,4       | 2,2                         | 7,3     | -7,0                  | 0,1                                             | -20,8      | -0,9                      | 2,3                                 | 3,3                         |
| 2014 IV                                 | 3,9                             | 7,5     | -6,3                  | 1,3                                             | 14,5       | 2,6                         | 8,2     | -7,5                  | -0,1                                            | -37,2      | 5,5                       | 3,2                                 | 7,0                         |
| 2015 I                                  | 4,6                             | 9,5     | -10,0                 | 3,5                                             | -5,7       | 2,8                         | 9,7     | -11,2                 | 0,1                                             | -31,0      | 14,6                      | -0,7                                | 5,2                         |
| 2014 nov. dec.                          | 5,2                             | 8,8     | -5,3                  | 3,3                                             | 17,4       | 2,4                         | 7,5     | -7,1                  | 0,2                                             | -14,7      | 3,5                       | 4,0                                 | 1,1                         |
|                                         | 3,9                             | 7,5     | -6,3                  | 1,3                                             | 14,5       | 2,6                         | 8,2     | -7,5                  | -0,1                                            | -37,2      | 5,5                       | 3,2                                 | 7,0                         |
| 2015 jan. feb. mar. apr. <sup>(p)</sup> | 4,9                             | 10,0    | -8,1                  | 1,5                                             | -34,8      | 2,5                         | 8,6     | -9,2                  | -0,2                                            | -20,8      | 5,7                       | 0,5                                 | 8,9                         |
|                                         | 4,8                             | 9,9     | -8,9                  | 1,4                                             | -21,9      | 2,5                         | 8,9     | -10,3                 | -0,2                                            | -25,5      | 7,9                       | -0,9                                | 8,0                         |
|                                         | 4,6                             | 9,5     | -10,0                 | 3,5                                             | -5,7       | 2,8                         | 9,7     | -11,2                 | 0,1                                             | -31,0      | 14,6                      | -0,7                                | 5,2                         |
|                                         | 4,3                             | 9,8     | -11,5                 | 5,5                                             | -37,8      | 2,9                         | 9,9     | -11,5                 | 0,1                                             | -35,3      | 16,0                      | 1,6                                 | 7,8                         |

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

### 5.3 Posojila finančnim posrednikom v euroobmočju<sup>1)</sup>

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

|                                                  | Posojila državi |          |                              | Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju |          |                                   |                              |                                                                                          |                                        |                              |                                                               | Dolžniški vrednostni papirji | Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga) |
|--------------------------------------------------|-----------------|----------|------------------------------|-----------------------------------------------------|----------|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
|                                                  | Skupaj          | Posojila | Dolžniški vrednostni papirji | Skupaj                                              | Posojila |                                   |                              |                                                                                          |                                        | Dolžniški vrednostni papirji |                                                               |                              |                                                                                   |
|                                                  |                 |          |                              |                                                     | Skupaj   | Nefinančnim družbam <sup>3)</sup> | Gospodinjstvom <sup>4)</sup> | Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup> | Zavarovalnicam in pokojninskim skladom |                              |                                                               |                              |                                                                                   |
|                                                  |                 |          |                              |                                                     |          |                                   |                              |                                                                                          |                                        |                              | Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>2)</sup> |                              |                                                                                   |
|                                                  | 1               | 2        | 3                            | 4                                                   | 5        | 6                                 | 7                            | 8                                                                                        | 9                                      | 10                           | 11                                                            | 12                           |                                                                                   |
|                                                  | Stanja          |          |                              |                                                     |          |                                   |                              |                                                                                          |                                        |                              |                                                               |                              |                                                                                   |
| 2012                                             | 3.410,8         | 1.169,3  | 2.241,5                      | 13.069,5                                            | 10.860,0 | -                                 | 4.544,6                      | 5.242,3                                                                                  | 984,3                                  | 89,0                         | 1.435,9                                                       | 773,6                        |                                                                                   |
| 2013                                             | 3.407,5         | 1.096,3  | 2.311,2                      | 12.709,4                                            | 10.546,4 | -                                 | 4.354,1                      | 5.221,4                                                                                  | 872,6                                  | 98,3                         | 1.363,9                                                       | 799,1                        |                                                                                   |
| 2014                                             | 3.608,0         | 1.131,4  | 2.476,6                      | 12.564,8                                            | 10.513,1 | -                                 | 4.279,7                      | 5.200,6                                                                                  | 904,7                                  | 128,1                        | 1.276,6                                                       | 775,1                        |                                                                                   |
| 2014 II<br>III<br>IV                             | 3.449,1         | 1.101,7  | 2.347,4                      | 12.588,4                                            | 10.464,8 | -                                 | 4.306,3                      | 5.191,0                                                                                  | 868,5                                  | 99,0                         | 1.317,4                                                       | 806,3                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.508,9         | 1.102,2  | 2.406,7                      | 12.561,8                                            | 10.444,8 | -                                 | 4.288,1                      | 5.194,6                                                                                  | 858,8                                  | 103,3                        | 1.307,0                                                       | 810,1                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.608,0         | 1.131,4  | 2.476,6                      | 12.564,8                                            | 10.513,1 | -                                 | 4.279,7                      | 5.200,6                                                                                  | 904,7                                  | 128,1                        | 1.276,6                                                       | 775,1                        |                                                                                   |
| 2015 I                                           | 3.672,8         | 1.153,2  | 2.519,6                      | 12.679,5                                            | 10.615,8 | -                                 | 4.310,2                      | 5.234,8                                                                                  | 936,1                                  | 134,6                        | 1.275,5                                                       | 788,3                        |                                                                                   |
| 2014 nov.<br>dec.                                | 3.538,2         | 1.108,8  | 2.429,4                      | 12.534,0                                            | 10.431,0 | -                                 | 4.271,1                      | 5.194,9                                                                                  | 857,5                                  | 107,4                        | 1.291,8                                                       | 811,2                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.608,0         | 1.131,4  | 2.476,6                      | 12.564,8                                            | 10.513,1 | -                                 | 4.279,7                      | 5.200,6                                                                                  | 904,7                                  | 128,1                        | 1.276,6                                                       | 775,1                        |                                                                                   |
| 2015 jan.<br>feb.<br>mar.<br>apr. <sup>(p)</sup> | 3.652,4         | 1.148,7  | 2.503,7                      | 12.635,3                                            | 10.582,4 | -                                 | 4.301,2                      | 5.223,2                                                                                  | 919,2                                  | 138,9                        | 1.277,1                                                       | 775,8                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.637,8         | 1.146,5  | 2.491,3                      | 12.652,6                                            | 10.590,7 | -                                 | 4.313,1                      | 5.222,2                                                                                  | 918,4                                  | 137,1                        | 1.271,2                                                       | 790,6                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.672,8         | 1.153,2  | 2.519,6                      | 12.679,5                                            | 10.615,8 | -                                 | 4.310,2                      | 5.234,8                                                                                  | 936,1                                  | 134,6                        | 1.275,5                                                       | 788,3                        |                                                                                   |
|                                                  | 3.698,7         | 1.151,8  | 2.546,9                      | 12.654,5                                            | 10.607,8 | -                                 | 4.302,1                      | 5.234,7                                                                                  | 934,0                                  | 137,1                        | 1.264,3                                                       | 782,4                        |                                                                                   |
|                                                  | Transakcije     |          |                              |                                                     |          |                                   |                              |                                                                                          |                                        |                              |                                                               |                              |                                                                                   |
| 2012                                             | 185,0           | -4,0     | 189,0                        | -100,6                                              | -69,1    | -13,4                             | -107,6                       | 26,0                                                                                     | 14,5                                   | -2,0                         | -69,9                                                         | 38,5                         |                                                                                   |
| 2013                                             | -24,4           | -73,6    | 49,2                         | -304,5                                              | -247,4   | -221,2                            | -132,8                       | -3,5                                                                                     | -120,7                                 | 9,6                          | -71,7                                                         | 14,6                         |                                                                                   |
| 2014                                             | 72,6            | 16,3     | 56,3                         | -103,7                                              | -50,9    | 18,7                              | -59,8                        | -13,7                                                                                    | 11,1                                   | 11,6                         | -88,1                                                         | 35,3                         |                                                                                   |
| 2014 II<br>III<br>IV                             | -27,2           | -10,3    | -16,9                        | -50,1                                               | -47,4    | 9,2                               | -18,7                        | -35,4                                                                                    | 8,5                                    | -1,7                         | -12,5                                                         | 9,7                          |                                                                                   |
|                                                  | 40,4            | -1,4     | 41,8                         | -18,9                                               | -10,6    | -10,8                             | -18,6                        | 8,2                                                                                      | -4,4                                   | 4,2                          | -14,1                                                         | 5,7                          |                                                                                   |
|                                                  | 46,5            | 12,8     | 33,7                         | 5,5                                                 | 23,3     | 33,8                              | 3,4                          | 6,4                                                                                      | 6,8                                    | 6,6                          | -34,7                                                         | 17,0                         |                                                                                   |
| 2015 I                                           | 38,5            | 21,6     | 16,9                         | 35,8                                                | 45,1     | 52,3                              | 8,7                          | 19,7                                                                                     | 10,7                                   | 6,0                          | -1,8                                                          | -7,5                         |                                                                                   |
| 2014 nov.<br>dec.                                | 4,6             | 11,2     | -6,6                         | -13,9                                               | 2,8      | 10,3                              | -3,9                         | -1,3                                                                                     | 3,5                                    | 4,5                          | -10,7                                                         | -5,9                         |                                                                                   |
|                                                  | 23,2            | 8,0      | 15,3                         | 24,7                                                | 24,2     | 25,0                              | 10,0                         | 3,3                                                                                      | 8,4                                    | 2,5                          | -17,0                                                         | 17,5                         |                                                                                   |
| 2015 jan.<br>feb.<br>mar.<br>apr. <sup>(p)</sup> | 32,2            | 13,5     | 18,7                         | 9,8                                                 | 16,3     | 16,9                              | 1,7                          | 5,6                                                                                      | -1,5                                   | 10,5                         | 2,3                                                           | -8,8                         |                                                                                   |
|                                                  | -20,6           | 2,7      | -23,3                        | 9,0                                                 | 8,1      | 15,3                              | 10,2                         | 1,3                                                                                      | -1,5                                   | -1,9                         | -7,1                                                          | 8,0                          |                                                                                   |
|                                                  | 26,9            | 5,4      | 21,6                         | 17,0                                                | 20,7     | 20,2                              | -3,2                         | 12,8                                                                                     | 13,7                                   | -2,6                         | 3,1                                                           | -6,8                         |                                                                                   |
|                                                  | 36,7            | -1,2     | 37,9                         | -6,3                                                | 8,9      | 18,9                              | 0,2                          | 4,4                                                                                      | 1,7                                    | 2,6                          | -9,5                                                          | -5,8                         |                                                                                   |
|                                                  | Stopnje rasti   |          |                              |                                                     |          |                                   |                              |                                                                                          |                                        |                              |                                                               |                              |                                                                                   |
| 2012                                             | 5,8             | -0,3     | 9,5                          | -0,8                                                | -0,6     | -0,1                              | -2,3                         | 0,5                                                                                      | 1,5                                    | -2,2                         | -4,6                                                          | 5,2                          |                                                                                   |
| 2013                                             | -0,7            | -6,3     | 2,2                          | -2,3                                                | -2,3     | -2,0                              | -2,9                         | -0,1                                                                                     | -12,2                                  | 10,8                         | -5,0                                                          | 1,9                          |                                                                                   |
| 2014                                             | 2,1             | 1,5      | 2,4                          | -0,8                                                | -0,5     | 0,2                               | -1,4                         | -0,3                                                                                     | 1,1                                    | 11,8                         | -6,5                                                          | 4,4                          |                                                                                   |
| 2014 II<br>III<br>IV                             | -2,5            | -1,5     | -3,0                         | -2,2                                                | -1,8     | -1,1                              | -2,3                         | -0,6                                                                                     | -5,9                                   | 4,8                          | -7,5                                                          | 0,5                          |                                                                                   |
|                                                  | -0,5            | -0,7     | -0,4                         | -1,9                                                | -1,2     | -0,6                              | -2,0                         | -0,5                                                                                     | -2,5                                   | 8,5                          | -8,6                                                          | 1,8                          |                                                                                   |
|                                                  | 2,1             | 1,5      | 2,4                          | -0,8                                                | -0,5     | 0,2                               | -1,4                         | -0,3                                                                                     | 1,1                                    | 11,8                         | -6,5                                                          | 4,4                          |                                                                                   |
| 2015 I                                           | 2,8             | 2,0      | 3,2                          | -0,2                                                | 0,1      | 0,8                               | -0,6                         | 0,0                                                                                      | 2,2                                    | 14,1                         | -4,7                                                          | 3,0                          |                                                                                   |
| 2014 nov.<br>dec.                                | 0,8             | 0,6      | 0,9                          | -1,4                                                | -0,9     | -0,2                              | -1,7                         | -0,4                                                                                     | -1,0                                   | 8,0                          | -7,2                                                          | 2,6                          |                                                                                   |
|                                                  | 2,1             | 1,5      | 2,4                          | -0,8                                                | -0,5     | 0,2                               | -1,4                         | -0,3                                                                                     | 1,1                                    | 11,8                         | -6,5                                                          | 4,4                          |                                                                                   |
| 2015 jan.<br>feb.<br>mar.<br>apr. <sup>(p)</sup> | 2,3             | 1,6      | 2,6                          | -0,6                                                | -0,2     | 0,5                               | -1,1                         | -0,1                                                                                     | 1,4                                    | 19,3                         | -6,3                                                          | 3,3                          |                                                                                   |
|                                                  | 1,9             | 1,5      | 2,0                          | -0,4                                                | -0,1     | 0,6                               | -0,6                         | -0,2                                                                                     | 0,5                                    | 15,4                         | -5,6                                                          | 4,2                          |                                                                                   |
|                                                  | 2,8             | 2,0      | 3,2                          | -0,2                                                | 0,1      | 0,8                               | -0,6                         | 0,0                                                                                      | 2,2                                    | 14,1                         | -4,7                                                          | 3,0                          |                                                                                   |
|                                                  | 3,8             | 2,4      | 4,5                          | 0,0                                                 | 0,0      | 0,8                               | -0,4                         | 0,0                                                                                      | 0,3                                    | 17,2                         | -2,2                                                          | 2,8                          |                                                                                   |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerezvile 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) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

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

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

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

|                          | Nefinančne družbe <sup>2)</sup>                                        |        |           |                      |              | Gospodinjstva <sup>3)</sup>                                            |      |                         |                          |                |
|--------------------------|------------------------------------------------------------------------|--------|-----------|----------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------|------|-------------------------|--------------------------|----------------|
|                          | Skupaj                                                                 |        | Do 1 leta | Nad 1<br>in do 5 let | Nad<br>5 let | Skupaj                                                                 |      | Petrošniška<br>posojila | Stanovanjska<br>posojila | Druga posojila |
|                          | Posojila,<br>prilagojena za<br>prodajo in<br>listinjenje <sup>4)</sup> |        |           |                      |              | Posojila,<br>prilagojena za<br>prodajo in<br>listinjenje <sup>4)</sup> |      |                         |                          |                |
|                          | 1                                                                      | 2      | 3         | 4                    | 5            | 6                                                                      | 7    | 8                       | 9                        | 10             |
| Stanja                   |                                                                        |        |           |                      |              |                                                                        |      |                         |                          |                |
| 2012                     | 4.544,6                                                                | -      | 1.127,9   | 795,6                | 2.621,0      | 5.242,3                                                                | -    | 602,0                   | 3.823,6                  | 816,7          |
| 2013                     | 4.354,1                                                                | -      | 1.065,6   | 740,8                | 2.547,8      | 5.221,4                                                                | -    | 573,5                   | 3.851,5                  | 796,4          |
| 2014                     | 4.279,7                                                                | -      | 1.081,0   | 724,6                | 2.474,2      | 5.200,6                                                                | -    | 563,2                   | 3.861,3                  | 776,1          |
| 2014 II                  | 4.306,3                                                                | -      | 1.058,1   | 734,1                | 2.514,1      | 5.191,0                                                                | -    | 570,3                   | 3.832,2                  | 788,5          |
| 2014 III                 | 4.288,1                                                                | -      | 1.056,5   | 726,1                | 2.505,4      | 5.194,6                                                                | -    | 567,1                   | 3.843,7                  | 783,8          |
| 2014 IV                  | 4.279,7                                                                | -      | 1.081,0   | 724,6                | 2.474,2      | 5.200,6                                                                | -    | 563,2                   | 3.861,3                  | 776,1          |
| 2015 I                   | 4.310,2                                                                | -      | 1.089,9   | 738,9                | 2.481,5      | 5.234,8                                                                | -    | 567,9                   | 3.891,7                  | 775,3          |
| 2014 nov.                | 4.271,1                                                                | -      | 1.040,0   | 734,0                | 2.497,0      | 5.194,9                                                                | -    | 566,6                   | 3.848,3                  | 780,0          |
| 2014 dec.                | 4.279,7                                                                | -      | 1.081,0   | 724,6                | 2.474,2      | 5.200,6                                                                | -    | 563,2                   | 3.861,3                  | 776,1          |
| 2015 jan.                | 4.301,2                                                                | -      | 1.087,4   | 735,5                | 2.478,3      | 5.223,2                                                                | -    | 566,2                   | 3.879,7                  | 777,3          |
| 2015 feb.                | 4.313,1                                                                | -      | 1.090,4   | 734,8                | 2.487,9      | 5.222,2                                                                | -    | 565,3                   | 3.883,4                  | 773,6          |
| 2015 mar.                | 4.310,2                                                                | -      | 1.089,9   | 738,9                | 2.481,5      | 5.234,8                                                                | -    | 567,9                   | 3.891,7                  | 775,3          |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | 4.302,1                                                                | -      | 1.089,9   | 737,1                | 2.475,0      | 5.234,7                                                                | -    | 566,7                   | 3.894,8                  | 773,2          |
| Transakcije              |                                                                        |        |           |                      |              |                                                                        |      |                         |                          |                |
| 2012                     | -107,6                                                                 | -60,3  | 6,2       | -51,4                | -62,3        | 26,0                                                                   | 34,7 | -17,7                   | 48,8                     | -5,1           |
| 2013                     | -132,8                                                                 | -127,5 | -44,5     | -44,5                | -43,7        | -3,5                                                                   | 14,3 | -18,1                   | 27,6                     | -13,1          |
| 2014                     | -59,8                                                                  | -46,6  | -13,8     | 0,7                  | -46,8        | -13,7                                                                  | 42,3 | -3,0                    | -2,0                     | -8,7           |
| 2014 II                  | -18,7                                                                  | -7,5   | 3,3       | 6,0                  | -28,1        | -35,4                                                                  | 9,3  | -2,0                    | -33,1                    | -0,3           |
| 2014 III                 | -18,6                                                                  | -20,1  | -3,1      | -7,0                 | -8,5         | 8,2                                                                    | 9,5  | 1,2                     | 13,1                     | -6,1           |
| 2014 IV                  | 3,4                                                                    | 5,8    | -7,4      | 8,1                  | 2,7          | 6,4                                                                    | 14,9 | -2,2                    | 10,6                     | -1,9           |
| 2015 I                   | 8,7                                                                    | 11,7   | -0,4      | 8,1                  | 1,0          | 19,7                                                                   | 23,9 | 2,5                     | 17,5                     | -0,3           |
| 2014 nov.                | -3,9                                                                   | -2,5   | -12,6     | 10,7                 | -2,0         | -1,3                                                                   | 4,8  | -1,6                    | 0,0                      | 0,3            |
| 2014 dec.                | 10,0                                                                   | 10,4   | 7,0       | -1,7                 | 4,7          | 3,3                                                                    | 4,2  | -2,5                    | 6,5                      | -0,7           |
| 2015 jan.                | 1,7                                                                    | 1,6    | -1,7      | 5,3                  | -1,9         | 5,6                                                                    | 6,2  | 0,1                     | 6,3                      | -0,7           |
| 2015 feb.                | 10,2                                                                   | 12,3   | 3,1       | -1,1                 | 8,1          | 1,3                                                                    | 6,3  | -0,6                    | 3,8                      | -1,8           |
| 2015 mar.                | -3,2                                                                   | -2,2   | -1,8      | 3,8                  | -5,3         | 12,8                                                                   | 11,5 | 3,0                     | 7,5                      | 2,3            |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | 0,2                                                                    | 1,6    | 3,3       | -0,4                 | -2,7         | 4,4                                                                    | 13,0 | -1,0                    | 6,3                      | -0,9           |
| Stopnje rasti            |                                                                        |        |           |                      |              |                                                                        |      |                         |                          |                |
| 2012                     | -2,3                                                                   | -1,3   | 0,5       | -6,0                 | -2,3         | 0,5                                                                    | 0,7  | -2,8                    | 1,3                      | -0,6           |
| 2013                     | -2,9                                                                   | -2,8   | -4,0      | -5,6                 | -1,7         | -0,1                                                                   | 0,3  | -3,0                    | 0,7                      | -1,6           |
| 2014                     | -1,4                                                                   | -1,1   | -1,3      | 0,1                  | -1,8         | -0,3                                                                   | 0,8  | -0,5                    | -0,1                     | -1,1           |
| 2014 II                  | -2,3                                                                   | -2,1   | -2,7      | -3,3                 | -1,9         | -0,6                                                                   | 0,5  | -1,4                    | -0,4                     | -1,0           |
| 2014 III                 | -2,0                                                                   | -1,8   | -1,4      | -3,4                 | -1,9         | -0,5                                                                   | 0,5  | -1,1                    | -0,2                     | -1,7           |
| 2014 IV                  | -1,4                                                                   | -1,1   | -1,3      | 0,1                  | -1,8         | -0,3                                                                   | 0,8  | -0,5                    | -0,1                     | -1,1           |
| 2015 I                   | -0,6                                                                   | -0,2   | -0,7      | 2,1                  | -1,3         | 0,0                                                                    | 1,1  | -0,1                    | 0,2                      | -1,1           |
| 2014 nov.                | -1,7                                                                   | -1,4   | -1,5      | -1,8                 | -1,7         | -0,4                                                                   | 0,7  | 0,1                     | -0,2                     | -1,3           |
| 2014 dec.                | -1,4                                                                   | -1,1   | -1,3      | 0,1                  | -1,8         | -0,3                                                                   | 0,8  | -0,5                    | -0,1                     | -1,1           |
| 2015 jan.                | -1,1                                                                   | -0,8   | -0,8      | 1,1                  | -1,9         | -0,1                                                                   | 0,9  | -0,4                    | 0,1                      | -1,0           |
| 2015 feb.                | -0,6                                                                   | -0,3   | 0,5       | 0,8                  | -1,5         | -0,2                                                                   | 1,0  | -0,5                    | 0,0                      | -1,1           |
| 2015 mar.                | -0,6                                                                   | -0,2   | -0,7      | 2,1                  | -1,3         | 0,0                                                                    | 1,1  | -0,1                    | 0,2                      | -1,1           |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | -0,4                                                                   | -0,1   | 0,3       | 1,2                  | -1,2         | 0,0                                                                    | 1,3  | -0,1                    | 0,1                      | -0,8           |

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

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

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

|                          | Obveznosti DFI                                |                                                                              |                            |                                                          |                                                                   |                       | Sredstva DFI     |        |                                                                       |                                                                                        |
|--------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|----------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|-----------------------|------------------|--------|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
|                          | Enote centralne<br>ravni države <sup>2)</sup> | Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju |                            |                                                          |                                                                   |                       | Neto tuja aktiva | Razno  |                                                                       |                                                                                        |
|                          |                                               | Skupaj                                                                       | Vezane vloge<br>nad 2 leti | Vloge na<br>odpoklic z dobo<br>odpoklica nad 3<br>mesece | Dolžniški<br>vrednostni<br>papirji z<br>zapadlostjo<br>nad 2 leti | Kapital in<br>rezerve |                  | Skupaj |                                                                       |                                                                                        |
|                          |                                               |                                                                              |                            |                                                          |                                                                   |                       |                  |        | Repo posli s<br>centralnimi<br>nasprotnimi<br>strankami <sup>3)</sup> | Obratne repo<br>transakcije s<br>centralnimi<br>nasprotnimi<br>strankami <sup>3)</sup> |
|                          | 1                                             | 2                                                                            | 3                          | 4                                                        | 5                                                                 | 6                     | 7                | 8      | 9                                                                     | 10                                                                                     |
|                          | Stanja                                        |                                                                              |                            |                                                          |                                                                   |                       |                  |        |                                                                       |                                                                                        |
| 2012                     | 305,4                                         | 7.570,1                                                                      | 2.395,9                    | 106,0                                                    | 2.680,8                                                           | 2.387,4               | 1.029,8          | 146,4  | 260,8                                                                 | 201,2                                                                                  |
| 2013                     | 260,2                                         | 7.305,0                                                                      | 2.373,3                    | 91,5                                                     | 2.506,3                                                           | 2.333,9               | 1.153,9          | 124,5  | 183,8                                                                 | 122,1                                                                                  |
| 2014                     | 262,1                                         | 7.178,7                                                                      | 2.253,2                    | 92,0                                                     | 2.375,3                                                           | 2.458,3               | 1.390,7          | 183,9  | 184,5                                                                 | 139,8                                                                                  |
| 2014 II                  | 270,3                                         | 7.295,3                                                                      | 2.301,8                    | 90,1                                                     | 2.455,1                                                           | 2.448,4               | 1.346,1          | 147,7  | 171,3                                                                 | 119,0                                                                                  |
| 2014 III                 | 249,7                                         | 7.332,4                                                                      | 2.278,6                    | 92,4                                                     | 2.457,0                                                           | 2.504,3               | 1.419,5          | 179,8  | 163,6                                                                 | 121,7                                                                                  |
| 2014 IV                  | 262,1                                         | 7.178,7                                                                      | 2.253,2                    | 92,0                                                     | 2.375,3                                                           | 2.458,3               | 1.390,7          | 183,9  | 184,5                                                                 | 139,8                                                                                  |
| 2015 I                   | 287,6                                         | 7.322,2                                                                      | 2.259,8                    | 90,5                                                     | 2.394,7                                                           | 2.577,1               | 1.504,3          | 237,2  | 234,7                                                                 | 159,1                                                                                  |
| 2014 nov.                | 258,7                                         | 7.263,2                                                                      | 2.258,3                    | 91,0                                                     | 2.404,7                                                           | 2.509,2               | 1.466,5          | 189,8  | 184,4                                                                 | 130,8                                                                                  |
| 2014 dec.                | 262,1                                         | 7.178,7                                                                      | 2.253,2                    | 92,0                                                     | 2.375,3                                                           | 2.458,3               | 1.390,7          | 183,9  | 184,5                                                                 | 139,8                                                                                  |
| 2015 jan.                | 306,0                                         | 7.293,1                                                                      | 2.245,5                    | 92,8                                                     | 2.402,6                                                           | 2.552,2               | 1.481,6          | 233,7  | 203,3                                                                 | 133,3                                                                                  |
| 2015 feb.                | 262,9                                         | 7.303,0                                                                      | 2.263,4                    | 91,6                                                     | 2.396,3                                                           | 2.551,7               | 1.447,7          | 265,0  | 226,3                                                                 | 144,5                                                                                  |
| 2015 mar.                | 287,6                                         | 7.322,2                                                                      | 2.259,8                    | 90,5                                                     | 2.394,7                                                           | 2.577,1               | 1.504,3          | 237,2  | 234,7                                                                 | 159,1                                                                                  |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | 260,2                                         | 7.235,3                                                                      | 2.237,3                    | 88,5                                                     | 2.354,6                                                           | 2.554,9               | 1.447,8          | 241,1  | 206,3                                                                 | 132,1                                                                                  |
|                          | Transakcije                                   |                                                                              |                            |                                                          |                                                                   |                       |                  |        |                                                                       |                                                                                        |
| 2012                     | -4,9                                          | -115,3                                                                       | -156,3                     | -10,2                                                    | -106,4                                                            | 157,6                 | 99,4             | 28,8   | 9,4                                                                   | 41,5                                                                                   |
| 2013                     | -46,0                                         | -88,8                                                                        | -18,6                      | -14,3                                                    | -137,6                                                            | 81,6                  | 359,2            | -64,7  | 32,2                                                                  | 43,9                                                                                   |
| 2014                     | -6,9                                          | -161,8                                                                       | -119,7                     | 1,8                                                      | -154,7                                                            | 110,8                 | 244,2            | -19,0  | 0,7                                                                   | 17,7                                                                                   |
| 2014 II                  | 9,4                                           | -65,1                                                                        | -54,7                      | -1,0                                                     | -15,8                                                             | 6,5                   | 75,0             | 23,8   | -5,8                                                                  | 2,3                                                                                    |
| 2014 III                 | -20,9                                         | -3,1                                                                         | -28,3                      | 2,3                                                      | -28,5                                                             | 51,5                  | 38,4             | 25,3   | -7,7                                                                  | 2,6                                                                                    |
| 2014 IV                  | 4,4                                           | -95,3                                                                        | -25,1                      | 1,0                                                      | -77,3                                                             | 6,1                   | 35,9             | -55,5  | 20,9                                                                  | 18,1                                                                                   |
| 2015 I                   | 22,2                                          | -47,4                                                                        | -30,7                      | -2,5                                                     | -47,5                                                             | 33,3                  | -6,3             | 53,8   | 50,1                                                                  | 19,3                                                                                   |
| 2014 nov.                | 1,7                                           | -19,5                                                                        | -6,4                       | -0,8                                                     | -13,6                                                             | 1,3                   | 47,9             | 19,0   | 1,3                                                                   | 9,6                                                                                    |
| 2014 dec.                | 0,4                                           | -43,9                                                                        | -6,2                       | 2,4                                                      | -34,1                                                             | -6,1                  | -26,1            | -60,7  | 0,1                                                                   | 9,0                                                                                    |
| 2015 jan.                | 40,6                                          | -12,0                                                                        | -16,1                      | -0,2                                                     | -12,7                                                             | 17,1                  | -5,9             | 46,2   | 18,8                                                                  | -6,5                                                                                   |
| 2015 feb.                | -43,1                                         | -17,9                                                                        | -8,5                       | -1,2                                                     | -12,0                                                             | 3,7                   | -24,8            | 33,1   | 23,0                                                                  | 11,3                                                                                   |
| 2015 mar.                | 24,7                                          | -17,5                                                                        | -6,1                       | -1,1                                                     | -22,8                                                             | 12,5                  | 24,4             | -25,5  | 8,3                                                                   | 14,6                                                                                   |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | -27,4                                         | -38,8                                                                        | -20,1                      | -2,0                                                     | -19,9                                                             | 3,1                   | -26,8            | 4,3    | -28,3                                                                 | -27,0                                                                                  |
|                          | Stopnje rasti                                 |                                                                              |                            |                                                          |                                                                   |                       |                  |        |                                                                       |                                                                                        |
| 2012                     | -1,5                                          | -1,5                                                                         | -6,1                       | -8,8                                                     | -3,8                                                              | 7,0                   | -                | -      | 2,5                                                                   | 26,1                                                                                   |
| 2013                     | -15,1                                         | -1,2                                                                         | -0,8                       | -13,5                                                    | -5,1                                                              | 3,5                   | -                | -      | 10,3                                                                  | 23,5                                                                                   |
| 2014                     | -2,7                                          | -2,2                                                                         | -5,1                       | 2,0                                                      | -6,1                                                              | 4,7                   | -                | -      | 0,4                                                                   | 14,5                                                                                   |
| 2014 II                  | -9,0                                          | -1,6                                                                         | -3,9                       | -6,8                                                     | -3,2                                                              | 2,6                   | -                | -      | -23,8                                                                 | -4,5                                                                                   |
| 2014 III                 | -11,5                                         | -1,1                                                                         | -4,7                       | -1,2                                                     | -2,7                                                              | 4,2                   | -                | -      | -17,5                                                                 | -3,2                                                                                   |
| 2014 IV                  | -2,7                                          | -2,2                                                                         | -5,1                       | 2,0                                                      | -6,1                                                              | 4,7                   | -                | -      | 0,4                                                                   | 14,5                                                                                   |
| 2015 I                   | 5,6                                           | -2,9                                                                         | -5,9                       | -0,3                                                     | -6,8                                                              | 4,0                   | -                | -      | 32,5                                                                  | 36,3                                                                                   |
| 2014 nov.                | -1,9                                          | -1,9                                                                         | -5,5                       | -1,1                                                     | -4,8                                                              | 4,9                   | -                | -      | -4,4                                                                  | -6,6                                                                                   |
| 2014 dec.                | -2,7                                          | -2,2                                                                         | -5,1                       | 2,0                                                      | -6,1                                                              | 4,7                   | -                | -      | 0,4                                                                   | 14,5                                                                                   |
| 2015 jan.                | 22,3                                          | -2,3                                                                         | -5,6                       | 2,5                                                      | -6,0                                                              | 4,6                   | -                | -      | 22,4                                                                  | 28,3                                                                                   |
| 2015 feb.                | -4,4                                          | -2,4                                                                         | -5,7                       | 0,8                                                      | -5,9                                                              | 4,3                   | -                | -      | 27,0                                                                  | 28,4                                                                                   |
| 2015 mar.                | 5,6                                           | -2,9                                                                         | -5,9                       | -0,3                                                     | -6,8                                                              | 4,0                   | -                | -      | 32,5                                                                  | 36,3                                                                                   |
| 2015 apr. <sup>(p)</sup> | -5,7                                          | -3,1                                                                         | -5,5                       | -2,4                                                     | -7,4                                                              | 3,4                   | -                | -      | 26,8                                                                  | 33,0                                                                                   |

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni sezonsko prilagojeno.

## 6 DRŽAVNE FINANCE

### 6.1 Primanjkljaj/presežek, prihodki in odhodki<sup>1), 2)</sup>

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

|          | Primanjkljaj<br>presežek | Prihodki |                     |                   |                            |                          |                        | Odhodki |                  |         |                                    |     |      |                          |
|----------|--------------------------|----------|---------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------|------------------------|---------|------------------|---------|------------------------------------|-----|------|--------------------------|
|          |                          | Skupaj   | Tekoči prihodki     |                   |                            |                          | Kapitalski<br>prihodki | Skupaj  | Tekoči odhodki   |         |                                    |     |      | Investicijski<br>odhodki |
|          |                          |          | Neposredni<br>davki | Posredni<br>davki | Neto socialni<br>prispevki | Sredstva za<br>zaposlene |                        |         | Vmesna<br>poraba | Obresti | Socialni<br>prejemki <sup>3)</sup> |     |      |                          |
|          |                          |          |                     |                   |                            |                          |                        |         |                  |         |                                    |     |      |                          |
| 1        | 2                        | 3        | 4                   | 5                 | 6                          | 7                        | 8                      | 9       | 10               | 11      | 12                                 | 13  | 14   |                          |
| 2011     | -3,9                     | 44,7     | 44,5                | 11,7              | 12,7                       | 15,1                     | 0,2                    | 48,6    | 44,3             | 10,4    | 5,3                                | 3,0 | 23,0 | 4,3                      |
| 2012     | -3,4                     | 45,8     | 45,6                | 12,2              | 13,0                       | 15,3                     | 0,2                    | 49,1    | 44,6             | 10,4    | 5,3                                | 3,0 | 23,5 | 4,5                      |
| 2013     | -2,5                     | 46,4     | 46,1                | 12,5              | 13,1                       | 15,5                     | 0,3                    | 48,9    | 44,8             | 10,4    | 5,3                                | 2,8 | 23,8 | 4,1                      |
| 2014     | -2,1                     | 46,5     | 46,3                | 12,5              | 13,3                       | 15,5                     | 0,3                    | 48,7    | 44,9             | 10,3    | 5,3                                | 2,6 | 24,0 | 3,8                      |
| 2014 III | -2,4                     | 46,6     | 46,1                | 12,5              | 13,1                       | 15,5                     | 0,5                    | 49,0    | 45,3             | 10,3    | 5,3                                | 2,7 | 23,0 | 3,7                      |
| IV       | -2,4                     | 46,6     | 46,2                | 12,5              | 13,1                       | 15,5                     | 0,5                    | 49,1    | 45,3             | 10,3    | 5,3                                | 2,6 | 23,1 | 3,7                      |

### 6.2 Javni dolg<sup>1)</sup>

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

|          | Skupaj | Finančni instrument  |          |                                    | Imetnik       |      |              | Izvirna dospelost |               | Preostala dospelost |                      |              | Valute                                         |                 |
|----------|--------|----------------------|----------|------------------------------------|---------------|------|--------------|-------------------|---------------|---------------------|----------------------|--------------|------------------------------------------------|-----------------|
|          |        | Gotovina<br>in vloge | Posojila | Dolžniški<br>vrednostni<br>papirji | Domači upniki |      | Drugi upniki | Do<br>1 leta      | Nad<br>1 leto | Do<br>1 leta        | Nad 1 in do<br>5 let | Nad<br>5 let | Euro ali valute<br>sodelujočih držav<br>članic | Druge<br>valute |
|          |        |                      |          |                                    | DFI           |      |              |                   |               |                     |                      |              |                                                |                 |
|          | 1      | 2                    | 3        | 4                                  | 5             | 6    | 7            | 8                 | 9             | 10                  | 11                   | 12           | 13                                             | 14              |
| 2011     | 85,8   | 2,9                  | 15,3     | 67,5                               | 42,7          | 24,3 | 43,1         | 12,2              | 73,6          | 20,3                | 29,8                 | 35,7         | 84,0                                           | 1,8             |
| 2012     | 89,1   | 3,0                  | 17,2     | 68,8                               | 45,4          | 26,2 | 43,6         | 11,4              | 77,7          | 19,5                | 31,6                 | 38,0         | 86,9                                           | 2,2             |
| 2013     | 90,9   | 2,7                  | 17,0     | 71,2                               | 45,9          | 26,1 | 45,0         | 10,4              | 80,5          | 19,4                | 32,2                 | 39,3         | 89,0                                           | 2,0             |
| 2014     | 92,0   | 2,7                  | 16,8     | 72,4                               | 45,2          | 25,9 | 46,8         | 10,1              | 81,8          | 19,2                | 32,2                 | 40,5         | 89,9                                           | 2,0             |
| 2014 III | 92,0   | 2,6                  | 16,6     | 72,8                               | .             | .    | .            | .                 | .             | .                   | .                    | .            | .                                              | .               |
| IV       | 91,9   | 2,7                  | 16,8     | 72,4                               | .             | .    | .            | .                 | .             | .                   | .                    | .            | .                                              | .               |

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

|          | Sprememba<br>dolga <sup>4)</sup> | Primanjkljaj<br>(-)/presežek<br>(+) | Prilagoditev primanjkljaja-dolga <sup>5)</sup> |                                               |                         |          |                                    |                                                                 |                                                               |       | Obrestni<br>diferencial | Zaznamek:<br>Potrebe po<br>zadolževanju |
|----------|----------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------------|-------------------------|----------|------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------|-------------------------|-----------------------------------------|
|          |                                  |                                     | Skupaj                                         | Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti |                         |          |                                    |                                                                 | Učinki<br>prevrednotenja<br>in druge<br>spremembe<br>v obsegu | Razno |                         |                                         |
|          |                                  |                                     |                                                | Skupaj                                        | Gotovina<br>in<br>vloge | Posojila | Dolžniški<br>vrednostni<br>papirji | Lastniški<br>kapital in<br>delnice<br>investicijskih<br>skladov |                                                               |       |                         |                                         |
|          |                                  |                                     |                                                |                                               |                         |          |                                    |                                                                 |                                                               |       |                         |                                         |
|          | 1                                | 2                                   | 3                                              | 4                                             | 5                       | 6        | 7                                  | 8                                                               | 9                                                             | 10    | 11                      | 12                                      |
| 2011     | 2,1                              | 1,2                                 | 0,1                                            | -0,3                                          | 0,2                     | -0,2     | -0,2                               | -0,1                                                            | 0,4                                                           | 0,1   | 0,8                     | 3,9                                     |
| 2012     | 3,3                              | 0,6                                 | 0,1                                            | 1,1                                           | 0,3                     | 0,3      | -0,1                               | 0,5                                                             | -1,3                                                          | 0,3   | 2,7                     | 5,0                                     |
| 2013     | 1,8                              | 0,1                                 | -0,2                                           | -0,6                                          | -0,4                    | -0,4     | -0,1                               | 0,3                                                             | 0,0                                                           | 0,4   | 2,0                     | 2,7                                     |
| 2014     | 1,1                              | -0,2                                | 0,2                                            | 0,0                                           | 0,2                     | -0,1     | -0,2                               | 0,1                                                             | -0,1                                                          | 0,2   | 1,1                     | 2,7                                     |
| 2014 III | 0,9                              | -0,3                                | 0,0                                            | 0,0                                           | 0,0                     | 0,0      | -0,2                               | 0,2                                                             | -0,4                                                          | 0,4   | 1,1                     | 2,7                                     |
| IV       | 1,0                              | -0,2                                | 0,2                                            | 0,1                                           | 0,2                     | 0,0      | -0,2                               | 0,1                                                             | -0,1                                                          | 0,2   | 1,0                     | 2,7                                     |

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

1) Četrtletne stopnje (odstotek BDP), izračunane kot vsota štirih četrtletij (podatki o tokovih in BDP), stanje ob koncu četrtletja (stanje).

2) Vključno s transakcijami proračuna EU (konsolidirani letni podatki).

3) Letni podatki vključujejo tekoče transferje nepridobitnim ustanovam, ki delujejo za gospodinjstva.

4) Razlika v primerjavi s prejšnjim obdobjem, tj. preteklim letom (letna sprememba dolga), oziroma v primerjavi z ustreznim četrtletjem preteklega leta (četrtletna sprememba dolga).

5) Četrtletni podatki vključujejo posojanje med državami, povezano s finančno krizo.

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

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

|           | Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup> |                        |              |         |                          | Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup> | Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup> |                      |        |        |             |     |     |
|-----------|------------------------------------------------|------------------------|--------------|---------|--------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------|--------|--------|-------------|-----|-----|
|           | Skupaj                                         | Glavnica <sup>5)</sup> |              | Obresti |                          |                                             | Stanje                                      |                      |        |        | Transakcije |     |     |
|           |                                                | Do 3 mesecev           | Do 3 mesecev | Skupaj  | Variabilna obrestna mera |                                             | Brezkuponski                                | Fiksna obrestna mera | Izdaje | Odkupi |             |     |     |
|           |                                                |                        |              |         |                          |                                             |                                             | Do 1 leta            |        |        |             |     |     |
|           | 1                                              | 2                      | 3            | 4       | 5                        | 6                                           | 7                                           | 8                    | 9      | 10     | 11          | 12  | 13  |
| 2013      | 16,5                                           | 14,4                   | 5,0          | 2,1     | 0,5                      | 6,3                                         | 3,5                                         | 1,7                  | 1,3    | 3,7    | 2,8         | 1,2 | 1,8 |
| 2014      | 15,9                                           | 13,9                   | 5,1          | 2,0     | 0,5                      | 6,4                                         | 3,1                                         | 1,5                  | 0,5    | 3,5    | 2,7         | 0,8 | 1,6 |
| 2014 III  | 17,3                                           | 15,2                   | 5,7          | 2,1     | 0,5                      | 6,4                                         | 3,2                                         | 1,5                  | 0,5    | 3,5    | 2,8         | 0,9 | 1,6 |
| IV        | 15,9                                           | 13,9                   | 5,1          | 2,0     | 0,5                      | 6,4                                         | 3,1                                         | 1,5                  | 0,5    | 3,5    | 2,7         | 0,8 | 1,6 |
| 2014 nov. | 15,9                                           | 13,9                   | 4,8          | 2,0     | 0,5                      | 6,5                                         | 3,1                                         | 1,5                  | 0,5    | 3,5    | 2,7         | 0,9 | 1,7 |
| dec.      | 15,9                                           | 13,9                   | 5,1          | 2,0     | 0,5                      | 6,4                                         | 3,1                                         | 1,5                  | 0,5    | 3,5    | 2,7         | 0,8 | 1,6 |
| 2015 jan. | 15,7                                           | 13,6                   | 5,1          | 2,0     | 0,5                      | 6,5                                         | 3,1                                         | 1,4                  | 0,4    | 3,5    | 2,7         | 0,8 | 1,7 |
| feb.      | 15,7                                           | 13,6                   | 4,5          | 2,0     | 0,5                      | 6,5                                         | 3,0                                         | 1,4                  | 0,3    | 3,4    | 2,7         | 0,7 | 1,7 |
| mar.      | 15,5                                           | 13,4                   | 4,6          | 2,0     | 0,5                      | 6,5                                         | 3,0                                         | 1,4                  | 0,0    | 3,4    | 2,8         | 0,6 | 1,7 |
| apr.      | 15,9                                           | 13,8                   | 4,8          | 2,0     | 0,5                      | 6,6                                         | 2,9                                         | 1,3                  | 0,3    | 3,4    | 2,8         | 0,5 | 1,7 |

## 6.5 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja<sup>6)</sup>

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

|          | Belgija                                     | Nemčija | Estonija | Irska | Grčija | Španija | Francija | Italija | Ciper |
|----------|---------------------------------------------|---------|----------|-------|--------|---------|----------|---------|-------|
|          | 1                                           | 2       | 3        | 4     | 5      | 6       | 7        | 8       | 9     |
|          | Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) |         |          |       |        |         |          |         |       |
| 2011     | -4,1                                        | -0,9    | 1,2      | -12,7 | -10,2  | -9,4    | -5,1     | -3,5    | -5,8  |
| 2012     | -4,1                                        | 0,1     | -0,2     | -8,1  | -8,7   | -10,3   | -4,8     | -3,0    | -5,8  |
| 2013     | -2,9                                        | 0,1     | -0,2     | -5,8  | -12,3  | -6,8    | -4,1     | -2,9    | -4,9  |
| 2014     | -3,2                                        | 0,7     | 0,6      | -4,1  | -3,5   | -5,8    | -4,0     | -3,0    | -8,8  |
| 2014 III | -3,1                                        | 0,6     | -0,2     | -4,7  | -2,3   | -5,7    | -4,0     | -2,8    | -10,2 |
| IV       | -3,2                                        | 0,7     | 0,6      | -4,1  | -3,5   | -5,8    | -4,0     | -3,0    | -8,8  |
|          | Javni dolg                                  |         |          |       |        |         |          |         |       |
| 2011     | 102,0                                       | 77,9    | 6,0      | 111,2 | 171,3  | 69,2    | 85,2     | 116,4   | 66,0  |
| 2012     | 103,8                                       | 79,3    | 9,7      | 121,7 | 156,9  | 84,4    | 89,6     | 123,1   | 79,5  |
| 2013     | 104,4                                       | 77,1    | 10,1     | 123,2 | 175,0  | 92,1    | 92,3     | 128,5   | 102,2 |
| 2014     | 106,5                                       | 74,7    | 10,6     | 109,7 | 177,1  | 97,7    | 95,0     | 132,1   | 107,5 |
| 2014 III | 108,3                                       | 75,1    | 10,5     | 114,3 | 175,8  | 96,8    | 95,4     | 132,0   | 104,7 |
| IV       | 106,6                                       | 74,7    | 10,6     | 109,7 | 177,1  | 97,7    | 95,2     | 132,1   | 107,5 |

|          | Latvija                                     | Litva | Luksemburg | Malta | Nizozemska | Avstrija | Portugalska | Slovenija | Slovaška | Finska |
|----------|---------------------------------------------|-------|------------|-------|------------|----------|-------------|-----------|----------|--------|
|          | 10                                          | 11    | 12         | 13    | 14         | 15       | 16          | 17        | 18       | 19     |
|          | Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+) |       |            |       |            |          |             |           |          |        |
| 2011     | -3,3                                        | -8,9  | 0,4        | -2,6  | -4,3       | -2,6     | -7,4        | -6,6      | -4,1     | -1,0   |
| 2012     | -0,8                                        | -3,1  | 0,1        | -3,6  | -4,0       | -2,2     | -5,6        | -4,0      | -4,2     | -2,1   |
| 2013     | -0,7                                        | -2,6  | 0,9        | -2,6  | -2,3       | -1,3     | -4,8        | -14,9     | -2,6     | -2,5   |
| 2014     | -1,4                                        | -0,7  | 0,6        | -2,1  | -2,3       | -2,4     | -4,5        | -4,9      | -2,9     | -3,2   |
| 2014 III | 0,0                                         | -0,7  | 0,5        | -2,7  | -2,6       | -1,2     | -4,4        | -12,8     | -2,8     | -2,9   |
| IV       | -1,4                                        | -0,7  | .          | -2,1  | -2,3       | -2,4     | -4,5        | -4,9      | -2,9     | -3,2   |
|          | Javni dolg                                  |       |            |       |            |          |             |           |          |        |
| 2011     | 42,7                                        | 37,2  | 19,1       | 69,7  | 61,3       | 82,1     | 111,1       | 46,5      | 43,4     | 48,5   |
| 2012     | 40,9                                        | 39,8  | 21,9       | 67,4  | 66,5       | 81,5     | 125,8       | 53,7      | 52,1     | 52,9   |
| 2013     | 38,2                                        | 38,8  | 24,0       | 69,2  | 68,6       | 80,9     | 129,7       | 70,3      | 54,6     | 55,8   |
| 2014     | 40,0                                        | 40,9  | 23,6       | 68,0  | 68,8       | 84,5     | 130,2       | 80,9      | 53,6     | 59,3   |
| 2014 III | 40,4                                        | 38,1  | 23,3       | 71,7  | 69,0       | 80,8     | 132,2       | 77,7      | 55,4     | 58,2   |
| IV       | 40,0                                        | 40,9  | .          | 68,0  | 68,8       | 84,5     | 130,2       | 80,9      | 53,6     | 59,3   |

Viri: ECB (za državne dolžniške vrednostne papirje) in Eurostat (za javnofinančni primanjkljaj/presežek in javni dolg).

1) Podatki o državnih dolžniških vrednostnih papirjih so v nominalnih vrednostih brez konsolidacije v javnem sektorju širše države.

2) Tokovi glavnice in obresti v obdobju servisiranja dolga.

3) Preostala zapadlost ob koncu obravnavanega obdobja.

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

5) Znesek glavnice ne krije kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev, ki bodo izdani in odkupljeni v naslednjih dvanajstih mesecih.

6) Četrtletne stopnje (odstotek BDP), izračunane kot vsota štirih četrtletij (podatki o tokovih in BDP), stanje ob koncu četrtletja (stanje).