



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 6/2026



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	7
2 Gospodarska aktivnost	13
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	29
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	35
6 Javnofinančna gibanja	40
Okvirji	44
1 Katere države so najranljivejše zaradi industrijskega vzpona Kitajske? Zemljevid neenakomerne izpostavljenosti Evrope	44
2 Soočanje z negotovostjo: kako konflikt na Bližnjem vzhodu vpliva na pričakovanja podjetij in njihove strategije spoprijemanja z izzivi	51
3 Glavni rezultati najnovejših demografskih projekcij za euroobmočje	56
4 Različne poti veleprodajnih cen plina in električne energije do položnic potrošnikov	61
5 Gibanje finančnih pogojev v euroobmočju in ZDA: pogled skozi prizmo makro-finančnega indeksa FCI	67
6 Gibanja na delniških trgih ZDA v obdobju razmaha umetne inteligence	73
7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 6. maja do 28. julija 2026	81
Članka	87
1 Scaling up European firms: the case for an EU company law regime to unlock cross-border investment, innovation and growth	87
Box 1 The Delaware stock corporation regime: legal infrastructure for US high-growth firms	91
Box 2 Next steps: constraints and pragmatic pathways	105

2	Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects	111
Box 1	Understanding defence spending statistics	115
Box 2	The macroeconomic effects of defence spending beyond the projection baseline: model-based scenario analysis and empirical evidence	120
Box 3	Economic benefits of higher public R&D defence spending	128
	Statistični podatki	S1

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 10. septembra 2026 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Konflikt na Bližnjem vzhodu še vedno ustvarja inflacijske pritiske, inflacija pa naj bi daljše obdobje ostala precej nad ciljno ravni. Odločitev o zvišanju obrestnih mer utrjuje odločenost Sveta ECB, da bo denarno politiko izvajal tako, da se bo inflacija v srednjeročnem obdobju stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni.

V septembrskih osnovnih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje strokovnjaki ECB predvidevajo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 3,0% v letu 2026, 2,5% v letu 2027 in 2,1% v letu 2028. Kar zadeva inflacijo brez energentov in hrane, osnovne projekcije napovedujejo 2,5% v letu 2026, 2,6% v letu 2027 ter 2,3% v letu 2028. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje ostaja osnovna projekcija inflacije v letu 2026 nespremenjena, medtem ko je bila za leti 2027 in 2028 popravljena navzgor. Osnovna projekcija gospodarske rasti znaša 0,9% v letu 2026, 1,4% v letu 2027 in 1,5% v letu 2028. To pomeni popravek navzgor za leti 2026 in 2027, kar je predvsem odraz večje odpornosti gospodarstva v euroobmočju, kot je bilo pričakovano.

Obeti ostajajo zelo negotovi, pri čemer so prisotna tveganja, da bo inflacija višja in gospodarska rast nižja. Kar zadeva energetske šoke, aktualizirani scenariji, ki so jih pripravili strokovnjaki, prikazujejo širok razpon izidov, kako bi se lahko rast in inflacija gibali po različnih predpostavkah o intenzivnosti in trajanju šoka, ter kažejo tudi njegove posredne in sekundarne učinke. Ti scenariji so skupaj s [septembrskimi projekcijami](#) objavljeni na spletnem mestu ECB.

Z odločitvijo 10. septembra ostaja Svet ECB v dobrem položaju, da prebrodi negotovost, ki jo je povzročil konflikt na Bližnjem vzhodu. O ustrezni naravnosti denarne politike se bo odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Tako bo pri sklepih o obrestnih merah izhajal iz ocene inflacijskih obetov in z njimi povezanih tveganj, pri čemer bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

Gospodarska aktivnost

Gospodarstvo se je v drugem četrtletju 2026 izkazalo za odporno, in to kljub zaviralnim dejavnikom, ki izhajajo iz energetskega šoka. Rast je bila zabeležena v vseh državah in sektorjih, takšna dinamika pa se je verjetno nadaljevala tudi v tretjem četrtletju. Predelovalne dejavnosti še naprej beležijo dobre rezultate, saj

vlade povečujejo izdatke za obrambo in infrastrukturo. Zaupanje potrošnikov se je povzpelo z nizkih ravni, kar je pripomoglo k temu, da so storitve po začetnem energetske šoku okrevale. Povečana aktivnost v zvezi z umetno inteligenco je opazna v storitvenih dejavnostih, podjetniških naložbah in izvozu.

Trg dela je ostal robusten, saj je stopnja brezposelnosti julija ostala nespremenjena na 6,4-odstotni ravni. Rast zaposlenosti in obsega delovne sile se še naprej upočasnjuje, medtem ko se je produktivnost postopoma izboljševala.

Kar zadeva prihodnje obdobje, so se kratkoročni obeti glede rasti izboljšali v primerjavi z junijskimi projekcijami, kar je predvsem posledica odpornosti zasebne potrošnje in javne porabe. V srednjeročnem obdobju naj bi potrošnjo podpirala postopno zniževanje cen energentov in močan trg dela. Rast bodo vse bolj spodbujale podjetniške in stanovanjske investicije. K rasti izvoza naj bi prispevalo vse večje zunanje povpraševanje, vendar rast zavirajo izzivi na področju konkurenčnosti in negotovost glede svetovnih trgovinskih politik.

Za višjo potencialno rast so potrebne strukturne reforme ob podpori vzdržnih javnih financ. Ključni gradniki so poenostavitev in poenotenje pravil na celotnem enotnem trgu v EU, pospešitev energetskega prehoda ter dokončanje unije prihrankov in naložb. Medtem ko se proces odločanja o pravnem okviru za digitalni euro premika v zaključno fazo, je Svet ECB znova poudaril, da je pomembno čim prej doseči dogovor o svežnju o enotni valuti. Javnofinančni odzivi na energetski šok bi morali biti začasni, ciljno usmerjeni in prilagojeni razmeram.

Inflacija

Inflacija se je avgusta povzpela na 3,3%, potem ko je bila julija na ravni 2,9%. Inflacija v skupini energentov je poskočila na 14,3%, potem ko je julija znašala 10,3%. Zvišanje je bilo verjetno predvsem posledica velikega prispevka rafinerijskih marž v proizvodnji tekočih goriv kakor tudi višjih cen energetskih primarnih surovin. Inflacija v skupini hrane je ostala nespremenjena na ravni 1,2%. Inflacija brez energentov in hrane pa se je nekoliko znižala z 2,5% v juliju na 2,4% v avgustu, pri čemer se je blagovna inflacija zvišala z 0,9% na 1,2%, storitvena inflacija pa znižala s 3,3% na 3,0%.

Večina meril osnovne inflacije je julija ostala približno nespremenjena. V sedanjí fazi plače ne kažejo pomembnega odzivanja na energetski šok. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je v drugem četrtletju znašala 3,3%, potem ko je v prvem četrtletju dosegla 3,5%. K zaježitvi rasti stroškov dela na enoto proizvoda, ki se je upočasnila s 3,5% v prvem četrtletju na 2,6%, je pripomoglo tudi naraščanje produktivnosti dela. Obenem se je rast dobička na enoto proizvoda okrepila z 0,3% na 2,2%. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni kazalnik ECB nakazuje rahlo povečanje rasti dogovorjenih plač v prvi polovici leta 2027 na 2,7%. Inflacijska pričakovanja v krajših časovnih razponih ostajajo na povišani ravni, toda večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj se giblje okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni v srednjeročnem obdobju.

Konflikt na Bližnjem vzhodu in zadnja dogajanja v ruski neupravičeni vojni proti Ukrajini so nadalje potisnili cene energentov navzgor. To bo v prvi polovici leta 2027 najverjetneje ohranjalo skupno inflacijo precej nad ciljno ravniyo. Zatem naj bi se inflacija v skupini energentov znižala in do sredine leta 2028 postala negativna, kar bo skupno inflacijo potisnilo navzdol. Višje cene energentov se bodo po pričakovanjih postopno prelile v osnovno inflacijo in inflacijo v skupini hrane. Izboljšani gospodarski obeti naj bi prispevali k nekoliko višji osnovni inflaciji, ki bo predvidoma še naprej naraščala do začetka leta 2027 in ostala povišana v preostanku leta, nato pa naj bi se v letu 2028 umirila. Gledano v celoti se bo skupna inflacija predvidoma vrnila na raven okrog ciljne vrednosti proti koncu leta 2027, k čemur bodo prispevali učinki višjih obrestnih mer. Svet ECB bo še naprej natančno spremljal velikost in vztrajnost rasti cen energentov ter kako to vpliva na oblikovanje cen in plač, inflacijska pričakovanja in splošno gospodarsko dinamiko.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so nagnjena navzdol. To je predvsem rezultat konflikta na Bližnjem vzhodu in dogajanj v ruski neupravičeni vojni proti Ukrajini. Ponovne motnje v dobavi energentov bi lahko povzročile nadaljnjo in vztrajnejšo rast cen energentov, kot se trenutno pričakuje. To bi negativno vplivalo na realne dohodke, potrošnjo in naložbe. Vse slabše razpoloženje na globalnih finančnih trgih ali prelivanje posledic na globalne trge obveznic bi lahko povzročilo zaostritev kreditnih pogojev in tako zavrlo povpraševanje. Ob ponovnem vzponu trgovinskih napetosti med večjimi gospodarstvi bi lahko prišlo do nadaljnjih motenj v dobavnih verigah, zmanjšanja izvoza ter oslabitve potrošnje in naložb. Nasprotno bi bila lahko rast višja, če bi se gospodarstvo in energetski trgi hitreje prilagodili motnjam, ki jih povzročajo sedanji konflikti, kot se trenutno pričakuje, ali če bi se konflikti trajno razrešili. Poleg tega bi lahko rast spodbudili tudi uvedba novih tehnologij v podjetjih v euroobmočju ter izdatki za obrambo in infrastrukturo, kakor tudi reforme za dvig produktivnosti in dokončanje enotnega trga EU.

Tveganja, ki spremljajo inflacijske obete, so nagnjena navzgor. To je predvsem rezultat konflikta na Bližnjem vzhodu in dogajanj v ruski neupravičeni vojni proti Ukrajini. Energetski šok bi se lahko nadalje okrepil, vpliv na druge cene in plače pa bi bil lahko večji, kot se trenutno pričakuje. Zlasti cene plina bi se lahko zvišale v primeru nadaljnjih motenj v dobavi in neobičajno hladne zime, ki bi sovpadla z nizkimi ravnmi napolnjenosti skladišč. Dlje ko bodo cene energentov ostale visoke, bolj verjetno je, da se bo širša inflacija zvišala zaradi posrednih in sekundarnih učinkov. Obnovljene trgovinske napetosti bi lahko povzročile bolj fragmentirane globalne dobavne verige, okrnile dobavo kritičnih surovin ter povečale omejitve proizvodnih zmogljivosti v gospodarstvu euroobmočja. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov, ki bi jih lahko še okrepil bolj intenzivni pojav »el niño«, ter zaradi splošnejšega poteka krize v zvezi s podnebjem in naravo bi se cene hrane lahko zvišale bolj, kot je pričakovano. Nasprotno bi bila lahko inflacija nižja, če bi se sedanji geopolitični konflikti trajno razrešili ali če bi bili posredni ali sekundarni učinki, ki izhajajo iz nedavnega energetskega cenovnega šoka, nazadnje manj izraziti, kot

je bilo pričakovano. Bolj volatilni finančni trgi z večjim odporom do tveganja bi lahko zavirali povpraševanje in s tem zniževali tudi inflacijo.

Finančne in denarne razmere

Tržne obrestne mere so se od seje Sveta ECB, ki je potekala 23. julija 2026, zvišale, kar odraža podobna gibanja na globalnih trgih. Po junijskem dvigu ključnih obrestnih mer so se bančne obrestne mere za posojila podjetjem zvišale ter junija in julija znašale 3,8%, potem ko so maja dosegle 3,6%. Stroški tržnega dolžniškega financiranja podjetij so julija znašali 4,0%, kar je podobno kot v prejšnjih mesecih ter precej nad ravnijo pred konfliktom na Bližnjem vzhodu. Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem, ki se običajno z dolgim zamikom odziva na spremembe v denarni politiki, se je nadalje povečala s 4,0% v maju in juniju na 4,4% v juliju. Medletna stopnja rasti izdajanja podjetniških obveznic je znašala 3,4%, potem ko je junija dosegla 3,6%, maja pa 3,3%. Obrestne mere za hipotekarna posojila so junija in julija ostale nespremenjene na ravni 3,5%, medtem ko se je rast hipotekarnega kreditiranja umirila s 3,1% v maju in juniju na 3,0% v juliju.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na seji 10. septembra 2026 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk. Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so se tako zvišale na 2,50%, 2,65% oziroma 2,90%, z začetkom veljavnosti 16. septembra 2026.

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

Zaključek

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

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

Svetovno gospodarstvo je v drugem četrtletju 2026 ostalo odporno, saj so vztrajne naložbe na področju umetne inteligence odtehtale negativne vplive, ki so izhajali iz konflikta na Bližnjem vzhodu. Gospodarska aktivnost je bila stabilnejša od pričakovanj, saj sta močnejši zagon v gospodarstvih, ki izvažajo umetno inteligenco, kot so Malezija, Južna Koreja in Tajvan, ter rast v Indiji, ki je pozitivno presenetila, več kot odtehtala počasnejšo rast v ZDA in na Kitajskem. Svetovna trgovinska menjava je močno preseгла pričakovanja, k čemur je prispevala trgovina, povezana z umetno inteligenco, ter začasno vnaprejšnje kopičenje zalog blaga, ki je izpostavljeno vplivu carin, in energetske intenzivnega blaga. Najnovejši kazalniki kažejo na nadaljnjo odpornost v tretjem četrtletju. Svetovna inflacija se je v drugem četrtletju povečala v skladu z junjskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema, saj so se višje cene energentov prelivala v cene življenjskih potrebščin, obenem pa so se okrepili tudi cenovni pritiski pri proizvodih, povezanih z umetno inteligenco. Obeti za svetovno gospodarsko rast v septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB so bili v primerjavi z junjskimi projekcijami popravljeni rahlo navzgor zaradi manjše omejenosti ponudbe, večjih naložb v umetno inteligenco in nižjih cen nafte. Rast svetovne trgovinske menjave je bila popravljen precej navzgor, kar odraža boljše rezultate v drugem četrtletju in visoko trgovinsko intenzivnost naložb v infrastrukturo za umetno inteligenco. Obeti glede svetovne inflacije ostajajo nespremenjeni, saj se vpliv nižjih cen surove nafte in manj omejene ponudbe večinoma izravna z višjimi rafinerijskimi maržami za naftne derivate, višjimi cenami plina in močnejšimi cenovnimi pritiski pri blagu, povezanem z umetno inteligenco.

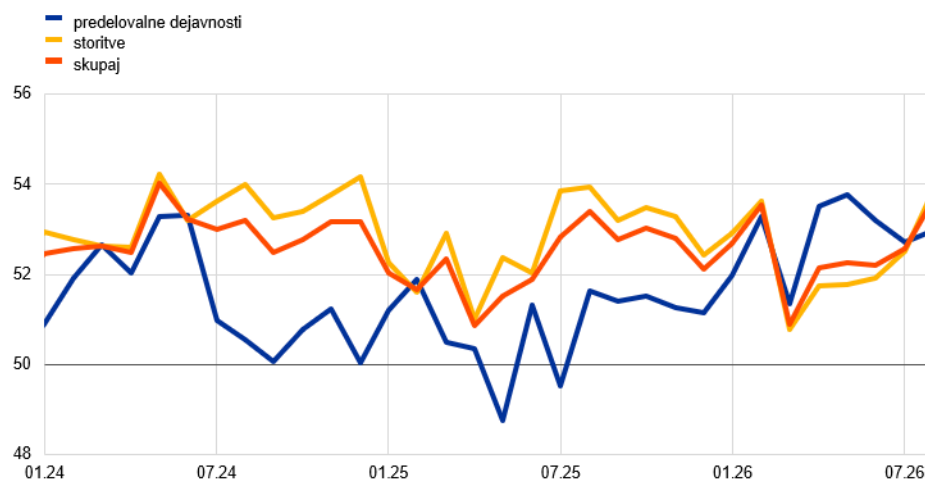
Svetovno gospodarstvo je v drugem četrtletju 2026 ostalo odporno, najnovejši kazalniki pa kažejo, da bo v bližnji prihodnosti še naprej močno. Razpoložljive objave nacionalnih računov kažejo, da se je svetovni realni BDP brez euroobmočja v drugem četrtletju 2026 medčetrtletno povečal za 0,8%. Počasnejšo rast v ZDA in na Kitajskem so več kot odtehtali boljši rezultati v gospodarstvih, ki izvažajo umetno inteligenco, kot so Malezija, Južna Koreja in Tajvan, ter rast v Indiji, ki je pozitivno presenetila. Anketni kazalniki so se avgusta še izboljšali ob močnem zvišanju svetovnega indeksa vodij nabave (PMI) za storitvene dejavnosti, medtem ko je svetovni indeks v predelovalnih dejavnostih ostal trdno v območju rasti (graf 1, slika a). V podrobnejših anketah po sektorjih je tehnološki sektor opredeljen kot ključni vir močne gospodarske aktivnosti, medtem ko se je proizvodnja izdelkov za široko porabo umirila ob izzvenevanju začasne okrepitve aktivnosti zaradi vnaprejšnjega kopičenja zalog. Svetovni indeks PMI kaže, da se je omejenost ponudbe v sektorjih, povezanih z energijo, od maja izrazito umirila, v drugih sektorjih pa ni bilo opaznejših sprememb – z izjemo industrije polprevodnikov, kjer se je pomanjkanje povečalo zaradi močnega povpraševanja, povezanega z umetno inteligenco (graf 1, slika b). Najnovejši podatki kažejo na krepko svetovno gospodarsko rast v tretjem četrtletju, pri čemer orodje strokovnjakov ECB za sprotno ocenjevanje kaže na približno 1,0-odstotno četrtletno rast, kar je v veliki meri skladno s konsenznimi pričakovanji zasebnih pripravljalcev napovedi.

Graf 1

Svetovni indeks PMI o gospodarski aktivnosti in omejena ponudba

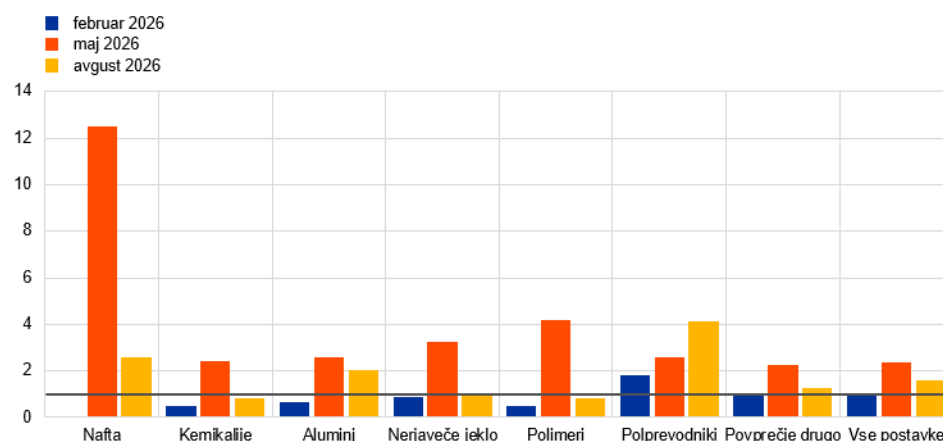
a) Indeksi PMI

(difuzijski indeksi)



b) Omejena ponudba

(vrednosti z)



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

Opombe: Na sliki a vodoravna črta pri vrednosti 50 označuje nevtralno izhodišče, ki razmejuje rast in krčenje. Na sliki b »povprečje drugih« prikazuje povprečno omejenost ponudbe v sektorjih, ki niso navedeni posamično. Omejenost ponudbe se izračuna na podlagi števila vodij nabave, ki poročajo, da je v mesecu, na katerega se nanaša anketa, primanjkovalo posamezne postavke, in je izražena z vrednostmi z. Vrednost 1,0 (označena s sivo črto) pomeni, da je pomanjkanje v ponudbi skladno z dolgoročnim povprečjem. Vrednosti nad (pod) 1,0 pomenijo, da je pomanjkanje v ponudbi ocenjeno kot večje (manjše) od običajnega. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2026.

Obeti za svetovno gospodarsko rast v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB so bili popravljeni rahlo navzgor, kar je posledica večjih naložb, povezanih z umetno inteligenco, zmanjševanja pomanjkanja v ponudbi in odpornejše zasebne potrošnje v ZDA.

Rast svetovnega realnega BDP brez euroobmočja se bo po projekcijah umirila s 3,7% v letu 2025 na 3,1% v letu 2026, nato pa naj bi postopoma okrevala na 3,3% v letu 2027 in 3,4% v letu 2028. V primerjavi z junijskimi projekcijami je bila rast za vsa leta v obdobju projekcij (2026–2028) popravljena navzgor za 0,1 odstotne točke. Popravki navzgor odražajo večje naložbe v infrastrukturo za umetno inteligenco v gospodarstvih, vključenih v tehnološko vrednostno verigo, nove ocene odpornosti

ameriške potrošnje ter manj neugoden ponudbeni šok, saj se pomanjkanje v ponudbi od junija zmanjšuje. Kljub temu predvidena svetovna gospodarska rast v obdobju projekcij ostaja pod povprečno ravniyo pred pandemijo.¹

S ponovnimi napetostmi na Bližnjem vzhodu so se povečale cene nafte in plina, pri čemer so nizke ravni zalog še dodatno okrepile rast cen plina v Evropi. Cene nafte so se v obravnavanem obdobju (od 11. junija do 9. septembra 2026) zvišale za 18% in so bile za 54% višje kot pred začetkom konflikta na Bližnjem vzhodu. Na začetku obravnavanega obdobja so se cene po podpisu memoranduma o soglasju med ZDA in Iranom znižale, nato pa so se ponovno zvišale, saj sporazum ni zagotovil trajnega umirjanja konflikta. V zadnjem času so ponovni napadi med stranema vzbudili zaskrbljenost glede normalizacije pretoka nafte skozi Hormuško ožino, kar je povzročilo nadaljnje pritiske na rast cen. Zvišanje cen je bilo delno izravnano s šibkejšim povpraševanjem, saj so visoke rafinerijske marže, ki so bile posledica napetosti na Bližnjem vzhodu in ukrajinskih napadov na ruske rafinerije, negativno vplivale na porabo nafte. Tudi cene plina v Evropi so se izrazito povečale, in sicer za 62%, na približno 150% ravni pred začetkom konflikta na Bližnjem vzhodu, saj so zgodovinsko nizke zaloge v Evropi dodatno okrepile pritiske na rast cen. Čeprav so lahko majhne zaloge deloma posledica nenaklonjenosti polnjenju skladišč ob visokih cenah v preteklosti, to vseeno povzroča zaskrbljenost, da bodo morali udeleženci na trgu morda pohiteti z zagotavljanjem dobave pred zimo. Cene hrane so se zvišale za 22%, k čemur je prispevala rast cen kakava, saj se je s popravki ocen o intenzivnosti letošnjega pojava el niño navzgor povečala zaskrbljenost glede ponudbe kakava. K rasti cen so prispevale tudi cene pšenice in koruze, saj nedavno stopnjevanje napetosti v ruski vojni proti Ukrajini ogroža izvoz žit iz te regije. Cene kovin so se zvišale za 1%, k čemur so največ prispevale cene bakra, s katerim se trguje v Londonu. Zvišanje je bilo posledica bojazni, da bi ZDA lahko uvedle carine na baker, kar je vlagatelje pred njihovo uvedbo spodbudilo k preusmeritvi dobave v ZDA, s čimer so se zviševale cene zunaj ZDA.

Svetovna inflacija se je junija in julija 2026 znižala, potem ko se je v prejšnjih mesecih izrazito zvišala, pri čemer se je inflacija v skupini energentov umirila. Svetovna skupna inflacija v državah članicah Organizacije za gospodarsko sodelovanje in razvoj (OECD) brez Turčije se je junija znižala na 3,0% in julija ostala nespremenjena, potem ko je maja dosegla najvišjo vrednost (3,5%) (graf 2). Čeprav je prispevek višjih stroškov energentov ostal velik, se je inflacija v skupini energentov zaradi popuščanja pritiskov v dobavnih verigah znižala s 16,0% maja 2026 na 11,9% julija. Hkrati so se okrepili cenovni pritiski pri tehnološkem blagu, zlasti v gospodarstvih, ki so vključena v vrednostne verige, povezane z umetno inteligenco. Vendar je izpostavljenost omejena na ozek nabor proizvodov z majhnimi utežmi v potrošniški košarici, kot so prenosni računalniki in pametni telefoni. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se svetovna skupna inflacija predvidoma zvišala s 3,1% v letu 2025 na 3,5% v letu 2026, nato pa naj bi se znižala na 3,0% v letu 2027 in 2,5% v letu 2028.² Obeti so glede na junijske projekcije

¹ Glej okvir 1, »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 10. septembra 2026 na spletnem mestu ECB.

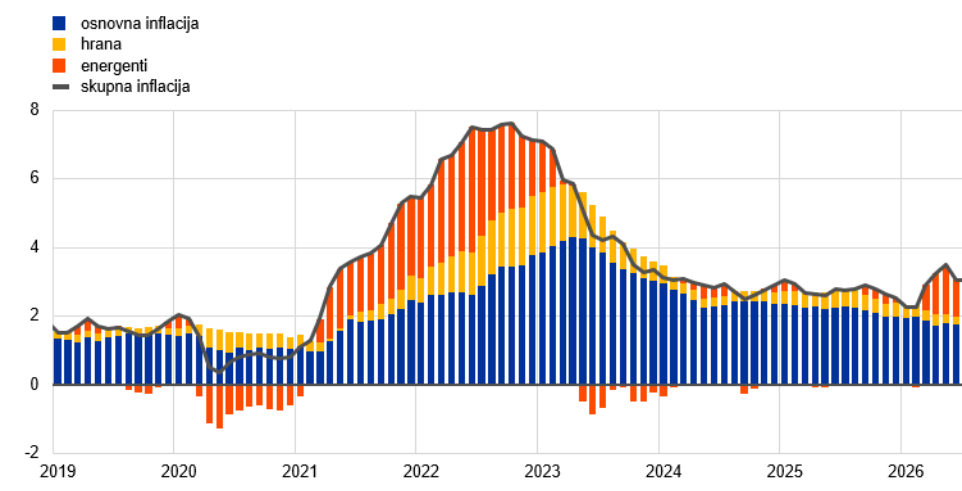
² Napovedi strokovnjakov ECB glede svetovne skupne inflacije, merjene z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), zajemajo širši nabor držav kot agregat OECD, ki je običajno prikazan v Ekonomskem biltenu, vključno z večjimi nastajajočimi tržnimi gospodarstvi, kot so Brazilija, Kitajska, Indija in Rusija.

nespremenjeni, saj se negativni vpliv nižjih cen surove nafte in manj omejene ponudbe večinoma izravnava z višjimi cenami plina in hrane, višjimi rafinerijskimi maržami ter močnejšimi cenovnimi pritiski pri blagu, povezanem z umetno inteligenco. Zaradi nerešenega konflikta na Bližnjem vzhodu, možnih sekundarnih učinkov in močnejšega pojava el niño so tveganja za svetovno inflacijo usmerjena navzgor.

Graf 2

Inflacija, merjena z indeksom CPI, v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

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

Rast svetovnega uvoza je v drugem četrtletju ostala močna, k čemur sta prispevala trgovinska menjava na področju umetne inteligence in začasno vnaprejšnje kopičenje zalog. Po razpoložljivih objavah nacionalnih računov se je svetovni uvoz v drugem četrtletju 2026 medčetrtno povečal za 1,8%, kar je precej več, kot je bilo napovedano v junjskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosystema. Veliko pozitivno presenečenje je posledica trgovinske menjave med azijskimi izvozniki tehnologije, ki je bila višja od pričakovane, vnaprejšnjega zagotavljanja uvoza potrošnega blaga v ZDA pred predvidenimi carinskimi ukrepi v juliju ter previdnostnih nakupov energetskega intenzivnega blaga zaradi zaskrbljenosti glede nadaljnjih motenj v dobavi. Začasni učinki vnaprejšnjega kopičenja zalog naj bi izzveneli, svetovni naložbeni cikel na področju umetne inteligence pa naj bi še naprej podpiral trgovinsko menjavo. Močna rast uvoza glede na gospodarsko aktivnost je posledica visoke uvozne intenzivnosti naložb v podatkovne centre in infrastrukturo za umetno inteligenco, ta učinek pa se še dodatno krepi s širjenjem prek geografsko razpršenih svetovnih tehnoloških vrednostnih verig. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi rast svetovnega uvoza v letu 2026 znašala 4,7%, v letu 2027 pa 4,5%, nato pa naj bi se v letu 2028 upočasnila na 3,5%. V primerjavi z junjskimi projekcijami to pomeni popravek navzgor za 0,5 odstotne točke za leto 2026 in 0,9 odstotne točke za leto 2027 zaradi boljših rezultatov v drugem četrtletju in živahnejšega trgovanja z blagom, povezanim z umetno inteligenco, in s tehnološkim blagom.

V ZDA je domače povpraševanje ostalo stabilno, k čemur so prispevale potrošnja in naložbe, povezane z umetno inteligenco.

Medčetrletna realna rast BDP se je v drugem četrletju 2026 upočasnila na 0,4%, saj so zaloge in neto trgovinska menjava zavirale gospodarsko aktivnost, končno domače povpraševanje pa je ostalo okrepljeno. Zasebna potrošnja se je močno povečala, na naložbe pa je še naprej spodbudno vplivala izgradnja infrastrukture za umetno inteligenco. Vendar so viri gospodarske rasti postali bolj skoncentrirani. Po ocenah je gospodarska aktivnost, povezana s tehnologijo, v drugem četrletju prispevala tretjino rasti BDP. Stopnja varčevanja gospodinjstev se je junija znižala na 2,7%, povečanje premoženja pa se je skoncentriralo predvsem v gospodinjstvih z višjimi dohodki in znatnimi deleži lastniškega kapitala, zaradi česar je potrošnja bolj izpostavljena morebitnim popravkom na finančnih trgih. Po močni potrošnji v drugem četrletju je verjeten določen popravek, saj se je junija prodaja v trgovini na drobno umirila, potem ko so izzveneli začasni podporni dejavniki in učinki vnaprejšnjega kopičenja zalog. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi realna rast BDP v vsakem letu v obdobju 2026–2028 znašala 2,0%. V primerjavi z junjskimi projekcijami je bila rast za leto 2026 zaradi slabših rezultatov v drugem četrletju popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke, za leto 2027 pa navzgor za 0,2 odstotne točke in za leto 2028 za 0,1 odstotne točke zaradi stabilnejše zasebne potrošnje in bolj dinamičnih naložb v infrastrukturo za umetno inteligenco.

Inflacija v ZDA ostaja nad ciljno ravni, medtem ko kazalniki temeljnih cenovnih pritiskov dajejo mešane signale.

Skupna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je julija zaradi nižjih cen energentov znižala na 3,4%, vendar so cenovni pritiski postali opazni pri nekaterih tehnološko intenzivnih proizvodih za široko porabo, čeprav je njihova utež v celotni košarici za izračun inflacije omejena. Osnovna inflacija, merjena z indeksom zasebne potrošnje (PCE), je junija ostala nad 3%, inflacija, merjena z indeksom PCE na podlagi prilagojene aritmetične sredine, pa se je približala 2%, kar kaže na razhajanje med različnimi merili glede temeljnih cenovnih pritiskov. Razhajanje bi bilo lahko posledica koncentracije šokov na strani ponudbe pri energentih, carinah in blagu, povezanem z umetno inteligenco, zaradi česar je težko oceniti, v kolikšni meri inflacijski pritiski popuščajo. Hkrati se zdi trg dela približno uravnotežen, plačni pritiski pa ostajajo omejeni, saj se je indeks stroškov zaposlenosti v drugem četrletju umiril, močna rast produktivnosti pa omejuje pritiske s strani stroškov dela na enoto proizvoda. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi skupna inflacija (CPI) v povprečju znašala 3,4% v letu 2026, nato pa naj bi se znižala na 2,9% v letu 2027 in 2,2% v letu 2028. Projekcija za leto 2026 je bila popravljena navzgor za 0,2 odstotne točke, predvsem zaradi boljših rezultatov v drugem četrletju in višjih cen uvoza, povezanega z umetno inteligenco. Zvezni odbor za odprti trg je na juljski seji ciljni razpon za obrestno mero za zvezna sredstva ohranil nespremenjen na ravni 3,50%–3,75%.

Na Kitajskem se je poslabšanje domačega povpraševanja nadaljevalo tudi v tretjem četrletju, kljub nadaljnjemu spodbujevalnemu vplivu izvoza in naložb, povezanih z umetno inteligenco.

Medčetrletna realna rast BDP se je v drugem četrletju 2026 upočasnila na 0,9% zaradi šibkega povpraševanja gospodinjstev in zaviralnega vpliva višjih cen energentov. Kazalniki gospodarske aktivnosti za julij so

bili slabši od pričakovanj, saj je bila medletna rast prodaje v trgovini na drobno, industrijske proizvodnje in naložb v osnovna sredstva precej nižja od pričakovanj analitikov. Upad aktivnosti na trgu stanovanjskih nepremičnin je še naprej negativno vplival na zaupanje, potrošnjo in naložbe, medtem ko so se neugodni dejavniki za gospodinjstva zaradi slabših dohodkovnih gibanj in razmer na trgu dela še dodatno krepili. Anketa kitajske centralne banke v gospodinjstvih kaže na vse bolj oslABLJENO zaupanje glede prihodnjih prihodkov in trenutnih razmer na področju zaposlenosti, kar je skladno z upočasnjevanjem rasti plač. Izvoz je ostal stabilen, k čemur je prispevalo povpraševanje, povezano z umetno inteligenco, vendar se je močno povečal tudi uvoz. Kitajski presežek v blagovni menjavi z Evropsko unijo (EU) se je še povečal, kar odraža omejeno izpostavljenost EU kitajskemu uvoznemu povpraševanju na področju umetne inteligence. Izvozne cene so izstopile iz deflacijskega območja, pri čemer so proizvodi, povezani z umetno inteligenco, maja 2026 predstavljali približno dve tretjini skupne rasti izvoznih cen. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se realna rast BDP predvidoma znižala s 5,1% v letu 2025 na 4,5% v letu 2026, na 4,3% v letu 2027 in 4,0% v letu 2028. V primerjavi z junjskimi projekcijami je bila rast za leto 2026 zaradi slabših rezultatov v drugem četrtletju popravljena navzdol za 0,2 odstotne točke, za leto 2027 pa zaradi večjih naložb v infrastrukturo za umetno inteligenco navzgor za 0,2 odstotne točke. Skupna inflacija (CPI) naj bi ostala umirjena ter v letu 2026 znašala 1,2%, v letu 2027 1,3% in v letu 2028 1,5%, in sicer ob vztrajni neizkoriščenosti gospodarskega potenciala in šibkem povpraševanju gospodinjstev.

V Združenem kraljestvu je bila gospodarska aktivnost v drugem četrtletju stabilnejša od pričakovane, medtem ko so julija višji računi gospodinjstev za energijo inflacijo potisnili navzgor. Realni BDP se je v drugem četrtletju 2026 glede na predhodno četrtletje povečal za 0,4%, k čemur so največ prispevale zasebne naložbe in potrošnja, anketni kazalniki pa so nakazovali zmerno rast na začetku tretjega četrtletja. Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se realni BDP v letih 2026 in 2027 povečal za 1,2%, v letu 2028 pa za 1,5%. Projekcije za leti 2026 in 2027 so bile popravljene navzgor za 0,2 oziroma 0,1 odstotne točke, kar odraža boljše rezultate v drugem četrtletju in manjšo omejenost ponudbe. Skupna inflacija (CPI) se je zvišala z 2,6% junija na 2,9% julija, predvsem zaradi zvišanja regulirane najvišje cene energentov, medtem ko je osnovna inflacija ostala nespremenjena na ravni 2,6%. Znaki posrednih in sekundarnih učinkov ostajajo omejeni, saj se inflacijska pričakovanja gospodinjstev znižujejo, rast plač v zasebnem sektorju pa se umirja. Skupna inflacija naj bi v letu 2026 znašala 3,0%, v letu 2027 2,7% in v letu 2028 2,0%. Britanska centralna banka je na julijski seji ključno obrestno mero ohranila nespremenjeno na ravni 3,75%.

Rast v euroobmočju je v drugem četrtletju 2026 presegla pričakovanja, saj se je medčetrtno povečala na 0,6%, podpirali pa so jo domače povpraševanje in izvoz ter močan porast irskega BDP. Tudi brez upoštevanja volatilnih podatkov za Irsko je medčetrtna gospodarska rast kljub konfliktu na Bližnjem vzhodu ostala močna (0,3%). Iz najnovejših informacij je razvidno, da se rast nadaljuje tudi v tretjem četrtletju, čeprav je geopolitično okolje še vedno zahtevno. Na predelovalne dejavnosti naj bi še naprej ugodno vplivala potrošnja za obrambo in digitalne tehnologije ter povečevanje zalog v podjetjih z namenom zmanjšanja tveganj v dobavnih verigah. Po drugi strani naj bi aktivnost v storitvenih dejavnostih še naprej okrevala po izrazitem upadu zaradi energetskega šoka po izbruhu konflikta na Bližnjem vzhodu, k čemur naj bi med drugim prispevalo močno povpraševanje, povezano z umetno inteligenco. Hkrati se zdi, da so podjetja previdna pri kadrovskih odločitvah, saj zaposlujejo manj, vendar tudi ne povečujejo števila odpuščenih delavcev, zaradi česar stopnja brezposelnosti ostaja nespremenjena. V srednjeročnem obdobju naj bi dinamiko rasti podpirali krepitev zasebne potrošnje, naložbe v nove digitalne tehnologije in aktivnost na področju umetne inteligence, izdatki za obrambo in infrastrukturo ter določeno okrevanje izvoza.

Takšne obete kažejo tudi septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih naj bi povprečna medletna realna rast BDP v letu 2026 znašala 0,9%, v letu 2027 1,4% in v letu 2028 1,5%. V primerjavi z junjskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje je bila rast BDP za leto 2026 popravljena rahlo navzgor zaradi večje odpornosti od pričakovane, kot je razvidno iz presenetljivo boljših podatkov in pozitivnih anketnih kazalnikov. Bolj pozitivna gibanja v letu 2026 od pričakovanih kažejo na učinek prenosa v leto 2027, zaradi česar je bila rast popravljena navzgor, medtem ko je skupna gospodarska rast za leto 2028 nespremenjena. Gospodarski obeti za euroobmočje so zaradi sedanjega konflikta na Bližnjem vzhodu in nadaljnje volatilnosti cen energentov še vedno zelo negotovi. Da bi se upoštevala negotovost, so osnovne projekcije dopolnjene z aktualiziranim blažjim, neugodnim in zaostrenim scenarijem iz junjskih projekcij.³

Gospodarstvo v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2026 izkazalo za odporno, pri čemer je bila rast dosežena v vseh sektorjih in državah.

Eurostatovi najnovejši oceni se je realni BDP v euroobmočju v drugem četrtletju 2026 medčetrtno povečal za 0,6%, potem ko je v prvem četrtletju dosegel ničelno rast. Brez upoštevanja volatilnih podatkov za Irsko je realna rast BDP znašala 0,3%, kar je enako kot v prvem četrtletju. Dinamika rasti komponent domačega povpraševanja je bila v drugem četrtletju različna (graf 3). Rast zasebne in javne potrošnje je ostala pozitivna, naložbe pa so se še nekoliko zmanjšale. Hkrati so spremembe zalog negativno prispevale k rasti BDP. Čeprav je bila neto trgovinska menjava v osnovnih podatkih močno pozitivna, je bila ob izključitvi volatilnih irskih trgovinskih tokov bolj umirjena. H gospodarski aktivnosti v drugem četrtletju so prispevale industrija in storitvene dejavnosti, pri čemer je slednje

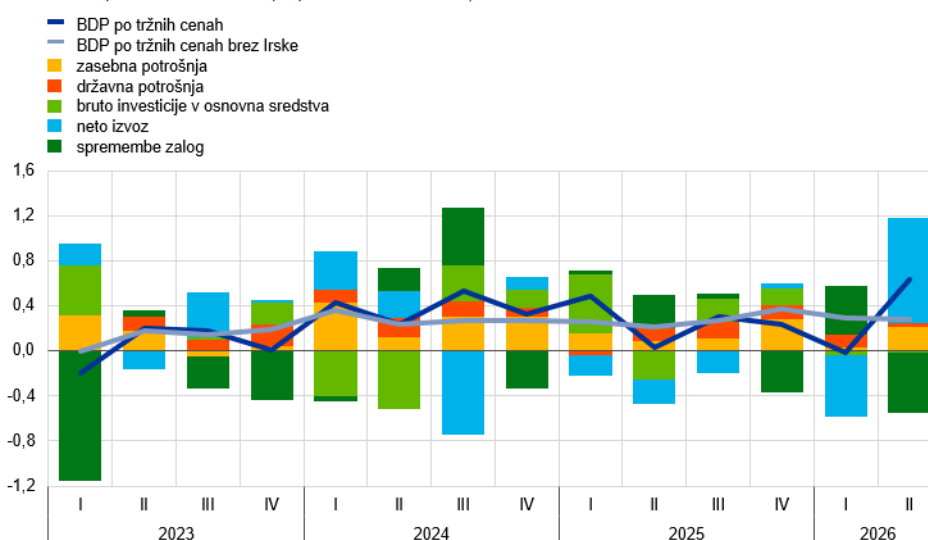
³ Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 10. septembra 2026 na spletnem mestu ECB.

podpiral sektor informacijskih in komunikacijskih storitev. Zagon v gradbeništvu se je od prvega četrtertja okrepil, kar je povzročilo odboj rasti. Gibanja v predelovalnih dejavnostih so bila v gospodarstvih euroobmočja večinoma pozitivna, vendar je nanje močno vplivala volatilnost v nekaterih državah, zlasti 22-odstotno povečanje na Irskem. Čeprav je sektor še vedno izpostavljen zaviralnim dejavnikom, ki izhajajo iz višjih carin in geopolitične negotovosti, nanj spodbudno vpliva povečevanje proizvodnje, povezane z obrambno industrijo. Ne glede na precejšnje razlike med državami je bila v drugem četrtertju 2026 rast BDP v večini držav članic pozitivna.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

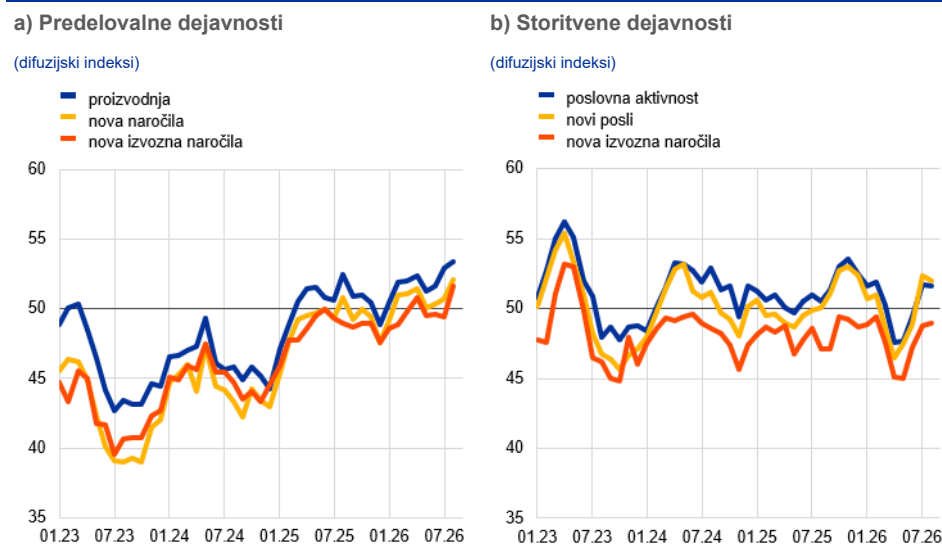
Iz najnovejših informacij je razvidno, da se rast gospodarske aktivnosti nadaljuje tudi v tretjem četrtertju 2026, čeprav je geopolitično okolje še vedno zahtevno. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti v euroobmočju se je v juliju in avgustu zvišal na povprečno raven 52,0, kar je očitno izboljšanje glede na drugo četrtertje (49,1), ko je kazal znake krčenja. Izboljšanje je na splošno zajelo vse sektorje, kar pomeni, da je euroobmočje še naprej odporno. Medtem ko se je v istem obdobju indeks o gospodarski aktivnosti v predelovalnih dejavnostih zvišal z 51,8 na 53,1, se je indeks o gospodarski aktivnosti v storitvenih dejavnostih zvišal z 48,2 na 51,7 (graf 4). Iz tega je mogoče sklepati, da naj bi na predelovalne dejavnosti še naprej spodbudno vplivala potrošnja za obrambo in infrastrukturo, podjetja pa naj bi kopičila zaloge, da bi zmanjšala tveganja v dobavnih verigah.⁴ Po drugi strani naj bi aktivnost v storitvenih dejavnostih še naprej okrevala po izrazitem upadu, ki je bil posledica energetskega šoka. V prihodnost usmerjeni rezultati anket o novih naročilih kažejo, da je izboljšanje v storitvenih dejavnostih izrazitejše kot v industriji. Poleg tega so se dobavni roki dobaviteljev – čeprav naj bi bili po ocenah daljši kot običajno – v juliju in avgustu glede na drugo četrtertje

⁴ Glej članek z naslovom »Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects« v tej številki Ekonomskega biltena.

skrajšali. Podobno sliko o krepitvi gospodarske aktivnosti v vseh sektorjih v tretjem četrtletju kažejo ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov.

Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva



Vir: S&P Global Market Intelligence.

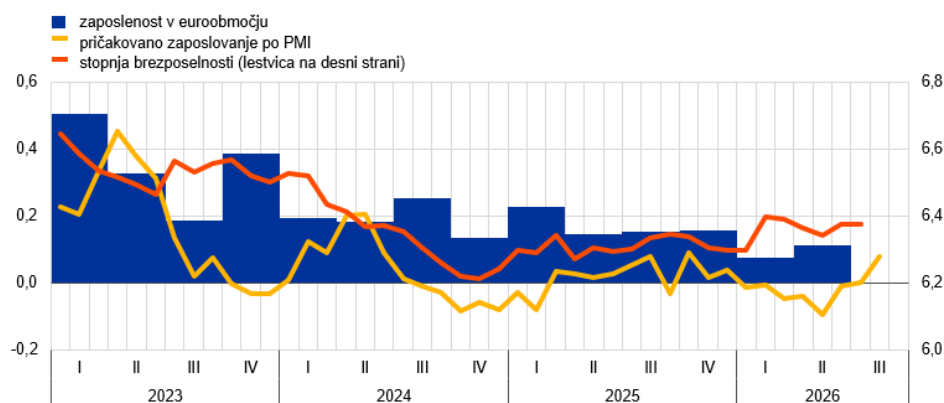
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2026.

Trg dela se še naprej ohlaja, a počasneje kot v zadnjih mesecih. Podjetja so še naprej zmanjševala zaposlovanje, pri čemer se je medletna stopnja rasti zaposlenosti rahlo umirila v drugem četrtletju 2026 (na 0,50%) z 0,53% v prvem četrtletju in povprečne ravni 0,7% v letu 2025. Hkrati je videti, da je prilagajanje delovne sile postopno, saj se število odpuščenih delavcev ni bistveno povečalo, zaradi česar je stopnja brezposelnosti v juliju znašala 6,4% in je od junija ostala nespremenjena. Stopnja brezposelnosti je od sredine leta 2024 bolj ali manj stabilna (graf 5). Poleg tega se je rast delovne sile v drugem četrtletju upočasnila glede na prvo četrtletje, kar je bilo deloma posledica upada priseljevanja, ki je med letoma 2022 in 2024 zelo spodbudno vplivalo na to rast (glej okvir 3). Hkrati z umiritvijo rasti zaposlenosti in povečanjem rasti BDP se je medletna rast produktivnosti v drugem četrtletju povečala na 0,7%, potem ko se produktivnost v prvem četrtletju ni povečala. V drugem četrtletju se je za 0,7% medletno povečala tudi produktivnost brez upoštevanja volatilnih podatkov o BDP za Irsko, v zadnjih četrtletjih pa se vztrajno in vse bolj povečuje.

Graf 5

Zaposlenost, pričakovano zaposlovanje po PMI in stopnja brezposelnosti v euroobmočju

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



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

Opombe: Črte označujeta mesečno gibanje, stolpci pa prikazujejo četrtnne podatke. Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10, da se oceni medčetrtnna rast zaposlenosti. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtnje 2026 pri zaposlenosti v euroobmočju, na avgust 2026 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na julij 2026 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da vse šibkejši trg dela kaže zgodnje znake, da je dosegel najnižjo točko. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je avgusta zvišal že tretji mesec zapored. Podindeks za storitvene dejavnosti in predelovalne dejavnosti se je zvišal, kar nakazuje, da je razpoloženje na področju zaposlovanja še vedno umirjeno, vendar se rahlo izboljšuje, medtem ko se je podindeks za gradbeništvo znižal. Hkrati se je število objav prostih delovnih mest na portalu Indeed v avgustu še naprej zmanjševalo, čeprav počasneje kot v preteklih mesecih, iz mehkih informacij na podlagi telekonferenc ob objavi poslovnih rezultatov pa je razvidno, da podjetja manj govorijo o zaposlovanju in odpuščanju. Poleg tega se strahovi, da bi konflikt na Bližnjem vzhodu močno zaznamoval trg dela, za zdaj niso uresničili, pri čemer so podjetja, ki so sodelovala v anketi o dostopu podjetij do financiranja, poročala, da je konflikt minimalno vplival na njihovo pričakovano zaposlovanje (glej okvir 2).

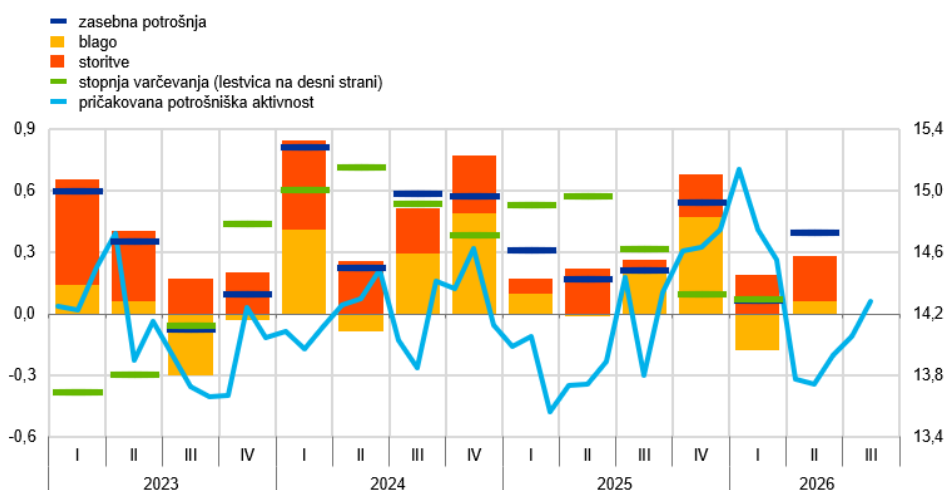
Zasebna potrošnja se je v drugem četrtnju 2026 pospešila, v bližnji prihodnosti pa se bo zagon verjetno umiril. Zasebna potrošnja se je v drugem četrtnju leta medčetrtnno povečala za 0,4%, potem ko je v predhodnem četrtnju dosegla ničelno rast (graf 6). Domačo potrošnjo sta podpirala potrošnja storitev ob ugodnih turističnih tokovih in potrošnja izdelkov, čeprav se je potrošnja netrajnega blaga zmanjšala. Stopnja varčevanja je v prvem četrtnju ostala stabilna na ravni 14,3%. Kar zadeva tretje četrtnje, visokofrekvenčni kazalniki nakazujejo, da se bo dinamika potrošnje gospodinjstev ob postopnem razgrinjanju gospodarskih posledic konflikta na Bližnjem vzhodu umirila (glej okvir 4). Prodaja v trgovini na drobno se je julija medmesečno zmanjšala za 0,6%, tako da je za 0,4% manjša od povprečne ravni v drugem četrtnju, k čemur je prispeval predvsem upad spletne prodaje, pa tudi prodaje elektronske opreme in goriva. Kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov se je julija in avgusta v povprečju zvišal, predvsem zaradi pričakovanih gospodinjstev glede splošnih gospodarskih obetov. To prispeva k okrevanju storitvenih dejavnosti po začetnem energetskega šoku. Glede na ankete Evropske

komisije o poslovnih tendencah v posameznih sektorjih se je julija in avgusta povečala tudi pričakovana potrošniška aktivnost, k čemur so prispevali trgovina na drobno, nastanitvene in gostinske storitve, potovalne storitve in prehrabni izdelki, kar so delno izravnali energenti. To je potrdila anketa o pričakovanih potrošnikov, ki je pokazala, da sta zaupanje potrošnikov in potrošnja julija delno okrevala, zlasti pri diskrecijskih izdelkih in storitvah, kot so potovalne storitve. V prihodnjem obdobju naj bi visoke cene energentov in negotovost, ki so povezane s konfliktom na Bližnjem vzhodu, negativno vplivale na potrošnjo. Poleg tega bi lahko – kot je razvidno iz ankete o pričakovanih potrošnikov in ankete o bančnih posojilih v euroobmočju – na dinamiko potrošnje gospodinjstev dodatno negativno vplivali strogi pogoji kreditiranja, čeprav ti postajajo blažji. Vendar bi lahko te negativne učinke ob rekordno nizki zadolženosti in stopnji finančnega vzvoda gospodinjstev ublažila močna dohodkovna in premoženjska dinamika, ki na zasebno potrošnjo spodbudno vpliva od konca leta 2022.

Graf 6

Potrošnja gospodinjstev, pričakovana potrošniška aktivnost in prihranki gospodinjstev

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



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: »Pričakovana potrošniška aktivnost« se nanaša na povprečje poslovnih pričakovanj za naslednje tri mesece glede proizvodnje v predelovalnih dejavnostih, zaposlenosti v gradbeništvu, poslovanja v trgovini in povpraševanja po storitvah na podlagi ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah, tehtano glede na deleže posameznih sektorjev v zasebni potrošnji v euroobmočju iz input-output tabel FIGARO za leto 2023. Časovna vrsta je standardizirana za celotni vzorec od januarja 1999. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtrletje 2026 pri stopnji varčevanja, na drugo četrtrletje 2026 pri zasebni potrošnji, blagu in storitvah ter na avgust 2026 pri pričakovani potrošniški aktivnosti.

Podjetniške naložbe so se v drugem četrtrletju 2026 nekoliko zmanjšale, vendar naj bi v drugi polovici leta pridobile zagon, k čemur bodo prispevali nadaljnji izdatki za digitalizacijo in povečanje obrambnih zmogljivosti. Negradbene naložbe (brez upoštevanja volatilnih irskih proizvodov intelektualne lastnine) so se v drugem četrtrletju leta ob veliki negotovosti in visokih stroških energije medčetrletno zmanjšale za 0,1% (graf 7, slika a). Naložbe v neopredmetena sredstva so k podjetniškim naložbam prispevale pozitivno, naložbe v stroje in opremo pa negativno. Opredmetena in neopredmetena sredstva v tretjem četrtrletju 2026 pridobivajo zagon, kot se kaže v vse večjem zaupanju v sektorju proizvodov za investicije in sektorju digitalnih storitev. K pričakovanim naložbam v drugi polovici

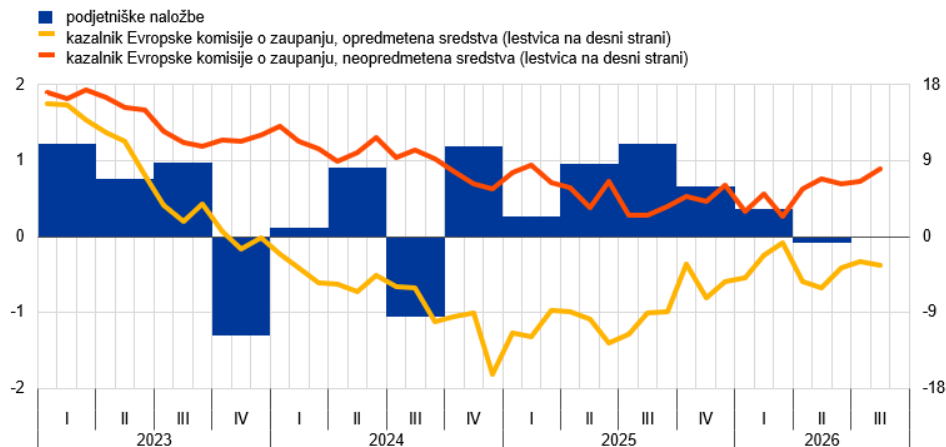
leta 2026 in naslednjih obdobjih še naprej prispevata predvsem tehnologija umetne inteligence in digitalizacija. Naložbe v opredmetena sredstva spodbuja povpraševanje po strojni opreми, povezani z umetno inteligenco, robotizaciji in izdelkih, povezanih z obrambo, zlasti v državah proizvajalkah polprevodnikov. Glede na anketo Evropske komisije je v sektorju proizvodov za investicije povpraševanje zdaj manjši omejitveni dejavnik kot prostor in oprema. Neopredmetene naložbe še naprej spodbuja digitalizacija. Zaradi širitve računalništva v oblaku in uvajanja umetne inteligence se podatkovni centri zdaj vse pogosteje gradijo v južnih evropskih državah zaradi njihove energije iz obnovljivih virov, zemljišč in dostopa do sredstev iz sklada »EU naslednje generacije«. Hkrati pomanjkanje kvalificiranih delavcev ter zaskrbljenost glede razpoložljivosti energije, zapletenih postopkov pridobivanja dovoljenj in izvajanja novih predpisov EU pomenita izzive za digitalizacijo. V prihodnjem obdobju naj bi rast naložb podpirali povečevanje povpraševanja, zviševanje bruto poslovnega presežka in izboljševanje zaupanja, nanjo pa bodo še vedno zaviralno vplivale višje obrestne mere in negotovost glede razmer na Bližnjem vzhodu (glej okvir 2).

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki

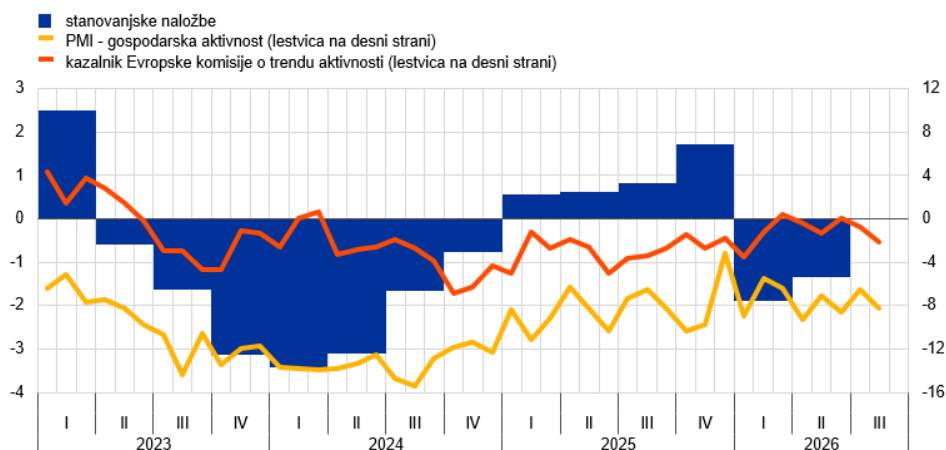
a) Podjetniške naložbe

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



b) Stanovanjske naložbe

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



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

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

Stanovanjske naložbe so se v drugem četrtrletju 2026 še naprej zmanjševale, vendar naj bi se v bližnji prihodnosti vrstile na pozitivno rast. Stanovanjske

naložbe so se v drugem četrtrletju medčetrletno zmanjšale za 1,3%, potem ko so v predhodnem četrtrletju medčetrletno upadle za 1,9% (graf 7, slika b). Na splošno so se zmanjšale v vseh največjih državah v euroobmočju, vendar še posebno izrazito v Italiji, kjer bi bila lahko njihova šibka dinamika deloma posledica tega, da so bile v tistem času postopno odpravljene finančne spodbude za prenovno. Medtem je bil obseg opravljenih del v gradnji stavb in specializiranih gradbenih del v drugem

četrtnetju v povprečju za 0,8% večji kot v četrtnetju prej. Signali anketnih kazalnikov gospodarske aktivnosti so za tretje četrtnetje mešani, pri čemer je bil julija in avgusta kazalnik PMI za stanovanjsko gradbeno aktivnost v povprečju višji kot v drugem četrtnetju, medtem ko se je kazalnik Evropske komisije o najnovejših trendih glede aktivnosti na področju gradnje stavb in specializiranih gradbenih del znižal pod raven iz drugega četrtnetja, omejitve, povezane z vremenom, pa so dosegle rekordno visoko raven. Hkrati se je število gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe še naprej povečevalo, pri čemer je 3-mesečna stopnja rasti glede na prejšnje 3 mesece v maju znašala 1,2%. Iz ankete Evropske komisije o mnenju potrošnikov je razvidno, da so se v tretjem četrtnetju namere gospodinjstev glede prenove stanovanj močno povečale, medtem ko so njihove namere glede nakupa ali gradnje stanovanj ostale večinoma nespremenjene. Vendar rezultati julijske ankete ECB o bančnih posojilih v euroobmočju kažejo, da se je povpraševanje po kreditih nekoliko zmanjšalo, pri čemer banke poročajo o manjšem povpraševanju po stanovanjskih posojilih v drugem četrtnetju in o pričakovanem nadaljnjem zmanjšanju v tretjem četrtnetju. Na splošno se bodo stanovanjske naložbe v bližnji prihodnosti verjetno vrnila na pozitivno rast, čeprav naj bi bilo okrevanje še vedno postopno.

Nedavno povečanje blagovnega izvoza euroobmočja še ne nakazuje splošne okrepitve izvozne dinamike. Po šibkem prvem četrtnetju se je obseg izvoza blaga v države zunaj euroobmočja v treh mesecih do junija povečal za 2,1%. Iz podatkov iz nacionalnih računov za drugo četrtnetje je razvidno, da se je skupni izvoz medčetrtnetno povečal za 3,4%. Vendar pa je treba ta rezultat razlagati previdno, saj je nanj vplival volatilen irski izvoz, povezan z aktivnostjo multinacionalnih podjetij, ki je le malo povezana z osnovno dinamiko trgovinske menjave euroobmočja. Junija se je povečal tudi izvoz v ZDA, vendar je povečanje večinoma zajemalo blago, ki ni neposredno prizadeto zaradi carin, vključno z nekaterimi izdelki, povezanimi z umetno inteligenco, kot so računalniška, pomnilniška, shranjevalna in omrežna oprema za podatkovne centre, medtem ko se je uvoz izdelkov, ki se carinijo, še naprej zmanjševal. Iz tega je mogoče sklepati, da večje trgovinske ovire, ki so jih ZDA uvedle lani, še vedno negativno vplivajo na zadevne kategorije izdelkov. Anketni kazalniki so ostali umirjeni, pri čemer je indeks PMI o novih izvoznih naročilih po štirih letih in pol šele zdaj ponovno postal pozitiven, čeprav so bila izvozna naročila, povezana s tehnologijo, še naprej relativno močna, nanje pa je spodbudno vplivala globalna širitev infrastrukture za umetno inteligenco. Zdi se, da konflikt na Bližnjem vzhodu povzroča manj motenj, kot je bilo prvotno pričakovano, pri čemer omejitve v ponudbi ostajajo omejene in se zmanjšujejo, vendar pa višji stroški in negotovost še naprej negativno vplivajo na obete. V celoti gledano naj bi se izvoz euroobmočja v kratkoročnem obdobju povečeval počasneje kot tuje povpraševanje, kar pomeni, da se bodo deleži na izvoznih trgih dodatno zmanjšali. To je deloma posledica najnovejše krepitve svetovnega povpraševanja po blagu, povezanem z umetno inteligenco, zlasti po ključnih komponentah podatkovnih centrov, kot so računalniška, shranjevalna in omrežna strojna oprema, glede katerih je euroobmočje manj specializirano kot nekateri konkurenti. V preostanku obdobja projekcij naj bi bili tržni deleži še vedno pod pritiski širših izzivov na področju konkurenčnosti. Kar zadeva uvoz, podatki iz nacionalnih računov nakazujejo, da se bo ta v drugem četrtnetju medčetrtnetno povečal za 1,5%, kar pomeni, da bo prispevek neto trgovinske menjave k rasti BDP v euroobmočju pozitiven (0,9 odstotne točke).

Po osnovnih projekcijah bo medletna realna rast BDP znašala 0,9% v letu 2026, 1,4% v letu 2027 in 1,5% v letu 2028. V primerjavi z junjskimi projekcijami je bila rast BDP za leto 2026 popravljena rahlo navzgor zaradi presenetljivih podatkov in pozitivnih anketnih kazalnikov, ki kažejo na učinek prenosa v leto 2027. Kratkoročni obeti za gospodarsko rast so se v primerjavi z zadnjim krogom projekcij izboljšali, in sicer zlasti zaradi odpornosti zasebne potrošnje in javne porabe. V srednjeročnem obdobju naj bi postopno zniževanje cen energentov in močan trg dela prispevala k povečevanju dohodkov gospodinjstev in tako podpirala potrošnjo. Rast bodo vse bolj podpirale podjetniške in stanovanjske naložbe. Na rast izvoza naj bi spodbudno vplivalo povečevanje tujega povpraševanja, vendar jo zavirajo izzivi na področju konkurenčnosti in negotovost glede svetovnih trgovinskih politik. Gospodarski obeti za euroobmočje so zaradi sedanjega konflikta na Bližnjem vzhodu in nadaljnje volatilnosti cen energentov še vedno zelo negotovi. Da bi se upoštevala negotovost, so osnovne projekcije dopolnjene s tremi aktualiziranimi alternativnimi scenariji iz junjskih projekcij, to so blažji scenarij, neugodni scenarij in zaostreni scenarij (glej »[Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«).

Medletna skupna inflacija v euroobmočju, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je porasla z 2,9% julija na 3,3% avgusta. K zvišanju je prispeval skokovit porast inflacije v skupini energentov zaradi konflikta na Bližnjem vzhodu, inflacija v skupini hrane pa je ostala nespremenjena.⁵ Inflacija brez energentov in hrane se je rahlo znižala z 2,5% v juliju na 2,4% v avgustu, in sicer zaradi upada storitvene inflacije, ki je več kot odtehtal zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov. Kazalniki osnovne inflacije so v zadnjih mesecih ostali večinoma nespremenjeni. Plače se do zdaj niso pomembno odzvale na energetske šok. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je znižala s 3,5% v prvem četrtletju 2026 na 3,3% v drugem četrtletju 2026.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo skupna inflacija v letu 2026 v povprečju znašala 3,0%, nato pa se bo znižala na 2,5% v letu 2027 in 2,1% v letu 2028.⁶ V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje skupna inflacija v letu 2026 ostaja nespremenjena, medtem ko je bila za leti 2027 in 2028 popravljen navzgor. Obeti ostajajo zelo negotovi, pri čemer so prisotna tveganja, da bo inflacija višja. Za ponazoritev te negotovosti so osnovne projekcije dopolnjene s posodobljeno različico treh alternativnih scenarijev iz junijskih projekcij. Scenariji se razlikujejo po predpostavkah o velikosti in vztrajnosti konflikta na Bližnjem vzhodu in energetskega cenovnega šoka, o vplivu šoka na mednarodno okolje in negotovost ter o intenzivnosti posrednih in sekundarnih učinkov na inflacijo.

Po Eurostatovi prvi oceni je inflacija v euroobmočju porasla z 2,9% v juliju 2026 na 3,3% v avgustu (graf 8). K zvišanju je prispeval skokovit porast inflacije v skupini energentov skupaj s stabilno inflacijo v skupini hrane in rahlim znižanjem inflacije brez energentov in hrane. Medletna stopnja rasti cen energentov je poskočila z 10,3% v juliju na 14,3% v avgustu, in sicer zaradi 2,9-odstotnega medmesečnega zvišanja cen energentov in precejšnjega pozitivnega baznega učinka.⁷ Inflacija v skupini hrane je avgusta znašala 1,2% in je bila v primerjavi z julijsko ravno nespremenjena. V komponenti hrane se je inflacija v skupini predelane hrane rahlo znižala z 0,7% julija na 0,6% avgusta, medtem ko se je inflacija v skupini nepredelane v istem obdobju zvišala z 2,4% na 2,7%. Medmesečne spremembe cen nepredelane hrane so bile večje kot je običajno za avgust, kar bi lahko odražalo določene pritiske na zvišanje cen, ki so posledica vročega in suhega vremena poleti v Evropi. Inflacija brez energentov in hrane se je rahlo znižala z 2,5% v juliju na 2,4% v avgustu. K znižanju je prispeval upad storitvene inflacije s 3,3% na 3,0%, ki je več kot odtehtal zvišanje inflacije v skupini industrijskih proizvodov razen energentov z 0,9% na 1,2%.

⁵ Presečni datum za podatke v tej številki Ekonomskega biltena je 9. september 2026. V skladu z vsemi podatki o indeksu HICP, ki jih je Eurostat objavil 17. septembra 2026, je medletna inflacija v euroobmočju avgusta 2026 znašala 3,2%.

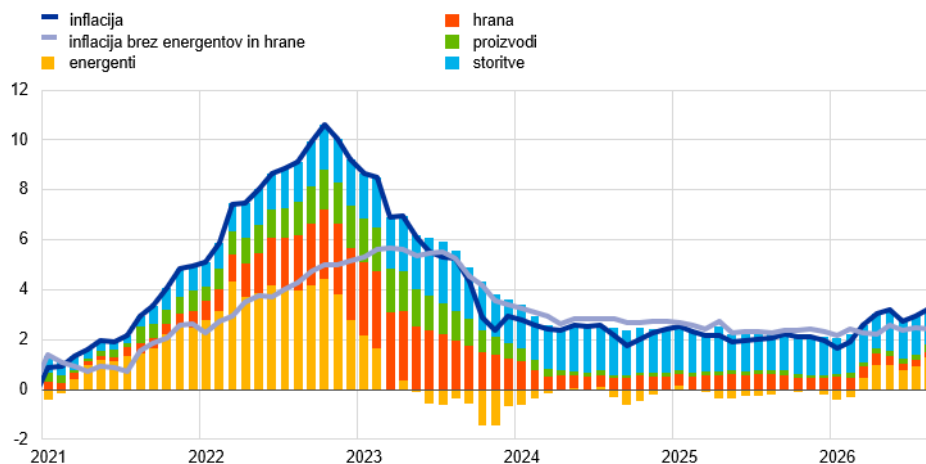
⁶ Glej »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, objavljene 10. septembra 2026 na spletnem mestu ECB.

⁷ Analiza potrošniških cen električne energije in plina je v okvirju z naslovom »Različne poti veleprodajnih cen plina in električne energije do položnic potrošnikov« v tej številki Ekonomskega biltena.

Graf 8

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

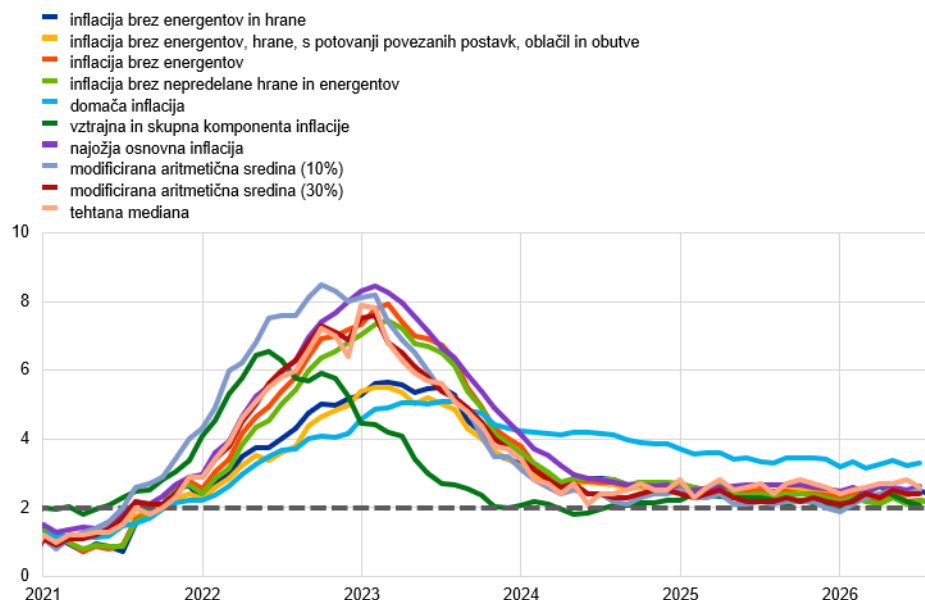
Kazalniki osnovne inflacije so v zadnjih mesecih ostali večinoma

nespremenjeni (graf 9) in so julija 2026 znašali med 2,1% in 2,6%. Potem ko so se julija rahlo zvišala, so merila inflacije z izključitvijo, ki so bila na voljo za avgust, rahlo oslabela. Kar zadeva modelske kazalnike, se je vztrajna in skupna komponenta inflacije rahlo znižala z 2,2% v juniju na 2,1% v juliju, medtem ko je kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije brez energentov ostal nespremenjen na ravni 2,1%. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, se je rahlo zvišal z 2,5% junija na 2,6% julija. V istem obdobju se je tudi domača inflacija, ki obsega postavke z manjšim uvoznim deležem (predvsem storitvene postavke), rahlo zvišala s 3,2% na 3,3%.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj Sveta ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2026 (prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov, hrane, s potovanji povezanih postavk, oblačil in obutve in inflaciji brez energentov ter na julij 2026 pri preostalih kazalnikih.

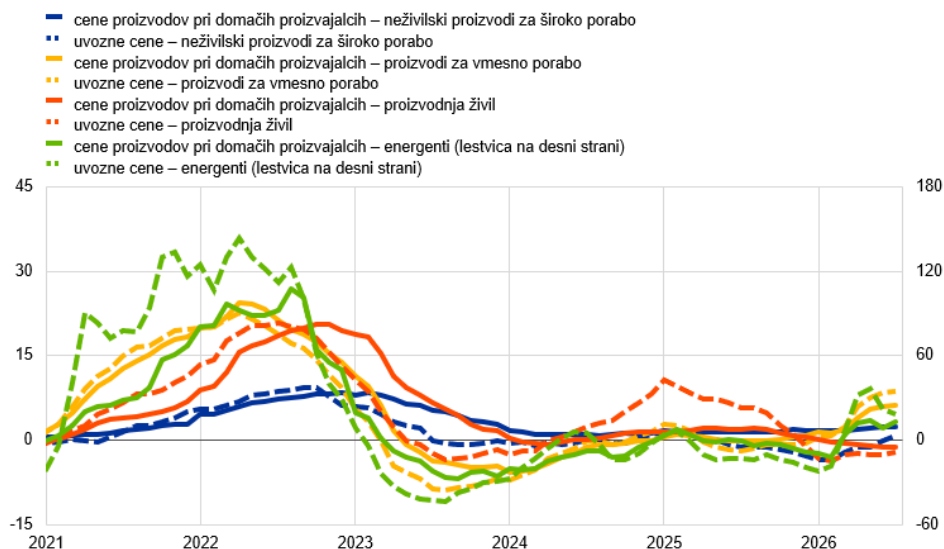
Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige so se julija 2026 zvišali v večini faz cenovne verige (graf 10).

V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov zvišala z 8,8% v juniju 2026 na 12,9% v juliju, rast uvoznih cen energentov pa se je v istem obdobju znižala z 21,8% na 18,2%. Vseeno sta oba kazalnika ostala povišana, kar kaže na nadaljnje velike cenovne pritiske, povezane z energenti. Kar zadeva proizvode za vmesno porabo, so pritiski ostali povečani tudi zaradi velikega zvišanja rasti cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih in rasti uvoznih cen, ki sta julija poskočili na 6,3% oziroma 8,8%. V istem mesecu so v poznejših fazah cenovne verige kazalniki pritiskov iz proizvodne verige na neživilske proizvode za široko porabo kazali na močnejše inflacijske pritiske, saj sta se zvišali tako rast uvoznih cen kot tudi rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih, in sicer na 0,7% oziroma 2,4%. Potem ko so bili pritiski v letu 2025 povečani, je bila dinamika pritiskov iz proizvodne verige na cene hrane še naprej šibka in je ostala zanesljivo v negativnem območju. Kar zadeva skupino proizvodnje živil, je medletna stopnja rasti cen pri proizvajalcih julija ostala nespremenjena na ravni -1,2%, s čimer se je prekinil trend postopnega zniževanja, ki se je začel septembra 2025, medtem ko se je medletna stopnja rasti uvoznih cen nekoliko zvišala z -2,6% v juniju na -2,0% v juliju. Zaradi sedanjega konflikta na Bližnjem vzhodu pozorno spremljamo gibanja cen energentov in hrane ter bolj na splošno pritiske iz proizvodne verige.

Graf 10

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2026.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so v drugem četrtletju 2026 ostali nespremenjeni na ravni 2,4% (graf 11).

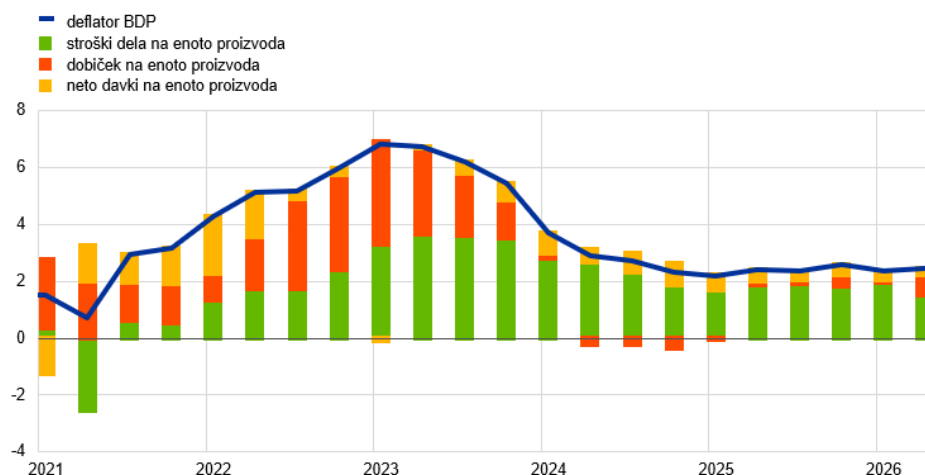
To odraža zmanjšanje prispevka stroškov dela na enoto proizvoda (z 2,0% na 1,5%) in davkov na enoto proizvoda (z 0,3% na 0,2%), ki se izravna s povečanjem prispevka dobička na enoto proizvoda (z 0,1% na 0,7%). K znižanju medletne stopnje rasti stroškov dela na enoto proizvoda (s 3,5% na 2,6%) je prispevalo zvišanje rasti produktivnosti dela (z 0,0% na 0,7%), ki ga je okrepilo znižanje medletne stopnje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega (s 3,5% na 3,3%). Slednje znižanje odraža upad stopnje rasti dogovorjenih plač, ki se je upočasnila z 2,6% v prvem četrtletju 2026 na 2,4% v drugem četrtletju, ter majhno zmanjšanje prispevka komponente dodatkov na osnovno plačo z 1,0 odstotne točke na 0,9 odstotne točke v istem obdobju. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni kazalnik ECB, ki je bil posodobljen s podatki o plačnih dogovorih do konca avgusta 2026, nakazuje, da se bodo pritiski na dogovorjene plače v letu 2026 stabilizirali na ravni 2,6%, nato pa se bodo v prvi polovici leta 2027 rahlo zvišali na 2,7%.⁸ Po septembrskih projekcijah se bo medletna stopnja rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega upočasnila s 3,8% v letu 2025 na 3,3% v letu 2026. V letih 2027 in 2028 bo po pričakovanjih ostala na 3,3-odstotni ravni, ki je višja od dolgoročnega povprečja, k čemur bosta prispevala izboljšanje gospodarskih obetov in odporen trga dela. Zaradi pričakovanega upada inflacije naj bi plačni pritiski ostali omejeni.

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

Graf 11

Razčlenitev deflatorja BDP

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

V obravnavanem obdobju od 11. junija do 9. septembra 2026 so se kratkoročna tržna merila nadomestila za inflacijo rahlo zvišala zaradi povečane volatilnosti, medtem ko so bila dolgoročnejša inflacijska pričakovanja še vedno trdno zasidrana okrog 2-odstotne ravni (graf 12, slika a). Obeti za inflacijo v bližnji prihodnosti pri vlagateljih so tesno sledili nihanju cen nafte in so ostali zelo občutljivi na negotovost, ki spremlja potek konflikta na Bližnjem vzhodu. Po podpisu memoranduma o soglasju med ZDA in Iranom 17. junija 2026 so se tržna merila nadomestila za inflacijo znižala. Vendar so se do začetka julija zvišala nad raven, zabeleženo pred 17. junijem, saj se je konflikt ponovno zaostril in so cene nafte porasle. Na koncu obravnavanega obdobja se je terminska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto zvišala za približno 15 odstotnih točk in je znašala 2,3%. Pri srednjih in daljših ročnostih so merila nadomestila za inflacijo ostala razmeroma stabilna, pri čemer je terminska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let v obravnavanem obdobju ostala večinoma nespremenjena na ravni okrog 2,2%. Po prilagoditvi za premije za inflacijsko tveganje so tržna merila srednjeročnih in dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala trdno zasidrana okrog 2-odstotne ravni. Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2026 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za september 2026 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%.

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

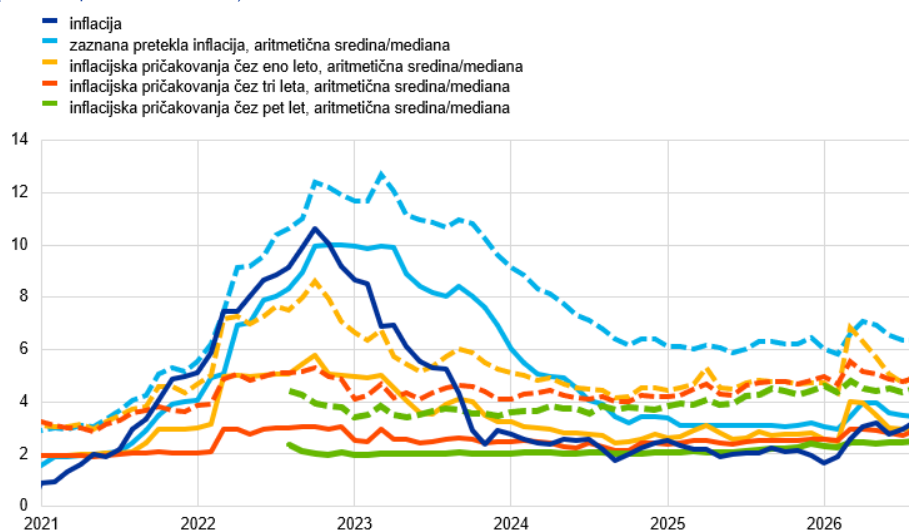
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v dveh različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. junij 2026). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Na sliki a se zadnji podatki nanašajo na 9. september 2026. Na sliki b se zadnji podatki nanašajo na avgust 2026 tako pri inflaciji (prva ocena) kot pri anketi o pričakovanjih potrošnikov.

Kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja potrošnikov so se avgusta 2026 rahlo zvišala, zaznavanje pretekle inflacije pa je ostalo nespremenjeno (graf 12, slika b).

Po anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov za avgust 2026 je mediana stopnje zaznane inflacije v predhodnih 12 mesecih ostala stabilna na ravni 3,5%.⁹ Mediana inflacijskih pričakovanj v naslednjih 12 mesecih se je rahlo zvišala z 2,9% julija na 3,0% avgusta, medtem ko so pričakovanja čez tri leta v istem obdobju porasla z 2,7% na 2,9%. Obenem se je mediana inflacijskih pričakovanj čez pet let rahlo zvišala za 0,1 odstotne točke na 2,5%. Če odmislimo

⁹ Terensko zbiranje podatkov v okviru ankete ECB o pričakovanjih potrošnikov za avgust 2026 je bilo dokončano 24. avgusta 2026.

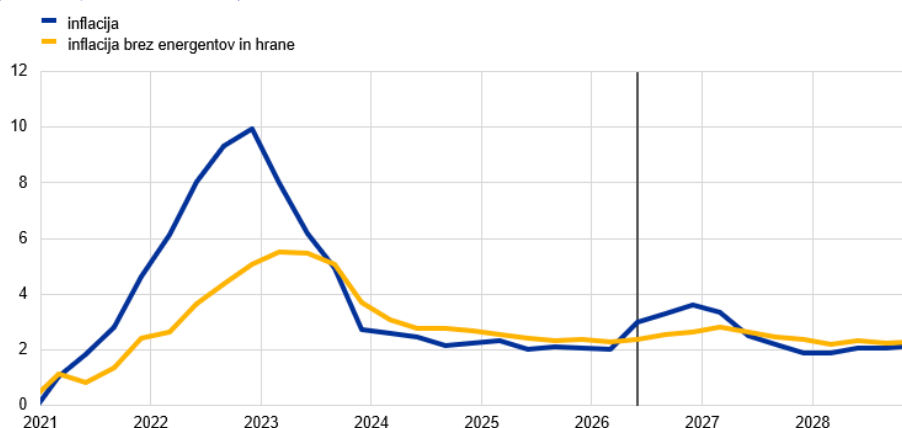
mesečno volatilnost, inflacijska pričakovanja potrošnikov ostajajo višja od ravni, zabeleženih pred konfliktom na Bližnjem vzhodu. Vseeno pa so bila v zadnjih mesecih večinoma stabilna, kar je še naprej signal vračanja inflacije na ciljno raven v srednjeročnem obdobju.

Po septembrskih projekcijah se bo skupna inflacija zvišala z 2,1% v letu 2025 na 3,0% v letu 2026, nato pa se bo v letu 2027 znižala na 2,5% in zatem v letu 2028 na 2,1% (graf 13). Skupna inflacija se bo v zadnjem četrtletju 2026 po pričakovanjih zvišala na 3,6%. Inflacija v skupini energentov bo po projekcijah dosegla najvišjo vrednost konec leta 2026, k čemur bosta prispevala zvišanje cen energetskih surovin in zvišanje cen rafiniranih goriv za prevoz, ki bo večje od zvišanja cen surove nafte. Inflacija v skupini energentov bo nato v letu 2027 predvidoma strmo upadla zaradi nižjih cen energetskih surovin in negativnih baznih učinkov, zatem pa se bo v letu 2028 rahlo zvišala zaradi uvedbe 2. generacije sistema EU za trgovanje z emisijami (ETS2). Inflacija v skupini hrane se bo po projekcijah kratkoročno zvišala zaradi postopnega učinkovanja posrednih učinkov preteklega zvišanja cen energentov in zaradi vpliva neugodnih vremenskih razmer, nato pa bo pozneje v obdobju projekcij ponovno upadla proti 2-odstotni ravni. Inflacija brez energentov in hrane se bo po pričakovanjih kratkoročno postopno zviševala in bo v povprečju znašala 2,5% v letu 2026 in 2,6% v letu 2027, kar odraža postopno kopičenje posrednih učinkov višjih cen energentov tako doma kot na svetovni ravni, saj se bodo uvozne cene in vhodni stroški v predelovalnih dejavnostih zvišali. Nato bo leta 2028 predvidoma upadla na 2,3%. V primerjavi z junjskimi projekcijami so bili obeti glede skupne inflacije popravljeni navzgor za 0,2 odstotne točke za leto 2027 in 0,1 odstotne točke za leto 2028. Inflacija brez energentov in hrane je bila popravljenjena za 0,1 odstotne točke navzgor tako za leto 2027 kot tudi za leto 2028.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrtletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2026 (pretekli podatki) in na zadnje četrtletje 2028 (projekcije). Septembrske projekcije so bile dokončane 28. avgusta 2026, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 19. avgust 2026. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrtletno.

V obravnavanem obdobju (od 11. junija do 9. septembra 2026) so na kratkoročne tržne obrestne mere v euroobmočju vplivala predvsem dogajanja v konfliktu na Bližnjem vzhodu in vpliv na cene energentov, zaradi česar so udeleženci na trgu prilagajali obete glede inflacije v bližnji prihodnosti. Kratkoročne netvegane obrestne mere so ob določeni volatilnosti v obravnavanem obdobju ostale večinoma nespremenjene. Nasprotno so se dolgoročne netvegane obrestne mere zvišale na rekordno visoke ravni, kar je bilo posledica sočasnega zvišanja donosnosti obveznic po vsem svetu. Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je večinoma gibala v skladu z netveganimi obrestnimi merami. Vrednotenje delnic se je v obravnavanem obdobju zvišalo, delniški indeksi v euroobmočju in ZDA pa so zabeležili podobno rast zaradi dobrih poslovnih rezultatov podjetij. Rast na obeh straneh Atlantika je bila skoncentrirana v finančnem sektorju, ki ga je spodbujala bolj strma krivulja donosnosti, medtem ko so delnice tehnoloških podjetij ostale volatilne. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se zmanjšali tako v segmentu obveznic naložbenega razreda kot v segmentu visoko donosnih obveznic. Na deviznih trgih se je euro okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem (+1,0%) in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (+0,4%).

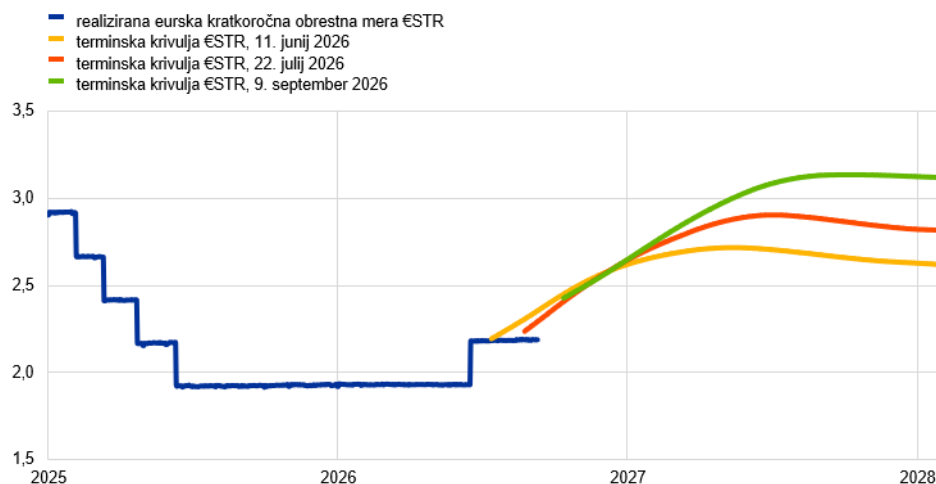
Kratkoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju so v obravnavanem obdobju ostale večinoma nespremenjene kljub določeni volatilnosti znotraj obdobja zaradi dogajanj v konfliktu na Bližnjem vzhodu, medtem ko so se dolgoročne netvegane obrestne mere zvišale po vsem svetu (graf 14).

Referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) je ob koncu obravnavanega obdobja znašala 2,19%, k čemur so prispevali sklepi Sveta ECB, da na seji 11. junija 2026 vse tri ključne obrestne mere ECB zviša za 25 bazičnih točk in jih na naslednji seji 23. julija ohrani nespremenjene. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 101 milijardo EUR na 2.117 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica nadaljnega krčenja portfeljev vrednostnih papirjev v imetju za namene denarne politike. Kratkoročne obrestne mere so znotraj obravnavanega obdobja izrazito nihale, saj so udeleženci na trgu zaradi dogajanj v konfliktu na Bližnjem vzhodu in nihanja cen energentov popravljali inflacijske obete. Vseeno so kratkoročne obrestne mere v obravnavanem obdobju ostale večinoma nespremenjene: terminska krivulja eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) je 9. septembra 2026 nakazovala skupno zvišanje ključnih obrestnih mer za približno 40 bazičnih točk do konca leta, kar je podobno ravni, računan na začetku obravnavanega obdobja. Za obdobje po letu 2026 so se terminske obrestne mere €STR v primerjavi z junijsko ravni zvišale.

Graf 14

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



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

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

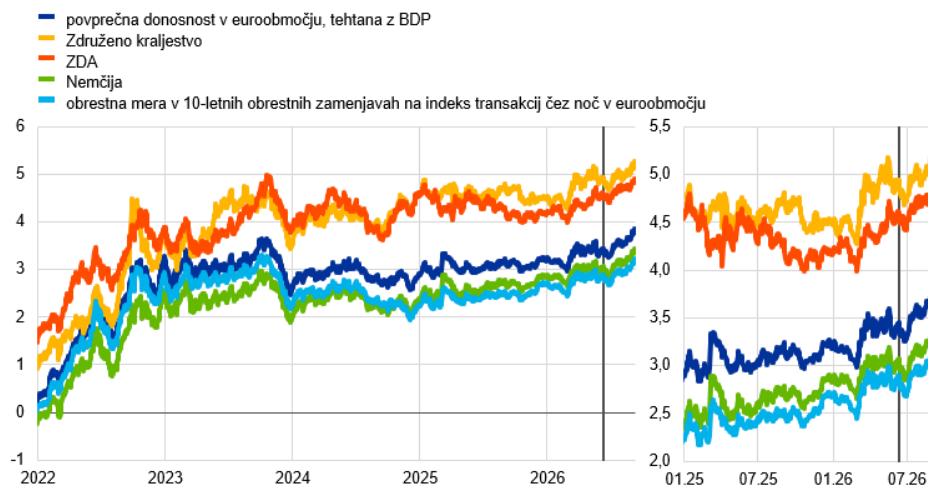
Dolgoročne netvegane obrestne mere so se v obravnavanem obdobju dvignile na najvišje ravni v več desetletjih, kar je bilo posledica sočasnega zvišanja donosnosti obveznic po vsem svetu (graf 15). Obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju se je zvišala za 37 bazičnih točk na 3,2%. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic se je zvišala za približno 38 bazičnih točk na 4,9%, donosnost 10-letnih britanskih državnih obveznic pa za približno 37 bazičnih točk na 5,3%, kljub znatnim nihanjem znotraj obravnavanega obdobja. Donosnost obveznic z zapadlostjo nad deset let je dosegla najvišje ravni v več desetletjih. Do popravkov na svetovnih trgih je prišlo ob skokovitem povečanju izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev podjetij za financiranje naložb, povezanih z umetno inteligenco, zlasti v ZDA. Poleg tega je obsežno sedanje in pričakovano izdajanje državnih obveznic po svetu povzročalo pritiske na zvišanje donosnosti. Pri dolgoročnih donosnostih se je v obravnavanem obdobju nadaljeval trend naraščanja, ki je od konca leta 2024 v različnih jurisdikcijah potekal precej usklajeno in je bil predvsem posledica višjih realnih časovnih premij.¹⁰

¹⁰ Dolgoročne donosnosti v euroobmočju so lokalno najnižjo raven dosegle konec leta 2024 po ciklu zviševanja obrestnih mer v obdobju 2022–2023.

Graf 15

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

(v odstotkih na leto)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

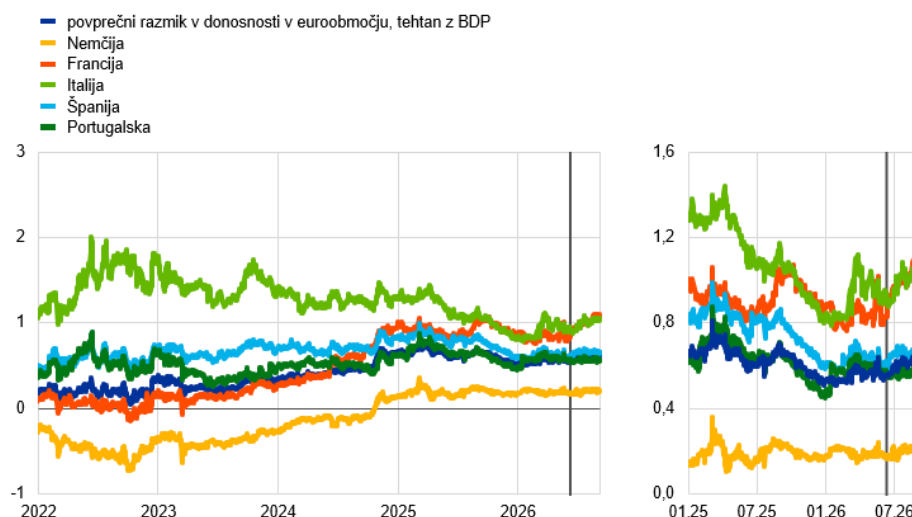
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. junij 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2026.

Dolgoročna donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju zvišala, medtem ko so razmiki glede na netvegane obrestne mere kljub določenim razlikam med državami ostali večinoma nespremenjeni (graf 16). Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, se je v obravnavanem obdobju zvišala za 45 bazičnih točk na približno 3,9%. Donosnosti 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju so večinoma sledile gibanju netveganih obrestnih mer, čeprav so se v državah z višjo ravniyo dolga razmiki v donosnosti rahlo povečali.

Graf 16

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

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

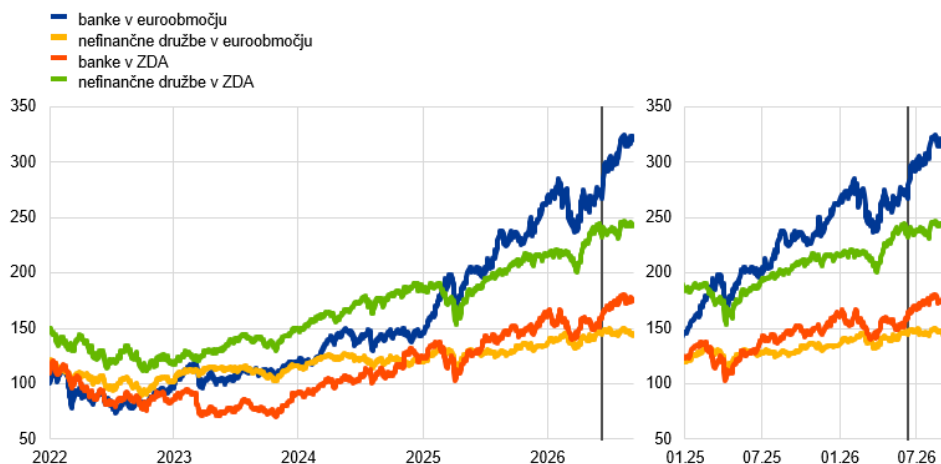
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. junij 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2026.

Tečaji delnic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zvišali zaradi ugodne sezone objav poslovnih rezultatov, vendar so znotraj obdobja nihali zaradi dogajanj v konfliktu na Bližnjem vzhodu in zaskrbljenosti glede izgradnje infrastrukture za umetno inteligenco (graf 17). Referenčni delniški indeks v euroobmočju se je v obravnavanem obdobju zvišal za 2,7%, k čemur so največ prispevala višja vrednotenja v finančnem sektorju. Medtem ko se je podindeks za nefinančne družbe zmanjšal za 1,9%, so se tečaji bančnih delnic zvišali za 19,2%, k čemur sta prispevala bolj strma krivulja donosnosti in ugodna sezona objav poslovnih rezultatov. Delniški rezultati v ZDA so bili primerljivi: širši delniški indeks se je zvišal za 2,8%, nefinančne družbe in banke pa so zabeležile 2,4-odstotno oziroma 9,1-odstotno rast. Delnice tehnoloških družb so bile v obeh jurisdikcijah kljub dobrim poslovnim rezultatom še posebno volatilne zaradi občutljivosti na višje dolgoročne obrestne mere in ponovne zaskrbljenosti glede visokih vrednotenj. Volatilnost je odražala tudi negotovost glede tega, ali bodo obsežne naložbe v umetno inteligenco ustvarile zadostno rast dobička, da bi upravičile visoka pričakovanja, vgrajena v prevladujoča vrednotenja.

Graf 17

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 2. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (11. junij 2026). Zadnji podatki se nanašajo na 9. september 2026.

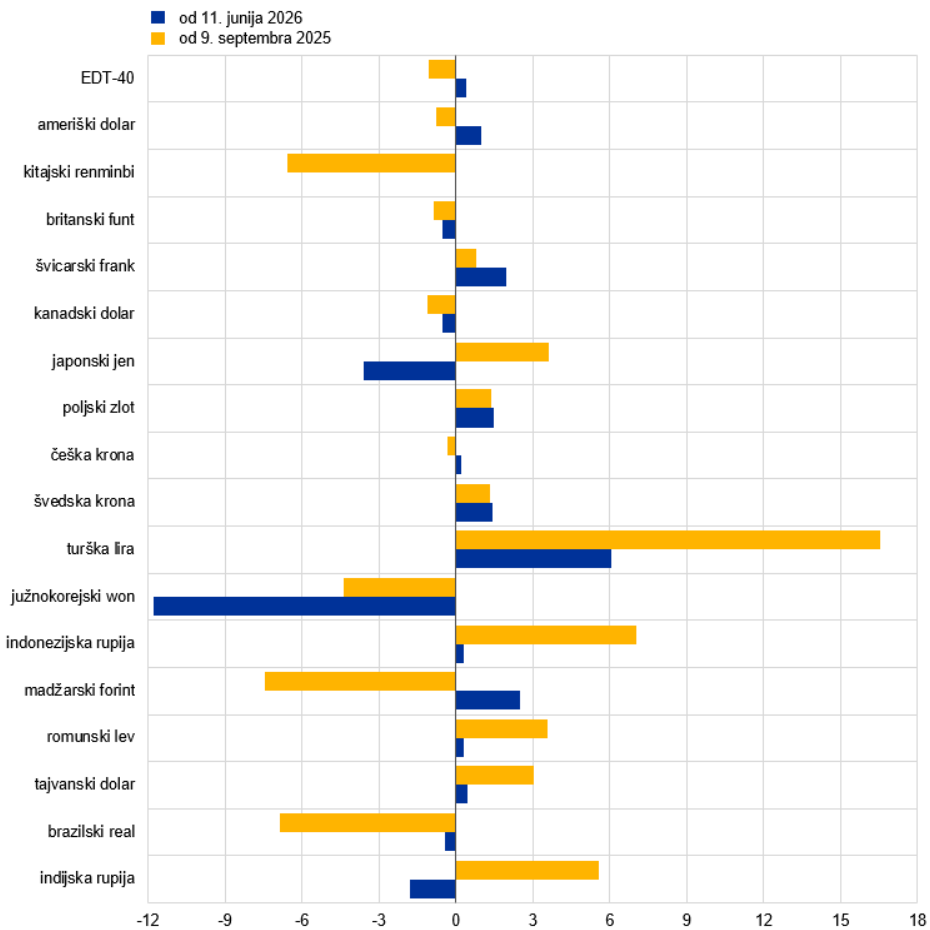
Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju zmanjšali v segmentu obveznic naložbenega razreda in v segmentu visoko donosnih obveznic. Razmiki v donosnosti so se najbolj zmanjšali v segmentu visoko donosnih obveznic, in sicer za približno 9 bazičnih točk. Razmiki v donosnosti obveznic naložbenega razreda so se za nefinančne in finančne družbe znižali za približno 3 bazične točke.

Na deviznih trgih se je euro okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem in tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 18). Krepitev eura v primerjavi z ameriškim dolarjem (za 1,0%) je bila predvsem posledica sprememb tržnih pričakovanj glede naravnosti denarne politike ameriške centralne banke. Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je ob raznolikih gibanjih dvostranskih deviznih tečajev rahlo zvišal, in sicer za 0,4%. Euro se je okrepil v primerjavi s švicarskim frankom (za 2,0%), poljskim zlotom (za 1,5%) in madžarskim forintom (za 2,5%), vrednost pa je izgubil v razmerju do britanskega funta (za 0,5%), južnokorejskega wona (za 11,8%) in japonskega jena (za 3,6%). Devizni tečaj JPY/EUR je bil v obravnavanem obdobju razmeroma zelo volatilen. Konec julija sta ZDA in Japonska usklajeno posredovali na deviznem trgu, zaradi česar je jen sprva apreciral. Vendar se je večina apreciacije do konca avgusta izničila. Od začetka septembra se je jen močno okrepil v primerjavi z eurom, predvsem zaradi sprememb tržnih pričakovanj glede naravnosti denarne politike japonske centralne banke.

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Vir: izračuni ECB.

Opombe: EDT-40 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 40 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 9. septembra 2026.

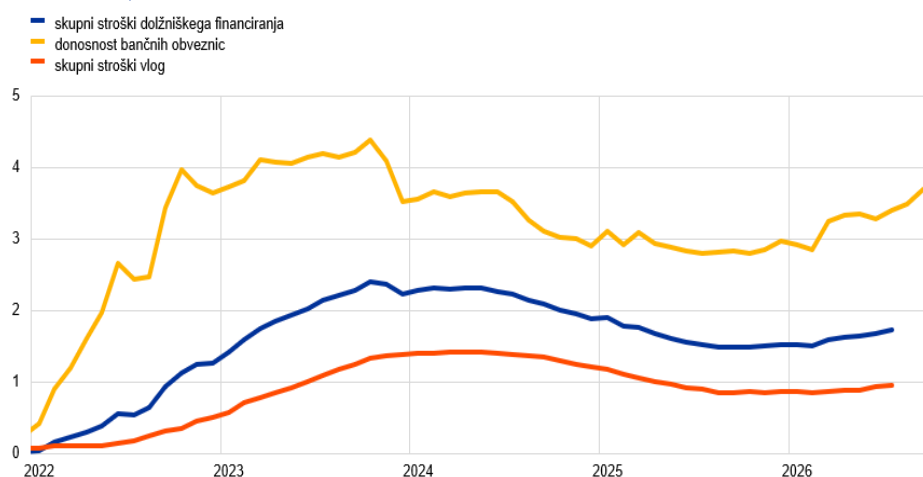
Pogoji financiranja za podjetja in gospodinjstva so od seje Sveta ECB 23. julija 2026 ostali večinoma stabilni. Julija so obrestne mere bank za posojila podjetjem znašale 3,8%, kar je nekoliko več kot maja, za gospodinjstva pa so ostale na ravni 3,5%. V obravnavanem obdobju (od 11. junija do 9. septembra 2026) so se povečali stroški tržnega dolžniškega financiranja za nefinančne družbe in stroški lastniškega kapitala, kar je bilo posledica višjih dolgoročnih netveganih obrestnih mer in višje premije za tveganje lastniškega kapitala. Rast posojil podjetjem se je julija še povečala na 4,4%, rast posojil gospodinjstvom pa je ostala večinoma nespremenjena na ravni 3,1%. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je povišala na 3,4%.

Stroški bančnega financiranja so junija in julija ostali večinoma nespremenjeni, potem ko so se od marca zviševali (graf 19). Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so julija znašali 1,7%. Donosnost bančnih obveznic se je v istem mesecu nekoliko zvišala, kar je odražalo pritiske na dvig donosnosti na svetovnih trgih obveznic, vendar so razmiki ostali majhni. Medbančne obrestne mere so se zvišale, potem ko je Svet ECB junija sprejel odločitev o zvišanju vseh treh ključnih obrestnih mer ECB. Sestavljena obrestna mera za vloge, ki meri mejne stroške financiranja bank z vlogami, se je julija rahlo zvišala na 1,0%, kar je bilo posledica višjih obrestnih mer za vezane vloge, saj so banke prenesle zvišanje ključnih obrestnih mer na komitente. Hkrati so obrestne mere za vloge čez noč in hranilne vloge ostale večinoma nespremenjene.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški dolžniškega financiranja so povprečje bančnih stroškov novo sklenjenih vlog čez noč, vlog na odpoklic z odpovednim rokom, vezanih vlog, obveznic in medbančnih posojil, tehtano s stanjem. Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se pri skupnih stroških dolžniškega financiranja in skupnih stroških vlog nanašajo na julij 2026, pri donosnosti bančnih obveznic pa na 9. september 2026.

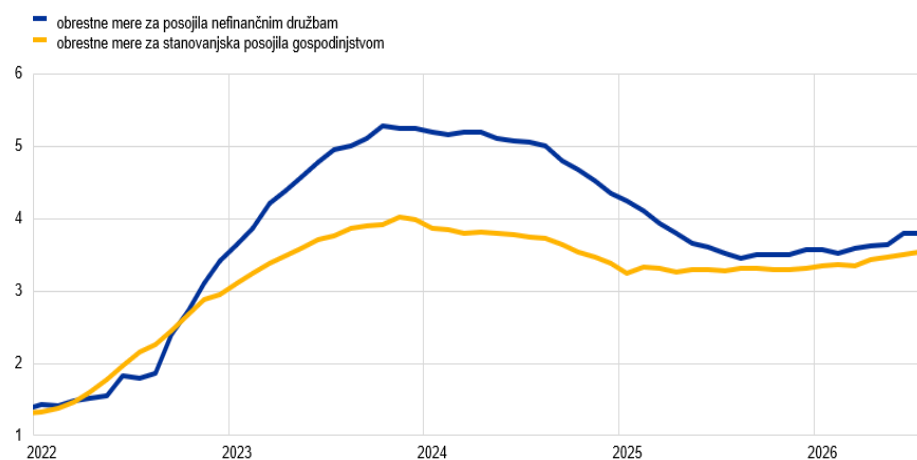
Do konca julija so se obrestne mere bank za posojila podjetjem zvišale, za gospodinjstva pa so ostale stabilne (graf 20). Stroški bančnih posojil nefinančnim

družbam so se junija in julija zvišali na 3,8%, potem ko so maja znašali 3,6%. Zvišanje obrestnih mer je bilo najbolj izrazito pri posojilih z daljšim obdobjem fiksiranja obrestne mere (več kot pet let). Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem se je nekoliko zmanjšal, saj so se obrestne mere za posojila malim in srednje velikim podjetjem zvišale relativno manj kot obrestne mere za posojila velikim podjetjem. Stroški najemanja stanovanjskih posojil za gospodinjstva so junija in julija ostali večinoma nespremenjeni na ravni 3,5%.

Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Viri: ECB in izračuni ECB.

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

V obravnavanem obdobju (od 11. junija do 9. septembra 2026) so se povečali stroški tržnega dolžniškega financiranja podjetij in stroški lastniškega financiranja. Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe, tj. skupni stroški

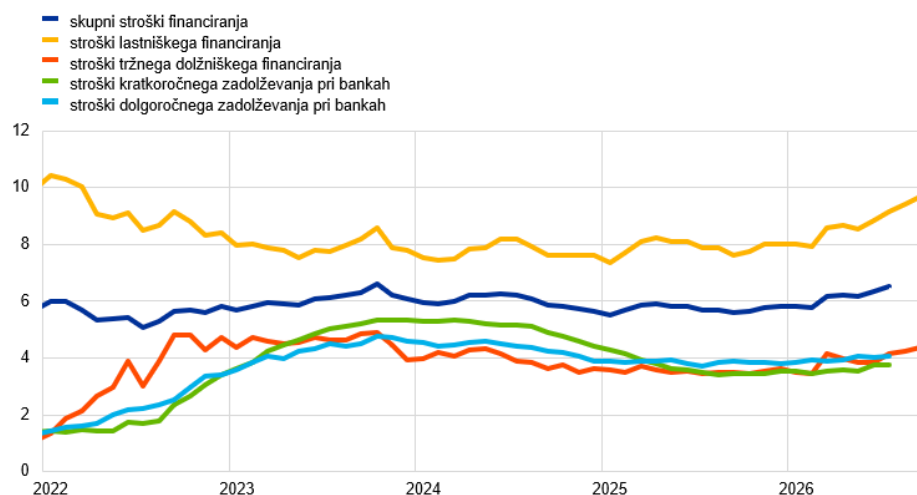
zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, so se povečali drugi mesec zapored in julija dosegli 6,5% (graf 21).¹¹ K zvišanju so največ prispevali stroški lastniškega financiranja in tržnega dolžniškega financiranja, medtem ko so se stroški zadolževanja pri bankah le malo povečali. Dnevni podatki za celotno obravnavano obdobje kažejo, da je bilo povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja posledica višjih netveganih obrestnih mer, kar je le deloma odtehtalo rahlo zmanjšanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, zlasti v segmentu visoko donosnih obveznic (glej razdelek 4 »Gibanja na finančnih trgih«). Stroški lastniškega financiranja so se v obravnavanem obdobju prav tako povečali, in sicer predvsem zaradi višje premije za tveganje lastniškega kapitala, medtem ko je bil vpliv zvišanja dolgoročnih netveganih obrestnih mer manjši.

¹¹ Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do julija 2026.

Graf 21

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca), tehtano s stanjem. Pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja se zadnji podatki nanašajo na 9. september 2026 (dnevni podatki), pri skupnih stroških financiranja ter kratkoročnih in dolgoročnih stroških zadolževanja pri bankah pa na julij 2026 (mesečni podatki).

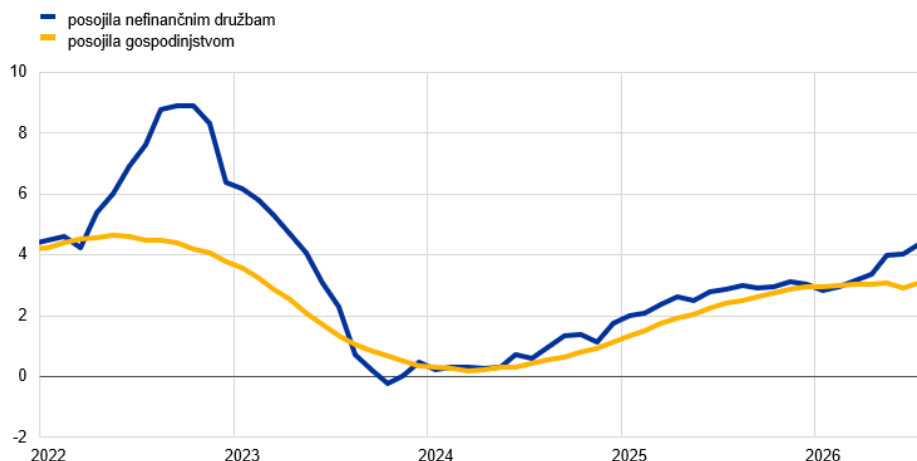
Rast posojil podjetjem se je julija še povečala, rast posojil gospodinjstvom pa je glede na prejšnje mesece ostala večinoma nespremenjena (graf 22).

Medletna stopnja rasti bančnih posojil nefinančnim družbam, ki se na spremembe denarne politike običajno odziva z daljšim zamikom, se je julija še zvišala na 4,4%. Potem ko je maja in junija znašala 4,0%, se je tako približala dolgoletnemu povprečju, ki od začetka leta 1999 znaša 4,3%. Medletna stopnja rasti zunanjega dolžniškega financiranja podjetij se je julija prav tako zvišala na 4,4%, potem ko je maja in junija znašala 4,0%, kar je odražalo močnejšo rast zadolževanja podjetij pri bankah, medtem ko je neto izdajanje podjetniških obveznic ostalo skromno. Na splošno so se kratkoročna posojila v prvi polovici leta in tudi julija močno povečala, kar je verjetno posledica večjih potreb po obratnem kapitalu zaradi energetskega šoka. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je večinoma ostala nespremenjena na ravni 3,1%, kar je pod dolgoletnim povprečjem, ki od začetka leta 1999 znaša 4,1%. Rast potrošniških posojil in hipotekarnih posojil se je še naprej gibala okoli 5% oziroma 3%. Rast drugih oblik kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, je ostala umirjena, kar je skladno s preteklimi gibanji. Po najnovejši julijski [anketi ECB o pričakovanjih potrošnikov](#) konflikt na Bližnjem vzhodu še naprej negativno vpliva na pričakovanja gospodinjstev glede dostopa do posojil, čeprav je zaskrbljenost nekoliko popustila.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: ECB in izračuni ECB.

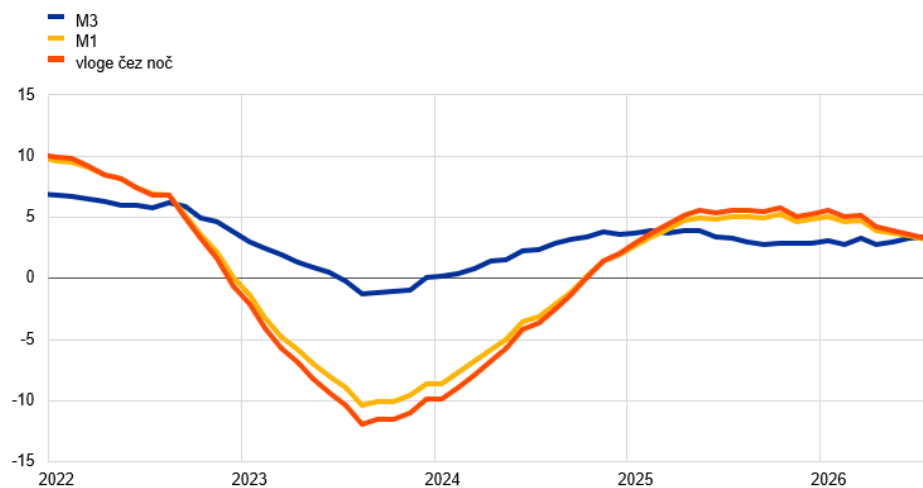
Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2026.

Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je junija in julija nekoliko povečala, vendar je na splošno ostala zmerna (graf 23). Medletna rast agregata M3 se je julija povišala na 3,4%, potem ko se je od sredine leta 2025 gibala okoli 3,0%. Ostala je precej pod dolgoročnim povprečjem (5,2%), zabeleženim od začetka leta 1999. Vendar so mesečni tokovi v mesecih do julija postali bolj volatilni zaradi velikih mesečnih nihanj neto tokov s tujino. Medletna stopnja rasti ožjega denarnega agregata (M1), ki zajema gotovino v obtoku in vloge čez noč, se je julija znižala na 3,1%, potem ko je maja znašala 3,7%, junija pa 3,5%. Znižanje je posledica znatnih odlivov vlog pri nebančnih finančnih posrednikih, ki so odtehtali del prilivov iz prejšnjih mesecev. Z vidika protipostavk imajo domača bančna posojila od začetka konflikta na Bližnjem vzhodu večjo vlogo pri ustvarjanju denarja. Nasprotno pa je nadaljnje zmanjševanje bilance stanja Eurosistema še naprej zaviralo rast agregata M3.

Graf 23

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2026.

Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje naj bi se v letu 2026 naravnost javnofinančne politike v euroobmočju sprostila, nato pa naj bi se v letih 2027 in 2028 znova zaostрила.¹² Predvidena sprostitev v letu 2026 se kaže pri vseh komponentah izdatkov, medtem ko je poznejša zaostritev posledica odprave začasnih energetske podpornih ukrepov, izteka večine financiranja iz sklada »EU naslednje generacije« in nediskrecijskih dejavnikov. Javnofinančni primanjkljaj, ki je leta 2025 znašal 3,0% BDP, naj bi se v letu 2026 po projekcijah izrazil povečal na 3,6% BDP, v letu 2027 dosegel najvišjo raven, in sicer 3,7%, v letu 2028 pa naj bi se zmanjšal na 3,6%. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se leta 2028 povečal na slabih 90% BDP, saj naj bi vztrajni primarni primanjkljaj ter prilagoditev med primanjkljajem in dolgom odtehtala ugodno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP.

Potem ko je naravnost javnofinančne politike v euroobmočju v letu 2025 postala nevtralna, naj bi se v letu 2026 sprostila za 0,5 odstotne točke BDP, nato pa naj bi se v letih 2027 in 2028 kumulativno zaostрила v podobnem obsegu.¹³ Sprostitev v letu 2026 je na strani izdatkov zabeležena pri vseh komponentah. Večje državne naložbe so posledica višjih izdatkov za obrambo in infrastrukturo, zlasti v Nemčiji, pa tudi v drugih, manjših državah, ter izdatkov, financiranih iz sklada »EU naslednje generacije«. Povečali naj bi se tudi fiskalni transferji, k čemur naj bi prispevali močna rast pokojninskih odhodkov in drugih socialnih prejemkov ter kapitalski transferji podjetjem, financirani iz sklada »EU naslednje generacije«. Začasni energetski podporni ukrepi, ki so jih vlade uvedle od začetka konflikta na Bližnjem vzhodu, zagotavljajo dodatno spodbudo v višini okrog 0,1% BDP v letu 2026, predvsem prek nižjih posrednih davkov in višjih subvencij. V letu 2027 naj bi se naravnost javnofinančne politike zaostрила za okrog 0,4 odstotne točke BDP, in sicer deloma zaradi odprave energetske podpornih ukrepov in izteka večine financiranja iz sklada »EU naslednje generacije«. Naravnost javnofinančne politike naj bi se zaostрила v vseh državah, čeprav naj bi to delno odtehtale nadaljnje spodbude v Nemčiji. Preostalo zaostrovanje v letih 2027 in 2028 je mogoče pojasniti z nediskrecijskimi dejavniki, zlasti z zaviralnim učinkom obdavčitve ter razhajanjem davčne osnove in BDP.¹⁴ V primerjavi z junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje popravljene pretekli podatki za Nemčijo in Francijo kažejo na nekoliko bolj ohlapno naravnost javnofinančne

¹² Glej »[Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, objavljene 10. septembra 2026 na spletnem mestu ECB.

¹³ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, ki presega samodejni odziv javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »[The euro area fiscal stance](#)«, Ekonomski bilten, številka 4, ECB, 2016.

¹⁴ Fiskalni zaviralni učinki pomenijo povečanje davčnih prihodkov, ki nastanejo, kadar se nominalne davčne osnove povečujejo, parametri progresivnega davčnega sistema pa se temu ustrezno ne prilagodijo.

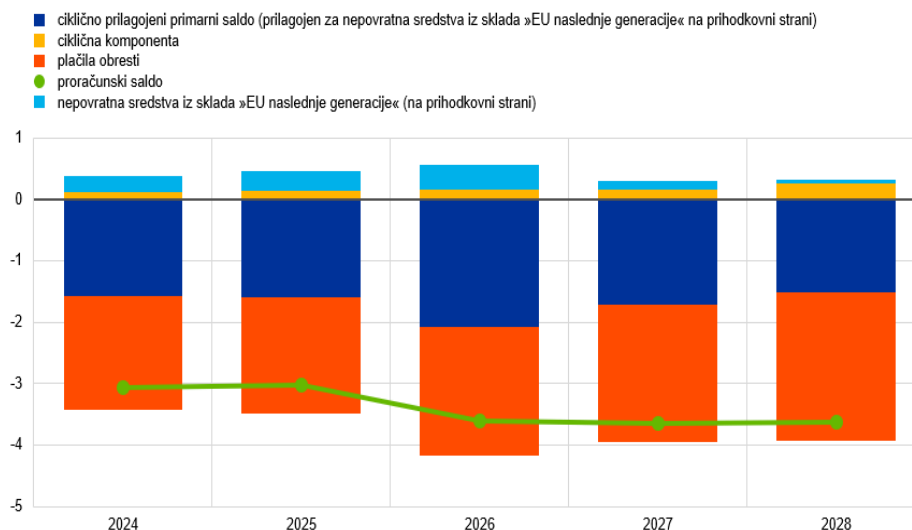
politike v letu 2025, medtem ko v obdobju zatem obeti ostajajo večinoma nespremenjeni.

Proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju naj bi se poslabšal, primanjkljaj pa naj bi leta 2027 dosegel najvišjo raven, tj. precej nad 3-odstotnim pragom (graf 24). Če se ozremo nazaj, se je proračunski primanjkljaj v euroobmočju nekoliko zmanjšal, in sicer s 3,1% BDP v letu 2024 na 3,0% v letu 2025. Vrednost za leto 2025 je bila v primerjavi z junjskimi projekcijami predvsem zaradi popravljenih podatkov za Nemčijo popravljena za 0,1 odstotne točke navzgor. Kar zadeva prihodnja obdobja, naj bi se proračunski primanjkljaj v letu 2026 po projekcijah izrazil povečal na 3,6% BDP, leta 2027 dosegel najvišjo raven pri 3,7%, v letu 2028 pa naj bi se malenkostno zmanjšal na 3,6%. Proračunski saldo naj bi se večinoma poslabšal v letu 2026 zaradi sprostitve naravnosti javnofinančne politike. Poleg tega se bodo plačila obresti po projekcijah zvišala za 0,2 odstotne točke BDP v letu 2026 ter za dodatne 0,3 odstotne točke kumulativno v letih 2027 in 2028. V istem obdobju naj bi ugodna ciklična komponenta in predvidena zaostritev javnofinančne politike večinoma odtehtali nadaljnje zviševanje plačil obresti, zaradi česar naj bi se javnofinančni položaj v letu 2028 rahlo izboljšal. V primerjavi z junjskimi projekcijami ostaja proračunski saldo v obdobju projekcij približno nespremenjen, saj sta bazni učinek večjega primanjkljaja v letu 2025 in rahla sprostitve naravnosti javnofinančne politike v letu 2026 odtehtana z ugodnejšimi cikličnimi gibanji.

Graf 24

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)



Viri: izračuni ECB in Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

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

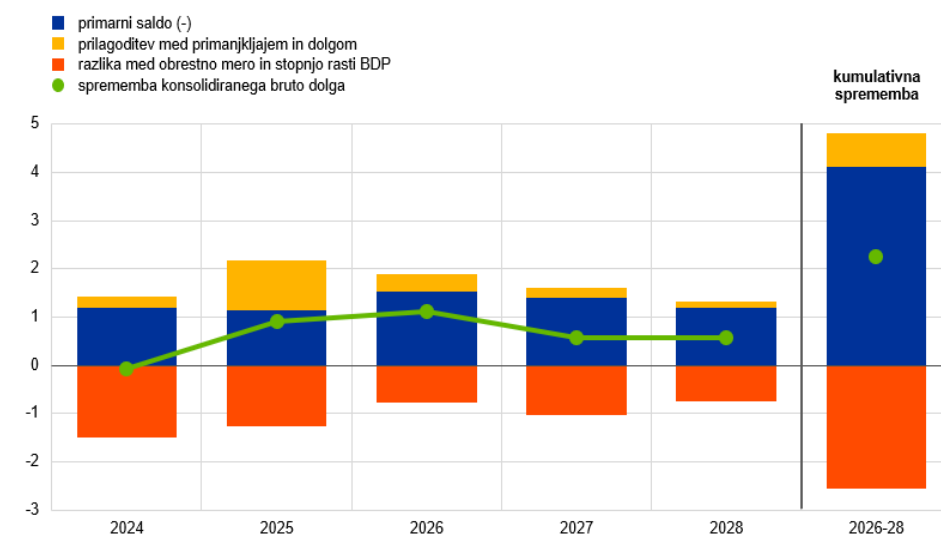
Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se v obdobju projekcij povečeval in leta 2028 dosegel slabih 90% BDP. To pomeni obrat od občutnega zmanjševanja iz obdobja med letoma 2021 in 2024. Delež javnega dolga v razmerju do BDP naj bi se povečal s 87,1% v letu 2025 na 89,4% do konca obdobja projekcij. Povečanje je posledica vztrajnega primarnega primanjkljaja in

majhne, vendar stalno pozitivne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, ki ju le deloma izravnava ugodna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP (graf 25). V primerjavi z junijskimi projekcijami je bil delež javnega dolga v celotnem obdobju projekcij popravljen navzdol. To je mogoče pripisati manjšemu deležu javnega dolga, izračunanemu za leto 2025, in ugodnejši razliki med obrestno mero in stopnjo rasti BDP zaradi višje nominalne rasti BDP.

Graf 25

Gonila sprememb v deležu javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: izračuni ECB in [Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#).

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

Med najnovejšimi dogajanjem na področju javnofinančnega upravljanja so bili postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem in možnost razširitve nacionalne odstopne klavzule na izdatke v zvezi z energijo. Svet Evropske unije je 10. julija sprožil postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti Bolgariji, medtem ko so postopki v zvezi s čezmernim primanjkljajem proti šestim drugim državam v euroobmočju začasno prekinjeni.¹⁵ Svet EU je do zdaj aktivacijo nacionalne odstopne klavzule za obrambne izdatke odobril 14 državam v euroobmočju.¹⁶ Evropska komisija je 18. avgusta objavila obvestilo, ki vsebuje dodatne podrobnosti o prejšnjem predlogu za razširitev področja uporabe nacionalne odstopne klavzule na ukrepe v zvezi z energijo, ki je bil objavljen kot del pomladanskega svežnja evropskega semestra 2026.¹⁷ V obvestilu je pojasnjeno, da razširitev zajema ukrepe, ki krepijo strukturno varnost in odpornost evropskega energetskega sistema ter pospešujejo prehod s fosilnih goriv. Do zdaj sta za tako razširitev zaprosili le

¹⁵ Države v euroobmočju, za katere trenutno velja postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem, so Belgija, Bolgarija, Francija, Italija, Avstrija, Slovaška in Finska.

¹⁶ Nacionalna odstopna klavzula je bila aktivirana za Belgijo, Bolgarijo, Nemčijo, Estonijo, Grčijo, Španijo, Hrvaško, Latvijo, Litvo, Avstrijo, Portugalsko, Slovenijo, Slovaško in Finsko. Italija je 11. septembra zaprosila za aktivacijo klavzule tako za obrambne izdatke kot za ukrepe v zvezi z energijo. Več informacij o [nacionalni odstopni klavzuli za obrambne izdatke](#) je na voljo na spletnem mestu Sveta EU.

¹⁷ Več podrobnosti je v Obvestilu Komisije »[Smernice državam članicam o razširitvi področja uporabe nacionalne odstopne klavzule za energetska varnost](#)«.

Grčija in Italija, čeprav je Komisija navedla, da bodo obravnavane tudi pozneje predložene prošnje.

Okvirji

1 Katere države so najranljivejše zaradi industrijskega vzpona Kitajske? Zemljevid neenakomerne izpostavljenosti Evrope

Pripravili Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella in Emiel Cornelius Marchand

Hitra industrijska preobrazba Kitajske ustvarja neenakomerno porazdelitev izzivov in priložnosti med gospodarstvi v EU. Tako imenovani kitajski šok 2.0 je sklop več dogajanj na Kitajskem, med drugim hitre širitve visokotehnoloških predelovalnih dejavnosti, večjega poudarka na industrijski samozadostnosti in vztrajnega povečevanja cenovne konkurenčnosti. Čeprav so se s tem v nekaterih sektorjih okrepili konkurenčni pritiski, lahko evropskim gospodarstvom prinesejo tudi koristi zaradi cenejšega uvoza, naložbenih povezav in prenosa tehnologij.¹ Razmerje med tveganji in priložnostmi se med državami v EU razlikuje, kar odraža razlike v sektorski specializaciji, integriranosti v vrednostne verige v predelovalnih dejavnostih ter izpostavljenosti sektorjem, v katerih se kitajska podjetja hitro širijo. Razumevanje te heterogenosti je pomembno tudi s širšega vidika EU, saj ima lahko asimetrična izpostavljenost globalnim šokom posledice za konkurenčnost, naložbe in rast, pa tudi za makroekonomsko konvergenco in delovanje denarne unije.

Struktura blagovnega izvoza Kitajske in več držav EU je postala v zadnjih letih precej bolj podobna. Indeks, ki meri prekrivanje sektorske sestave kitajskega blagovnega izvoza s sektorsko sestavo izvoza posameznih držav EU, razkriva vse bolj podobno strukturo izvoza številnih držav EU.² Večja podobnost je najbolj izrazita v gospodarstvih z velikim deležem predelovalnih dejavnosti, kot je Nemčija, medtem ko je v državah z bolj specializirano izvozno strukturo, vključno z nekaterimi manjšimi državami EU, manjša (graf A, slika a). Sektorski podatki kažejo, da je to predvsem posledica strojev in transportne opreme (graf A, slika b), kar je odraz hitrega vzpona kitajske avtomobilske industrije in širšega premika navzgor po vrednostni verigi proti naprednejšim in tehnološko intenzivnim proizvodom. To kaže na zaostrovanje konkurence v sektorjih, ki so bili v zadnjih desetletjih glavni dejavniki rasti v nekaterih evropskih gospodarstvih, med drugim v avtomobilski industriji in proizvodnji industrijskih strojev.

¹ Glej na primer Amicucci et al. (2026), Anaya Longaric et al. (2026) in Lane (2026).

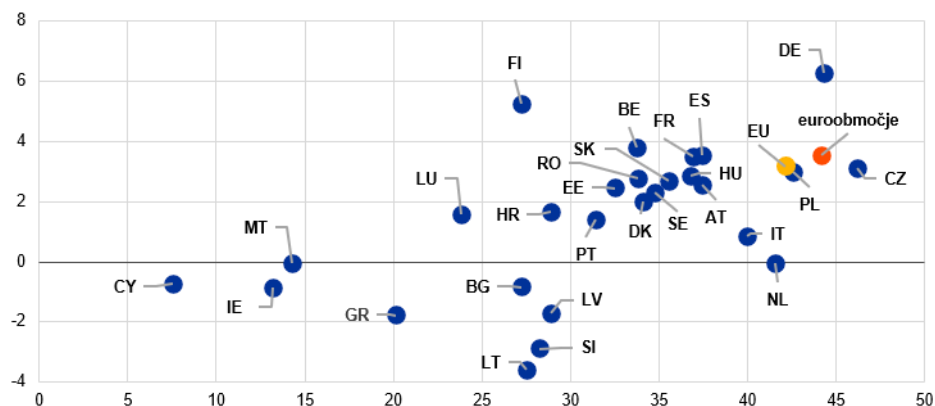
² Indeks podobnosti izvoza temelji na merilu, ki sta ga predlagala Finger in Kreinin (1979). Novejša uporaba v analizi kitajskih trgovinskih vzorcev je v de Soyres et al. (2025).

Graf A

Podobnost med izvozom blaga EU in Kitajske

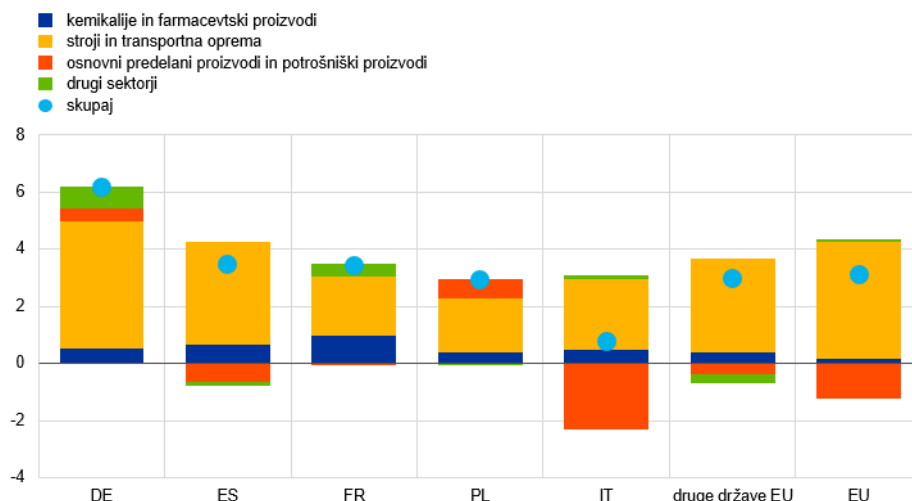
a) Podobnost strukture izvoza s Kitajsko v letu 2025 in sprememba od leta 2019

(os x: podobnost v odstotkih; os y: sprememba v odstotnih točkah)



b) Prispevki sektorjev k spremembam v podobnosti strukture izvoza s Kitajsko 2019–2025

(v odstotnih točkah in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opombe: Z indeksom podobnosti izvoza se meri prekrivanje med strukturo blagovnega izvoza Kitajske in držav EU po sektorjih. Višje vrednosti pomenijo večjo podobnost izvoznih košaric. Agregati EU, euroobmočja in »drugi držav EU« ne vključujejo trgovinskih tokov med državami znotraj vsakega agregata. Slika b: pozitivni prispevki se nanašajo na sektorje, v katerih je struktura izvoza sčasoma postala bolj podobna, medtem ko negativni prispevki kažejo na vse večje razhajanje. Klasifikacija sektorjev temelji na kategorijah Standardne mednarodne trgovinske klasifikacije (SITC), pri čemer so nekatere kategorije za namene predstavitve združene.

Poleg tega, da je Kitajska vse večji izvozni konkurent, je postala tudi manj

odvisna od uvoza industrijskih proizvodov iz Evrope.

Podobnost med strukturo blagovnega izvoza držav EU in kitajskega uvoza blaga se je od leta 2019 zmanjšala v celotni EU (graf B, slika a). Zmanjšanje je najbolj izrazito v gospodarstvih, vključenih v evropske predelovalne in avtomobilске vrednostne verige, vključno z Nemčijo in več gospodarstvi srednje Evrope. To v veliki meri odraža gibanja na področju strojev in transportne opreme (graf B, slika b), tj. v sektorjih, v katerih so navedena gospodarstva močno specializirana. To je skladno z večjo konkurenco s strani kitajskih proizvajalcev, nadomeščanjem z drugimi tujimi dobavitelji, spremembami v sestavi kitajskega povpraševanja in nedavno šibkim domačim

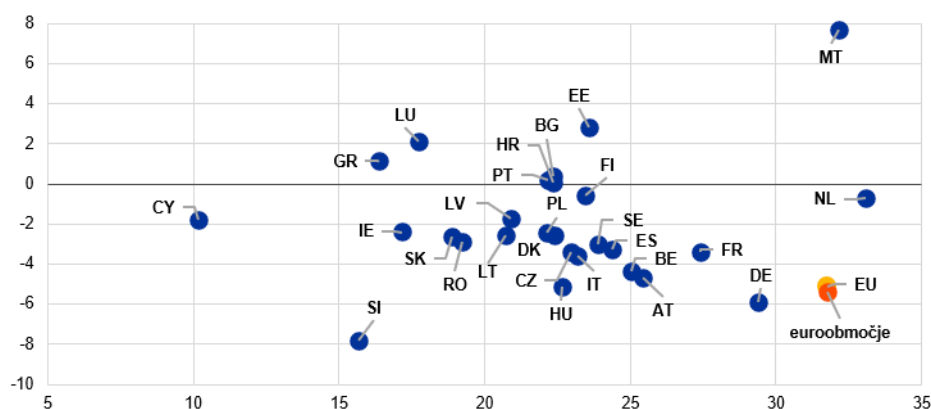
povpraševanjem na Kitajskem. Te spremembe je spremljal občuten upad izvoza EU na Kitajsko od leta 2019 (graf C). Čeprav je bil upad splošen v državah EU, je bil še posebej izrazit v Nemčiji, kar je odraz specializacije te države na predelovalne dejavnosti in investicijsko blago.

Graf B

Podobnost med blagovnim izvozom EU in blagovnim uvozom Kitajske

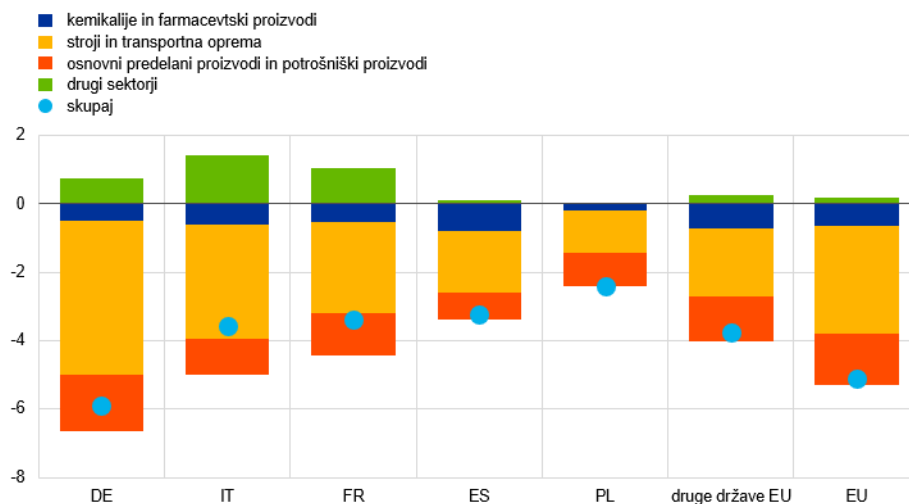
a) Partnerska podobnost s Kitajsko v letu 2025 in sprememba od leta 2019

(os x: podobnost v odstotkih; os y: sprememba v odstotnih točkah)



b) Prispevki posameznih sektorjev k partnerski podobnosti s Kitajsko v obdobju 2019–2025

(v odstotnih točkah in prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

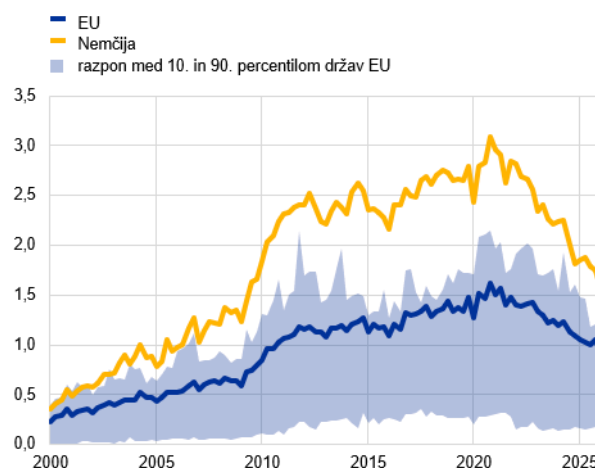
Opombe: Z indeksom partnerske podobnosti (de Soyres et al., 2025) se meri prekrivanje med strukturo blagovnega izvoza držav EU in sektorsko sestavo kitajskega uvoza blaga. Višje vrednosti pomenijo večje ujemanje med izvozom EU in kitajskim uvozom. Agregati EU, euroobmočja in »drugih držav EU« ne vključujejo trgovinskih tokov med državami znotraj posameznega agregata. Slika b: pozitivni prispevki se nanašajo na sektorje, v katerih je struktura izvoza EU sčasoma postala bolj podobna sektorski sestavi kitajskega uvoza, medtem ko negativni prispevki kažejo na vse večje razhajanje. Klasifikacija sektorjev temelji na kategorijah Standardne mednarodne trgovinske klasifikacije, pri čemer so nekatere kategorije za namene predstavitve združene.

Graf C

Izvoz blaga EU na Kitajsko

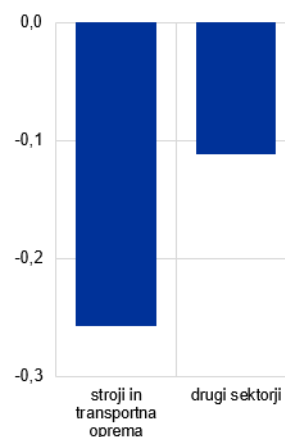
a) Izvoz EU na Kitajsko

(v odstotkih BDP)



b) Sprememba v izvozu EU na Kitajsko v obdobju 2019–2025

(v odstotnih točkah BDP)



Viri: Trade Data Monitor, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Graf prikazuje 12-mesečni kumulativni izvoz na Kitajsko kot odstotek nominalnega BDP.

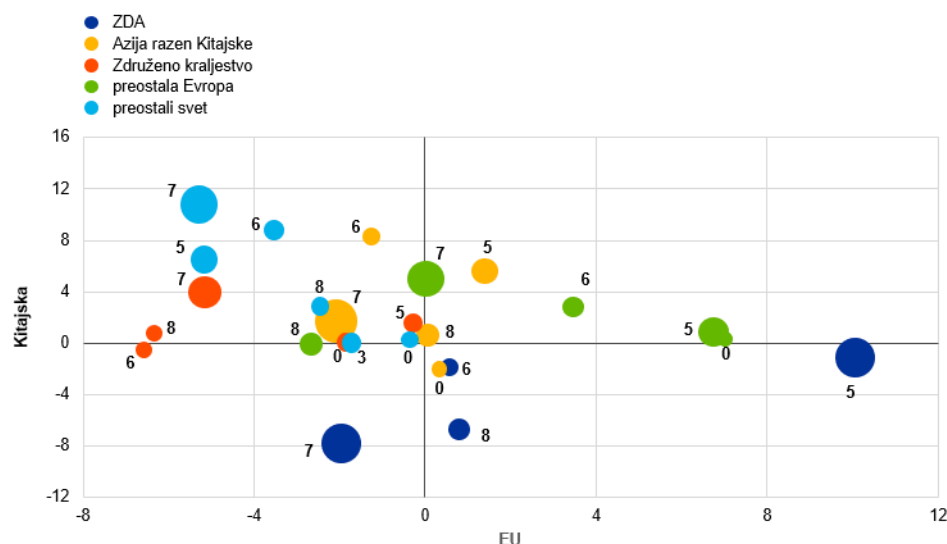
Vse večja konkurenčnost Kitajske in manjša odvisnost Kitajske od evropskega uvoza zavrata izvozno uspešnost EU. Čeprav se je svetovna trgovinska menjava v zadnjih letih še naprej povečevala, se je delež EU v svetovnem blagovnem izvozu skrčil, zlasti v sektorjih in na trgih, kjer je Kitajska okrepila globalno prisotnost, predvsem na področju strojev in transportne opreme (graf D). V Aziji se zaradi močne vpetosti Kitajske v regionalne dobavne verige ter dejstva, da postaja vse močnejša v sektorjih blaga za vmesno porabo in investicijskega blaga, verjetno povečujejo konkurenčni pritiski. Na cenovno občutljivih tretjih trgih lahko kitajska podjetja izkoriščajo tudi stroškovne prednosti in širši nabor proizvodov.³ Nasprotno pa so države EU povečale svoj delež na izvoznih trgih v ZDA, kjer se je delež Kitajske zmanjšal, kar bi utegnilo kazati na preusmerjanje trgovinske menjave, povezano z nedavnimi trgovinskimi napetostmi med ZDA in Kitajsko. Do povečanja je prišlo predvsem v sektorjih z višjo dodano vrednostjo, kar kaže na področja, na katerih evropska podjetja ostajajo mednarodno konkurenčna.

³ Vse večja konkurenčnost kitajskih izvoznikov bi lahko vplivala na evropska podjetja ne le z vidika zmanjšanja deležev na izvoznih trgih, temveč tudi z vidika manjše moči pri določanju cen in nižjih profitnih marž v konkurenčnih sektorjih (Al-Haschimi et al., 2024).

Graf D

Spremembe v deležih EU in Kitajske na blagovnih izvoznih trgih: izbrani proizvodi in trgi med letoma 2019 in 2025

(spremembe deležev na izvoznih trgih v odstotnih točkah)



Viri: Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opombe: Krogci ponazarjajo naslednje sektorje na podlagi Standardne mednarodne trgovinske klasifikacije: 0 (živila), 3 (energija), 5 (kemikalije in farmacevtski izdelki), 6 (osnovni predelani proizvodi), 7 (stroji in transportna oprema), 8 (potrošniški proizvodi). Barva označuje izvozni trg, velikost krogca pa delež v izvozu v državo zunaj EU v letu 2025. Prikazani so samo sektorji, ki predstavljajo več kot 1% izvoza v državo zunaj EU.

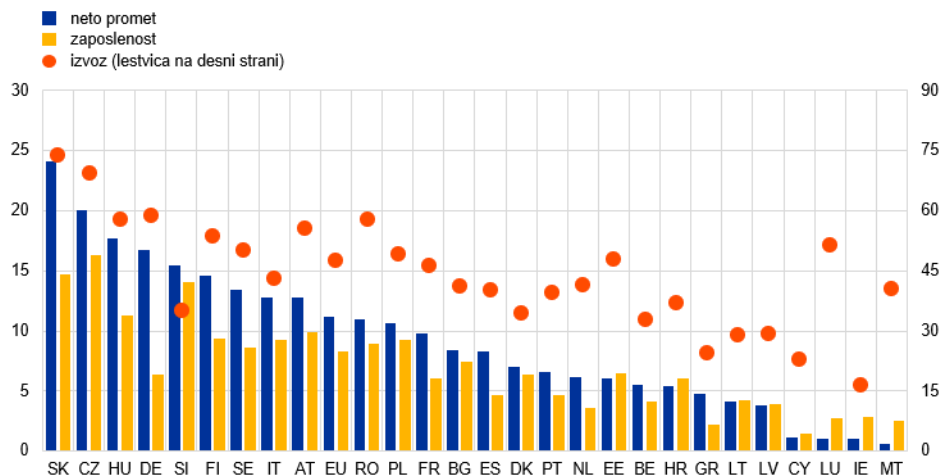
Industrijski vzpon Kitajske na novo oblikuje svetovno trgovino, čemur so evropska gospodarstva neenakomerno izpostavljena. Čeprav agregatno sliko večinoma določajo gospodarstva z velikim deležem predelovalnih dejavnosti, se vpliv med državami in sektorji znatno razlikuje. Zdi se, da so gospodarstva, specializirana za stroje, transportno opremo in drugo investicijsko blago, bolj izpostavljena vse večji konkurenci kitajskih podjetij in upadanju kitajskega povpraševanja po uvoženih industrijskih proizvodih. Nasprotno pa so se nekateri sektorji do zdaj izkazali za odpornejše, kar osvetljuje področja, na katerih evropska podjetja ostajajo mednarodno konkurenčna.⁴ Poleg tega so nekatera gospodarstva, ki so najbolj izpostavljena vse večji konkurenci Kitajske, močno odvisna tudi od sektorjev, ki temeljijo na kritičnih surovinah (graf E), kar opozarja na morebitne ranljivosti v strateških dobavnih verigah ter na tveganja zaradi kitajskih omejitev izvoza teh surovin (Attinasi et al., 2025; Banin et al., 2025). Razumevanje neenakomernega vpliva vzpona Kitajske med državami in sektorji lahko prispeva k oblikovanju politik na ravni EU in posameznih držav. V najbolj izpostavljenih gospodarstvih so lahko diverzifikacija dobavnih verig, krepitev domačih industrijskih zmogljivosti in spodbujanje inovacij pomembni pri povečanju odpornosti in prilagajanju spreminjajočemu se svetovnemu trgovinskemu okolju.

⁴ Analiza se osredotoča na blagovno menjavo in ne kaže prednosti na področju storitvene menjave, kjer več evropskih gospodarstev ohranja močan mednarodni položaj. Prav tako ne zajema morebitnih koristi tesnejših gospodarskih povezav s Kitajsko, tudi prek naložbenih tokov in prenosa tehnologije.

Graf E

Odvisnost od kritičnih surovin po državah

(v odstotkih)



Viri: Eurostat, Trade Data Monitor in izračuni ECB.

Opombe: Modri stolpci prikazujejo delež neto prometa podjetij v sektorjih, odvisnih od kritičnih surovin (sektorji NACE 24–30). Rumeni stolpci prikazujejo delež zaposlenosti v teh sektorjih. Oranžne pike prikazujejo njihov delež v skupnem blagovnem izvozu. Podatki o zaposlenosti in prometu se nanašajo na leto 2024, podatki o izvozu pa na leto 2025.

Viri

Al-Haschimi, A., Emter, L., Gunnella, V., Ordoñez Martínez, I., Schuler, T., in Spital, T. (2024), »[Why competition with China is getting tougher than ever](#)«, Blog ECB, 3. september.

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

Anaya Longaric, P., Esposito, C., Gunnella, V., Lecourt, N., Martínez Hernández, C., in Pongetti, G. (2026), »[Zakaj je blagovna inflacija ostala nizka? Vloga uvozne izpostavljenosti do Kitajske](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

Attinasi, M.-G., Boeckelmann, L., Gerinovic, R., in Meunier, B. (2025), »[Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Banin, M., D'Agostino, M., Gunnella, V., in Lebastard, L. (2025), »[Kako ranljivo je euroobmočje na omejitve kitajskega izvoza redkih zemelj?](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 6, ECB.

de Soyres, F., Fisgin, E., Gaillard, A., Santacreu, A. M., in Young, H. (2025), »[The Sectoral Evolution of China's Trade](#)«, *FEDS Notes*, Svet guvernerjev ameriškega sistema centralnih bank, 28. februar.

Finger, J. M., in Kreinin, M. E. (1979), »A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses«, *The Economic Journal*, letnik 89, št. 356, december, str. 905–912.

Lane, P. R. (2026), »[Europe and the world economy](#)«, osrednji govor na azijskem forumu o denarni politiki, Singapur, 22. maj.

Soočanje z negotovostjo: kako konflikt na Bližnjem vzhodu vpliva na pričakovanja podjetij in njihove strategije spoprijemanja z izzivi

Pripravili Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia in Laura Lebastard

Anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) v euroobmočju za drugo četrtnje 2026 razkriva, kako so podjetja izpostavljena konfliktu na Bližnjem vzhodu, kako ta vpliva na njihova pričakovanja in kakšne so njihove strategije spoprijemanja z izzivi.¹ Izhajajoč iz prejšnje analize na podlagi ankete za prvo četrtnje 2026, ki je razkrila, da so anketirana podjetja po izbruhu sovražnosti na Bližnjem vzhodu 28. februarja 2026 precej spremenila svoja pričakovanja, je mogoče iz odgovorov na posebej pripravljena vprašanja v anketi za drugo četrtnje dobiti dodaten vpogled v to, kako konflikt vpliva na podjetja v euroobmočju.² Na podlagi zadnje ankete lahko tudi ocenimo, ali se je porazdelitev odgovorov podjetij po objavi memoranduma o soglasju med Iranom in ZDA 14. junija spremenila, pri čemer je po tej objavi na anketo odgovorila približno četrtnina anketirancev.³ Napadi na ladje so se nato na začetku julija nadaljevali, kar kaže, da je analiza vpliva konflikta na ravni podjetij še naprej relevantna.

O največji izpostavljenosti konfliktu na Bližnjem vzhodu so poročala podjetja v trgovinskem sektorju, izvozna podjetja ter mala in srednje velika podjetja (MSP). V povprečju so velika podjetja poročala, da so manj izpostavljena konfliktu kot MSP, pri čemer je oceno izpostavljenosti, višjo od sedem, na lestvici od ena do deset navedlo 28% velikih podjetij, v primerjavi s 35% MSP (graf A). Izvozna podjetja so v povprečju poročala o višji stopnji izpostavljenosti kot neizvozna. K temu verjetno prispevata dva dejavnika: (i) izvozna podjetja poslujejo na geografsko oddaljenih trgih, ki so bolj neposredno prizadeti zaradi konflikta na Bližnjem vzhodu kot euroobmočje, in (ii) pri izvoznih podjetjih je verjetneje, da se bodo ukvarjala z uvoznimi dejavnostmi (Bernard et al., 2012), zaradi česar so bolj ranljiva na motnje v svetovnih dobavnih verigah. Čeprav so izvozniki običajno večja podjetja, večja izpostavljenost MSP pomeni, da bi lahko velikost in internacionalizacija na podjetja vplivali prek različnih kanalov: izvozna podjetja so bolj izpostavljena zaradi njihove močnejše vpetosti v svetovne trgovinske mreže, medtem ko imajo MSP morda omejeno sposobnost absorbiranja stroškovnih šokov ali prilagajanja dobavnih verig. MSP so tudi bolj odvisna od povpraševanja potrošnikov in bolj občutljiva na energetske šoke, povezane s konfliktom.⁴ Kar zadeva posamezne sektorje, je največji delež močno izpostavljenih podjetij v trgovinskem sektorju (ki zajema trgovino na debelo in drobno), najmanjši pa v drugih storitvenih dejavnostih. Manjša izpostavljenost podjetij v drugih storitvenih dejavnostih je verjetno odraz njihovega manjšega deleža v energetskih stroških in močnejše osredotočenosti na domači trg.

¹ Več informacij je v poročilu ECB o anketi SAFE za drugo četrtnje 2026.

² Prejšnja analiza je v Fantino et al. (2026).

³ Terensko delo je potekalo med 21. majem in 26. junijem 2026.

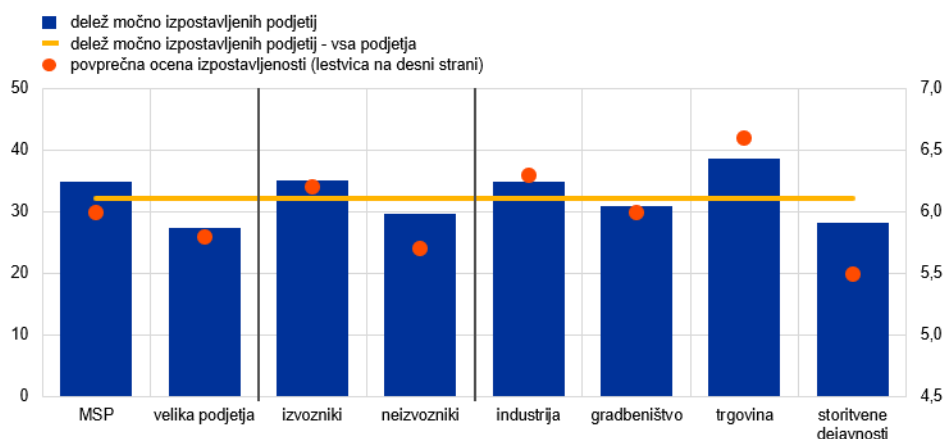
⁴ Glej Dausà i Noguera et al. (2026).

Potrditve teh razlik dobimo, če povprečne ocene izpostavljenosti obravnavamo kot alternativno merilo izpostavljenosti podjetij konfliktu.

Graf A

Delež podjetij, ki so zelo izpostavljena konfliktu na Bližnjem vzhodu, in povprečna ocena izpostavljenosti, po vrstah podjetij

(v odstotkih in ocenah od 1 do 10)



Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

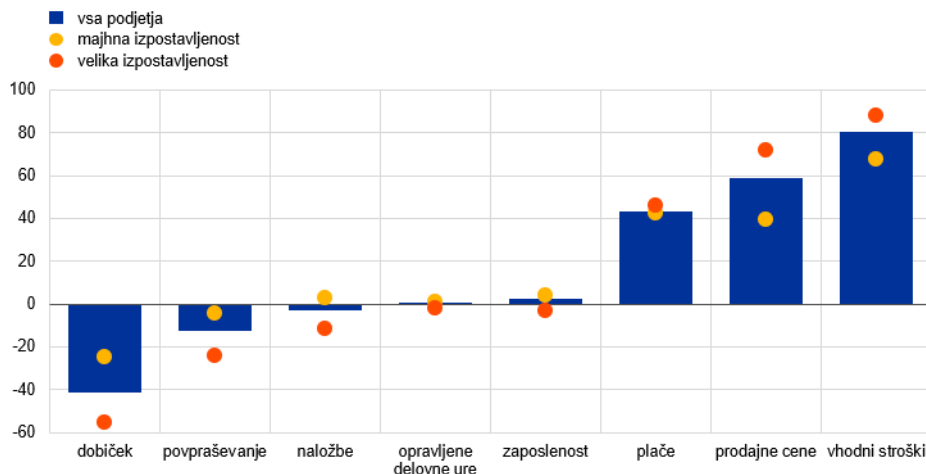
Opombe: Rezultati, ponderirani na podlagi ankete. »Močno izpostavljena podjetja« se nanašajo na podjetja, ki so pri vprašanju »V kolikšni meri je vojna na Bližnjem vzhodu (vključno z višjimi cenami energentov ter motnjami v dobavnih verigah in dostavi) vplivala na poslovanje vašega podjetja?« na lestvici od ena do deset izbrala oceno, višjo od sedem. »Trgovina« se nanaša na trgovino na debelo in drobno. Vse razlike med povprečnimi ocenami so statistično značilne. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2026.

Konflikt na Bližnjem vzhodu je vplival predvsem na pričakovanja podjetij glede nominalnih spremenljivk in povpraševanja, medtem ko naj bi bil vpliv na druge realne spremenljivke manjši. Podjetja so poročala, da je imel konflikt največji vpliv na pričakovanja glede nominalnih spremenljivk, pri čemer je neto 79% podjetij pričakovalo višje vhodne stroške, neto 58% podjetij višje prodajne cene in neto 43% podjetij višje plače v naslednjih 12 mesecih (graf B). Čeprav so močnejše izpostavljena podjetja poročala o večjem vplivu na pričakovanja glede vhodnih stroškov in prodajnih cen kot manj izpostavljena podjetja, je bil vpliv na plačna pričakovanja pri vseh podjetjih približno enak. Iz tega je mogoče sklepati, da po ocenah podjetij gibanje plač poganjajo predvsem širši inflacijski pritiski – ker delavci iščejo kompenzacijo za pričakovano povečanje življenjskih stroškov – ne pa stopnja izpostavljenosti njihovega sektorja ali podjetja. Neto 40% podjetij je poročalo, da je konflikt negativno vplival na pričakovanja o dobičku. Kar zadeva realne spremenljivke, je neto 14% podjetij poročalo o nižjih pričakovanjih glede povpraševanja. Po drugi strani so podjetja menila, da se njihova pričakovanja glede zaposlenosti, povprečnega števila opravljenih delovnih ur in rasti naložb ne bodo spremenila, pri čemer so bili neto odstotki za te spremenljivke blizu vrednosti nič. Če pa upoštevamo samo močno izpostavljena podjetja, je neto 11% teh podjetij poročalo, da je konflikt negativno vplival na pričakovano rast naložb. Če smo vzorec razdelili glede na stanje pred datumom objave omenjenega memoranduma o soglasju in po objavi, se porazdelitev odgovorov ni bistveno spremenila. To kaže, da je imela objava omejen vpliv na oceno podjetij glede ekonomskih posledic konflikta.

Graf B

Vpliv konflikta na Bližnjem vzhodu na pričakovanja podjetij

(v neto odstotkih)



Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Rezultati, ponderirani na podlagi ankete. Pri odgovoru na vprašanje »Kako vojna na Bližnjem vzhodu in z njo povezane spremembe cen energentov vplivajo na pričakovanja vašega podjetja v naslednjih 12 mesecih?« so lahko podjetja navedla, ali so se njihova pričakovanja povečala, zmanjšala ali ostala nespremenjena. Neto odstotki so bili izračunani kot delež podjetij, ki so odgovorila, da so se njihova pričakovanja povečala, minus delež podjetij, ki so odgovorila, da so se njihova pričakovanja zmanjšala. »Majhna izpostavljenost« se nanaša na podjetja, ki so pri vprašanju v grafu A navedla oceno, nižjo od pet, na lestvici od ena do deset. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2026.

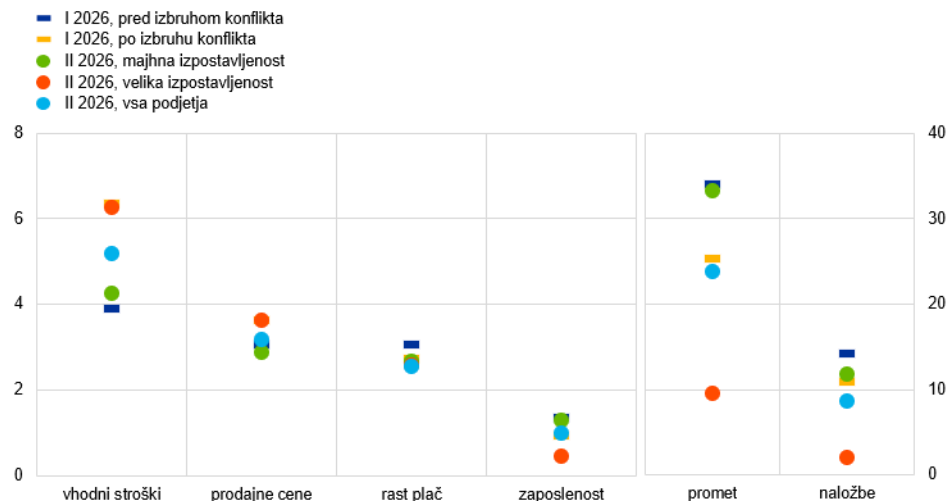
Kvantitativna pričakovanja podjetij glede sprememb vhodnih stroškov in prodajnih cen so bila na splošno še vedno visoka in višja kot pred vojno, pričakovanja glede rasti plač pa so se umirila (graf C).

Podjetja, ki so bila zaradi konflikta močno prizadeta, so poročala o višjih pričakovanjih glede rasti stroškov in cen, ki so bila primerljiva s tistimi iz odgovorov, zbranih tik po izbruhu konflikta 28. februarja, medtem ko so bila pričakovanja, o katerih so poročala manj prizadeta podjetja, bolj usklajena z anketnimi odgovori, zbranimi pred konfliktom. V nasprotju s tem so se pričakovanja o rasti plač glede na prejšnjo anketo nekoliko umirila, in sicer tako pri močno izpostavljenih kot tudi pri manj izpostavljenih podjetjih. Umiritev pričakovanj glede rasti plač v drugem četrtletju v primerjavi s prvim četrtletjem se zdi v nasprotju z ugotovitvijo, da je neto 43% podjetij po izbruhu konflikta poročalo o višjih plačnih pričakovanjih. Vendar pa je to verjetno posledica tega, da bi se, če konflikta ne bi bilo, pričakovanja glede rasti plač znižala močneje. Zdi se, da je ta razlaga skladna tudi s kvalitativnimi odgovori v telefonski anketi ECB med podjetji o pričakovanjih glede prodajnih cen in plač (glej Elding et al., 2026).

Graf C

Pričakovanja podjetij glede na izpostavljenost in obdobje intervjuja

(lestvica na levi strani: spremembe v odstotkih v naslednjih 12 mesecih; lestvica na desni strani: neto odstotki pričakovanega povečanja v naslednjih treh mesecih)



Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na podlagi ankete ponderirana povprečna pričakovanja sprememb. Redna vprašanja v anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) o pričakovanjih. Pričakovanja glede vhodnih stroškov, prodajnih cen in zaposlenosti se nanašajo na naslednjih 12 mesecev. Pričakovanja glede prometa in naložb se nanašajo na naslednje tri mesece. Neto odstotki pričakovanega povečanja so bili izračunani kot delež podjetij, ki so odgovorila, da so se njihova pričakovanja povečala, minus delež podjetij, ki so odgovorila, da so se njihova pričakovanja zmanjšala. Skupini »velika izpostavljenost« in »majhna izpostavljenost« sta razvrščeni kot v grafu B. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2026.

Kvalitativna pričakovanja glede rasti prometa in naložb v naslednjih treh mesecih in pričakovanja glede rasti zaposlenosti za naslednjih 12 mesecev so se v drugem četrtletju znižala v primerjavi z ravniyo pred konfliktom.

Pričakovana umiritev pričakovanj je bila pri prometu občutno izrazitejša kot pri naložbah. Močno izpostavljena podjetja so pričakovanja znižala, pri čemer je povečanje prometa pričakovalo le neto 10% podjetij, povečanje naložb pa neto 2% podjetij, kar je precej nižje od deležev, zabeleženih pri vseh podjetjih pred izbruhom konflikta v prvem četrtletju (neto 34% oziroma neto 14%). Pričakovana rast zaposlenosti v naslednjih 12 mesecih je v prvem četrtletju, pred izbruhom konflikta, znašala 1,4%, v drugem četrtletju, ko so močno prizadeta podjetja pričakovala nižjo rast (0,5%), pa se je znižala na 1,0%.

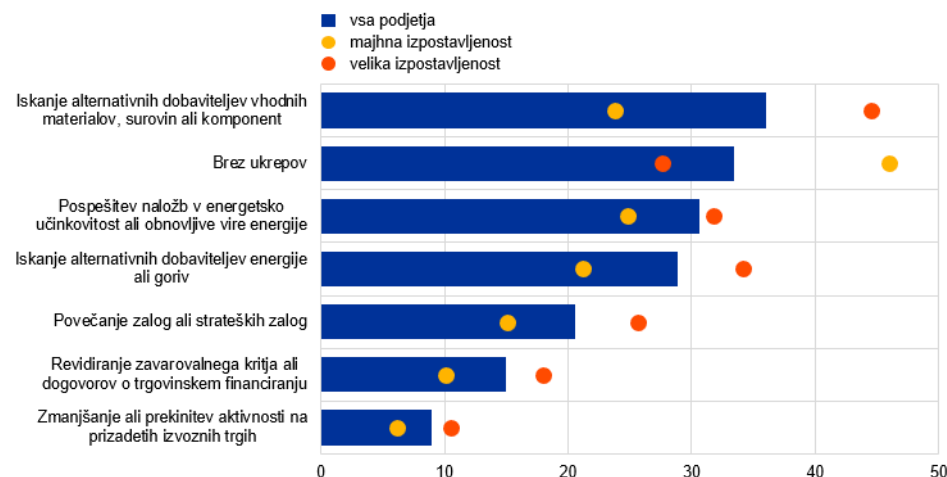
Okrog dve tretjini anketirancev se na konflikt odziva tako, da išče alternativne dobavitelje in pospešuje naložbe v energetske učinkovitost (graf D).

Najpogostejše strategije kot odziv na konflikt, o katerih so poročala podjetja, so bile iskanje alternativnih dobaviteljev vhodnih materialov, surovin ali komponent (36%), pospešitev naložb v energetske učinkovitost ali obnovljive vire energije (31%) in iskanje alternativnih dobaviteljev energije ali goriv (29%). Skoraj polovica malo izpostavljenih podjetij je poročala, da ne ukrepajo, medtem ko je bil pri močno izpostavljenih podjetjih ta delež le 28%. V tej drugi skupini podjetij je bila najpogostejša strategija iskanje alternativnih dobaviteljev vhodnih materialov (44%). Zelo malo podjetij je poročalo, da so zmanjšala ali nameravajo zmanjšati aktivnost na prizadetih izvoznih trgih. Hkrati precejšen delež podjetij, ki so poročala o nizki stopnji izpostavljenosti, izvaja tudi ukrepe za zavarovanje pred prihodnjimi šoki, ki izhajajo iz geopolitičnih napetosti.

Graf D

Strategije podjetij kot odziv na konflikt na Bližnjem vzhodu

(v odstotkih anketirancev)



Viri: SAFE in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na podlagi ankete ponderirani odstotki podjetij, ki so odgovorila na vprašanje »Katere od naslednjih ukrepov je vaše podjetje že sprejelo oziroma kakšne načrte je pripravilo za naslednjih 12 mesecev v odziv na geopolitične napetosti na Bližnjem vzhodu?«. Podjetja so lahko izbrala več možnih odgovorov. Skupini »velika izpostavljenost« in »majhna izpostavljenost« sta razvrščeni kot v grafu B. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2026.

Viri

Bernard, A., Jensen, B., Redding, S., in Schott, P. (2012), »The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade«, *Annual Review of Economics*.

Dausà i Noguera, N., Dimou, M., in Kouvavas, O. (2026), »[Tracing the ripple effects of the Middle East war on euro area consumption](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Evropska centralna banka (ECB) (2026), »[Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026](#)«, julij.

Elding, C., Morris, R., Riedel, Z., in Roma, M. (2026), »[Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#)«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB.

Glavni rezultati najnovejših demografskih projekcij za euroobmočje

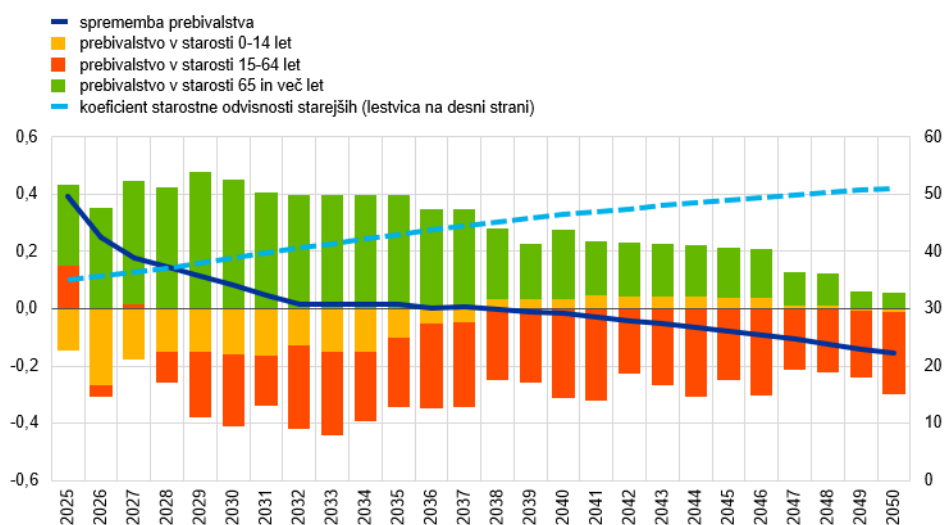
Pripravili Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson in Joachim Schroth

Najnovejši demografski trendi nakazujejo, da se bo prebivalstvo v euroobmočju začasno povečalo, nato pa se bo v letu 2050 zmanjšalo na 358 milijonov, kolikor je šelo tudi leta 2025, čeprav bo starostna struktura drugačna (graf A) Glede na projekcije EUROPOP 2025, objavljene 16. aprila 2026, naj bi se prebivalstvo v euroobmočju povečevalo in leta 2037 doseglo vrh pri 361,4 milijona, nato pa naj bi upadlo.⁵ Struktura prebivalstva se bo precej spremenila: število ljudi, starih 65 let in več, se bo povečalo, število otrok (starih 0–14 let) in delovno sposobnega prebivalstva (starega 15–64 let) pa se bo zmanjšalo.⁶ Močno povečanje števila starejšega prebivalstva do sredine naslednjega desetletja je posledica dejstva, da bo velik del generacije »baby boom« dosegel upokojitveno starost. Prebivalstvo v starostni skupini 15–64 let se bo po drugi strani zmanjšalo, ker bodo tisti, rojeni v zadnjem obdobju nizke rodnoti, vstopili v delovno starost.

Graf A

Projekcije rasti celotnega prebivalstva, prispevki starostnih skupin in koeficient starostne odvisnosti starejših

(lestvica na levi strani: medletne spremembe v odstotkih in prispevki v odstotnih točkah; lestvica na desni strani: odstotki)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Neprekinjena modra črta označuje medletno spremembo v odstotkih pri celotnem prebivalstvu glede na projekcije EUROPOP 2025, stolpci pa prikazujejo prispevke različnih starostnih skupin v odstotnih točkah. Prekinjena modra črta označuje koeficient starostne odvisnosti starejših, ki je opredeljen kot delež oseb, starih 65 ali več let, v delovno sposobnem prebivalstvu.

Po letu 2050 naj bi se upadanje prebivalstva nadaljevalo s približno enako hitrostjo in ob enaki sestavi, kot je predvidena za leto 2050. K upadanju – s povprečno stopnjo rasti okrog $-0,2\%$ na leto – prispeva predvsem zmanjševanje števila delovno sposobnih prebivalcev. Zaradi tega se zvišuje koeficient starostne

⁵ Glej Evropska komisija (2026).

⁶ Delovno sposobno prebivalstvo je običajno opredeljeno kot prebivalstvo, staro med 15 in 74 let. Vendar pa je za ekonomsko in fiskalno analizo demografskih sprememb bolj indikativna starostna skupina 15–64 let.

odvisnosti starejših, ki naj bi se po napovedih zvišal s 35% v letu 2025 na 51% v letu 2050 in 62% v letu 2100.⁷ Z drugimi besedami, trenutno so na vsako starejšo osebo nekaj manj kot tri delovno sposobne osebe, v letu 2050 se bo ta delež zmanjšal na okrog dve delovno sposobni osebi na vsako starejšo osebo, v letu 2100 pa bo še precej manjši.

Projekcije prebivalstva za naslednji dve desetletji so bile zaradi večjega priseljevanja popravljene navzgor (graf B).

Neto tokovi priseljevanja v euroobmočje so bili v obdobju od leta 2022 do leta 2024 precej večji, kot je bilo predvideno v prejšnjih projekcijah EUROPOP, objavljenih leta 2023. To je posledica močnejšega ekonomskega priseljevanja in tega, da ruska vojna v Ukrajini traja dlje, kot je bilo pričakovano. Za obdobje od leta 2022 do leta 2050 je bilo povprečno neto priseljevanje popravljeno navzgor z 1,2 milijona ljudi na leto na okrog 1,4 milijona ljudi na leto. K več kot polovici popravka prispeva Španija, ki prejme eno tretjino predvidenega neto priseljevanja v euroobmočju. Skladno s preteklimi vzorci naj bi bilo 77% migrantov v delovni starosti. Nadaljnjih 20% je starih manj kot 15 let, zato se bodo v prihodnosti verjetno pridružili delovni sili, kar bo spodbudno vplivalo na potencialno gospodarsko rast.⁸ Vendar pa so projekcije migracij precej negotove in predpostavljajo neto selitveni prirast, ki je občutno večji od dolgoročnega zgodovinskega povprečja. Poleg tega je priseljevanje, kot je predvideno v projekcijah, skoncentrirano v državah, kot je Španija, kjer migracijski tokovi v gospodarskem ciklu precej nihajo in se lahko hitro obrnejo.

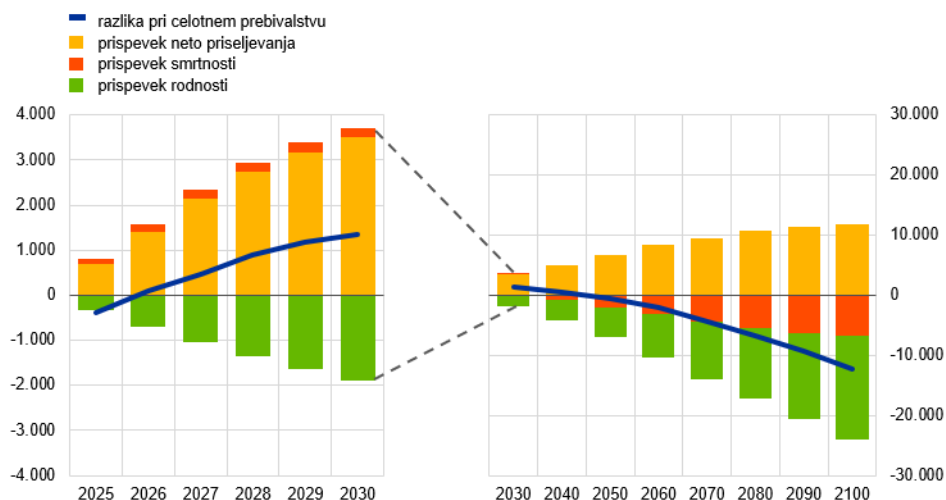
⁷ Predvideni upad celotnega prebivalstva prikriva velike razlike med državami. Prebivalstvo naj bi se po projekcijah med letoma 2025 in 2100 povečalo v sedmih državah euroobmočja, zlasti v Luksemburgu (za 36,4%) in na Malti (za 26,0%). Izmed 14 držav, v katerih naj bi se prebivalstvo v tem obdobju zmanjšalo, je treba posebej omeniti Latvijo (–34%), Litvo (–33,4%) in Grčijo (–30,1%).

⁸ Kot je obravnavano v Arce et al. (2025), so migracije v zadnjih nekaj letih na splošno prispevale k povečanju delovne sile v euroobmočju in podpirale gospodarsko rast. Glej tudi Consolo et al. (2026).

Graf B

Popravki obetov glede prebivalstva v euroobmočju v primerjavi s projekcijami EUROPOP 2023

(absolutna razlika v tisočih osebah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Popravki so izračunani kot razlika med demografskimi projekcijami EUROPOP 2025 in EUROPOP 2023 pri spremembi števila prebivalstva od 1. januarja 2025. Na levi sliki so razlike med sklopoma projekcij prikazane po posameznih letih do leta 2030, na desni sliki pa so razlike prikazane po posameznih desetletjih. Modra črta označuje popravke stanja prebivalstva na dan 1. januarja, vključno z napako v projekcijah v obsegu okrog -400.000 za 1. januar 2025, stolpci pa prikazujejo kumulativne popravke sprememb prebivalstva do vključno zadevnega leta.

Prebivalstvo v euroobmočju je bilo v dolgoročnem obdobju glede na prejšnje projekcije EUROPOP zaradi precej nižje stopnje rodnosti popravljeno navzdol.

Po rezultatih projekcij EUROPOP 2023 naj bi se celotna stopnja rodnosti začasno znižala zaradi pandemije, vendar pa najnovejši podatki kažejo, da je upad trajnejši. Celotna stopnja rodnosti v euroobmočju je v letu 2024 znašala 1,33 otroka na žensko, do leta 2026 pa naj bi se še znižala. Tako kot iz prejšnjih projekcij je tudi iz projekcij EUROPOP 2025 razvidno, da se bo stopnja rodnosti v obdobju projekcij zvišala, čeprav na nižjo raven. Popravek navzdol temelji na predpostavkah o določeni konvergenci med državami.⁹ Pojasniti ga je mogoče tudi z več socialno-ekonomskimi dejavniki, ki vplivajo na rodnost po svetu, od katerih se nekateri v bližnji prihodnosti morda ne bodo spremenili. Ti vključujejo višjo stopnjo izobrazbe in ekonomske neodvisnosti žensk (Kim, 2026), pomanjkanje stanovanj (Li, 2024) ter razlike v političnih prepričanjih med mladimi moškimi in mladimi ženskami (Milosav et al., 2026), zaradi česar je morda težje najti združljivega partnerja.

Najnovejši popravek stopnje rodnosti je največji, odkar so bile leta 2008 objavljene prve projekcije EUROPOP (graf C).

Evropska komisija je v preteklih izdajah projekcij EUROPOP stopnjo rodnosti zaporedoma popravljala navzdol. Vendar pa je popravek stopnje rodnosti v primerjavi s projekcijami EUROPOP 2023 tako velik kot vsi prejšnji popravki od leta 2008 skupaj, tj. prvega leta, ko so bile projekcije prebivalstva objavljene v sedanjih obliki. V primerjavi s projekcijami EUROPOP 2008 naj bi bilo v obdobju 2020–2050 rojenih 13 milijonov otrok manj. Velik je tudi popravek navzdol v primerjavi s projekcijami EUROPOP 2023, in sicer

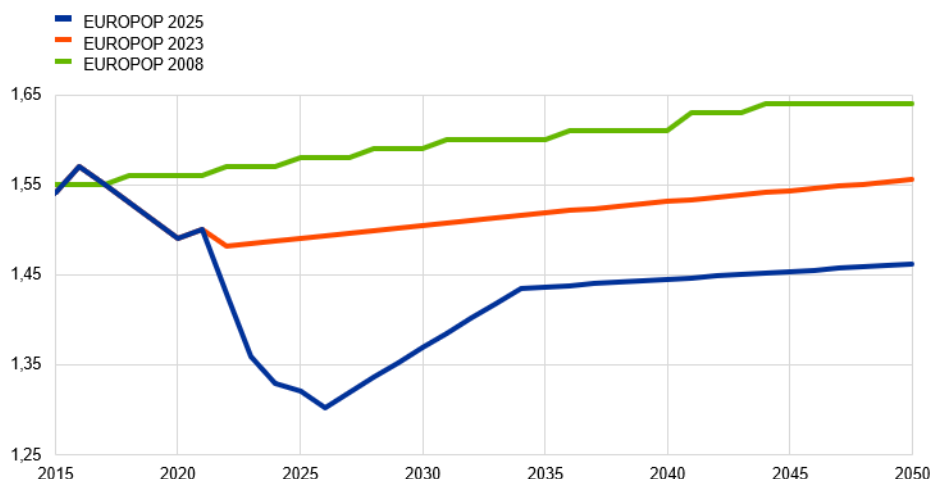
⁹ Podatek o upadu stopnje rodnosti v letih 2025 in 2026 temelji na številu živorojenih otrok v prvi polovici leta 2025.

–5,7 milijona. S tem se skupaj z zmernim popravkom navzgor pri stopnji smrtnosti, ki se do leta 2024 ni v celoti vrnila na raven pred pandemijo, popolnoma odtehta močnejše neto priseljevanje do leta 2050. V drugi polovici stoletja je kljub predpostavljenemu nadaljnjemu zvišanju stopnje rodnosti z 1,46 otroka na žensko v letu 2050 na 1,53 do leta 2100 upad prebivalstva izrazitejši kot v projekcijah EUROPOP 2023, pri čemer naj bi bilo v letu 2100 12 milijonov prebivalcev manj. K upadu najbolj prispevata Nemčija (–9,4 milijona) in Italija (–5,4 milijona). To le delno odtehta Španija (+4,6 milijona), ki naj bi imela leta 2100 več prebivalcev kot Italija. Čeprav so največji popravki navzdol pri prebivalstvu v starosti 0–14 let, naj bi bilo leta 2100 tudi delovno sposobnega prebivalstva manj, kot je napovedano v projekcijah EUROPOP 2023, in sicer za 7 milijonov. Teh prebivalcev naj bi bilo 175 milijonov, kar je precej manj od sedanjih 228 milijonov. Vendar pa to zmanjšanje, če se bo zaradi prihodnjih pokojninskih reform povečala stopnja delovne aktivnosti, morda ne bo pomenilo tako velikega zaviralnega učinka na komponento potencialne rasti.

Graf C

Projekcije stopnje rodnosti v različnih izdajah EUROPOP

(živorodjeni otroci na žensko)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Stopnja rodnosti je opredeljena kot povprečno število otrok, ki jih rodi ženska v svojem življenju.

Najnovejši demografski obeti bodo sprva verjetno ublažili pritiske s strani stroškov staranja prebivalstva na javne finance, nato pa jih bodo okrepili.

Iz poročila Komisije o staranju prebivalstva iz leta 2024 je razvidno, da naj bi se s staranjem prebivalstva povezani odhodki v euroobmočju, tj. izdatki za pokojnine, zdravstvo, dolgotrajno oskrbo in izobraževanje, po osnovnem scenariju povečali za 1,3 odstotne točke in leta 2050 dosegli 26,4% BDP. Povečanje je predvsem posledica vse višjih stroškov pokojnin in dolgotrajne oskrbe ter, v manjši meri, stroškov zdravstvenega varstva. Stroški izobraževanja naj bi se zaradi nizke rodnosti zmanjšali. Glede na projekcije EUROPOP 2025 naj bi ugodnejši demografski obeti do približno leta 2050, na katere spodbudno vpliva močnejše neto priseljevanje, privedli do nižjega koeficienta starostne odvisnosti starejših kot v projekcijah EUROPOP 2023. S tem se bodo nekoliko ublažili pritiski s strani financiranja na odhodke, povezane s staranjem prebivalstva, do takrat, ko se bo migrantsko

prebivalstvo upokojilo. Vendar pa v zvezi z vztrajnostjo neto priseljevanja obstaja velika negotovost, saj se lahko denimo z rešitvijo konfliktov nekateri od teh tokov obrnejo. Hkrati nižja stopnja rodnosti – dimenzija, ki je po naravi bolj strukturna kot gibanje neto priseljevanja – povzroča upad prebivalstva. Slednje se odraža v manjših skupinah prebivalstva, ki vstopajo na trg dela, zaradi česar se posledično zvišuje koeficient starostne odvisnosti starejših in povečujejo s tem povezani pritiski s strani financiranja na pokojninske sisteme. Zato bolj pozitivna gibanja prebivalstva kot v projekcijah EUROPOP 2023 za obdobje do leta 2050 ne bi smela privedi do samozadovoljnosti glede nujnosti reformiranja pokojninskih sistemov.

Na splošno prebivalstvo, ki upada in se stara, še naprej predstavlja velike izzive za gospodarstvo v euroobmočju. Reforme trga dela in pokojninske reforme bi morale biti usmerjene v povečanje stopnje delovne aktivnosti. Višji odhodki, povezani s staranjem prebivalstva, in manjša davčna osnova pri delovno sposobnem prebivalstvu bodo verjetno vse bolj pritiskali na javne finance.¹⁰ Zlasti države, ki že imajo ranljive javne finance, bi se morale vzdržati razveljavljanja preteklih pokojninskih reform, ki so pripomogle k izboljšanju vzdržnosti pokojninskih sistemov. S ponovno vzpostavitev fiskalnih rezerv, ki so bile med pandemijo in energetske krizami izčrpane, in s povečanjem naklonjenosti javnih financ gospodarski rasti bi bilo mogoče vse višje stroške, povezane s staranjem prebivalstva, lažje obvladovati.

Viri

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A., in Weissler, M. (2025), »[Foreign workers: a lever for economic growth](#)«, *Blog ECB*, ECB, 8. maj.

Bodnár, K., in Nerlich, C. (2022), »[The macroeconomic and fiscal impact of population ageing](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 296, ECB, junij.

Consolo, A., Dias da Silva, A., Furbach, N., in Gomez-Salvador, R. (2026), »[Drivers of the labour force in the euro area](#)«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB.

Evropska komisija (2024), »[2024 Ageing Report – Economic & Budgetary Projections for the EU Member States \(2022–2070\)](#)«, *Institutional Paper*, št. 279, april.

Evropska komisija (2026), »[Population projections in the EU](#)«.

Kim, J. (2023), »[Female education and its impact on fertility](#)«, IZA World of Labor.

Li, W. (2024), »Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870–2012«, *Labour Economics*, 90, oktober.

Milosav, Đ., Dickson, Z., Hobolt, S. B., Klüver, H., Kuhn, T., in Rodon, T. (2026), »[The youth gender gap in support for the far right](#)«, *Journal of European Public Policy*, 33, številka 2, str. 444–468.

¹⁰ Glej tudi Bodnár in Nerlich (2022).

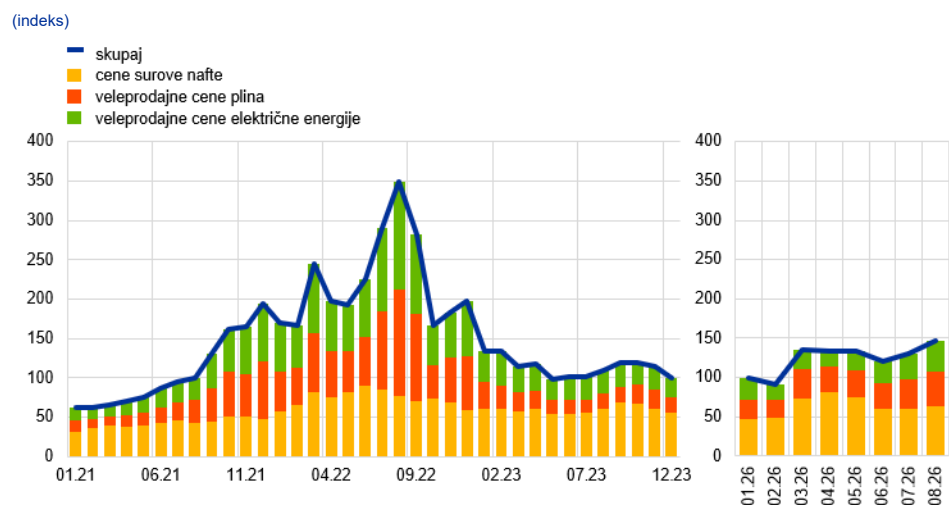
Različne poti veleprodajnih cen plina in električne energije do položnic potrošnikov

Pripravili Friderike Kuik, Eliza Lis in Johannes Schäfer

Strm porast cen energentov v prvi polovici leta 2026 nam je v spomin priklical energetske cenovni šok v obdobju 2021–2022, vendar je narava šoka v letu 2026 v več pogledih drugačna. Do zdaj je bil energetski cenovni šok v letu 2026 manjšega obsega, saj so se veleprodajne cene plina in električne energije zvišale manj kot med zadnjo energetsko krizo (graf A).¹ Vpliv veleprodajnih cen plina na veleprodajne cene električne energije – ki je običajno velik, ker cene plina določajo mejno ceno električne energije – se je zmanjšal zaradi premika k električni energiji, proizvedeni iz obnovljivih virov. Poleg tega se je spremenil način, kako se veleprodajne cene plina in električne energije prenašajo v maloprodajne cene. V tem okvirju obravnavamo, kako se spremembe veleprodajnih cen plina prenašajo do potrošnikov, pri čemer se osredotočamo na vpliv teh cen na veleprodajne cene električne energije ter na določanje maloprodajnih cen plina in električne energije.²

Graf A

Indeks skupnih energetskih stroškov v euroobmočju



Viri: LSEG, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Veleprodajne cene plina se nanašajo na cene plina na nizozemskem vozišču za trgovanje s plinom TTF. Cene surove nafte (v EUR/sod), veleprodajne cene plina (v EUR/MWh) in veleprodajne cene električne energije (v EUR/MWh) so indeksirane na avgust 2021 = 100 in januar 2026 = 100 in nato agregirane. Uteži agregiranja v indeksu skupnih energetskih stroškov temeljijo na prispevku nafte, plina in električne energije h končni porabi energije v EU, na podlagi podatkov do vključno leta 2024, zatem pa ostajajo fiksne. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2026.

V letu 2026 so pritiski na cene električne energije manjši v primerjavi z obdobjem 2021–2022, in sicer deloma zaradi višjega deleža električne energije, proizvedene iz obnovljivih virov. V obdobju 2021–2022 se je zaradi suše zmanjšala proizvodnja vodne energije, v Franciji pa je potekalo vzdrževanje velikega števila jedrskih elektrarn. Zato se je v celotni Evropi za proizvodnjo električne

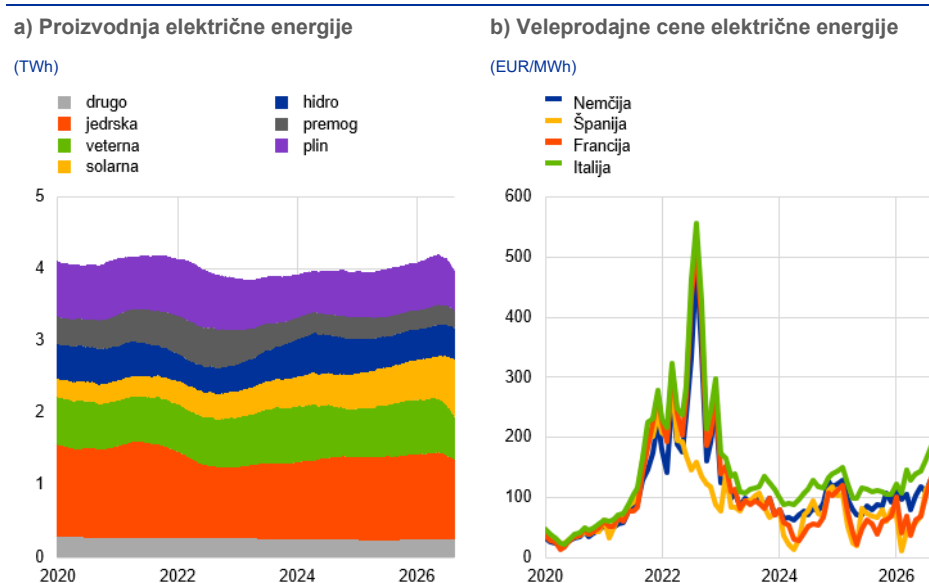
¹ Glej tudi Evropska centralna banka (2026) in Demuth et al. (2026).

² Analiza prenosa cen surove nafte v potrošniške cene goriv je v Kuik et al. (2026).

energije v velikem obsegu uporabljal plin in to v času, ko je bila dobava plina močno zmanjšana po izbruhu vojne v Ukrajini (graf B, slika a).³ Do zdaj so bili v letu 2026 pritiski na trgu plina v primerjavi s tistim obdobjem manjši.⁴ Poleg tega so številne države povečale proizvodnjo nizkoogljične električne energije, predvsem iz obnovljivih virov (graf B, slika a). Zato so se v primerjavi z obdobjem 2021–2022 veleprodajne cene električne energije v letu 2026 zvišale bolj zmerno. Obenem so se od energetskega cenovnega šoka v obdobju 2021–2022 pojavile razlike v teh cenah med evropskimi trgi (graf B, slika b).

Graf B

Agregatna proizvodnja električne energije in veleprodajne cene električne energije v državah euroobmočja



Viri: Evropska mreža operaterjev prenosnih sistemov za električno energijo, LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Na sliki a podatki temeljijo na 365-dnevni centriralni drseči sredini vsote dnevne proizvodnje električne energije v Nemčiji, Španiji, Franciji in Italiji. Postavka »drugo« zajema električno energijo, proizvedeno iz različnih manjših virov, vključno z biomaso, geotermalno energijo, drugimi obnovljivimi viri, nafto, naftnim skrilavcem, šoto in odpadki. Na sliki b podatki temeljijo na mesečnih povprečjih. Zadnji podatki se nanašajo na 20. avgust 2026 pri sliki a in na avgust 2026 pri sliki b.

Učinek povečevanja deleža električne energije, proizvedene iz obnovljivih virov, na veleprodajne cene električne energije je negativen, nelinearen in se razlikuje po državah (graf C). Obenem obstajajo precejšnje razlike med državami, kar zadeva zmogljivosti in proizvodnjo električne energije iz obnovljivih virov.⁵ Skupaj lahko ti dejavniki privedejo do različnih cenovnih gibanj. V Španiji, kjer je delež električne energije, proizvedene iz obnovljivih virov, najvišji, je število ur, ko se cene električne energije določajo na podlagi cen plina, ves čas nižje in se je tekom let znatno znižalo (graf D). Cene se gibajo podobno tudi v Franciji, kjer jedrska energija pogosto prevladuje v mešanici virov električne energije in pri določanju cen. Nasprotno pa se v Italiji cene električne energije še vedno pogosto določajo na podlagi cen plina.

³ Kuik et al. (2022).

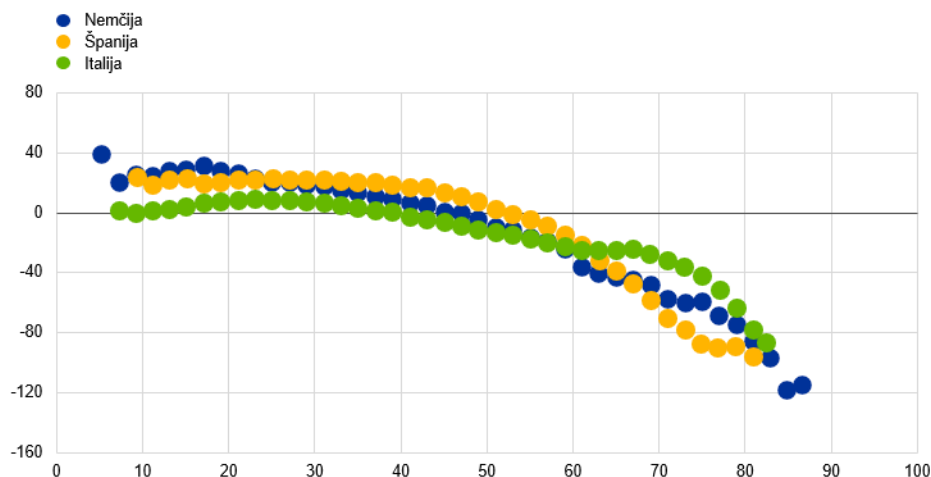
⁴ Demuth et al. (2026).

⁵ Glej dokument Evropske komisije (2026). Pojasnilo splošnejših vidikov politik pri doseganju ciljev EU glede energetske varnosti in podnebne nevtralnosti je v Grynberg et al. (2026).

Graf C

Veleprodajne cene električne energije in proizvodnja električne energije iz obnovljivih virov

(os x: odstotni delež proizvodnje električne energije iz obnovljivih virov, os y: odstopanje v odstotkih od pričakovane cene)



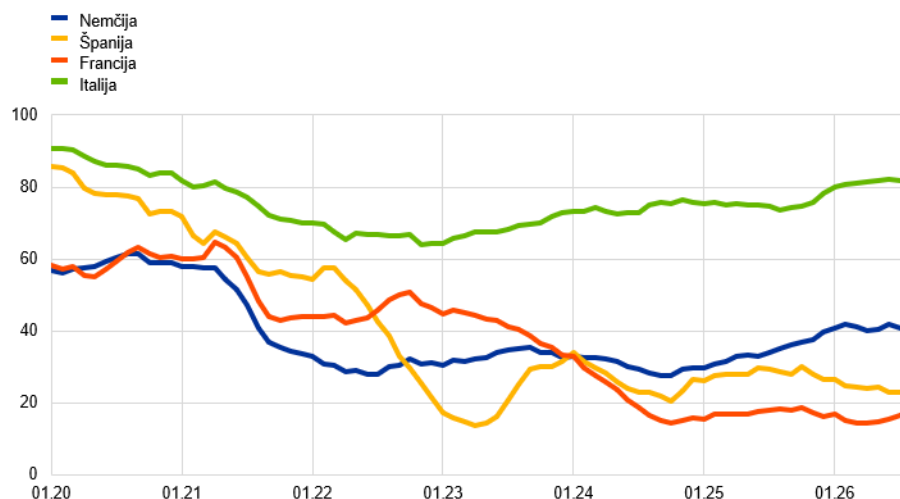
Viri: Evropska mreža operaterjev prenosnih sistemov za električno energijo, LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Na podlagi analize v Quintana (2024) so veleprodajne cene električne energije za en dan vnaprej regresirane na cene zemeljskega plina in cene pravic iz sistema EU za trgovanje z emisijami. Ostanke regresije zajemajo odstopanje od pričakovane cene, kadar cene plina določajo mejne cene, kar odraža predvsem vlogo drugih tehnologij, razen plina, kot določevalcev mejnih cen. Ostanke so agregirani v razponih pripadajočega deleža obnovljivih virov energije, širokih 2 odstotni točki. Francija je izključena zaradi čezmerne vloge jedrske energije, kar zadeva delež proizvodnje električne energije in določanje cen. Podatki so za obdobje od leta 2015 dalje. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2026. Podatki za obdobje od junija 2022 do februarja 2023 so pri Španiji izključeni, ker je takrat veljala »iberska izjema« – gre za ukrep politike, s katerim so se veleprodajne cene električne energije ločile od cen plina.

Graf D

Ure, ko se cene električne energije določajo na podlagi cen plina

(povprečen odstotni delež ur v enem mesecu, 12-mesečna centrirana drseča sredina)



Viri: Evropska mreža operaterjev prenosnih sistemov za električno energijo, LSEG in izračuni ECB.

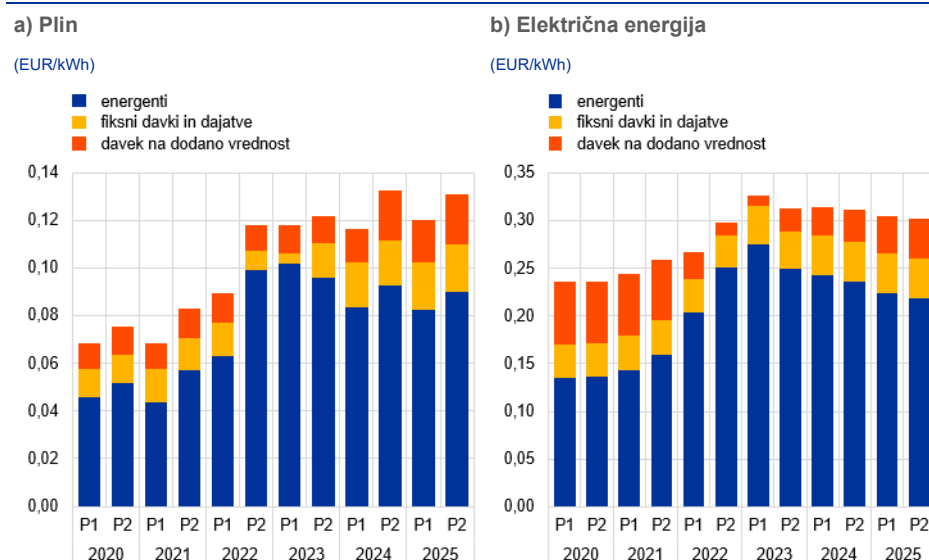
Opombe: Cena električne energije v posamezni uri je razvrščena kot določena na podlagi cen plina, če je urna veleprodajna cena električne energije enaka ali višja od kratkoročnih mejnih stroškov proizvodnje električne energije v plinskih elektrarnah. Stroški proizvodnje električne energije v plinskih elektrarnah se izračunajo iz dnevne veleprodajne cene plina in dnevne cene v sistemu EU za trgovanje z emisijami, ob predpostavki, da vložek plina znaša 2 MWh na 1 MWh proizvedene električne energije in da emisijski faktor znaša 0,4 tone CO₂ na MWh električne energije, proizvedene s plinom. Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2026.

Prenos veleprodajnih cen plina in električne energije v inflacijo v postavkah plina in električne energije, merjeno s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), je odvisen od mehanizmov za določanje

maloprodajnih cen in od cenovne sestave. Maloprodajne cene so lahko regulirane ali tržne in se v obeh sektorjih lahko prilagajajo fleksibilno ali v fiksnih intervalih. Stopnja prenosa je najhitrejša, kadar so cene tržne in se fleksibilno prilagajajo. Razmeroma počasno gibanje davkov in dajatev zavira prenos sprememb veleprodajnih cen energentov v inflacijo v postavkah plina in električne energije. Leta 2025 so davki in dajatve v euroobmočju v povprečju predstavljali 31% cen plina in 27% cen električne energije (graf E).⁶ Intenzivnost prenosa je lahko odvisna tudi od trajanja skokovitega porasta cen energentov. Na primer v državah, kjer ponudniki energentov električno energijo in plin kupujejo več let vnaprej na terminskem trgu in s strankami sklepajo dolgoročne pogodbe, ima kratkoročen skok veleprodajnih cen lahko le omejen vpliv na potrošnike.

Graf E

Sestava maloprodajnih cen v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Prikazane maloprodajne cene se nanašajo na potrošnike, ki spadajo v razred mediane porabe 20–199 GJ pri plinu in 2000–4999 kWh pri električni energiji. Agregirani podatki za države euroobmočja temeljijo na utežeh v indeksu HICP, pri katerih se uporablja prispevek vsake države k inflaciji v postavkah plina in električne energije v euroobmočju.

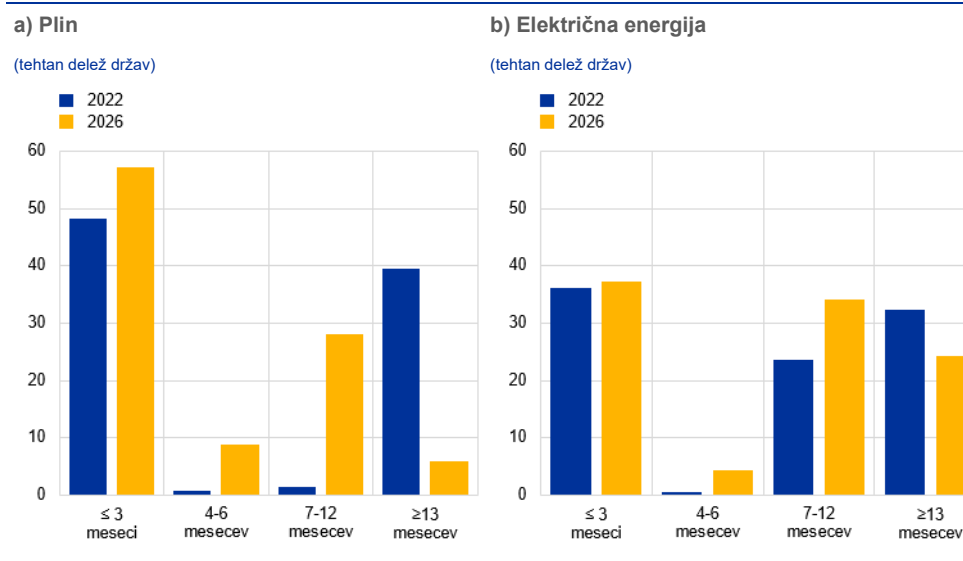
Prenos veleprodajnih cen v maloprodajne cene se je pri plinu na splošno pospešil, vendar ostaja večinoma zapoznel in neenakomeren tako pri cenah plina kot tudi električne energije. V več državah euroobmočja se maloprodajni trgi električne energije in plina vse bolj liberalizirajo. Z novimi vrstami pogodb se navadno skrajšuje trajanje pogodb za določen čas ali uvajajo bolj fleksibilne tarife. Te tarife so pogosto tesneje povezane z veleprodajnimi cenami, zato se poveča pogostost sprememb maloprodajnih cen. V anketi med nacionalnimi centralnimi bankami Eurosistema v letu 2026 je bilo ugotovljeno, da se bodo po pričakovanih spremembe veleprodajnih cen plina prenesle v inflacijo v postavki plina v 1–3 mesecih v več kot polovici euroobmočja, v 4–6 mesecih v približno eni desetini

⁶ Tudi priprava indeksa HICP za postavki plina in električne energije ima vlogo pri tem, kako hitro in močno se spremembe maloprodajnih cen pokažejo v indeksu HICP. Do leta 2023 so nekatere države v indeksu HICP beležile samo del obstoječih pogodb (npr. zgolj nove pogodbe), zato HICP ni bil povsem reprezentativen za dejanske stroške gospodinjstev v časih velikega nihanja veleprodajnih cen. Zdaj se je ta metodologija prilagodila tako, da reprezentativno zajema različne vrste pogodb.

euroobmočja in v 7–12 mesecih v približno eni tretjini euroobmočja – torej so vsi prenosi hitrejši kot v letu 2022. Tako se je delež držav, ki poročajo o počasnem prenosu v 13–24 mesecih, od leta 2022 znižal z okrog 40% na okrog 5%. Stopnja prenosa cen električne energije je porazdeljena bolj široko (med manj kot enim mesecem in do dveh let) in je po ocenah še vedno približno enaka kot v letu 2022.

Graf F

Prenos sprememb veleprodajnih cen v inflacijo v postavkah plina in električne energije v državah euroobmočja



Vir: ECB.

Opombe: Na podlagi ankete med nacionalnimi centralnimi bankami Eurosistema. Odgovori so tehtani s prispevkom vsake države k inflaciji v postavkah plina in električne energije v euroobmočju.

Od energetskega cenovnega šoka v obdobju 2021–2022 se je razvilo več strukturnih značilnosti, ki so spremenile prenos veleprodajnih cen plina do položnic potrošnikov. S povečevanjem deleža obnovljivih virov pri proizvodnji električne energije je oslabela mehanska povezava med veleprodajnimi cenami plina in veleprodajnimi cenami električne energije. Prenos sprememb veleprodajnih cen v inflacijo v postavki plina se je pospešil. Poleg izboljšav indeksa HICP za postavki plina in električne energije, ki bolje predstavljata stroške potrošnikov, ta gibanja nakazujejo, da se spremembe veleprodajnih cen plina prenašajo v inflacijo v postavki plina nekoliko hitreje kot v preteklosti, vseeno pa manj intenzivno v inflacijo v postavki električne energije, pri čemer razlike med državami še naprej obstajajo v obeh primerih. Na oskrbo z energenti in povpraševanje po njih še naprej vpliva konflikt na Bližnjem vzhodu, poleti pa je bil opazen tudi vpliv ekstremnih vremenskih pojavov. Iz tega izhaja, da je treba dinamiko veleprodajnih cen energentov pozorno spremljati, saj njihov prenos v cene življenjskih potrebščin ostaja pomemben vir kratkoročne volatilnosti inflacije.

Viri

Demuth, L., Manu, A. in Stalla-Bourdillon, A. (2026), »[Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected](#)«, *Blog ECB*, ECB, 27. julij.

Evropska centralna banka (2026), *Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje*.

Evropska komisija (2026), »*EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system*«, *pomladanska gospodarska napoved 2026*, 26. maj.

Grynberg, C., Vinci, F. in De Sanctis, A. (2026), »*Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union*«, *Occasional Papers Series*, št. 388, ECB.

Kuik, F., Adolfsen, J.F., Lis, E.M. in Meyler, A. (2022), »*Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices*«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

Kuik, F., Lis, E., Nickel, C. in Porqueddu, M. (2026), »*From well to pump: how fuel prices are formed*«, *Blog ECB*, ECB, 31. julij.

Quintana, J. (2024), »*The impact of renewable energies on wholesale electricity prices*«, *Economic Bulletin*, številka 2024/Q3, Banco de España, 4. september.

Gibanje finančnih pogojev v euroobmočju in ZDA: pogled skozi prizmo makro-finančnega indeksa FCI

Pripravili Tilman Bletzing, Giulia Martorana in Jakub Mistak

Spremembe v tržnih pričakovanjih glede naravnosti ameriške denarne politike lahko vplivajo na svetovne finančne pogoje, tudi prek prelivanja posledic v euroobmočje. Tržna pričakovanja glede ključnih obrestnih mer v ZDA so bila poleti zaradi okrepljenih geopolitičnih tveganj in negotovih gospodarskih obetov precej popravljena v obe smeri. Ker so še vedno prisotna tveganja in negotovost, bodo gibanja ključnih obrestnih mer tako v ZDA kot tudi v drugih visoko razvitih gospodarstvih še naprej pod drobnogledom. Vpliv ovrednotenja ameriške denarne politike verjetno ne bo ostal omejen na domače gospodarstvo, saj obsežna empirična literatura kaže, da se šoki zaradi ameriške denarne politike intenzivno prenašajo na finančne pogoje v euroobmočju.¹

Za pojasnitev prelivanja negativnih posledic je v tem okvirju makro-finančni indeks finančnih pogojev (FCI), ki je bil prvotno razvit za euroobmočje, razširjen tako, da vključuje tudi ZDA. Indeks ima več značilnosti, ki se nanašajo tudi na ZDA.² Indeks FCI se ocenjuje na podlagi vektorskega avtoregresijskega modela (VAR), pri čemer se informacije, ki jih vsebuje nabor finančnih cen, povzamejo v enoten indeks, ki je relevanten za makroekonomsko dinamiko.³ Vključuje minimalno preoblikovane finančne spremenljivke in je izražen v enotah ter na lestvici, primerljivi s ključnimi obrestnimi merami. Specifikacija za ZDA združuje efektivno obrestno mero za zvezna sredstva, donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic, realno 2-letno termnsko obrestno mero državnih obveznic čez eno leto in realno promptno 5-letno obrestno mero državnih obveznic, razmike v hipotekarnih obrestnih merah in v donosnosti podjetniških obveznic glede na ameriške državne obveznice, ciklično prilagojeno razmerje med ceno delnice in dobičkom na delnico (CAPE) ter nominalni efektivni devizni tečaj ameriškega dolarja.

Ocenjeni koeficienti kažejo, da imajo prevladujočo vlogo obrestne mere, medtem ko kreditni razmiki in vrednotenje delnic prispevajo manj (graf A, slika a). Najvišji koeficient beleži efektivna obrestna mera za zvezna sredstva (0,63), sledita ji obe realni obrestni meri (vsaka približno 0,45) in donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic (približno 0,40). Razmiki v hipotekarnih obrestnih merah in v donosnosti podjetniških obveznic so v model vključeni z manjšim koeficientom (oboje približno 0,11), pri čemer zajemajo premije za tveganje ter stroške zadolževanja gospodinjstev in podjetij. Količnik CAPE ima negativen koeficient, kar je skladno s tem, da višje vrednotenje delnic nakazuje blažje finančne pogoje. Devizni tečaj dolarja ima najmanjšo pozitivno utež, kar odraža razmeroma majhno

¹ Glej na primer Ca' Zorzi et al. (2023).

² Podrobnosti o metodologiji in specifikaciji za euroobmočje so v Bletzing et al. (2026).

³ Indeks FCI je ocenjen skupaj z VAR na podlagi mesečnih podatkov od januarja 1999 do decembra 2025. Inflacija je v model vključena kot vrzel med medletno inflacijo, merjeno z indeksom cen izdatkov za osebno potrošnjo (PCE), in 2-odstotnim inflacijskim ciljem ameriške centralne banke, gospodarska aktivnost pa kot odstopanje od potencialnega proizvoda.

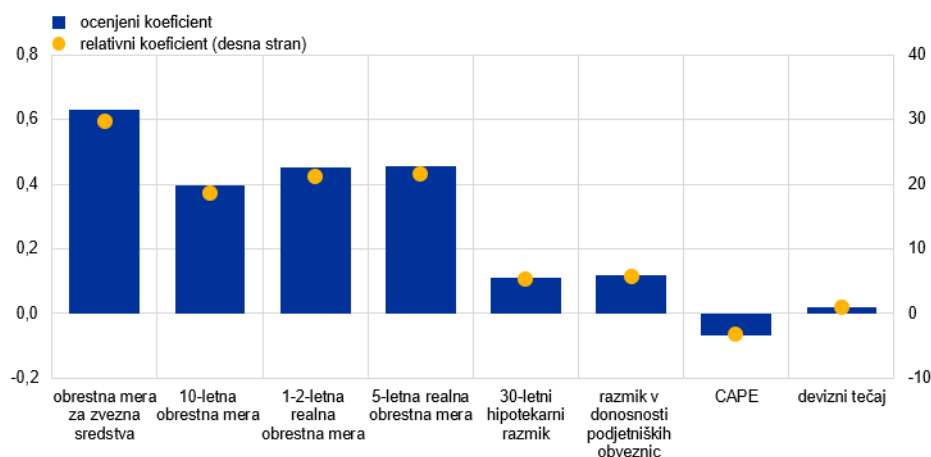
trgovinsko odprtost ameriškega gospodarstva in vlogo ameriškega dolarja kot svetovne valute.⁴

Graf A

Makro-finančni indeks FCI za ZDA

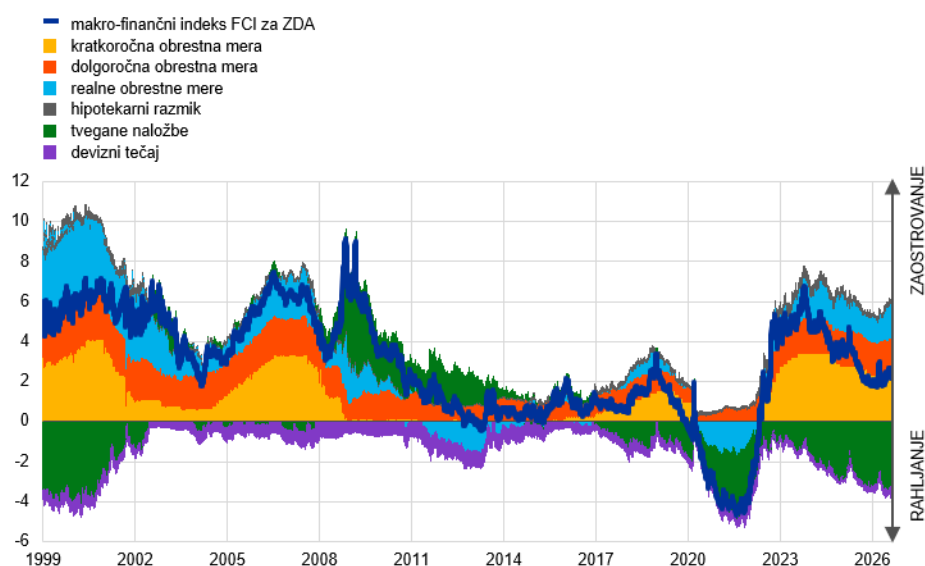
a) Koeficienti FCI

(koeficienti)



b) Makro-finančni indeks FCI za ZDA in razčlenitev

(indeks)



Viri: LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki a modri stolpci kažejo ocenjene koeficiente spremenljivk, vključenih v makro-finančni indeks FCI za ZDA, rumene oznake pa iste koeficiente, normalizirane tako, da je njihova vsota enaka 100. Na sliki b je indeks razčlenjen na »kratkoročno obrestno mero« (efektivna obrestna mera za zvezna sredstva), »dolgoročno obrestno mero« (donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic), »realne obrestne mere« (realna 2-letna terminka obrestna mera ameriških državnih obveznic čez eno leto in realna promptna 5-letna obrestna mera ameriških državnih obveznic), »hipotekarni razmik« (30-letna hipotekarna obrestna mera, zmanjšana za donosnost 30-letnih ameriških državnih obveznic), »tvegane naložbe« (razmik v donosnosti podjetniških obveznic z bonitetno oceno A glede na donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic in količnik CAPE) ter »devizni tečaj« (nominalni efektivni devizni tečaj ameriškega dolarja). Zadnji podatki se nanašajo na 28. avgust 2026.

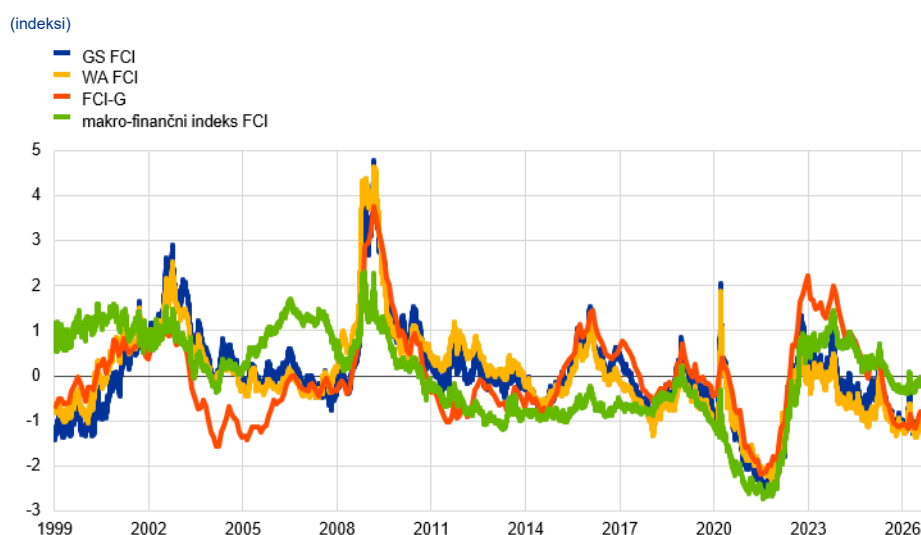
Makro-finančni indeks FCI za ZDA spremlja ključne gospodarske in finančne epizode v ZDA od leta 1999 (graf A, slika b). Indeks se je v ciklu zviševanja

⁴ Tako kot pri različici makro-finančnega indeksa FCI za euroobmočje so koeficienti normalizirani tako, da je vsota njihovih kvadratov enaka 1.

ključnih obrestnih mer v obdobju 1999–2001 vztrajno zaostroval in med svetovno finančno krizo dosegel rekordno visoko vrednost, pri čemer je zaostrovanje izhajalo iz tveganih naložb. V obdobju med letoma 2010 in 2014 je bil stabilen, saj je bila obrestna mera za zvezna sredstva blizu efektivne spodnje meje, avgusta 2021 pa je po rahljanju denarne politike, povezanem s pandemijo COVID-19, dosegel najnižjo vrednost. Najizrazitejše zaostrovanje v vzorcu je bilo v ciklu zviševanja obrestnih mer v obdobju 2022–2024. V letu 2025 so se finančni pogoji ublažili, ko je ameriška centralna banka začela zniževati obrestne mere, nato pa so se po izbruhu vojne na Bližnjem vzhodu zaostri. Indeks se na splošno giblje podobno kot uveljavljeni ameriški referenčni indeksi, zlasti v obdobjih napetosti na finančnih trgih, vendar se od njih občasno razlikuje, saj so ti indeksi bolj odvisni od tečajev delnic (graf B).⁵

Graf B

Makro-finančni indeks FCI za ZDA in drugi ameriški indeksi FCI



Viri: LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: »GS FCI« je indeks finančnih pogojev Goldman Sachs, »WA FCI« je tehtano povprečje indeksov finančnih pogojev, »FCI-G« pa je učinek finančnih pogojev na gospodarsko rast. Vsi indeksi finančnih pogojev so izraženi v z-vrednosti. Zadnji podatki pri FCI-G se nanašajo na julij 2026. Pri vseh drugih indeksih se nanašajo na 28. avgust 2026.

Makro-finančni indeks FCI za ZDA in za euroobmočje se na splošno gibata sinhronizirano, pri čemer je korelacijo med finančnimi pogoji v ZDA in euroobmočju mogoče pojasniti predvsem kot posledico tveganih naložb.

Graf C prikazuje indeksa kot odstopanje od brezpogojne srednje vrednosti, kot izhaja iz modela, tako da vrednost nič ustreza finančnim pogojem, skladnim z inflacijo na ciljni ravni in gospodarsko aktivnostjo na ravni potencialnega proizvoda v posameznih modelih VAR, zaradi česar sta indeksa na splošno primerljiva.⁶ Graf D prikazuje sogibanje z drsečo korelacijo med indeksoma, razčlenjeno na dodatne prispevke posameznih glavnih kanalov. Korelacija je skozi celoten vzorec pozitivna in se poveča v obdobjih svetovnega stresa, kot sta obdobje po svetovni finančni krizi in pandemija. Tvegane naložbe so prevladujoči kanal, ki povezuje indeksa, medtem ko je prispevek realnih in dolgoročnih obrestnih mer manjši, vendar vztrajno

⁵ Glej Hatzius et al. (2017), Arrigoni et al. (2022) in Ajello et al. (2023).

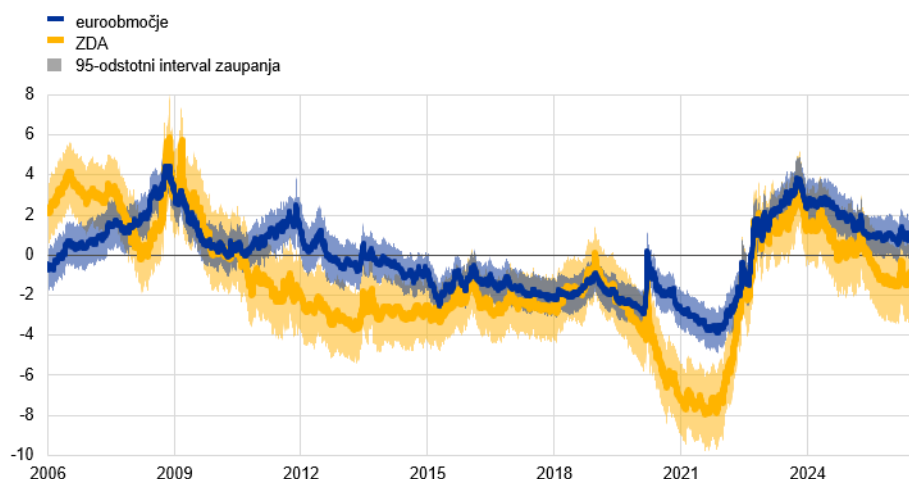
⁶ Brezpogojna srednja vrednost, ki izhaja iz modela VAR, je referenčna vrednost za finančne pogoje, podobna konceptu FCI* iz Caballero et al. (2025), vendar z omejitvijo, da je skozi čas konstantna.

pozitiven, zlasti v obdobju 2022–2025, ko sta se ameriška centralna banka in ECB na skupni inflacijski šok odzvali večinoma podobno. Nasprotno pa devizni kanal zmanjšuje korelacijo med indeksoma finančnih pogojev v ZDA in euroobmočju v obdobjih razhajanja med denarno politiko ECB in ameriške centralne banke.

Graf C

Odstopanje makro-finančnega indeksa FCI za ZDA in euroobmočje

(indeksi)



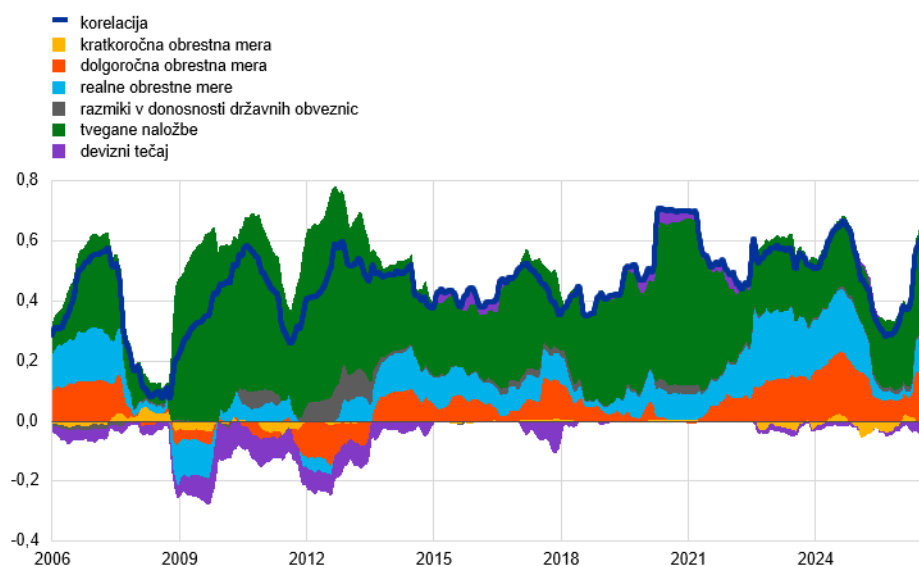
Viri: LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Oba makro-finančna indeksa FCI sta prikazana kot odstopanje od brezpogojne srednje vrednosti, ki izhaja iz modela, pri čemer je ta vrednost skladna z inflacijo na ciljni ravni in zaprto proizvodno vrzeljo. Osenčeni pasovi prikazujejo negotovost zaradi ocenjevanja parametrov. Zadnji podatki se nanašajo na 28. avgust 2026.

Graf D

Časovno spremenljiva korelacija med finančnimi pogoji v ZDA in euroobmočju, razčlenjena po kanalih

(korelacijski koeficienti)



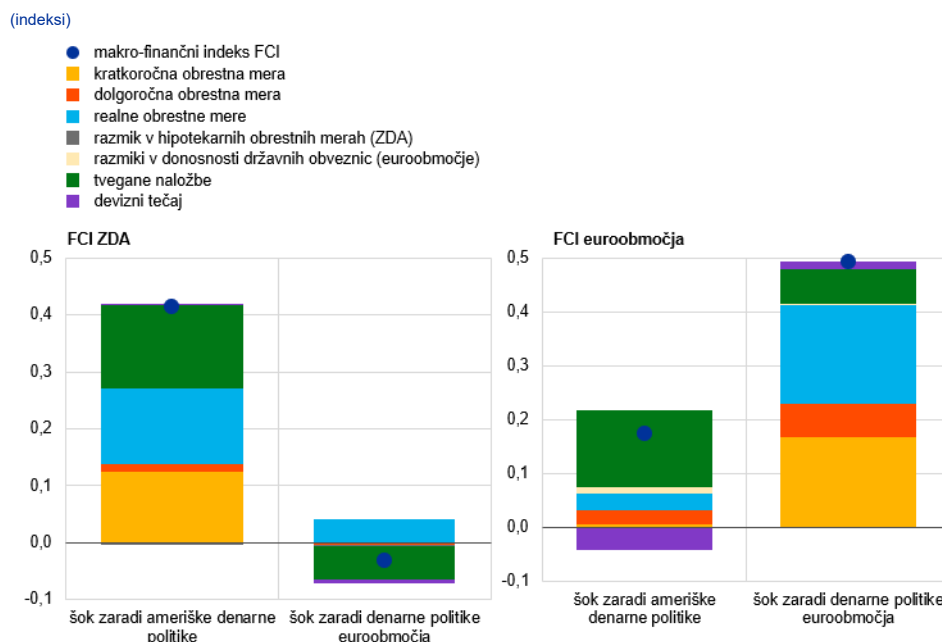
Viri: LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje drsečo korelacijo med spremembami makro-finančnega indeksa FCI za ZDA in euroobmočje v petih trgvalnih dneh, izračunano v drsečem oknu 252 trgvalnih dni in razčlenjeno po prispevkih posameznih kanalov v euroobmočju, ki so prikazani kot barvni pasovi. Vzorčenje se začne 5. januarja 2006. Zadnji podatki se nanašajo na 28. avgust 2026.

Nepričakovane spremembe v ključnih obrestnih merah v ZDA bistveno vplivajo na finančne pogoje v euroobmočju, pri čemer se posledice prelivajo večinoma prek tveganih naložb. Graf E prikazuje ocenjene enodnevnne odzive indeksa FCI za ZDA in euroobmočje na nepričakovani šok zaradi zaostritve v višini 25 bazičnih točk bodisi v ZDA bodisi v euroobmočju.⁷ Šok zaradi zaostrovanja denarne politike ameriške centralne banke povzroči povečanje indeksa FCI za ZDA in v manjši meri tudi za euroobmočje, pri čemer je prelivanje predvsem posledica prevrednotenja tveganih naložb, ki pa ga deloma ublaži kanal deviznega tečaja.⁸ Enako velik šok zaradi zaostrovanja politike ECB povzroči povečanje indeksa FCI za euroobmočje pri dolgoročnih obrestnih merah, realnih obrestnih merah in tveganih naložbah, medtem ko na indeks FCI za ZDA nima velikega vpliva.

Graf E

Razčlenitev odzivov makro-finančnega indeksa FCI na šoke zaradi denarne politike ZDA in euroobmočja



Viri: LSEG, Haver Analytics, Jarociński in Karadi (2020) ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Odzivi makro-finančnega indeksa FCI za ZDA (leva slika) in euroobmočje (desna slika) na šoke zaradi denarne politike ameriške centralne banke in ECB za 25 bazičnih točk, opredeljeni na podlagi visokofrekvenčnih presenečenj glede objav odločitev o denarni politiki. Temno modre oznake prikazujejo odziv skupnega indeksa, barvni stolpci pa dodatne prispevke posameznih kanalov.

V prihodnje bi lahko spremembe v pričakovanem gibanju ameriških ključnih obrestnih mer vplivale na finančne pogoje v euroobmočju, pri čemer bodo tvegane naložbe verjetno ostale ključni kanal širjenja. Ocene v tem okvirju kažejo, da je mogoče odziv finančnih pogojev v euroobmočju na šoke zaradi ameriške denarne politike v veliki meri pojasniti s tveganimi naložbami, pri čemer je ta kanal daleč največji in statistično najbolj zanesljiv med vsemi obravnavanimi. To odraža visoko stopnjo integracije svetovnih delniških trgov in trgov podjetniških

⁷ Dnevne spremembe makro-finančnega indeksa FCI in komponent so regresirane na šoke zaradi denarne politike ZDA in ECB, opredeljene na podlagi visokofrekvenčnih presenečenj glede objav odločitev o zadevni denarni politiki, kot navajata Jarociński in Karadi (2020).

⁸ Prenos šokov zaradi ameriške denarne politike na delnice v euroobmočju je skladen s prejšnjimi ugotovitvami v Grothe et al. (2021).

obveznic ter pomeni, da se spremembe v zahtevanem nadomestilu za imetje ameriških tveganih naložb običajno prenesejo tudi na tvegane naložbe v euroobmočju, s tem pa se ameriška denarna politika prenaša na finančne pogoje v euroobmočju. Vsako prevrednotenje tržnih pričakovanj glede gibanja ključnih obrestnih mer v ZDA bi zato lahko spremljalo splošno prevrednotenje tveganih naložb in prelivanje posledic na finančne pogoje v euroobmočju, ne glede na naravnost denarne politike ECB.

Viri

Ajello, A., Cavallo, M., Favara, G., Peterman, W. B., Schindler, J., in Sinha, N. R. (2023), »[A New Index to Measure U.S. Financial Conditions](#)«, *FEDS Notes*, svet guvernerjev ameriške centralne banke, 30. junij.

Arrigoni, S., Bobasu, A. in Venditti, F. (2022), »[Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination](#)«, *IMF Economic Review*, zvezek 70, str. 668–697.

Bernanke, B. S. in Kuttner, K. N. (2005), »[What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?](#)«, *The Journal of Finance*, zvezek 60, št. 3, str. 1221–1257.

Bletzinger, T., Martorana, G. in Mistak, J. (2026), »[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)«, *Working Paper Series*, št. 3193, ECB, februar.

Caballero, R. J., Caravello, T. E. in Simsek, A. (2026), »[FCI-star](#)«, *NBER Working Papers*, št. 33952, National Bureau of Economic Research, popravljen.

Ca' Zorzi, M., Dedola, L., Georgiadis, G., Jarociński, M., Stracca, L., in Strasser, G. (2023), »[Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World](#)«, *International Journal of Central Banking*, zvezek 19, številka 2, junij, str. 95–144.

Grothe, M., Helmersson, T., Quint, D., in Vassallo, D. (2021), »[Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions](#)«, *Financial Stability Review*, ECB, maj.

Hatzius, J., Stehn, S. J., Fawcett, N., Fishman, K. R. (2017), »[Our New G10 Financial Conditions Indices](#)«, *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20. april.

Jarociński, M. in Karadi, P. (2020), »[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, zvezek 12, št. 2, april, str. 1–43.

Gibanja na delniških trgih ZDA v obdobju razmaha umetne inteligence

Pripravili Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu in Luca Tondo

V zadnjih letih so vrednost delnic v ZDA podpirali močni realizirani in pričakovani dobički, povezani z razmahom umetne inteligence. »Razmah umetne inteligence« se nanaša na hiter razvoj inovacij in vse večjo uporabo tehnologij umetne inteligence od objave orodja ChatGPT novembra 2022, kar je ustvarilo naložbene priložnosti v številnih gospodarskih sektorjih in povzročilo hitro rast vrednosti delnic. Z vidika modela diskontiranih dividend lahko višje vrednosti delnic podpirajo trije glavni dejavniki: višji pričakovani dobički, nižje diskontne stopnje in manjše premije za tveganje.¹ V objavljenih poslovnih rezultatih v začetku letošnjega leta so številna ameriška podjetja poročala o dobrih rezultatih, pri čemer je skupna rast dobička podjetij v indeksu S&P 500 ponovno presegla predhodna pričakovanja.² Veliki dobički so okrepili pričakovanja o nadaljnji rasti dobičkov, k čemur prispevata nadaljnja širitev naložb, povezanih z umetno inteligenco, in pričakovana rast produktivnosti. Vlogo dobičkov, obrestnih mer in premij za tveganje v donosnosti lastniških vrednostnih papirjev je mogoče izmeriti z modelom diskontiranih dividend, v okviru katerega se donos razčleni na ključne komponente. Razčlenitev na podlagi modela kaže, da so pričakovanja o nadaljnji rasti dobičkonosnosti podjetij glavni dejavnik, ki spodbuja cene tveganih naložb v ZDA (graf A, slika a). Visoka pričakovanja glede dobičkov ne prispevajo le k vrednotenju, temveč zmanjšujejo tudi tveganje v zvezi z lastniškimi vrednostnimi papirji, kar je razvidno iz razčlenitve tržnih ocen repnih tveganj za cene delnic na podlagi kvantilnih regresij (graf A, slika b).

¹ Širša pretekla razprava o cikličnih hitrih vzponov in padcev cen na delniških trgih, ki jih spodbujajo tehnološke inovacije, je v Andersson et al. (2026).

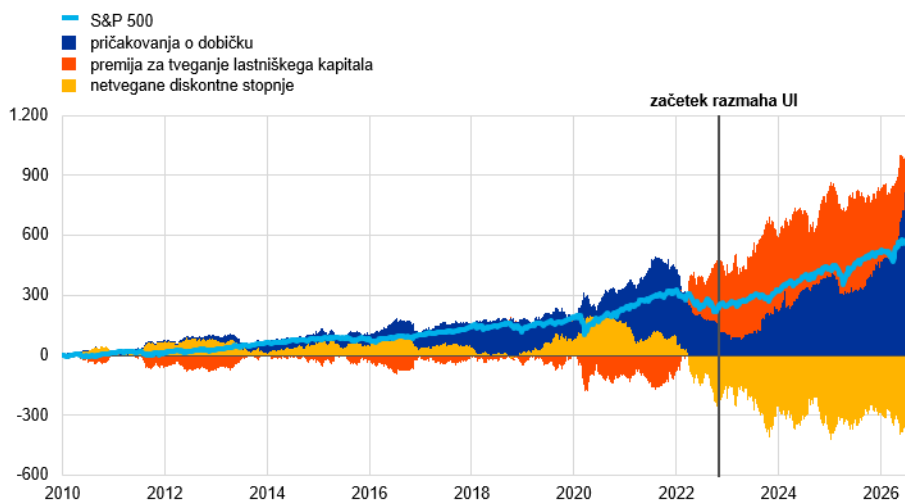
² Povezane analize gibanj na delniških trgih ZDA, močne rasti dobičkov, vse večje tržne koncentracije in s tem povezanih tveganj je v Grothe et al. (2024) in *Financial Stability Review*, ECB (2026).

Graf A

Glavni dejavniki gibanja ameriških cen delnic

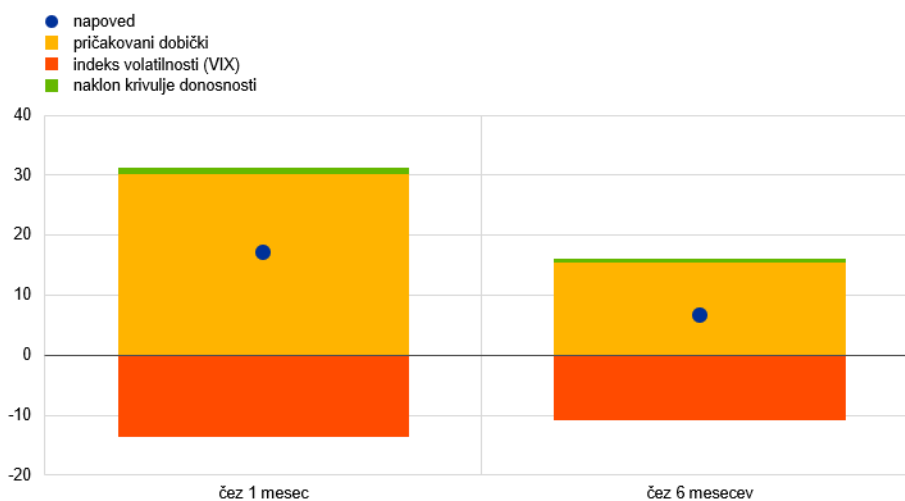
a) Razčlenitev donosa indeksa S&P 500

(kumulativne spremembe in prispevki od januarja 2010, v odstotnih točkah)



b) Razčlenitev napovedanega 10. percentila donosa indeksa S&P 500

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a: Razčlenitev temelji na modelu diskontiranih dividend. Model vključuje odkupe lastnih delnic, prihodnje denarne tokove diskontira z obrestnimi merami ustreznih ročnosti ter zajema tri pričakovana obdobja rasti dividend. Preostanek, ki izhaja iz razčlenitve donosa na pričakovanja glede dobička in diskontne dejavnike ter je prikazan z rdečo barvo, je mogoče razlagati kot prispevek premije za tveganje lastniškega kapitala. Višji prispevek pomeni nižjo premijo za tveganje lastniškega kapitala. Pozitivne prispevke je mogoče razlagati kot naklonjenost tveganju, ki podpira cene delnic poleg prispevkov pričakovanih dobičkov in diskontnih stopenj. »Začetek razmaha umetne inteligence« se nanaša na konec oktobra 2022. Slika b: pike označujejo pričakovani 10. percentil medletnega donosa indeksa S&P 500 za enomesečno in šestmesečno obdobje na podlagi ocene s kvantilnimi regresijami. Spremenljivke v modelu so termiski razmik (10 let–2 leti), implicitna volatilitnost lastniških vrednostnih papirjev (indeks volatilitnosti CBOE (VIX)) in 12-mesečna termenska rast dobička na delnico. Zadnji podatki so za 21. avgust 2026 (slika a, tedenski podatki) in 31. avgust 2026 (slika b).

V obdobju razmaha umetne inteligence je bila nagnjenost k prevzemanju tveganj na delniških trgih ZDA močna, nadomestilo, ki ga vlagatelji pričakujejo za prevzemanje tovrstnega tveganja, pa se je zmanjšalo na nizko raven.

Premija za tveganje lastniškega kapitala je običajno merilo nadomestila, ki ga vlagatelji zahtevajo za prevzemanje tega tveganja, in jo je mogoče razumeti kot presežek donosa delnic glede na netvegane naložbe. Lahko se približno določi kot

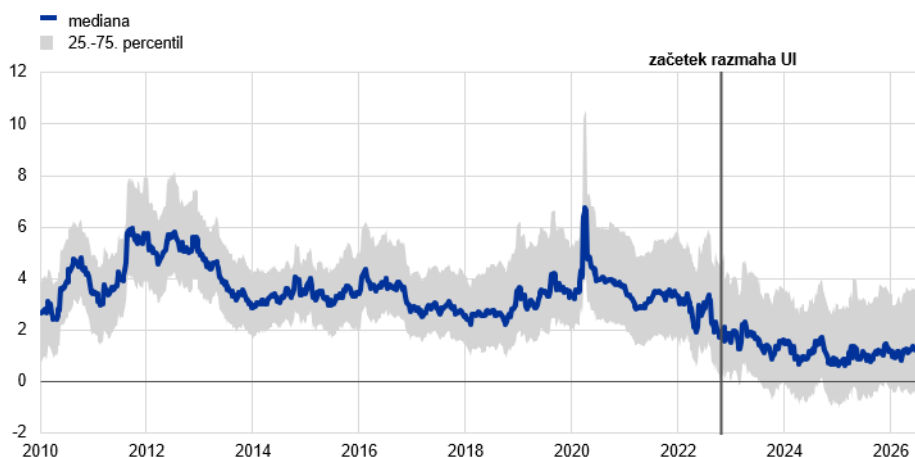
razlika med dobičkonosnostjo podjetja (s katero se meri dobiček, ki ga bo podjetje predvidoma ustvarilo v naslednjih 12 mesecih, glede na ceno delnice) in donosnostjo 10-letnih ameriških državnih obveznic. Z zgodovinskega vidika se je porazdelitev premij za tveganje lastniškega kapitala med posameznimi delnicami iz indeksa S&P 500 skrčila, pri 25. percentilu pa se je približala nič (graf B, slika a). Če podrobneje preučimo porazdelitev na ravni podjetij znotraj posameznih sektorjev, ugotovimo, da je vrednotenje tveganja na delniškem trgu postalo zmernejše v več sektorjih v ZDA. Ta trend je še posebno izrazit v tehnološkem sektorju, v katerega je razvrščenih veliko podjetij, povezanih z umetno inteligenco, opaziti pa ga je mogoče tudi v drugih sektorjih, kot je industrija (graf B, slika b). To verjetno odraža povečano zanimanje vlagateljev za naložbeno izpostavljenost, povezano z umetno inteligenco, pa tudi okrepitev optimizma glede morebitnih koristi, ki jih prinaša uvajanje umetne inteligence. Poleg tega je bilo vrednotenje tveganja ugodnejše pri bolj tveganih delnicah znotraj sektorjev, kar je razvidno iz krčenja zgornjih delov porazdelitve tveganja po sektorjih in je znak večje naklonjenosti vlagateljev tveganju v sektorjih.

Graf B

Vrednotenje tveganja lastniškega kapitala podjetij v indeksu S&P 500

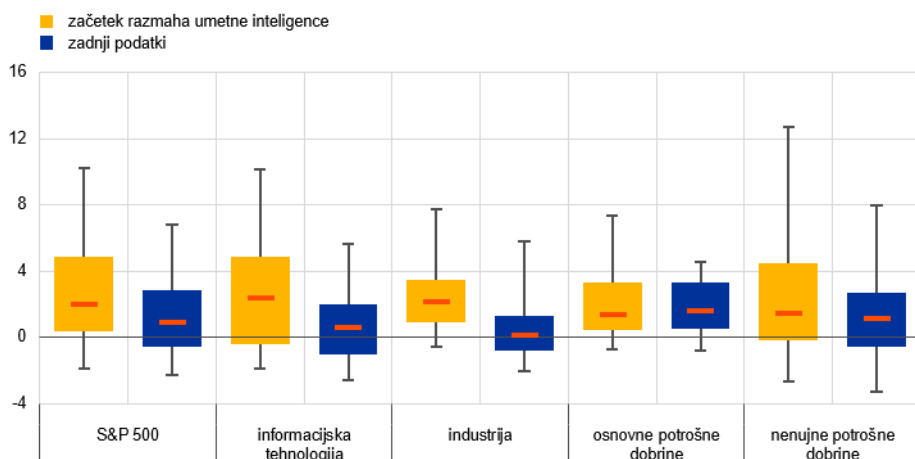
a) Porazdelitev premij za tveganje lastniškega kapitala za podjetja v indeksu S&P 500

(v odstotnih točkah)



b) Porazdelitev premij za tveganje lastniškega kapitala za sektorje v indeksu S&P 500

(v odstotnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Približek premije za tveganje lastniškega kapitala za vsako podjetje v indeksu S&P 500 je razlika med dobičkonosnostjo podjetja in donosnostjo 10-letne ameriške državne obveznice. Na sliki a se »začetek razmaha umetne inteligence« nanaša na konec oktobra 2022. Na sliki b rdeče vodoravne črte prikazujejo mediano, prečke 5. in 95. percentila, rumeni in modri stolpci pa razpon od 25. do 75. percentila. Zadnji podatki se nanašajo na 28. avgust 2026 (tedenski podatki).

Veliki dobički in precejšnja nagnjenost vlagateljev k prevzemanju tveganj so pripomogli k temu, da so delniški trgi ZDA ostali odporni proti pritiskom, povezanim z višjimi dolgoročnimi obrestnimi merami v ZDA in neugodnimi geopolitičnimi razmerami. Razmah umetne inteligence je delniške trge ZDA

nenavadno dobro zaščitil pred močnimi neugodnimi šoki. To je mogoče prikazati s primerjavo odziva premije za tveganje lastniškega kapitala v ZDA na šoke pred začetkom razmaha umetne inteligence in po razmahu z uporabo lokalnih projekcij in strukturnih šokov, izpeljanih iz modela. Od začetka razmaha umetne inteligence jeseni 2022 so se premije za tveganje lastniškega kapitala v ZDA na neugodne makro šoke v ZDA in globalne šoke zaradi obsežne odprodaje tveganih naložb odzivale manj izrazito in statistično neznačilno, kar je v ostrem nasprotju s prej opaženimi vzorci prevrednotenja (graf C, slika a). Velika odpornost delniškega trga

ZDA proti negativnim geopolitičnim šokom je bila še posebej očitna v prvih tednih konflikta na Bližnjem vzhodu. Z analizo dogodkov je mogoče povzeti odzive donosnosti delnic na močno povečano geopolitično tveganje v prvih treh mesecih konflikta. Rezultati kažejo, da sta v začetni fazi konflikta marca 2026 segment ameriškega trga, povezan z umetno inteligenco (ki je v tej analizi prikazan kot skupina podjetij »veličastnih 7«), in sektor informacijske tehnologije ostala večinoma zaščitena pred šokom, medtem ko se je v drugih sektorjih, kot je sektor osnovnih potrošnih dobrin, donosnost delnic zmanjšala (graf C, slika b).³ Aprila in maja je širši delniški trg ZDA ostal odporen proti neugodnim geopolitičnim razmeram, pri čemer so imeli vodilno vlogo segmenti, povezani z umetno inteligenco.

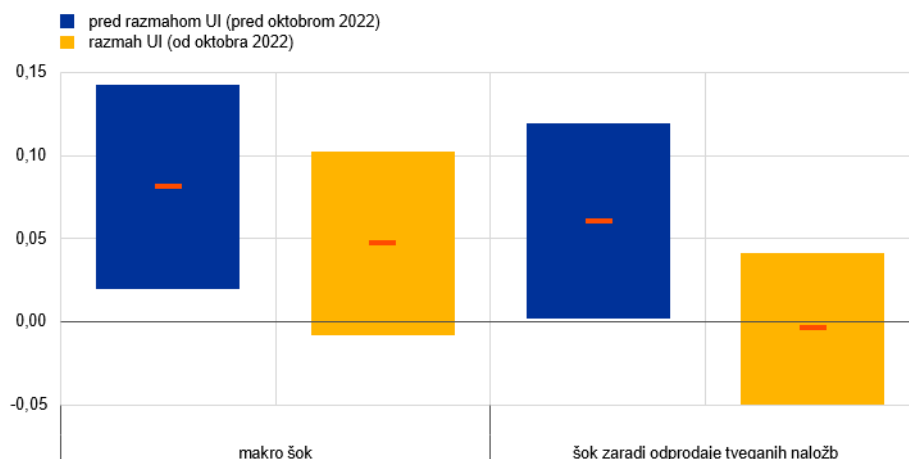
³ Glej tudi podobno analizo nedavnih odzivov trgov na geopolitične šoke v Ferrari Minesso et al. (2026).

Graf C

Občutljivost vrednotenja tveganja lastniškega kapitala na neugodne šoke v ZDA

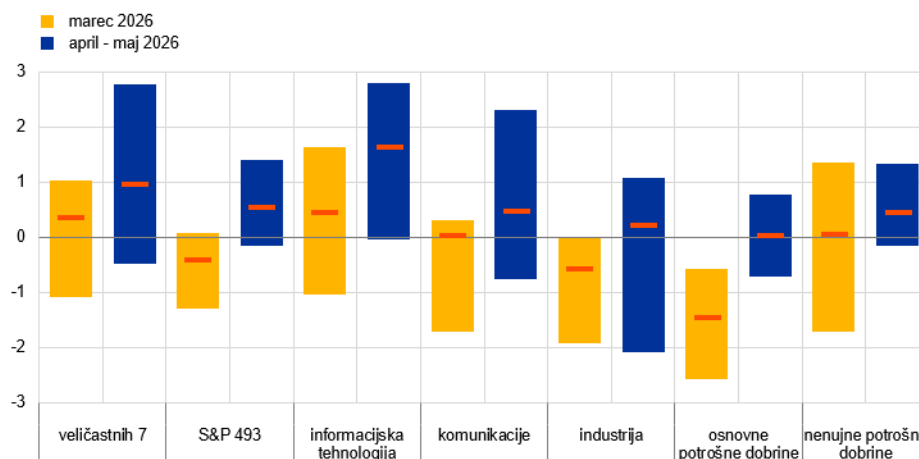
a) Odziv premij za tveganje lastniškega kapitala v ZDA na neugodne strukturne šoke pred začetkom razmaha umešne inteligence in po razmahu

(v odstotnih točkah)



b) Donosnost delnic ZDA ob vrhuncih geopolitičnega tveganja – od marca do maja 2026

(v odstotnih točkah)



Viri: Bloomberg, LSEG, Haver Analytics in izračuni strokovnjakov ECB.

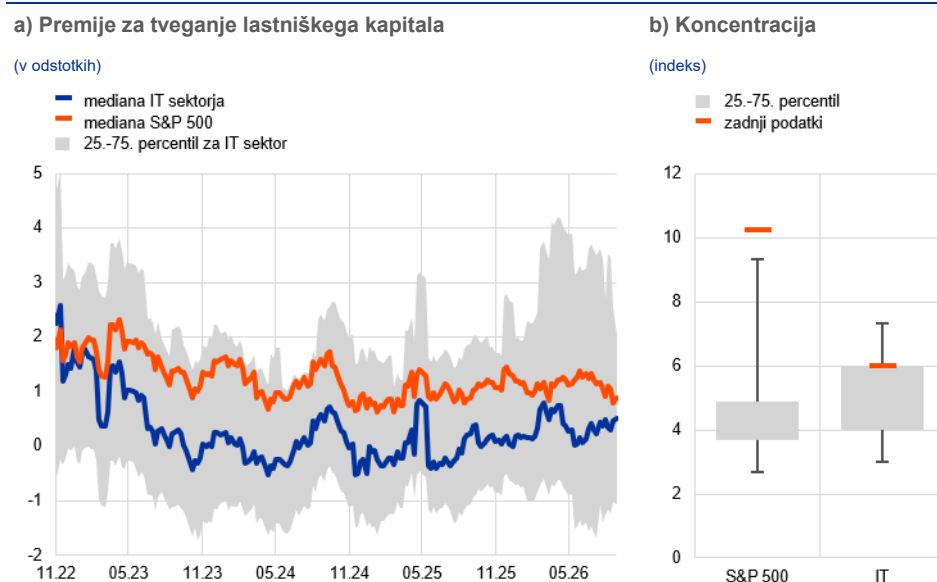
Opombe: Slika a prikazuje občutljivost mediane premije za tveganje lastniškega kapitala med podjetji v indeksu S&P 500 na neugodne makro šoke v ZDA in negativne globalne šoke zaradi obsežne odprodaje tvevanih naložb, ocenjene z uporabo lokalnih projekcij. Šoki so opredeljeni v dvodržavnem modelu BVAR, kot v Brandt et al. (2026), ter kalibrirani na 3-odstotni enotedenski padec cen delnic pri neugodnem makro šoku in 2-odstotni pri šoku zaradi obsežne odprodaje tvevanih naložb. Modri in rumeni stolpci prikazujejo 95-odstotni interval zaupanja, rdeča črta pa povprečni odziv. Na sliki b je prikazan razpon donosnosti delnic ob izbranih dogodkih, ki so povzročili visoko stopnjo geopolitičnega tveganja. Donosnost delnic za izbrane sektorje je izračunana za dvodnevno obdobje okoli posameznih dogodkov. Dnevi dogodkov so izbrani na podlagi desetih najvišjih vrednosti indeksa geopolitičnega tveganja v začetni fazi konflikta na Bližnjem vzhodu marca 2026 ter v novejšem obdobju po prvi napovedi prekinitev ognja. Rdeče vodoravne črte prikazujejo mediano. Zadnji podatki so za 31. avgust 2026 (slika a, tedenski podatki) in 29. maj 2026 (slika b).

Zaradi poslabšanja pričakovanj glede rasti tečajev, ki temelji na umetni inteligenci, ter zaradi vse večjih razlik v tečajih med tehnološkimi podjetji nastajajo tveganja širšega popravka cen na vse bolj koncentriranem trgu kljub ugodnemu vrednotenju tveganja. Podrobnejša analiza porazdelitve premij za tveganje lastniškega kapitala med delnicami posameznih tehnoloških podjetij kaže, da je razpon mediane cene tveganja v zadnjih mesecih sicer ostal izrazito majhen, medtem ko se je rep porazdelitve razširil (graf D, slika a). To kaže, da so nekateri deli trga, zlasti bolj tvegane delnice v zgornjem delu porazdelitve premij za tveganje,

občutljivi na zmanjšanje naklonjenosti vlagateljev tveganju, saj so ti začeli za svoje naložbe zahtevati višje nadomestilo za tveganje. Poleg tega bi lahko zaradi visoke koncentracije delniškega trga že odprodaja delnic manjšega števila takšnih podjetij povzročila obsežnejši padec na trgu. Herfindahl-Hirschmanov indeks, ki meri tržno koncentracijo, je za širši indeks S&P 500 nad 95. percentilom porazdelitve preteklih vrednosti, za sektor informacijske tehnologije pa nad 75. percentilom (graf D, slika b). S koncentracijo se povečuje tveganje, da bi se izrazito manjša vrednost delnic nekaj podjetij z izredno veliko tržno kapitalizacijo – zlasti tistih, povezanih z obsežnimi naložbami v umetno inteligenco – prenesla tudi na širši trg. To bi lahko povzročilo tudi širšo zaskrbljenost glede tega, ali se lahko optimistična pričakovanja v zvezi z dobički podjetij uresničijo sočasno in ali bodo velike dolžniško financirane naložbe ob hitro razvijajoči se tehnologiji ostale vzdržne.

Graf D

Vrednotenje tveganja lastniškega kapitala in koncentracija v tehnološkem sektorju ZDA in S&P 500



Viri: Bloomberg, LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a: premija za tveganje lastniškega kapitala za vsak tehnološki sektor v indeksu S&P 500 se izračuna kot razlika med dobičkonosnostjo podjetja in donosnostjo 10-letne ameriške državne obveznice. Slika b: koncentracija se meri s prilagojenim Herfindahl-Hirschmanovim indeksom, katerega vrednosti segajo od 1 do števila obravnavanih podjetij. Prečke predstavljajo 5. in 95. percentil porazdelitve indeksa, izračunano na podlagi podatkov od leta 1990. Zadnji podatki so za 28. avgust 2026 (slika a, tedenski podatki) in 29. avgust 2026 (slika b, tedenski podatki).

Viri

Grothe, M., Manu, A. in Tomov, T. (2024), »V čem je razlog za odpornost ameriških delniških tečajev – struktura trga, pričakovani donosi ali premije za tveganje?«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB.

Ferrari Minesso, M., Mendes, B., Stalla-Bourdillon, A. in Vidaházy, V. (2026), »Odziv finančnih trgov v ZDA na geopolitične šoke, ki vplivajo na dobavo nafte«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB.

ECB (2026), [Financial Stability Review](#).

Andersson, M., Breckenfelder, J., Corradin, S., Nikolov, K. in Viola, M. (2026), »[The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?](#)«, Blog ECB, ECB, 17. avgust.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 6. maja do 28. julija 2026

Pripravila Samuel Bieber in Christian Lizarazo

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2026. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 6. maja do 28. julija 2026 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu v euroobmočju se je še naprej zmanjševala. Zagotavljanje likvidnosti se je v obravnavanem obdobju zmanjšalo predvsem zaradi nižjih Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji po prenehanju ponovnega investiranja v okviru prvega programa v začetku julija 2023 in ponovnega investiranja v okviru slednjega programa ob koncu decembra 2024. K splošnemu zmanjšanju presežne likvidnosti je prispevalo tudi povečanje neto avtonomnih dejavnikov.

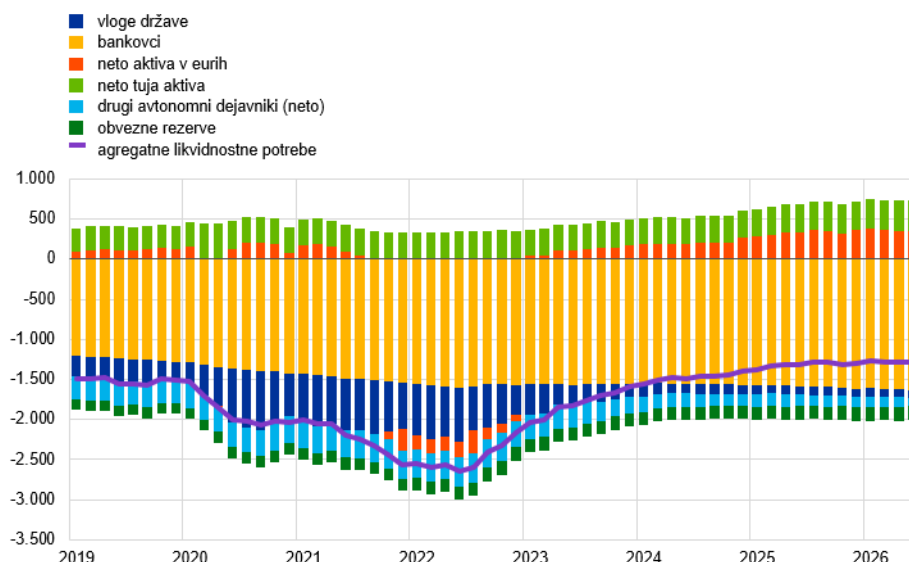
Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema v euroobmočju, opredeljene kot seštevke neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, povečale za 11 milijard EUR na 1.284 milijard EUR (tabela A). K povečanju likvidnostnih potreb je močno prispevalo povečanje neto avtonomnih dejavnikov, ki je bilo predvsem posledica zmanjšanja avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti (tabela A). Obvezne rezerve so se povečale za 2 milijardi EUR na 174 milijard EUR, pri čemer so ravno tako prispevale k povečanju likvidnostnih potreb.

Graf A

Agregatne likvidnostne potrebe po obdobjih izpolnjevanja obveznih rezerv

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

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

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali za 11 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica zmanjšanja neto aktive v eurih za 15 milijard EUR. Zmanjšanje teh avtonomnih dejavnikov je bilo posledica povečanja vlog v eurih, nepovezanih z denarno politiko, ki so dejavnik umikanja likvidnosti. Hkrati so se imetja neto tuje aktive povečala za 4 milijarde EUR, s čimer so delno odtehtala zmanjšanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali skromneje, in sicer za 2 milijardi EUR. K temu je prispevalo povečanje povprečne vrednosti bankovcev v obtoku za 16 milijard EUR, ki je bilo več kot odtehtano z zmanjšanjem drugih neto avtonomnih dejavnikov za 10 milijard EUR in vlog države pri Eurosistemu za 8 milijard EUR.

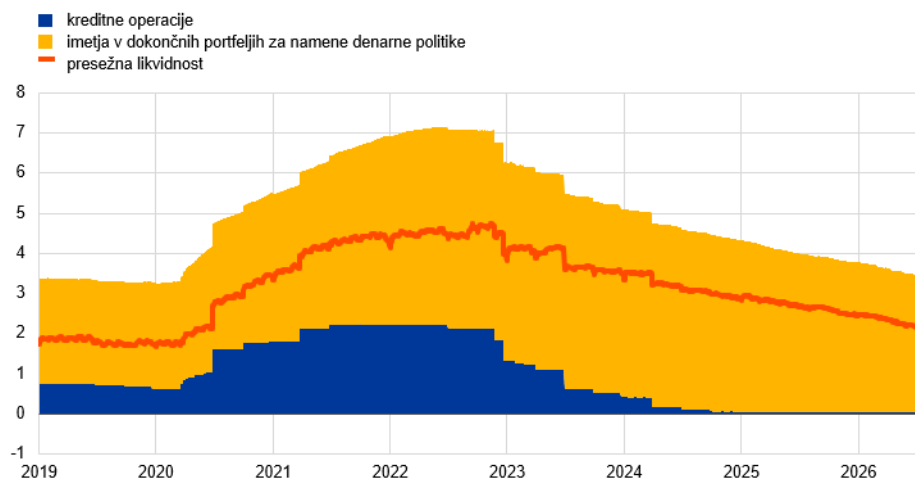
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 147 milijard EUR na 3.485 milijard EUR (graf B). Zmanjšanje je bilo predvsem posledica znižanja Eurosistemovih imetij v dokončnih portfeljih za namene denarne politike za 150 milijard EUR, potem ko so se ob prenehanju ponovnega investiranja imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej unovčevala. Zaradi tega se je znesek likvidnosti, zagotovljene s temi portfelji, v obravnavanem obdobju znižal na 3.458 milijard EUR.

Graf B

Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.

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

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju povečal za 3 milijarde EUR na 27 milijard EUR.

Povprečno stanje operacij glavnega refinanciranja se je povečalo za 1 milijardo EUR, povprečno stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja pa za 2 milijardi EUR. Sodelovanje v rednih operacijah je ostalo omejeno, kar je odraz dobrega likvidnostnega položaja bank in takojšnje razpoložljivosti alternativnih tržnih virov financiranja. Vendar pa se število bank, ki preizkušajo izvedljivost sodelovanja, v letu 2026 še naprej povečuje, kar pomeni, da banke krepijo svojo operativno pripravljenost za dostop do teh operacij.

Presežna likvidnost

Presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 157 milijard EUR na 2.201 milijardo EUR (graf B). Presežna likvidnost je seštevek rezerv, ki jih imajo banke na svojem tekočem računu in presegajo obvezne rezerve, in uporabe odprte ponudbe mejnega depozita, od katere je odšteta uporaba odprte ponudbe mejnega posojila. Presežna likvidnost kaže razliko med skupno likvidnostjo, zagotovljeno bančnemu sistemu z instrumenti denarne politike, in likvidnostnimi potrebami bank za izpolnjevanje obveznih rezerv. Presežna likvidnost se je – potem ko je novembra 2022 dosegla najvišjo vrednost (4.748 milijard EUR) – nato postopoma zmanjševala.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju vse tri ključne obrestne mere ECB zvišal za 25 bazičnih točk, tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike. Po tem zvišanju je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita znašala 2,25%, obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja 2,40% in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila 2,65% (tabela B).

Povprečna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) se je v obravnavanem obdobju skladno z zvišanjem obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita zvišala za 25 bazičnih točk. €STR je v celotnem obravnavanem obdobju v povprečju znašala 6,8 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, kar je nespremenjeno od prvega in drugega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2026.

Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je v istem obdobju ostala na ravni bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita kot obrestni meri €STR. Repo obrestna mera je bila od obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v povprečju višja za 1,6 bazične točke, potem ko je v prejšnjem obravnavanem obdobju ta razlika znašala 0,7 bazične točke.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj–28. julij 2026						Prejšnje obravnavano obdobje: 11. februar–5. maj 2026	
	Tretje in četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–16. junij 2026		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. junij–28. julij 2026		Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Dejavniki povečevanja likvidnosti								
<i>Avtonomni dejavniki</i>	730	(–11)	728	(–6)	731	(+2)	740	(+35)
- neto tuja aktiva	376	(+4)	377	(+3)	375	(–2)	371	(+8)
- neto aktiva v eurih	354	(–15)	352	(–9)	356	(+4)	369	(+28)
<i>Operacije denarne politike</i>	3.485	(–147)	3.514	(–78)	3.456	(–59)	3.632	(–145)
- operacije glavnega refinanciranja	14	(+1)	13	(–1)	15	(+1)	13	(–0)
- operacije dolgoročnejšega refinanciranja	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
- dokončni portfelji	3.458	(–150)	3.488	(–78)	3.427	(–61)	3.608	(–144)
- drugo povečevanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Dejavniki umikanja likvidnosti								
<i>Avtonomni dejavniki</i>	1.840	(–2)	1.844	(+4)	1.836	(–8)	1.842	(–0)
- bankovci v obtoku	1.628	(+16)	1.623	(+7)	1.632	(+9)	1.612	(+5)
- vloge države	96	(–8)	97	(–5)	94	(–3)	104	(+2)
- drugi avtonomni dejavniki (neto)	116	(–10)	123	(+2)	110	(–13)	126	(–8)
<i>Operacije denarne politike</i>								
- drugo umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Likvidnost in odprti ponudbi								
- tekoči računi kreditnih institucij	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
- obvezne rezerve ¹⁾	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
- odprta ponudba mejnega posojila	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)
- odprta ponudba mejnega depozita	2.121	(–231)	2.221	(–88)	2.022	(–198)	2.353	(–112)
- presežna likvidnost ²⁾	2.201	(–157)	2.225	(–90)	2.177	(–49)	2.358	(–112)
Druge informacije o likvidnosti								
- agregatne likvidnostne potrebe ³⁾	1.284	(+11)	1.289	(+12)	1.279	(–10)	1.273	(–33)
- neto avtonomni dejavniki ⁴⁾	1.110	(+9)	1.115	(+10)	1.105	(–10)	1.102	(–35)

Vir: ECB.

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

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

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

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

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

Tabela B

Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 6. maj–28. julij 2026				Prejšnje obravnavano obdobje: 11. februar–5. maj 2026			
	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 6. maj–16. junij 2026		Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. junij–28. julij 2026		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 11. februar– 24. marec 2026		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 25. marec–5. maj 2026	
Operacije glavnega refinanciranja	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega posojila	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Odporna ponudba mejnega depozita	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(–0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(–0,00)	1,93	(+0,00)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(–0,00)	2,01	(+0,01)

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

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

Članka

1 Scaling up European firms: the case for an EU company law regime to unlock cross-border investment, innovation and growth

Prepared by Adam Baumann, Zakaria Gati, Daphne Momferatou, Laura Parisi and Lucia Quaglietti

1 Introduction

There is a clear structural weakness at the heart of Europe's competitiveness challenge: European firms struggle to reach sufficient scale and face barriers to cross-border operations. EU firm entry rates are broadly comparable to those in the United States, but firms systematically fail to grow into the large, research and development (R&D) intensive enterprises that drive productivity and wage growth (Draghi, 2024, Letta, 2024). In addition, some observers argue that Europe focuses on incremental rather than breakthrough innovation (Fuest et al., 2024).

A specific dimension of this competitiveness challenge is the fragmentation of company law across the EU. Firms operating across borders in the EU must navigate multiple legal regimes, which can limit cross-border capital formation, innovation, investment and economic growth (Schnabel, I., 2026). To address this, in March 2026 the European Commission proposed introducing an optional corporate form (EU Inc.), establishing a harmonised legal framework to complement national company law.

This proposal is important from the ECB's perspective. By lowering barriers to cross-border corporate activity and investment, EU Inc. has the potential to support the Single Market, by strengthening competition, innovation and productivity growth, with positive implications for resource allocation, price stability and the transmission of monetary policy. In addition, EU Inc. can help deepen European capital markets, a key objective of the savings and investments union agenda. It could be conducive to a more efficient allocation of savings and more effective risk-sharing within the euro area.

This article examines how these barriers limit the ability of EU firms to scale up and explores how a single company law could help address them. It identifies the conditions under which the proposal could have a meaningful impact as well as the gaps that, if left unaddressed, may limit its effectiveness.

2 The European scale-up challenge: stylised facts

Europe creates firms but struggles to scale them up, with consequences for productivity. While annual firm birth rates in Europe are similar to those in the United States, at around 10% per year (Adilbish et al., 2025), a significant divergence emerges later on, when successful firms seek to expand, raise capital and operate across borders.¹ Firms that employ fewer than ten workers in the EU account for just over 20% of total employment, around double the share of that in the United States (Chart 1, panel a). This is important for labour productivity (Chart 1, panel b): large enterprises generate roughly twice as much value added per employee as micro-enterprises, benefiting from economies of scale, greater managerial specialisation, stronger intangible capital accumulation, higher R&D expenditure and better integration into international markets (Andrews et al., 2016, Eurosystem, 2021, CompNet, 2025, OECD, 2026). A counterfactual exercise suggests that around one-third of the aggregate EU-US productivity gap can be attributed to differences in firm-size composition, based on the productivity gains that would arise were the EU to have the same employment distribution across firm sizes as that of the United States.²

¹ Firm birth rate measurements differ depending on harmonisation and birth definitions. Measurement of 10% is based on the OECD DynEmp project. See also Eurostat elaborations in Fedotenkov and Vandeplas (2026).

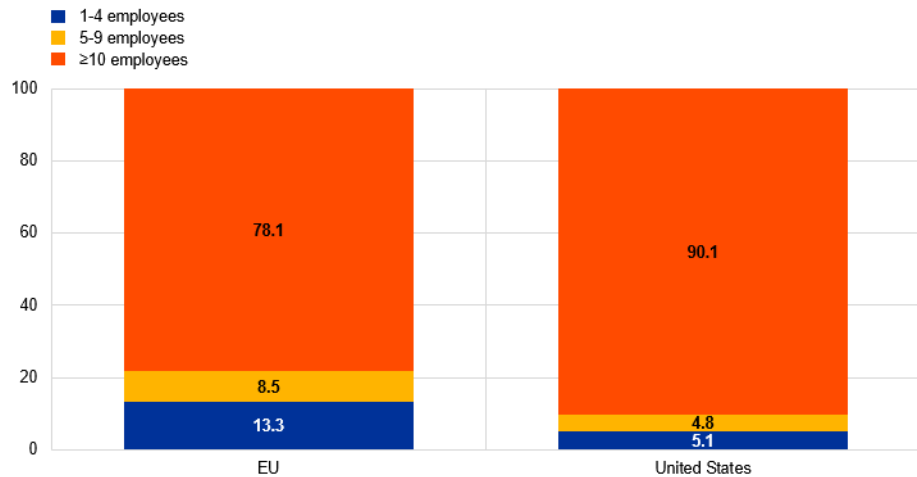
² This estimate is a rough computation of the labour productivity-level gap, which computes what the aggregate EU labour productivity level would be were the EU to have retained its observed productivity level within each firm-size class but had the same employment distribution across firm sizes as that of the United States. EU labour productivity by firm size is measured as value added per person employed (Eurostat SBS, 2023). As the figure for US value added by firm size is unavailable outside manufacturing, the Bureau of Economic Analysis' sectoral value added is allocated across firm-size classes using the receipt shares from the 2022 Economic Census, assuming a constant value-added-to-receipts ratio within sectors. To improve comparability, US non-employer businesses are partially allocated to the smallest firm-size class, as Eurostat includes working proprietors and zero-employee enterprises in this class, whereas US firm-size data cover employer businesses only. Values are converted using real GDP (purchasing power parities); within-class productivity is held fixed in the counterfactual exercise.

Chart 1

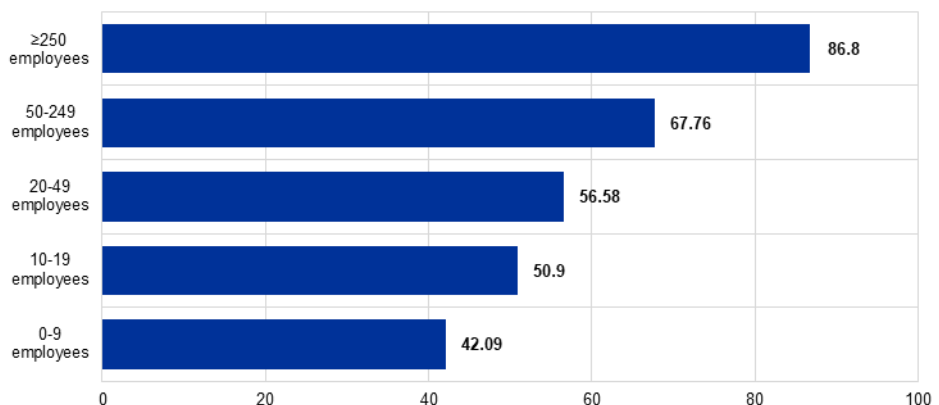
Firm size distribution and labour productivity by firm size in 2023

a) Size distribution, EU and United States

(percentage of total employment)

**b) Labour productivity by enterprise size, EU**

(EUR thousands per person employed)



Sources: Eurostat business demography statistics and structural business statistics and US business dynamics statistics.

Notes: EU data refer to enterprises and US data to firms, which are broadly comparable. Coverage includes NACE Rev. 2 sections B-S (excluding O and S94). Labour productivity is measured as value added at factor cost per person employed.

Limited access to market-based finance is a major reason why innovative European firms struggle to scale up. Innovative firms need successive funding rounds and access to deep pools of risk capital, but EU capital markets remain relatively shallow, nationally fragmented and dominated by domestic institutional investors (Böninghausen et al., 2025, Baumann et al., 2026). Chart 2, panel a) shows that approximately 85% of employment in the EU is accounted for by domestically-controlled firms. By contrast, venture capital (VC) financing is considerably more international: non-EU lead investors are associated with more than half of the aggregate VC deal value, with US investors playing a particularly important role in later-stage financing rounds (Chart 2, panel b), (Baumann et al. 2026). This is consistent with recent evidence that innovative European firms increasingly relocate their headquarters, intellectual property or selected business functions abroad, most often to the United States (Weik et al., 2024, European

Investment Bank (EIB), 2026a). As firms mature, many European start-ups adopt US corporate structures, most commonly as Delaware corporations, to access internationally recognised governance arrangements, VC financing and deeper initial public offering markets. The Delaware corporate law framework is discussed in Box 1.

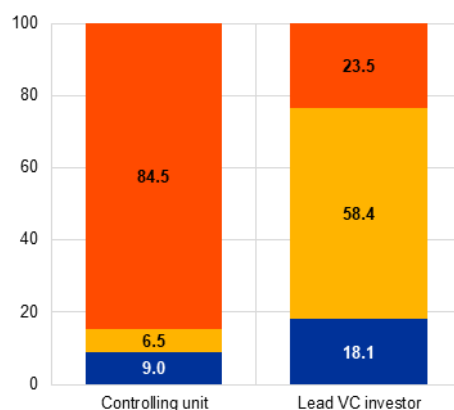
Chart 2

Source of control and venture capital financing of EU firms

a) Overall distribution in origin of control and venture capital lead investor
b) Venture capital lead investor by deal stage

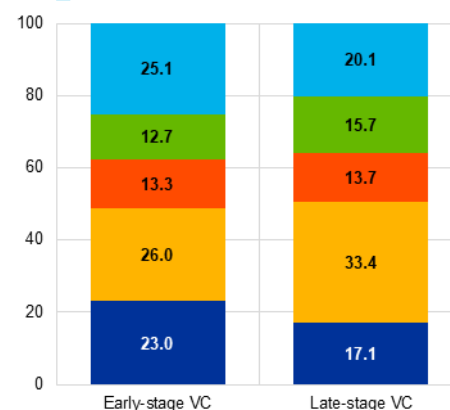
(percentage of employment; percentage of value)

■ Intra-EU
■ Extra-EU
■ Domestic country



(diffusion indices)

■ Intra-EU
■ United States
■ United Kingdom
■ Rest of world
■ Domestic



Sources: Eurostat inward foreign affiliates statistics and PitchBook.

Notes: In panel a), inward foreign affiliate trade statistics classify enterprises by the country of their ultimate controlling institutional unit, attributing all employment to the controlling country. Intra-EU and extra-EU values denote control by another EU Member State and from outside the EU respectively. The latest data are for 2023. Panel b) shows the distribution of venture capital deal value by the location of the lead (or sole) investor and the VC stage. PitchBook may report multiple lead or sole investors for a transaction.

Beyond the overall availability of risk capital, where it is allocated also matters: future scale-ups tend to be younger, more productive and more innovation-intensive, while there are substantial differences in the profiles of VC-backed scale-ups in the EU and the United States. With regard to the

observed characteristics of firms before scaling up, Chart 3, panel a) shows that future scale-ups are systematically younger, more productive, more likely to have previously received venture capital and more frequently active in knowledge-intensive sectors. This is consistent with the literature showing that successfully scaling up is typically preceded by substantial investments in capabilities and organisational transformation (OECD, 2021). Chart 3, panel b) extends this analysis to a sample of EU and US scale-ups that received VC funding. Relative to their EU counterparts, VC-backed scale-ups in the United States are younger and less profitable, but larger in terms of employment and more leveraged – a pattern consistent with US venture capital reaching firms earlier and those firms then growing faster. This may reflect differences in investor selection or differences in the population of firms seeking VC funding, which the estimates cannot separate.

Chart 3

Firm characteristics associated with scaling up

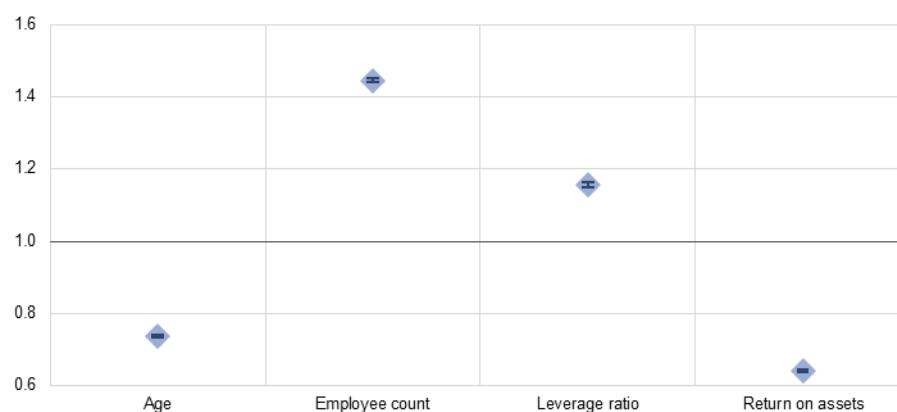
a) Characteristics before scaling up

(odds ratios)



b) Difference in characteristics for EU and US scale-ups that received VC funding

(odds ratios)



Sources: S&P Capital IQ, Preqin, Orbis, PitchBook and ECB staff calculations.

Notes: Coefficients from logistic regressions with 95% confidence intervals; covariates are standardised. In panel a), scaling up is defined as annualised employment growth of at least 10% over three years, for firms with at least ten employees and more than one year old. Covariates are measured one year before the scale-up period, with year, country and sector fixed effects. "Received VC" (Preqin deal data matched to Orbis) refers to one to three years before the scale-up period. ICT is defined from NACE two-digit activities. Covariates are winsorised at 2%. Panel b) shows a logistic regression of an indicator for US (vs EU) headquarters on standardised firm characteristics, with sector and year fixed effects. It features a PitchBook sample of 962 US and EU scale-ups in 2025 that received VC funding in 2021-24; the estimation is based on 2021-22 observations. "Return on assets" is measured as earnings before interest, taxes, depreciation and amortisations over total assets.

Box 1

The Delaware stock corporation regime: legal infrastructure for US high-growth firms

Prepared by Zakaria Gati

In the United States, incorporation can be separated from the location of economic activity to a far greater extent than in the EU, allowing state corporate law to operate as a portable legal framework for firms active across the country. This contrasts with the European tradition of "real seat" approaches, under which legal recognition and applicable company law were historically linked more closely to the company's central administration or principal place of business, as pointed out

by Gelter (2017).³ A Delaware stock corporation may be headquartered, hire workers, hold assets, raise capital and generate revenues outside Delaware, whereas Delaware law governs its internal corporate affairs. The firm remains subject to operational, tax, labour and sectoral regulation in the jurisdictions where it operates businesses, but it does not need to adopt a new legal identity. This portability helped make Delaware the standard corporate law framework – or what Broughman et al. (2014) call a legal “lingua franca” – for founders, investors and legal intermediaries operating across state lines. In the EU, cross-border mobility is already protected by freedom-of-establishment case law, but firms remain incorporated under one of many national company law regimes.

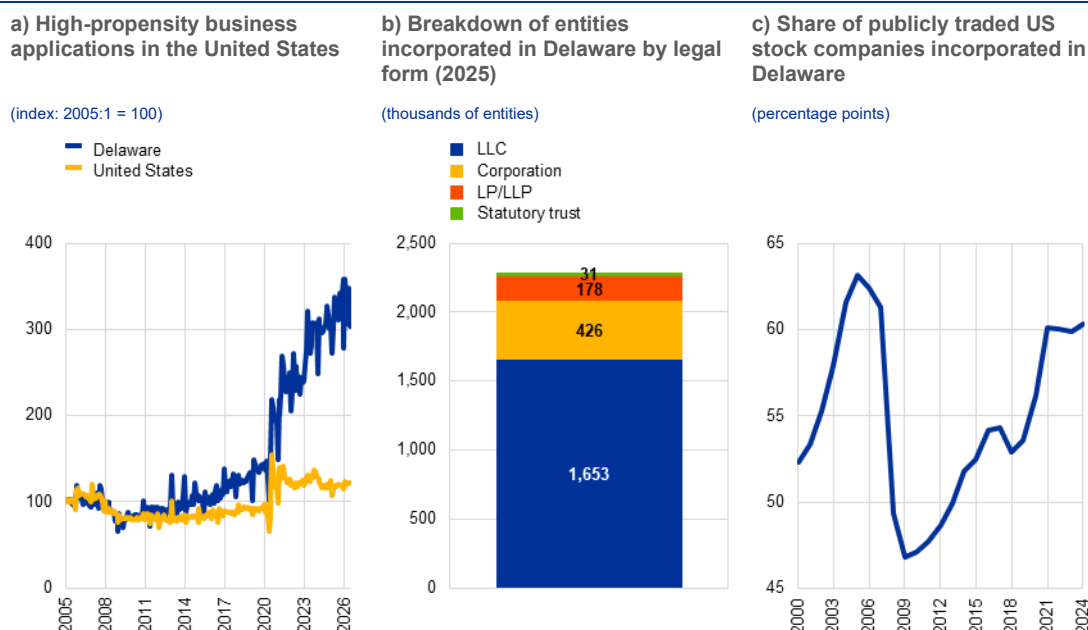
The Delaware regime is distinctive not because it allows a single corporate form, but because it offers a complete institutional ecosystem for company formation and growth. At its core is the Delaware stock corporation, supported by flexible laws, specialised courts, extensive case law, efficient administration and a sophisticated legal services industry. This combination provides legal certainty and standardised governance and financing tools – such as preferred shares, options, convertible securities, liquidation preferences, veto rights and board representation – making Delaware a common template for start-ups, scale-ups and geographically dispersed investors.

The attractiveness of the regime is clear: Chart A, panel a) shows the sustained growth in the share of high-propensity business applications made in Delaware, and Chart A, panel b) illustrates the large number of legal entities already administered in the state. Additionally, Delaware incorporation becomes increasingly prevalent as firms scale up: Broughman et al. (2014) find that 67.8% of VC-backed start-ups were initially incorporated in Delaware. This rises to 79% once subsequent re-incorporations are taken into account. Alon-Beck (2025) finds that around 97% of US unicorns in their sample were incorporated in the state, and Chart A, panel c) shows that more than half of publicly traded US companies are incorporated in Delaware. Delaware’s dominance is also self-reinforcing owing to its increasing precedents and familiarity, and it now effectively operates as a national standard.

³ This distinction has been softened, but not eliminated, by the Court of Justice of the European Union’s freedom-of-establishment case law. In the *Centros*, *Überseering* and *Inspire Art* cases, the Court limited Member States’ ability to refuse recognition of companies validly incorporated in another Member State, thereby expanding corporate mobility within the EU.

Chart A

Business demographics in Delaware



Sources: US Census Bureau, Annual Report Statistics – Delaware Division of Corporations, Spamann and Wilkinson's dataset of historical states of incorporation of US stocks and ECB staff calculations.

Notes: High-propensity business applications are employer identification number applications that the US Census Bureau identifies as being likely to become employer businesses, based on characteristics associated with payroll business formation (e.g. legal form, planned hiring, business acquisition and industry). The data are seasonally adjusted. In panel c), the state of incorporation is from Spamann and Wilkinson using filings from the US Securities and Exchange Commission's electronic data gathering, analysis and retrieval system. It refers to the legal domicile, not to the headquarters or business operations.

The advantages for firms incorporating in Delaware come with important trade-offs. Critics argue that this concentrated ecosystem can favour managers, controlling shareholders and repeat-player lawyers, limiting transparency and accountability (Cary, 1974, Whitehead, 2025). Recent cases of entities leaving Delaware for Nevada and Texas also illustrate the tension between healthy regulatory competition and regulatory arbitrage, as firms may seek lower litigation exposure and weaker shareholder constraints.

3 Barriers to scaling up and EU Inc.: a corporate life cycle perspective

EU firms face a broad set of legal and regulatory barriers that increase the costs of growth and cross-border expansion within the Single Market.⁴ Survey-based evidence indicates that, compared with the United States, regulatory and administrative requirements are a major obstacle to investment and a sizeable burden for EU firms (Chart 4, panel a). The share of staff and managerial resources devoted to compliance activities also varies significantly across EU countries and can be especially high for smaller firms, as compliance costs have a substantial fixed-cost component (Chart 4, panel b). These costs are compounded by regulatory

⁴ ECB estimates suggest that remaining Single Market barriers are equivalent to tariffs of around 67% for goods and 95% for services (Bernasconi et al., 2025), while barriers to EU equity markets have declined only modestly over the past decade (Anaya Longaric et al., 2026).

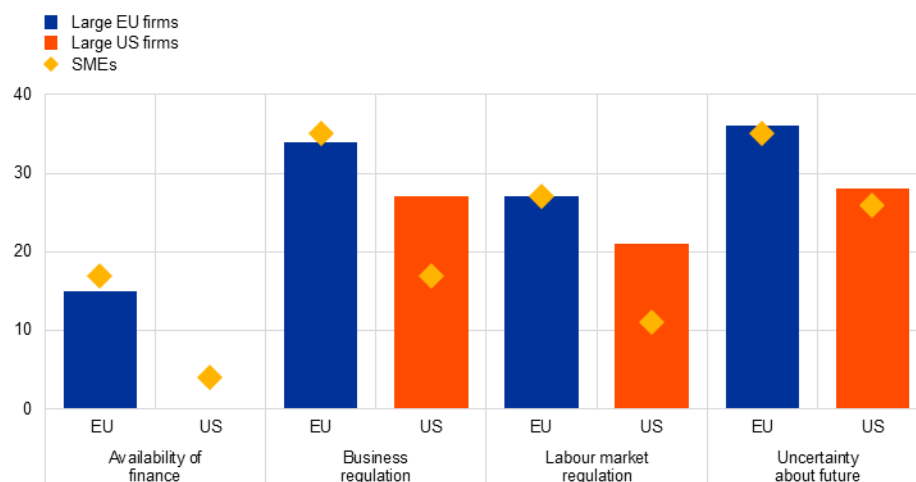
fragmentation across Member States, with most EU firms reporting that they must comply with different standards and procedures when operating across borders (EIB, 2026b).⁵

Chart 4

Structural barriers to investment for EU and US firms

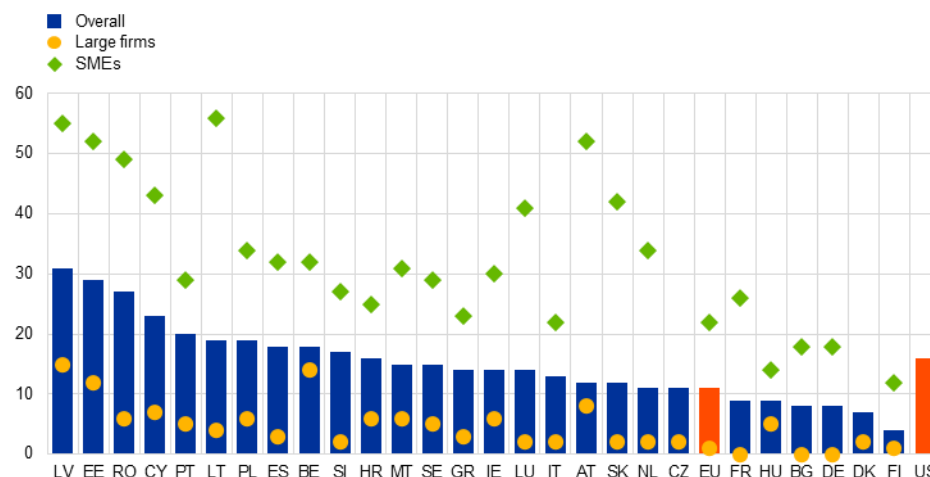
a) Major obstacles to investment

(percentage of respondents)



b) Firms with more than 10% of employees working on regulatory compliance activities

(percentage of respondents)



Sources: EIB Investment Survey and ECB staff calculations.

Notes: In panel a), the bars represent the share of firms that identify each factor as a major barrier to long-term investment; the diamonds show the corresponding shares for SMEs. EU and US refer to the respective EIB Group Survey on Investment and Investment Finance aggregates. Higher values indicate that more firms perceive the factor as a major obstacle. In panel b), EU data refer to the 2025 survey and US data refer to the 2024 survey. Size breakdowns are unavailable for the United States.

Company law is one of the most fragmented dimensions of the Single Market.

The legal regime under which a company is incorporated determines the financing instruments it can offer investors, the governance arrangements it must adopt as it operates and expands and the procedures it faces when exiting the market. Unlike

⁵ Over 60% of EU firms reported that they need to comply with different regulatory standards across Member States (EIB, 2026b).

many other regulatory areas, company law changes each time a firm establishes or reorganises a legal entity in another Member State, something which is often required, or economically advantageous, for companies establishing a stable presence in another Member State.⁶ As a result, firms wanting to expand or invest across the EU must navigate the company law applicable to them and to their new subsidiaries, which can mean up to 27 different regimes. Differences in company law can increase the cost of operating across borders through subsidiaries and potentially limit investment, innovation and productivity growth.

The economic implications of company law fragmentation across the Single Market can be best understood through the lens of the corporate life cycle (Figure 1).⁷ National differences become binding constraints at successive stages of firms' development. The European Commission's 2025 public consultation confirmed this pattern, with firms perceiving fragmentation of company law as a significant obstacle throughout their development, with incorporation procedures, corporate mobility, financing arrangements and governance the most frequently cited issues.⁸

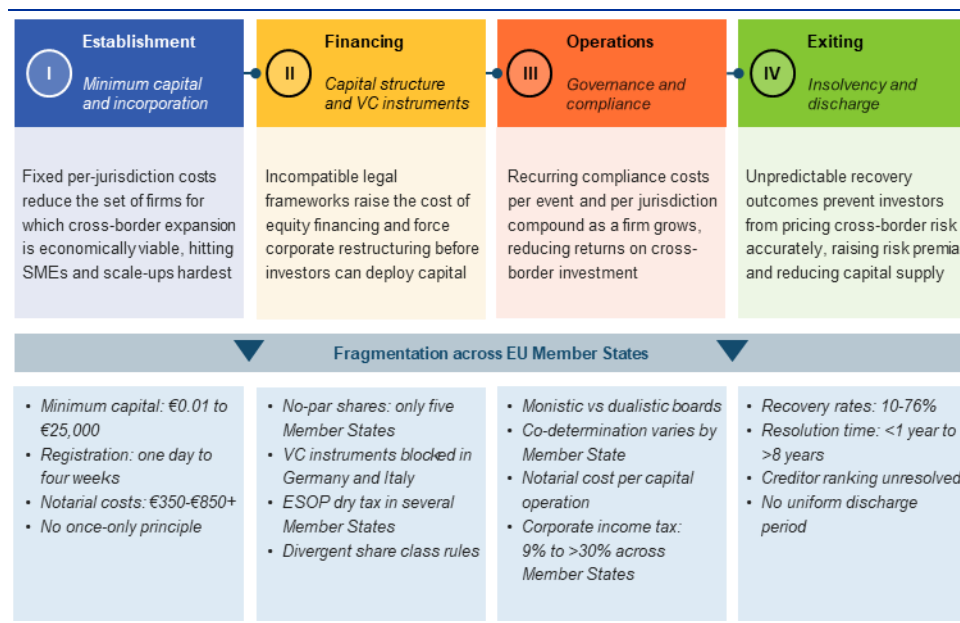
⁶ While the EU fundamental freedoms allow cross-border trade and service provision from a single Member State of incorporation, local establishment is often required or economically advantageous owing to host-country labour, tax and licensing requirements, lower transaction costs and investor preferences for locally incorporated entities.

⁷ The corporate life cycle framework draws on industrial organisation literature on firm dynamics, which distinguishes between the formation, growth, maturity, and exit phases of firm development (Klepper, 1996). The framework used in this article is an analytical adaptation which focuses on the stages at which company law becomes economically relevant for firms operating across Member States.

⁸ See the European Commission's [public consultation on a single harmonised set of rules for innovative companies throughout the EU – 28th regime](#).

Figure 1

Company law fragmentation across the Single Market: a corporate life cycle perspective



Source: ECB staff.

Note: Minimum capital refers to the statutory capital required to incorporate a company; no-par shares are shares without a fixed nominal value; VC instruments are financing instruments commonly used in venture capital, such as convertible instruments and warrants; ESOP refers to employee stock ownership/options plans; monistic/dualistic boards refer to one-tier/two-tier corporate governance structures; co-determination refers to employee representation in corporate governance; and recovery rates, resolution time, creditor ranking and discharge periods capture key features of national insolvency frameworks. These examples illustrate differences across EU Member States.

In response, the Commission published on 18 March a proposal establishing a new corporate form, EU Inc. The proposed Regulation introduces a fully harmonised, optional legal form of limited liability company with a clearly identifiable label (EU Inc.) available across the national legal systems of all Member States. All companies in the EU, no matter their size or corporate purpose, will be able to opt in. As a directly applicable Regulation, it creates a single rulebook for some of the most relevant aspects of company law, with the same content and scope regardless of the Member State of incorporation.⁹ Its objective is to reduce the fragmentation of company law and make the legal framework governing firms simpler and more conducive to establishment, investment and cross-border expansion. The proposal builds on the suggestions of the Letta and Draghi reports and follows past attempts that fell short of expectations, such as Societas Europaea.¹⁰ The following sections analyse the proposal throughout the corporate life cycle.

⁹ The proposal primarily concerns cross-border corporate activity, namely the establishment, financing, governance and restructuring of companies operating across Member States, rather than cross-border trade in goods and services.

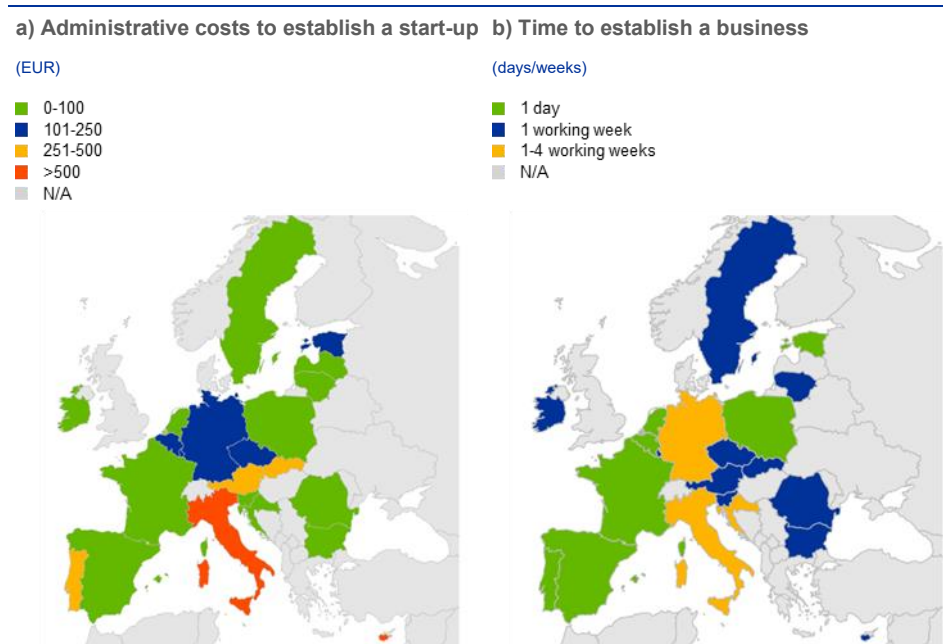
¹⁰ The Societas Europaea framework, which was introduced in 2001, fell short of expectations, largely because it continued to defer to national law on key aspects of company regulation. Uptake has remained limited, with around 3,000 registrations, and is concentrated among large firms able to meet the €120,000 minimum capital requirement. Empirical evidence attributes this low uptake to this continued reliance on national rules, the high capital threshold and complex cross-border formation requirements.

3.1 Cross-border establishment

Establishing a legal presence in another EU Member State can entail substantial fixed costs (Figure 2). While firms can in principle serve another EU market without incorporating in that Member State, they often establish subsidiaries as new legal entities when they seek a stable local presence. In this case, fragmentation of company law becomes relevant, as the subsidiaries are incorporated under the law of the host country. This means that they have to adhere to different incorporation procedures and minimum capital rules while managing the associated administrative costs and the time required to establish a business.

Figure 2

Cost and time required to establish a new firm in 2025



Sources: Europe Startup Nations Alliance SNS Scoreboard and Natural Earth (for map data).

Notes: Values based on expert consultation, in the context of ultimately reaching a final committed company registration cost of under €100 and within one day for start-ups. The observations are for 2025.

To reduce these costs, the proposed Regulation introduces a simplified and harmonised corporate form. The form can be incorporated through a common digital interface, building on the Business Registers Interconnection System, with a target incorporation period of 48 hours and a maximum administrative cost of €100. The proposal removes mandatory minimum capital requirements, applies the once-only principle for administrative procedures and allows companies to establish an EU Inc. through several pathways, including new incorporation, cross-border mergers, divisions and conversions.

These measures could substantially reduce firms' entry costs as well as the costs of expanding into other Member States, although the expected benefits will depend on how the measures are implemented in the Member States. They have the potential to reduce fixed entry, legal adaptation, contracting and compliance costs, and to lower the expected costs of future expansion by allowing firms to adopt

the regime without changing their legal identity. Since the regime is open to all limited liability companies, it also avoids complicated eligibility criteria based on firm size or innovation status. However, EU Inc. firms remain subject to national tax, employer registration and licensing and sector-specific administrative requirements. Furthermore, incorporation and enforcement continue to rely on interconnected, albeit still national, company registers. As a further step, the European Commission plans to establish a central EU register from 2030 to gradually move registration away from the current country-based architecture.

3.2 Cross-border financing

National regimes differ in their treatment of equity instruments and employee stock options (Table 1). These differences increase legal complexity and can make some jurisdictions less compatible with VC financing models. This friction is particularly relevant for innovative firms, whose growth typically depends on successive rounds of equity financing involving changing investor rights and increasingly complex capital structures.

Table 1

Comparison of employee stock option frameworks across Member States

	Employee tax rate	Employee tax timing	Employer taxation	Minority shareholders and bureaucracy	Plan scope	Strike price
EE						
LV						
LT						
FR						
PT						
DE						
CZ						
GR						
AT						
IT						
PL						
IE						
NO						
SE						
ES						
DK						
BE						
NL						
FI						

Sources: Not Optional Latest Country Rankings and ECB staff.

Notes: Not Optional, an initiative created by Index Ventures and some of Europe's leading entrepreneurs to improve the competitiveness of European start-ups, scores the "friendliness" of national employee stock option regimes on a scale from one (least favourable – dark red) to five (most favourable – dark blue) across six dimensions: employee tax rate, employee tax timing, employer taxation, minority shareholders and bureaucracy, plan scope and strike price. More specifically, the "employee tax rate" is the applicable tax and social contribution burden; the "employee tax timing" defines when the tax liability is incurred; the "employer taxation" is the corresponding tax and social contribution costs for the company; the "plan scope" captures which companies and employees are eligible for favourable treatment; minority shareholders and bureaucracy are the costs and constraints associated with creating the plan and with employees becoming minority shareholders and the "strike price" is the flexibility to set exercise prices below the latest financing valuation.

To address these constraints, the proposed Regulation introduces a harmonised financing framework applicable across all Member States. It allows no-par value shares, differentiated share classes, preferred equity, warrants and convertible instruments to be used while explicitly recognising financing arrangements commonly used in VC markets, such as Simple Agreement for Future Equity (SAFE) and Keep It Simple Security (KISS)-style instruments.¹¹ The proposal also establishes an optional European Employee Stock Ownership Plan (EU-ESOP), which is aimed at facilitating equity-based remuneration and improving firms' ability to attract and retain highly skilled workers. In addition, it allows EU Inc. companies to seek admission to trading on a multilateral trading facility, supporting their capacity to scale up.

These provisions could improve financing conditions through two complementary channels. First, standardising financing instruments reduces legal uncertainty and transaction costs by limiting the need for jurisdiction-specific legal

¹¹ SAFE and KISS are standardised early-stage financing instruments that allow investors to provide capital to a start-up in exchange for the right to receive equity during a future financing round, thereby deferring valuation to a later stage and simplifying the terms of seed-stage investment.

adaptations and facilitating the use of common investment documentation. The impact assessment conducted by the European Commission estimates savings of around €1,100 per financing round and between €1,780 and €2,850 for secondary share transfers. These gains are particularly relevant at the seed and early-growth stages, where fixed legal costs are large relative to deal size. A recognisable EU Inc. form and interconnected registers could also reduce screening and due diligence costs for non-domestic investors, facilitating greater cross-border participation in European VC markets. Second, the proposed EU-ESOP could improve the ability of firms to attract and retain talent by deferring taxation until the disposal of the underlying shares rather than at grant, vesting or exercise. This would reduce the cash burden associated with illiquid equity. Nevertheless, Member States would retain discretion over tax rates and the classification of employee equity income, while broader differences in eligibility conditions, valuation rules and administrative procedures would continue to limit the portability of employee stock ownership across the Single Market.

3.3 Cross-border operations

As firms expand across the Single Market, they encounter recurring compliance costs arising from differences in governance arrangements, shareholder rights and board structures across Member States.¹² Additional variation in co-determination, audit and reporting requirements further increases organisational complexity for firms operating in multiple jurisdictions.¹³

The proposed Regulation establishes a common governance framework applicable across all Member States. EU Inc. provides a high degree of contractual flexibility through harmonised articles of association and adopts a one-tier board structure as the default governance model. It also enables and standardises the use of digital-by-default processes for a broad range of corporate procedures, including shareholder meetings, capital operations and amendments to articles of association. The elimination of mandatory notarial intervention for capital operations could be significant for companies undertaking successive financing rounds as they grow, and harmonised rules on shareholder rights may reduce legal uncertainty for minority shareholders and external investors, lowering due diligence burdens and transaction costs. However, under the proposal, employee participation rules remain subject to the law of the Member State where the board is located. Requirements concerning the involvement of employees in company decision-making may therefore continue to vary across jurisdictions, even for companies incorporated under the EU Inc. regime.

¹² Board structures, shareholder rights, voting arrangements and board composition differ across Member States. Some countries (e.g. Sweden) mandate monistic models while others (e.g. Germany) mandate dualistic models. Tax differences add a further layer of complexity, with corporate income tax rates ranging from 9% in Hungary to over 30% in Germany, and rules on R&D deductions, depreciation and interest deductibility also diverge.

¹³ Co-determination thresholds and their attachment to national legal forms have prompted some debate, particularly in Germany, over firms using foreign legal forms or converting to a European Company (*Societas Europaea*), which fixes the participation level at formation. Such structures have been upheld as lawful and safeguards are under negotiation in the 28th regime file.

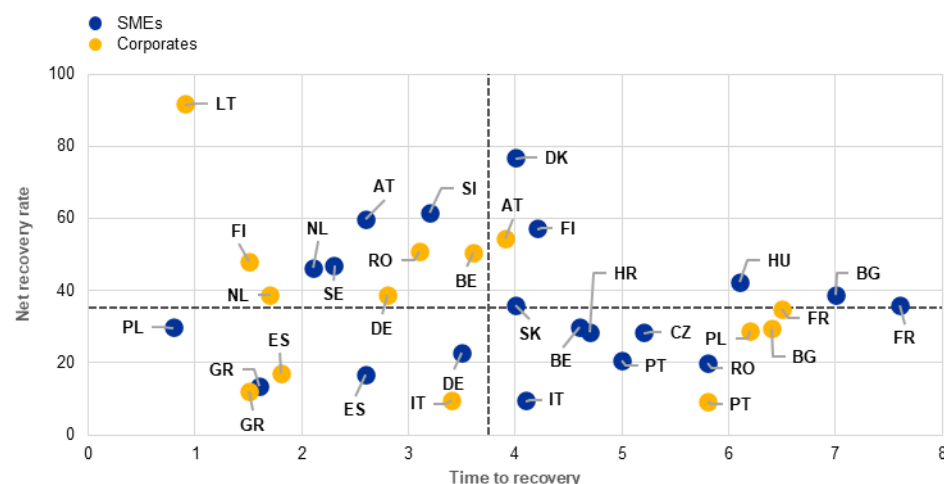
3.4 Exit

Efficient exit mechanisms are essential for reallocating resources following business failure and for supporting entrepreneurial risk-taking, as they determine the expected returns of investors. Exit and restructuring costs weigh heavily on innovative high-tech sectors, where the risk of failure is inherently higher (Coatanlem and Coste, 2025, Bothner et al., 2026). Nevertheless, national insolvency frameworks continue to differ substantially with respect to recovery rates, resolution times and entrepreneurial discharge (Chart 5). This increases legal uncertainty and could discourage cross-border investment.

Chart 5

Heterogeneity of insolvency across the EU for SMEs and corporates

(x-axis: years; y-axis: percentages)



Source: European Banking Authority (2025).

Notes: Net recovery rate and time to recovery are weighted means. Loans to SMEs and corporates subject to formal enforcement procedures, by country of enforcement; loans are weighted by the notional amount outstanding at the time of default. EBA underlying data are based on AnaCredit and dedicated bank data collections. Countries with fewer than 500 SMEs or ten corporate reported loans are excluded to ensure country averages are based on a sufficient number of observations. Dashed lines denote the cross-country medians. Observations are for the third quarter of 2023.

The proposed Regulation introduces fully digital and expedited liquidation procedures for solvent companies and establishes simplified insolvency arrangements for innovative start-ups. These include streamlined procedures and electronic auctions. These provisions can lower the administrative costs associated with corporate dissolution, improve procedural efficiency and increase the predictability of liquidation outcomes, reducing the uncertainty premium that investors currently attach to cross-border exposure. Faster and more transparent exit procedures may also lower the costs associated with business failure, facilitate entrepreneurial re-entry and improve the reallocation of capital and labour towards more productive uses. Armour and Cumming (2008) show that more efficient exit regimes have a positive effect on self-employment and firm entry rates, suggesting that improvements in exit efficiency feed back into the upstream decision to start and scale up high-risk ventures.

At the same time, the proposal leaves much of the European's broader exit environment unchanged. Here, the Regulation takes a more targeted approach

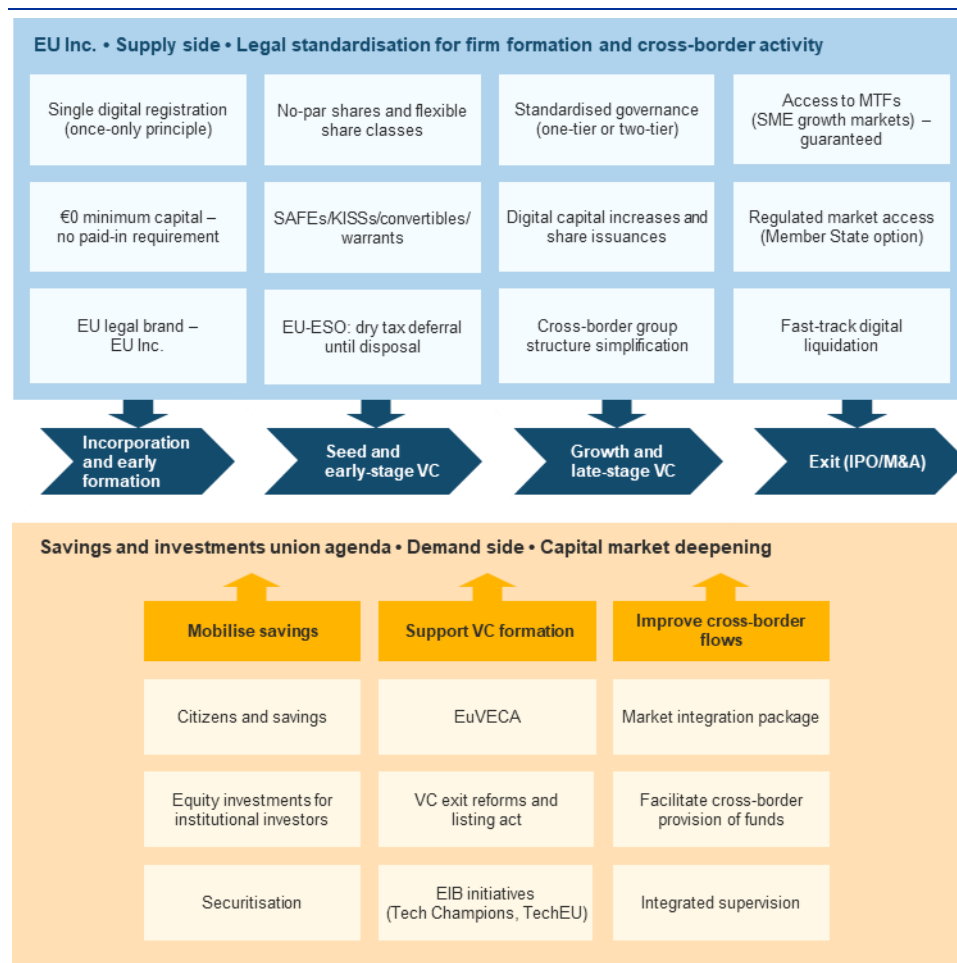
compared with the rest of the provisions discussed above, which are open to all firms opting to register as an EU Inc. The simplified insolvency framework applies only to innovative start-ups, leaving most firms subject to existing national regimes. Furthermore, insolvency procedures, creditor hierarchies and judicial processes largely continue to be governed by national legislation, implying that the considerable heterogeneity in recovery rates and resolution times is likely to persist.

At the other end of the firm life cycle, the proposal does not address obstacles that prevent successful firms from scaling up and exiting through public equity markets. The proposal establishes access to multilateral trading facilities, which are particularly important for younger firms, but it does not provide an equally integrated pathway to regulated markets for firms that are maturing and require deeper pools of capital. Leaving such access to the competence of national law does not address fragmentation at the scale-up and exit stage, potentially constraining IPOs and weakening VC exit opportunities and valuations.

The financing provisions of EU Inc. complement the objectives of the savings and investments union more broadly. EU Inc. seeks to reduce legal frictions that affect the ability of firms to access external equity by creating a harmonised corporate framework. The savings and investments union aims to mobilise savings and improve the allocation of risk capital by deepening and integrating capital markets. In this sense, EU Inc. supports the supply of investible corporate vehicles, while the savings and investments union seeks to expand the demand for cross-border investment.

Figure 3

Interactions between EU Inc. and the savings and investments union agenda



Source: ECB staff.

This complementarity is particularly evident in VC markets. By reducing legal transaction costs and standardising corporate financing instruments, EU Inc. lowers the barriers to cross-border investment and facilitates more integrated capital markets. However, its effectiveness ultimately depends on the availability of investors willing to deploy capital across borders. Conversely, a deeper and more integrated European capital market is likely to succeed when firms operate under a common corporate framework. This is especially true for alleviating the financing gap during the later stages of firm development in Europe, where opportunities are limited by fragmented public equity markets and relatively shallow secondary markets. EU Inc. and the savings and investments union should be seen as mutually reinforcing initiatives: one reduces company law fragmentation while the other expands the pool of capital to finance growth.

4 Conditions for the economic effectiveness of EU Inc.

EU Inc. will operate as an optional corporate regime alongside existing national company law frameworks. Quantifying its macroeconomic impact is beyond the scope of this article, since its effectiveness will depend on firms' adoption decisions and complementary policy reforms. Nevertheless, International Monetary Fund simulations suggest that reforms reducing barriers to firm entry and improving insolvency frameworks can generate sizeable economic gains (Dizioli et al., 2026).

A first condition for success is that the regime remains sufficiently attractive to achieve broad market adoption. The incentives for firms to adopt an EU Inc. are likely to differ across Member States. Adoption is likely to be highest where national legal frameworks remain comparatively restrictive or impose an administrative burden. The impact assessment conducted by the European Commission estimates that around 300,000 companies could adopt an EU Inc. over a ten-year horizon, resulting in administrative savings to firms of between €328 million and €440 million.¹⁴ These savings are expected to be driven primarily by simpler registration procedures, the once-only principle, the elimination of minimum share capital requirements and digitised closure procedures.

A second condition is consistent implementation across the EU. Although the Regulation establishes a common substantive company law framework, important aspects, such as registration procedures, administrative practices, dispute resolution and parts of the incorporation process, remain embedded in national legal systems. Divergent administrative practices or judicial interpretation could reduce legal certainty and weaken the harmonisation benefits. To address concerns related to enforcement and dispute resolution, the Commission suggests that Member States should consider setting up specialised judicial chambers dedicated to EU Inc. cases.

Third, EU Inc. should be complemented by broader Single Market reforms to support firms' growth and cross-border expansion. Taxation, labour market regulation including co-determination, insolvency and sector-specific legislation continue to be governed largely by national frameworks.¹⁵ While the proposal has the potential to reduce the company law dimension of fragmentation, it does not eliminate the broader regulatory complexity associated with operating across Member States. Its contribution to firms' scaling-up decisions will therefore depend on complementary progress in other areas, including the savings and investments union agenda. This potential is explored in Box 2.

Finally, the long-run impact of EU Inc. is likely to depend on self-reinforcing network dynamics. As adoption increases, investors, legal advisers, financial intermediaries and courts are likely to accumulate experience with a common

¹⁴ European Commission (2026), "Commission Staff Working Document – Impact assessment report accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – 'EU INC'".

¹⁵ The Commission's approach partly reflects Treaty constraints: while company law harmonisation can be pursued through a Regulation under Article 114 of the Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU) by qualified majority, several of the interacting domains, corporate taxation under Article 115 of the TFEU and certain aspects of labour law require unanimity in the Council of the European Union, making comprehensive cross-domain harmonisation politically and legally difficult to achieve in a single instrument.

corporate framework, reducing legal uncertainty, standardising contractual practices and further lowering transaction costs. The experience of the Delaware corporate law framework illustrates how these network effects can gradually transform an optional legal regime into a widely recognised market standard. It also highlights the importance of complementing legal harmonisation with specialised courts, accumulated legal expertise, deep capital markets and a unified federal legal environment.

Box 2

Next steps: constraints and pragmatic pathways

Prepared by Daphne Momferatou and Leo Orlygsson

The European Commission's proposal is under discussion in the European Parliament and the Council of the European Union, with a final agreement expected by the end of 2026. Debates on the proposal and any future expansion beyond company law are likely to be shaped by broader societal and political preferences around risk-taking, taxation, labour markets and other sensitive issues.

Survey evidence suggests that Europeans attach greater value to their political systems and public services, while Americans place greater emphasis on freedom and opportunity (Chart A). Evidence on EU-US differences show that lower market participation in the EU points to lower risk tolerance, weaker trust in markets and gaps in basic financial literacy (Christelis et al., 2026). These preferences help explain differences in institutional frameworks, including the balance between stability, redistribution, regulation and support for entrepreneurial risk-taking. They also suggest that support for reforms involving significant social trade-offs is likely to vary across countries and stakeholders.¹⁶

Chart A

Sources of national pride in the European Union and the United States

(share of respondents mentioning what makes them proud of their country; percentage point difference between EU and US shares)



Sources: Pew Research Center and ECB calculations.

Notes: Responses to the Spring 2025 Pew Global Attitudes Survey. EU values are GDP-weighted averages across nine Member States (Germany, Greece, Spain, France, Italy, Hungary, Netherlands, Poland and Sweden). Positive values indicate higher shares in the EU than in the United States. The "Negative" category refers to answers expressing a lack of pride.

¹⁶ See also the relevant discussion in Wunsch and Langenus (2026).

A fully harmonised EU framework for company law is difficult to achieve. An optional regime available in parallel with the 27 existing national regimes therefore represents a pragmatic alternative, allowing firms to opt into a common framework while preserving national systems. Three complementary pathways could support its gradual development, including into areas which remain outside the scope of the proposal.

The first pathway is differentiated integration through enhanced cooperation or coalitions of those willing to cooperate among certain Member States.¹⁷ The unitary patent and the Unified Patent Court illustrate how an optional EU-wide framework can emerge where unanimity is otherwise difficult to achieve. For EU Inc., such cooperation could support adjacent modules such as specialised courts, standardised investment documentation and common reporting tools.

The second pathway involves regulatory experimentation through sandboxes or pilot regimes. For EU Inc., this could test whether harmonisation is effective, especially as regards regulation, before the regime is rolled out in full across the EU. The DLT Pilot Regime demonstrates how controlled experimentation with new market infrastructures can coexist with investor protection and financial stability objectives.¹⁸ The proposed EU Inc. framework for corporate law could also helpfully complement technological solutions across Member States.¹⁹ A similar approach to successfully implemented EU-wide sandboxes could be applied to taxation and labour law.

A third pathway is market-led convergence towards voluntary adoption. If EU Inc. proves attractive to young cross-border firms and investors, voluntary adoption could itself drive further integration. Competitive pressure may encourage national authorities to modernise their frameworks, allowing convergence to emerge through the independent adjustment of market practices rather than top-down harmonisation. Over time, this could promote wider convergence beyond firms directly using EU Inc.

5 Concluding remarks

The competitiveness challenge facing Europe is increasingly recognised as a scale-up and internationalisation challenge, but the company law dimension remains largely unaddressed. The coexistence of 27 national company law regimes means that firms expanding across the Single Market continue to face legal fragmentation in establishment, financing, governance and exit.

Against this backdrop, the proposed EU Inc. regime marks an important step towards greater harmonisation of company law. By introducing an optional common corporate framework, it has the potential to reduce legal fragmentation, lower transaction costs and improve the predictability of cross-border corporate

¹⁷ Enhanced cooperation is a formal EU Treaty-based mechanism allowing a group of EU Member States to adopt binding EU rules among themselves, whereas a coalition of the willing is an informal arrangement for cooperation outside a specific EU legal framework.

¹⁸ The ECB has welcomed the regime and its extension, but emphasises the need for a broader legal framework for tokenised assets. See [Keynote speech](#) by P. Cipollone at an event on "Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation" hosted by the House of the Euro.

¹⁹ In his keynote speech entitled "Building the rails for Europe's tokenised financial markets", P. Cipollone stressed that technological solutions alone cannot overcome legal fragmentation and highlighted the potential of progress that could be achieved with the underlying EU Inc. legal framework.

activity. It could therefore become an important part of a more integrated European business and investment landscape. However, its full economic benefits will depend on complementary progress under the Single Market and savings and investments union agendas, notably deeper capital market integration and further reductions in regulatory fragmentation.

Experience from other corporate law regimes suggests that the benefits of harmonisation extend beyond the legal text. The effectiveness of a common corporate framework depends on its formal design as well as the legal certainty, market practices and institutional experience that develop around it over time. The ultimate impact of the proposal will depend on whether the legislative process preserves a sufficiently harmonised framework and on whether it is implemented in a manner that is coherent enough to foster a recognised European corporate standard capable of supporting the growth of firms across the Single Market.

EU Inc. is not a silver bullet for the scale-up and internationalisation challenge facing Europe. As an optional regime, its economic impact will depend on the willingness of firms to adopt it and on consistent implementation across Member States. Moreover, the proposal deliberately focuses on company law, so it does not address complementary factors that determine the growth of firms, such as taxation and labour market regulation. Likewise, several constraints that become particularly relevant during the later stages of firms' development, such as broader insolvency frameworks, the depth of public equity markets and the availability of late-stage growth capital and judicial integration, fall largely outside the scope of the proposal. Negotiations on the EU Inc. regime are ongoing, with the Council of the European Union calling on the co-legislators to reach an agreement by the end of 2026.²⁰ The final text will help determine whether Europe can create an environment in which innovative firms not only start, but scale up, invest and remain in Europe.

References

Adilbish, O.E., Cerdeiro, D.A., Duval, R.A., Hong, G.H., Mazzone, L., Rotunno, L., Toprak, H.H. and Vaziri, M. (2025), "[Europe's Productivity Weakness: Firm-level Roots and Remedies](#)", *Working Paper No. 2025/040*, International Monetary Fund, February.

Alon-Beck, A. (2025), "[Incorporating Unicorns: An Empirical Analysis](#)", *Houston Law Review*, Vol. 62, Issue 5, pp. 891-952.

Anaya Longaric, P., Bellinghausen, L., Parisi, L., Quaglietti, L. and van Overbeek, F. (2026), "[Assessing cross-border integration of equity markets in the euro area: evidence from a gravity model](#)", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.

²⁰ The European Commission's proposal is currently being negotiated under the ordinary legislative procedure, with discussions ongoing in both the Council of the European Union and the European Parliament. The final text may therefore differ from the European Commission's proposal, as the co-legislators will form their own stance.

Andrews, D., Criscuolo, C. and Gal, P.N. (2016), "[The Best versus the Rest: The Global Productivity Slowdown, Divergence across Firms and the Role of Public Policy](#)", *OECD Productivity Working Papers*, No 2016-5, OECD Publishing, Paris.

Armour, J. and Cumming, D. (2008), "Bankruptcy law and entrepreneurship", *American Law and Economics Review*, Vol. 10, Issue 2, pp. 303-350.

Baumann, A., Gati, Z., Vinci, F., Wolf, G. (2026), "[Europe's venture capital gap and the financing of high-growth firms](#)", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

Bernasconi, R., Cordemans, N., Gunnella, V., Pongetti, G. and Quaglietti, L. (2025), "[What is the untapped potential of the EU Single Market?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB.

Bothner, J., Lopez-Garcia, P., Momferatou, D. and Setzer, R. (2026), "[Why is Europe lagging behind in high tech sectors? The role of institutional and regulatory quality](#)", *Working Paper Series*, No 3185, ECB.

Broughman, B., Fried, J. M. and Ibrahim, D. (2014), "Delaware Law as Lingua Franca: Theory and Evidence", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 57, No 4, pp. 865-895.

Böninghausen, B., Evrard, J., Gati, Z., Gori, S., Lambert, C., Legran, D., Schuster, W.E. and van Overbeek, F. (2025), "[Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union](#)", *Occasional Paper Series*, No 373, ECB.

Cary, W. L. (1974), "[Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware](#)", *The Yale Law Journal*, Vol. 83, No 4, pp. 663-705.

Cipollone, P. (2026), "[Building the rails for Europe's tokenised financial markets](#)", keynote speech at an event on "Building Europe's integrated digital asset ecosystem: from vision to implementation" hosted by the House of the Euro, Brussels, 23 March.

Coatanlem, Y. and Coste, O. (2025), "[Cost of Failure, Disruptive Innovation and Targeted Flexicurity: more evidence supporting targeted reforms](#)", *IEP@BU Working Paper Series*, Bocconi University.

Christelis, D., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. and Meyer, J. (2026), "[Stockholding in Europe: Evidence from the Consumer Expectations Survey](#)", *Working Paper Series*, No 3239, ECB.

Christelis, D., la Franca, I., Georgarakos, D., Jappelli, T., Kenny, G. and Meyer, J., (2026), "[Why do euro area consumers \(not\) invest in stocks?](#)", *SUERF Policy Brief*, No 1518, SUERF.

CompNet (2025), "[Firm Productivity Report](#)", April.

- Dizioli, A., Fotiou, A. and Garrido, J.M. (2026), "[Toward a 28th European Enterprise Regime: A Single Rulebook to Enable Cross-Border Scale-Up in Europe](#)", *Departmental Paper Series*, No 2026/014, International Monetary Fund.
- Draghi, M. (2024), "[The future of European competitiveness](#)", European Commission, September.
- European Banking Authority (2025), "[Call for advice for the purposes of benchmarking of national loan enforcement frameworks \(Final report\)](#)", October.
- European Investment Bank (EIB) (2026a), "[Drivers of relocation by innovative EU startups and scaleups](#)".
- European Investment Bank (EIB) (2026b), "[EIB Investment Report 2025/2026](#)".
- Eurosystem work stream on productivity, innovation and technological progress (2021), "[Key factors behind productivity trends in EU countries](#)", Occasional Paper Series, No 268, ECB.
- Fedotenkov, I. and Vandeplas, A. (2026), "[Demographic Change and Business Dynamics in the EU](#)", *European Economy Discussion Papers*, No 251, European Commission.
- Fuest, C., Gros, D., Mengel, P.-L., Presidente, G. and Tirole, J. (2024), "[EU Innovation Policy: How to Escape the Middle Technology Trap](#)", ifo Institute.
- Gelter, M. (2017), "Centros, the Freedom of Establishment for Companies and the Court's Accidental Vision for Corporate Law", in F. Nicola and B. Davies (eds.), *EU Law Stories: Contextual and Critical Histories of European Jurisprudence*, Cambridge University Press, pp. 309-337.
- Klepper, S. (1996), "Entry, Exit, Growth, and Innovation over the Product Life Cycle", *American Economic Review*, Vol. 86, No 3, pp. 562-583.
- Letta, E. (2024), "[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity: Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU citizens](#)", April.
- OECD (2021), "[Understanding Firm Growth: Helping SMEs Scale Up](#)", *OECD Studies on SMEs and Entrepreneurship*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2026), "[OECD Compendium of Productivity Indicators 2026](#)", OECD Publishing, Paris.
- Schnabel, I. (2026), "Made in Europe", speech at a lecture in memory of Eugen Böhm von Bawerk, Österreichische Akademie der Wissenschaften, Vienna, 11 February.
- Whitehead, C.K. (2025), "Delaware's Agency Problem", *Cornell Legal Studies Research Paper Series*, No 25-25, Cornell University Law School, August.

Weik, S., Achleitner, A.K. and Braun, R. (2024), "Venture capital and the international relocation of startups", *Research Policy*, Vol. 53, Issue 7.

Wunsch P. and Langenus G. (2026), "[Eurosclerosis 2.0 in a Changing World: From Repetition to Rupture](#)", *Policy Paper*, Nationale Bank van België/Banque nationale de Belgique.

Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives, Tibor Lalinský and Miles Parker

1 Introduction

Most European countries have committed to substantially increasing their spending on defence over the coming decade. This trend is underpinned by efforts towards reaching a higher target for defence spending by the North Atlantic Treaty Organization (NATO) and by recent European initiatives aiming to accelerate investment in defence and strengthen Europe's strategic autonomy. At the June 2025 NATO summit, NATO member countries committed to spending 5% of GDP annually by 2035. At the July 2026 NATO summit, its member countries reaffirmed both that spending commitment and their support for Ukraine. The target of 5% of GDP consists of 3.5% core defence spending and 1.5% of GDP that can be devoted to other defence and security-related activities.

Most European countries significantly reduced their defence spending over the past three decades, following the end of the Cold War. This reallocation of public resources supported other policy priorities. However, it has also contributed to underinvestment in defence capabilities, a fragmented EU defence technological and industrial base (EDTIB) and a growing dependence on non-EU (primarily US) suppliers for critical military systems. Such fragmentation implies significant economic costs through duplicated procurement, limited economies of scale and reduced incentives for innovation capacity. Rebuilding defence capacities and strengthening the EDTIB will require sustained funding, greater coordination across EU Member States and more integrated procurement strategies.

Several EU-wide initiatives now support growth in defence spending and the EDTIB. The Readiness 2030 plan was launched by the European Commission in March 2025. First, the plan supports an increase in defence spending at the national level. Accordingly, under the Stability and Growth Pact (SGP), the activation of the national escape clauses (NECs) allows EU Member States to increase investment and other defence spending beyond previously agreed limits. The deviation is limited to a maximum of 1.5% of GDP during the period 2025-28 and is conditional on preserving medium-term debt sustainability. Second, the plan includes the Security Action for Europe (SAFE) instrument, with a total capacity of €150 billion, to provide loans to EU Member States to foster defence investments through common procurement. Third, the Readiness 2030 plan tasks the European Investment Bank with widening and scaling up the scope of its lending for defence and security projects. Finally, several other EU initiatives are boosting security assistance for

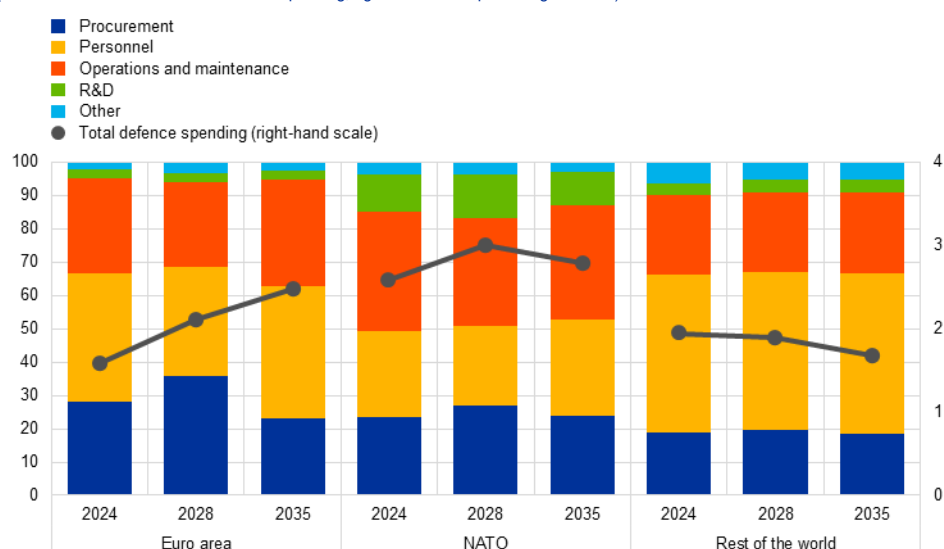
Ukraine. They may not have a direct impact on the euro area economy, but may contribute indirectly to improved security and military capability in Europe.¹

Aggregate euro area spending on defence could increase by almost 1 percentage point of GDP over the next decade and reach 2.5% of GDP in 2035, according to JANES budget database.² A breakdown by type of expenditure shows that in the medium term procurement will likely drive the increases in spending, while over longer horizons spending on personnel as well as on operations and maintenance are expected to dominate (Chart 1). Investment in defence research and development (R&D) in the euro area is marginal, in contrast to the expected contribution for the whole of NATO.

Chart 1

Defence spending trends by expenditure type (2024-35)

(left-hand scale: shares of total defence spending; right-hand scale: percentage of GDP)



Sources: JANES database and ECB staff calculations.

Notes: The euro area aggregate excludes Malta and Cyprus. The NATO aggregate excludes the non-NATO euro area countries Austria, Cyprus, Ireland and Malta. "Rest of the world" excludes the NATO member countries. Based on JANES data. R&D stands for research, development, testing and evaluation.

Higher defence spending in Europe has several macroeconomic implications.

Military spending affects economic output through three principal channels: demand, supply and security (Dunne et al., 2005). In the short to medium run, government spending on infrastructure, military personnel and defence materiel stimulates domestic demand. The extent to which this affects economic activity depends, among other factors, on the degree to which the spending remains within the

¹ See European Commission (2025), "Commission unveils the White Paper for European Defence and the ReArm Europe Plan/Readiness 2030", *press release*, 19 March, and subsequent documentation. More recently, the European Council approved legislation underpinning a €90 billion loan to Ukraine. See European Council (2026), "Council finalises €90 billion support loan to Ukraine", *press release*, 23 April. This loan will be financed through EU borrowing on the capital market, which will be backed by the EU budget headroom.

² JANES defence budget (JDB) database is a commercial database that provides defence budget data and projections for 112 countries for 2005-36. Whenever possible, JDB uses budget data from official government sources: ongoing and announced programmes, white papers, defence strategies, funding announcements, and ten-year forecasts based on equipment replacement cycles. Box 1 only compares the official COFOG data and those from the NATO database.

domestic economy. In the longer term, defence spending can increase aggregate supply by increasing the economy's capital stock and encouraging innovation and technological development. Finally, greater domestic security can help alleviate the negative effects of geopolitical uncertainty on consumption and investment (Brignone et al., 2026). In what follows, Section 2 takes stock of defence spending in the euro area countries and discusses defence spending statistics. Section 3 shifts to the short and medium-term macroeconomic effects of increased defence spending, focusing on the horizon of the Eurosystem staff macroeconomic projections. Finally, Section 4 considers the longer-run influences on the supply side and economic growth.

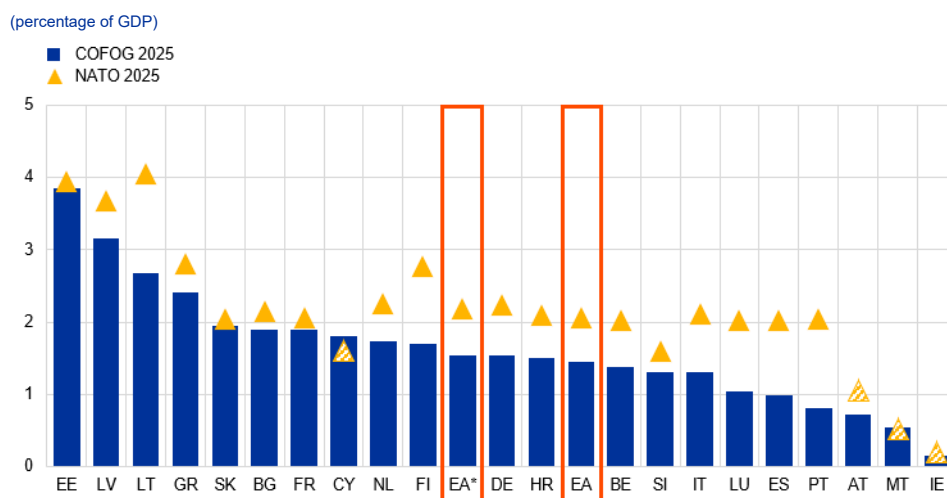
2 Cross-country comparison of defence spending in the euro area

Defence spending as a share of GDP increased in most European countries in 2025 compared with 2024, although only four euro area countries are above 2% (Chart 2). Classification of the Functions of Government (COFOG) data on defence expenditure are the key reference for analysing how much governments spend on defence using national accounts. It is also the metric used in the European fiscal framework for assessing the activation of the NECs. According to these data, among the euro area countries that are NATO members, the Baltic countries and Greece spent more than 2% of GDP on defence in 2025, while Slovakia, Bulgaria and France were close to that threshold. By contrast, the expenditure of non-NATO euro area countries continued to be low (e.g. Ireland 0.1% of GDP or, equivalently, 0.3% of GNI*,³ Malta 0.5% of GDP and Austria 0.7% of GDP) except for Cyprus, which spent 1.8% of GDP. Compared with 2024, the estimated euro area aggregate increased slightly by 0.1 percentage points to almost 1.5% of GDP in 2025. The estimated average for 2025 is slightly higher than 1.5% of GDP when taking into account only NATO member euro area countries.

³ Modified gross national income (GNI*) is an indicator published by Ireland's Central Statistics Office designed to measure the size of the Irish economy by excluding globalisation effects. It subtracts the depreciation on intellectual property, the depreciation on leased aircraft and the net factor income of redomiciled public limited companies from headline GNI.

Chart 2

Defence spending across COFOG and NATO data sources



Sources: Eurostat (2026b, April), NATO (July 2026) and European Defence Agency.

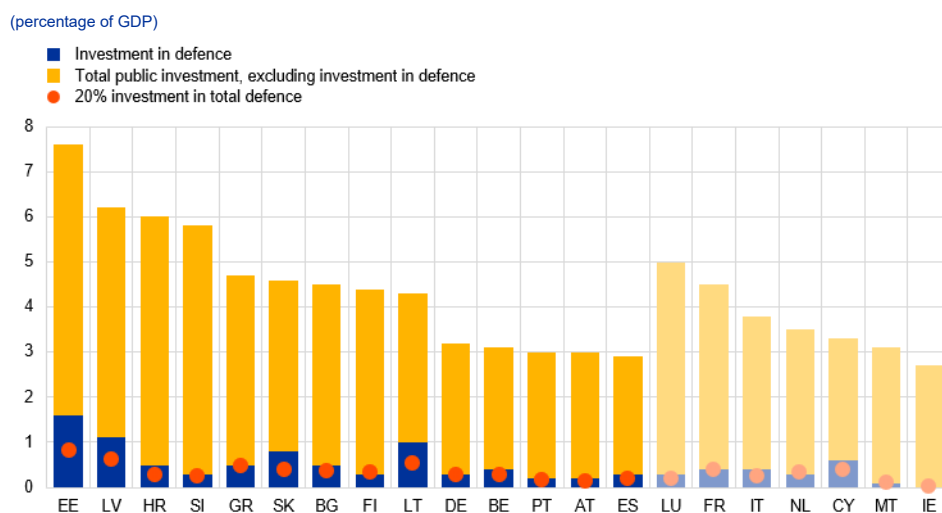
Notes: The European Defence Agency (EDA) collects data from the defence ministries of all EU Member States and some non-EU countries, regardless of NATO membership. The ordering of countries is according to COFOG defence spending as a share of GDP in 2025. For Ireland, Spain and the Netherlands, the 2025 COFOG data shown are proxied by 2024 COFOG data and the growth in defence investment over 2024-25. For Italy and Cyprus, the 2025 COFOG data shown are proxied by 2023 COFOG data and the growth in defence investment over 2023-25. For the non-NATO EU Member States, 2025 NATO defence spending is approximated by the latest available EDA defence spending data for 2025 and marked by the patterned yellow triangles. There are two estimated euro area aggregates displayed: euro area (EA) contains all 21 countries, while euro area* (EA*) only contains the NATO member euro area countries.

The defence spending-to-GDP ratios have increased for most euro area countries according to NATO data.

The differences between the COFOG and NATO databases arise from several factors, as explained in Box 1. The differences between the two data sources generally widened in 2025, which may have been driven by timing differences in the recording of major purchases of equipment. For example, COFOG 2025 data show a ratio of 1.5% of GDP for Germany in 2025, whereas NATO data indicate 2.2% of GDP. All the euro area NATO member countries, except Slovenia, have already reached 2% of GDP in defence spending according to the NATO measure. Hence, the estimated euro area NATO aggregate was close to 2.2% of GDP in 2025 (and at 2.0% of GDP for the aggregate across all euro area countries).

For most euro area countries, public investment in defence increased in 2025 and represented more than 20% of the defence budget (Chart 3).

Expenditure on defence is mostly allocated to compensation of employees, followed by intermediate consumption and investment, with the composition being rather stable over time. After limited change in 2024, however, in 2025 most euro area countries reported a growing defence investment-to-GDP ratio. Overall euro area aggregate defence investment spending increased by 0.3 percentage points of GDP relative to 2024. Moreover, in 2025 most euro area countries allocated more than 20% of their defence budget to investment. Although in most euro area countries defence investment accounts for a relatively low share of total public investment, it is becoming both a more structural component and more relevant for Europe's long-term growth and fiscal strategy. Over time, this may also lead to higher current expenditure (intermediate consumption) due to the specific costs associated with maintaining a higher stock of military equipment.

Chart 3**Public investment and investment in defence in 2025**

Source: Eurostat (2026b, April).

Notes: The ordering of countries is according to total public investment spending (P.51G) as a percentage of GDP in 2025. Investment in defence is defined in the SGP as gross fixed capital formation (P.51G). The euro area countries are grouped into countries that have activated the national escape clause (NEC; bars on the left) and non-NEC countries (lighter bars, on the right).

Box 1**Understanding defence spending statistics**

Prepared by **Marta Rodríguez-Vives**

Assessing the recent increase in defence spending is not straightforward, as different statistical frameworks coexist. The two most widely used sources are the national accounts-based COFOG and NATO defence expenditure statistics. While both are broadly similar in scope, aiming to capture resources devoted to defence, they differ in terms of accounting principles and statistical objectives.

COFOG defence spending (division 02) provides a functional classification of government expenditure within the European System of Accounts (ESA 2010) and is therefore the preferred framework for analysing the role of defence spending in public finances and fiscal policy in the EU. NATO statistics, by contrast, are designed to monitor defence efforts and military capabilities across Alliance members and follow a slightly broader concept. NATO figures for defence expenditure are hence generally higher than those for COFOG defence spending (see Eurostat, 2026a, 2026b). Several factors explain the discrepancies between the two measures.

1. NATO expenditure is largely recorded on a cash basis, whereas national accounts follow the accrual accounting principle: expenditure is recorded when economic ownership changes, not when payments are made. This can generate substantial differences in individual years during re-arming periods, when large military procurement projects with long delivery times are ongoing. However, the cash-accrual discrepancies will tend to diminish in the long run once ownership has been fully transferred.

2. The scope of core defence expenditure is broader under NATO's 3.5% of GDP commitment. Notably it includes military pensions, healthcare spending for military personnel, and other defence and security-related costs. In national accounts, pensions for military employees are recorded under social protection (COFOG category 10) and healthcare for military personnel under health (COFOG category 07).
3. A more significant challenge arises from NATO's additional 1.5% of GDP commitment, for which there is no single equivalent COFOG category. The component "other defence and security-related expenditure" includes protection of critical infrastructure, defence networks, civil preparedness and resilience, innovation, and strengthening the defence industrial base. In national accounts, this expenditure is distributed across several COFOG functions, notably general public services (category 01), public order and safety (category 03) and economic affairs (category 04).
4. Another statistical clarification concerns defence capabilities, as the composition of spending is at least as important as its aggregate level. Compensation of employees and intermediate consumption – covering the goods and services used in the day-to-day provision of defence services, such as fuel, maintenance and repair, logistics and other operational inputs – primarily contribute to maintaining existing capabilities. By contrast, capital formation reflects the accumulation of assets that expand or modernise defence capabilities. In national accounts (Table A), government investment in defence (P51G) comprises gross fixed capital formation classified under COFOG division 02 (Defence), including military weapon systems and military infrastructure.⁴ However, a significant component of military capability-building may be recorded under changes in inventories (P52). Ammunition, missiles, rockets, bombs and other single-use military items are not treated as fixed assets in national accounts. Rather, they are treated as inventories until they are used and afterwards classified as intermediate consumption. Excluding inventories would underestimate the resources devoted to strengthening defence capabilities in the current geopolitical environment. As highlighted by the European Commission (2025), capital formation captures long-term investments in military capabilities. It covers not only military infrastructure and weapon systems, such as aircraft, warships and tanks, but also the accumulation of ammunition and missile inventories. For this reason, and as shown in Table A, future analysis of defence investment could focus on gross capital formation (P5) rather than on gross fixed capital formation (P51G) alone, as the former provides a more comprehensive measure of the resources devoted to strengthening military capabilities.
5. Finally, COFOG and NATO rely on different sources for the GDP denominator.

⁴ According to ESA 2010 (paragraph 20.190), military weapon systems comprise vehicles and other equipment – such as warships, submarines, military aircraft, tanks and missile launchers – that are used continuously for more than one year to provide defence services.

Table A

Defence expenditure in national accounts: which components relate to military capacity?

Component (ESA code)	Examples	Relevance for capacity building
Compensation of employees (D1)	Military salaries and allowances	Maintains existing forces
Intermediate consumption (P2)	Fuel, maintenance costs, logistics, training	Supports operational readiness. Training is important for current and future military capabilities.
Social benefits (D62)	Military pensions and related benefits	Limited direct impact on current capabilities
Gross fixed capital formation (P51G)	Aircraft, warships, tanks, military infrastructure, weapon systems	High
Changes in inventories (P52)	Ammunition, missiles, rockets, bombs, spare military supplies	High
Gross capital formation (P5 = P51G + P52)		Best measure of investment in future military capabilities

Source: Authors, based on ESA 2010.

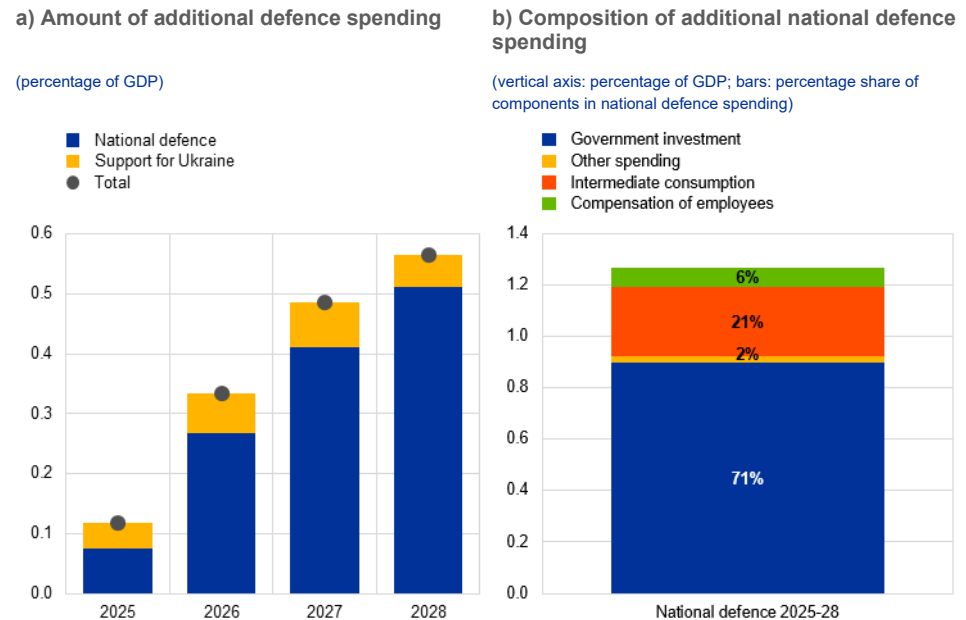
3 Fiscal and macroeconomic implications of rising defence spending over the short and medium term

The additional euro area defence spending since the Munich Security Conference in early 2025 is incorporated in the June 2026 Eurosystem staff projection baseline, and reaches 1.5% of GDP cumulatively over 2025-28 (Chart 4, panel a). This spending includes military support to Ukraine (0.24% of GDP cumulatively over 2025-28). The estimates have been revised upwards by about 0.4 percentage points compared with the Eurosystem staff's first estimate in the June 2025 projections.⁵ In part, this reflects more countries specifying new defence plans in enough detail to be incorporated into the staff projection baseline. Germany continues to account for the bulk of these new measures, including most support for Ukraine. Purely in terms of additional national defence spending, which is relevant for assessing the direct macroeconomic impact, Germany accounts for somewhat more than 70% of the total incorporated in the June 2026 projection baseline. Only the Baltic countries rank higher on defence spending as a share of GDP. The majority of the additional national spending over the period 2025-28, at the euro area aggregate level and in most countries, relates to investment (71%). The rest is mostly for government consumption, tilted more towards intermediate consumption (21%) than personnel expenditure (6%; Chart 4, panel b).

⁵ For an overview, see Checherita-Westphal et al. (2025).

Chart 4

Additional defence spending incorporated in the Eurosystem staff projections baseline since the Munich Security Conference (early 2025), euro area aggregate



Sources: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026 and ECB calculations.

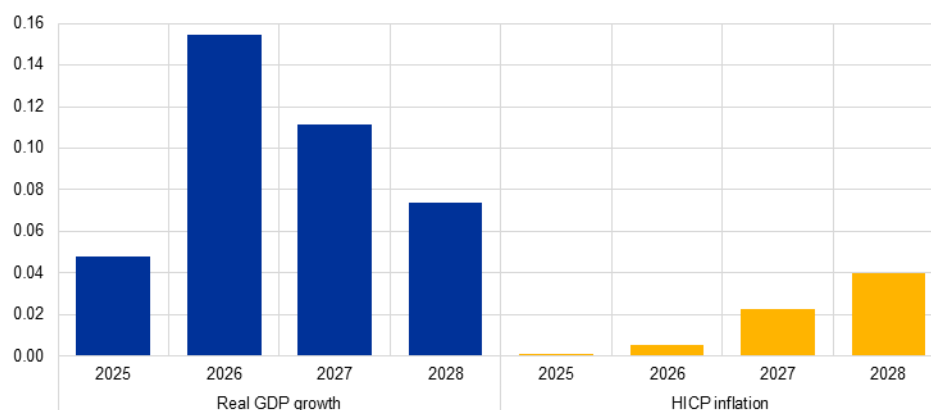
In terms of macroeconomic impact, defence spending is a notable driver of euro area growth over the projection horizon, while the inflation impact is projected to be muted (Chart 5). The additional defence spending incorporated in the baseline since the Munich Security Conference is estimated to increase real GDP growth by 0.4 percentage points cumulatively over 2025-28, with a peak effect in 2026.⁶ While increasing towards the end of the horizon, the expected impact on euro area inflation is limited and less than 0.1 percentage points cumulatively over 2025-28. This result primarily reflects the projected composition of the additional defence spending (mostly on capital with a low share of personnel spending, which tends to have limited inflationary effects as shown in Box 2, part 2).

⁶ The impact on real GDP "growth" is determined by the annual change in the additional spending for each year and is hence lower in cumulative terms than the impact on the real GDP "level".

Chart 5

Macroeconomic effects of the additional national defence spending on the Eurosystem projection baseline, euro area aggregate

(percentage points)



Sources: Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2026 and ECB calculations.

Notes: The macroeconomic effects are aggregated at the euro area level based on country-specific estimates using simulation models provided by the Eurosystem's national central banks. They are expressed as a percentage point deviation from a baseline without the additional defence spending, keeping monetary policy, exchange rate and financial spreads fixed at their baseline values. The fiscal shocks used in model simulations are calculated in marginal terms (corresponding to the annual change in the national defence spending component shown in Chart 4, panel a). HICP stands for Harmonised Index of Consumer Prices.

The baseline estimates are subject to uncertainty. The risks to the baseline are, overall, assessed to be tilted towards higher defence spending (see Box 2, part 1). Furthermore, the relatively high growth but low inflation impact of the additional defence spending over the Eurosystem projection horizon and beyond is contingent on several factors. In particular, the impact hinges on the response of the supply side and whether, in future, spending on capital will increase relative to spending on personnel (see the next section and the analysis in Box 2, part 2). Other factors, such as the expectations of households and firms, will also play a role. In the euro area, households' expectations about the impact of defence spending on the economy and their financial wellbeing are closely linked to their beliefs about how such spending will be financed and their country's level of public debt (see Baumann et al., 2025).⁷ Finally, there is also considerable estimation uncertainty regarding the GDP fiscal multipliers of defence spending with respect to, among other factors, the composition of spending, the timing of announcements, and transmission mechanisms (see the empirical analysis in Box 2, part 2).⁸

⁷ The study uses data from the ECB Consumer Expectations Survey conducted in May 2025. While the overall impact of different defence spending beliefs on expectations remained limited, most households surveyed expected inflation to increase somewhat in response to higher defence spending, while their expectations about the impact on growth were more varied and broadly pessimistic.

⁸ Beyond the factors discussed in Box 2, multipliers depend on other factors. GDP multipliers tend to be lower when monetary policy is active (in response to the increase in inflation) and higher during recessions or when fiscal space is ample. See Bokan et al. (2025) for a recent model-based analysis for the euro area, and Ilzetzi (2025), Checherita-Westphal and Særkjær (2025) for recent reviews of the empirical literature.

Box 2

The macroeconomic effects of defence spending beyond the projection baseline: model-based scenario analysis and empirical evidence

Prepared by Cristina Checherita-Westphal, Georg Müller and Laust Særkjær

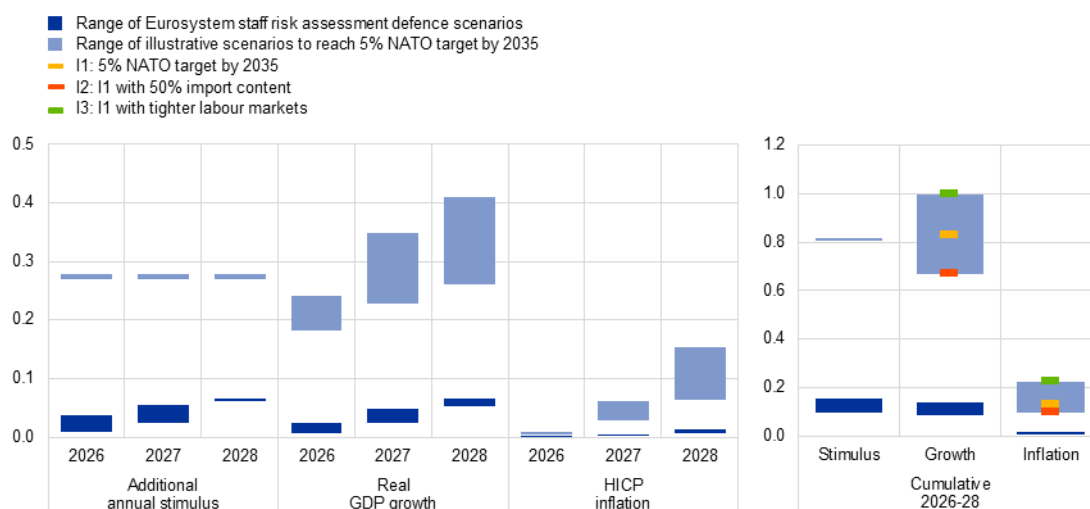
1. Scenario analysis of risks to the euro area June 2026 projection baseline from higher defence spending

First, Eurosystem staff assessed the risks of additional defence spending over 2026-28 as stemming mostly from government announcements that were insufficiently detailed to be included in the baseline at the cut-off date of the June 2026 projections. Such risks, based on country-specific expert judgement, were found to be limited at the euro area aggregate level (Chart A, dark blue bars). Staff also assessed the likely composition of such additional defence spending (tilted towards government investment) and its possible financing through higher taxes and/or cuts in other spending (assessed as being limited). Macroeconomic simulations of such risk scenarios indicate that the cumulated real GDP growth effects would be limited to below 0.1 percentage points over 2026-28, while the inflation impact would be negligible.

Chart A

Scenario analysis of risks to the euro area projection baseline from higher defence spending over 2026-28

(percentage points of GDP and percentage point deviation from the baseline)



Source: ECB staff calculations based on Eurosystem staff risk assessments in the context of the June 2026 projections.

Notes: HICP stands for Harmonised Index of Consumer Prices. The left-hand panel shows the calibration and the effects of scenario ranges on an annual basis, while the right-hand panel shows them in cumulative terms over 2026-28 for three illustrative scenarios (I1-I3). The range of the dark blue bars is given by the scenarios for additional defence spending both with compensatory financing measures (assessed as being limited) and without (fully debt-financed). In the illustrative scenarios (light blue bars), the fiscal shock from scenario I1 (gradually increasing defence spending to reach the 5% of GDP NATO target at euro area level by 2035) is calibrated without compensatory measures (full debt financing). The range of macroeconomic results is based on simulations with the ECB's main euro area projection model (ECB-BASE), keeping monetary policy, exchange rate and financial spreads fixed at their baseline values.

Second, illustrative risk scenarios considered higher additional defence spending to reach the 5% of GDP NATO target at euro area level by 2035. These scenarios could yield more significant growth effects (between 0.7 and 1 percentage points cumulatively over 2026-28). The impact on inflation, albeit increased, would remain limited over the projection horizon (Chart A, light blue bars). The range of macroeconomic effects depends on various assumptions on the underlying parameters. In particular, increasing the import content of public spending from a 19% average benchmark value

(in the central scenario I1) to 50% (scenario I2) lowers the growth effect by about 0.2 percentage points cumulatively, with milder impacts on inflation. Higher labour market tightness (scenario I3) leads to a larger inflation impact owing to higher wage pressures (while also boosting the estimated growth impact due to an increase in households' disposable income). Finally, the estimates in these illustrative scenarios can be regarded as upper limits. The analysis abstracts from possible financial market tensions if government debt ratios are not put on a declining path over the medium term in line with the requirements of the Stability and Growth Pact, particularly in the highly indebted euro area countries (see Bouabdallah et al., 2025 for more detailed analyses on the sustainability implications).

2. Empirical analysis of the macroeconomic effects of defence spending across EU Member States over 1999-2025

This part complements the model-based results above with an empirical analysis across EU Member States drawing from Checherita-Westphal and Særkjær (2026). It contributes to the empirical literature in several ways. First, it goes beyond GDP multipliers, which are the focus of most empirical studies, to investigate in detail the price effects of defence spending. Second, in exploiting Eurostat's COFOG functional classification of government expenditure (see Box 1), the analysis aims at improving the estimation of the timing of the fiscal "shock" to account for the fact that purchases of large military equipment are only recorded as defence spending upon delivery – and therefore with a lag. To this end, it adjusts the capital component of COFOG defence spending data using a country-specific "delivery time delay" proxy constructed based on the SIPRI Arms Transfers Database.⁹ Third, the analysis captures very recent developments in the EU Member States' defence build-up by using defence spending data up to and including 2025, as available.

The analysis finds that aggregate defence spending generates a cumulative GDP multiplier of around unity at its peak, which occurs later and is more prolonged in the "adjusted" specification (Chart B, left panel). Price effects are positive and statistically significant, with GDP deflator growth effects higher than inflation according to the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). This reflects the fact that defence-specific cost pressures go beyond pressures on consumer prices and are more directly captured through government spending deflators (Chart B, middle and right panels). The cumulative HICP inflation effect after a 1% of GDP increase in defence spending peaks at 1.3 percentage points in the third year in the "adjusted" specification, where the effects are stronger than in the unadjusted one. Nonetheless, as shown below, this relatively high impact on inflation depends heavily on the composition of defence spending. Larger delivery delays than the historical norm in a situation of high demand for military equipment and supply constraints would mean a more delayed peak in GDP effects and an earlier and higher onset of inflation. Finally, the GDP effects are surrounded by substantial uncertainty, as indicated by the wide confidence bands.

⁹ This dataset records the order date and actual delivery year for all international transfers of major conventional weapons since 1950. Based on these data, the analysis estimates country-specific procurement delivery lags for capital-relevant categories such as aircraft, ships and armoured vehicles at up to four years, with a median for the sample at two years.

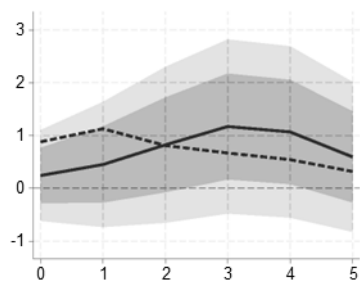
Chart B

Impact of total defence spending and propagation channels

Defence spending with “adjusted” capital (dashed line: unadjusted)

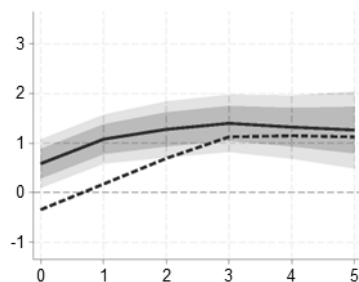
GDP

(y-axis: percentage deviation from trend GDP; x-axis: horizon in years)



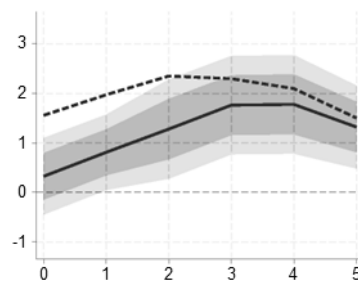
HICP inflation

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



Deflator growth

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



Source: Authors' calculations.

Notes: Estimates for the sample of 27 EU Member States for 1999 to 2025 estimated dynamically using the Panel Local Projection method of Jordà (2005). The panels show cumulative effects over a five-year horizon after a 1% of trend GDP increase in defence spending (the fiscal shock occurs in year 0). The cumulative GDP multiplier follows the specification of Ramey and Zubairy (2018). The GDP variable is expressed in real terms and is normalised to lagged trend GDP. The baseline includes a range of lagged control variables as well as country and time fixed effects. The levels indicated by the confidence bands are: grey 68%; light grey 90%.

The macroeconomic effects and the propagation channels depend on the type of defence spending (Chart C). Capital defence expenditure is the primary source of GDP increases, whereas higher personnel spending generates relatively stronger deflator effects. Personnel spending, which has the largest share in total defence spending (over 50% in our sample), mostly acts through increasing households' consumption while crowding out private investment. Its very large effect on the GDP deflator growth on impact (at time 0 when the shock occurs) in part reflects a direct effect on the government consumption deflator through the channel of higher public wages. Both capital and personnel spending contribute to a deterioration in the trade balance. For capital spending, as opposed to personnel costs, there is no evidence for crowding out of private investment (crowding-in effects, while not statistically significant in the full sample, are strong if outlier observations are excluded).

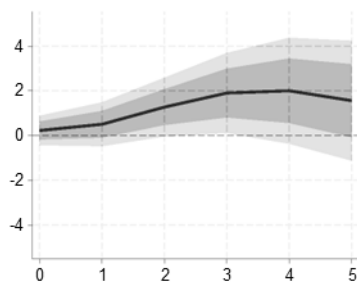
Chart C

Breaking down total defence spending: the impact of capital and personnel spending

a) Cumulative impact of “adjusted” capital spending

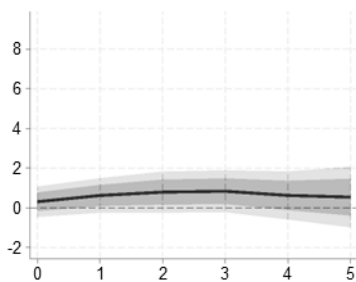
GDP

(y-axis: percentage deviation from trend GDP; x-axis: horizon in years)



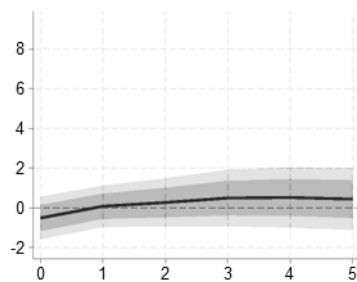
HICP inflation

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



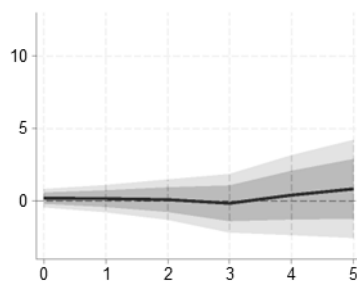
Deflator growth

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



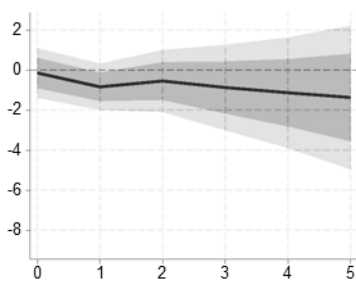
Household consumption

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



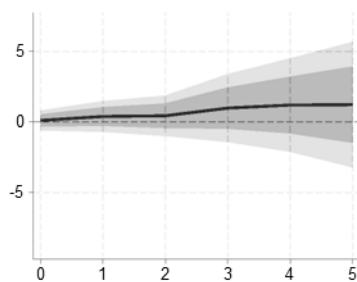
Net exports

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



Private investment

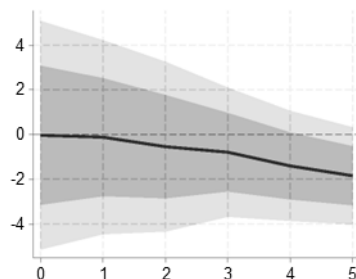
(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



b) Cumulative impact of personnel spending

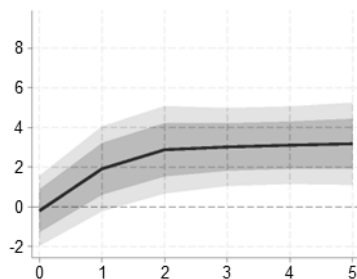
GDP

(y-axis: percentage deviation from trend GDP; x-axis: horizon in years)



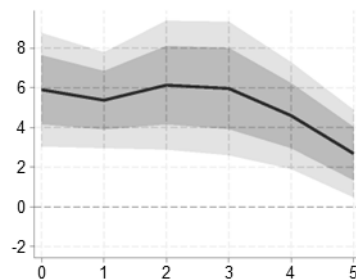
HICP inflation

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



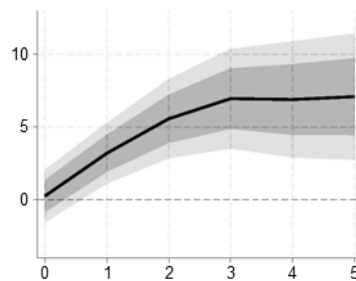
Deflator growth

(y-axis: percentage points; x-axis: horizon in years)



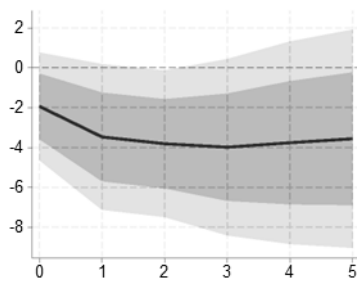
Household consumption

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



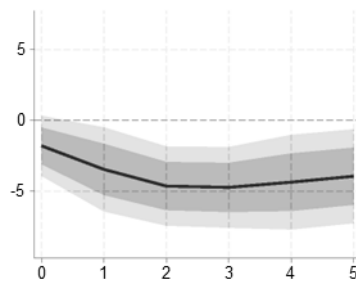
Net exports

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



Private investment

(y-axis: percentage of trend GDP; x-axis: horizon in years)



Source: Authors' calculations.

Notes: The estimates for the sample of 27 EU Member States from 1999 to 2025 were prepared using the Panel Local Projection (LP) method of Jordà (2005). The panels show cumulative effects over a five-year horizon after a 1% of trend GDP increase in defence spending (fiscal shock in year 0). The cumulative GDP multiplier follows the specification of Ramey and Zubairy (2018). GDP and all other variables, apart from inflation and GDP deflator growth, are expressed in real terms and normalised to lagged trend GDP. The baseline includes a range of lagged control variables as well as country and time fixed effects. The levels indicated by the confidence bands are: grey 68%; light grey 90%.

4 Longer-term impact on output and productivity

Defence spending can boost longer-term economic activity and productivity if it brings about structural change, notably through delivering economies of scale, reallocating current production as well as creating technological spillovers to civilian production. There are productivity benefits arising from economies of scale, learning by doing and technological spillovers (see Ilzetzi, 2025). The size of such productivity gains depends on the type and location of spending as well as a number of structural factors. Defence equipment usually involves high-tech manufacturing, so higher domestic defence production can improve productivity if it causes capital and labour to be reallocated from less productive activities. The impact of this reallocation will be smaller if a large share of defence equipment is imported. Defence R&D spending can also generate productivity spillovers to the civilian sector. By contrast, spending on military personnel has been shown to have a lower impact on growth (see Box 2), since it can potentially move workers away from more productive roles in the civilian sector.

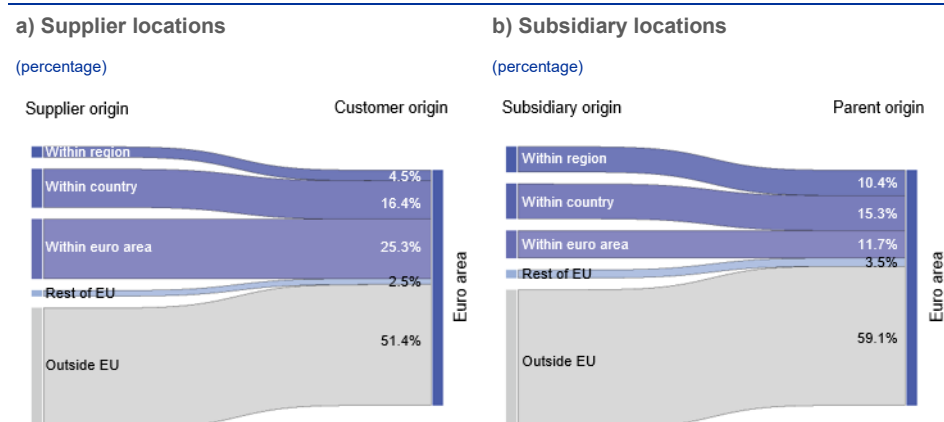
There is some evidence of a pivot towards domestic arms manufacturing and concurrent improvements in labour productivity. Greater domestic production provides more opportunity to generate economies of scale and lower the unit cost of production. The annual accounts of major European defence contractors show that between 2021 and 2024 their revenues increased and they also posted higher value added per worker. Further economies of scale may be obtained by focusing European procurement on a narrower set of pan-European major weapon systems. At present, European defence spending is fragmented along national lines with a proliferation of systems relative to the United States. Attempts to create joint European systems, such as the Franco-German-Spanish Future Combat Air System, have at times run into difficulty.

Knowledge spillovers may occur within regions where defence production takes place, or along supply chains. The production of major European defence firms is highly concentrated in certain regions. The 12 largest euro area defence firms and their subsidiaries exceed 5% of total manufacturing employment in several euro area NUTS1 regions.¹⁰ When also taking into account defence companies' suppliers, the degree of regional concentration is smaller. Less than 20% of suppliers of the top euro area defence firms operate in the same region or country, with an additional 25% of suppliers located elsewhere in the euro area, and about 50% outside of the EU (Figure 1, panel a). The location of subsidiaries indicates somewhat stronger regional ties, with around 10% of subsidiaries located within the same region (Figure 1, panel b). However, the overall intra-euro area or intra-EU subsidiary network covers only 40% of all subsidiaries. That may limit the potential for knowledge spillovers across the euro area, although there may also be opportunity for knowledge transfer from imported equipment. At the same time, the large share of non-EU suppliers highlights the EU's dependence on, and vulnerability to, external providers for key inputs and potentially critical defence systems.

¹⁰ NUTS 1 is the highest major regional level in the European Union's Nomenclature of Territorial Units for Statistics.

Figure 1

Top defence firms' linkages with suppliers and subsidiaries



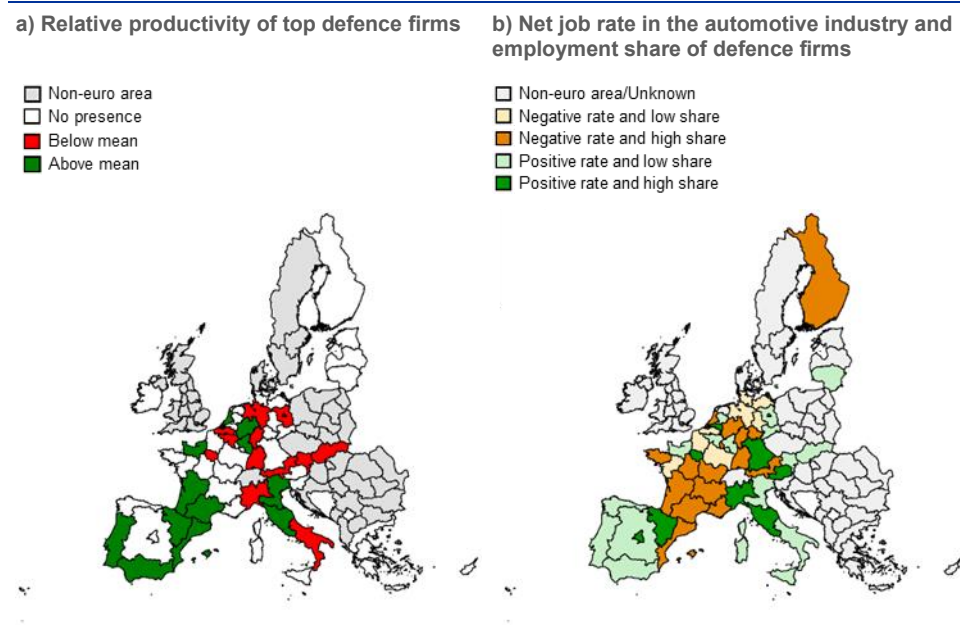
Sources: Bloomberg Finance L.P. and Moody's.

Notes: Panel a) shows the share of suppliers relative to the total number of suppliers to top euro area defence firms. Panel b) shows the share of subsidiaries relative to the total number of subsidiaries of top euro area defence firms.

Higher defence production may also improve aggregate productivity by reallocating resources away from less productive activities. Major defence firms are, on average, more productive than other manufacturing firms in about half of the regions where they are present (Figure 2, panel a). Reallocating employment from civilian to defence firms in those regions could therefore increase aggregate productivity as a result of a direct composition effect.

Figure 2

Defence sector productivity and employment dynamics



Sources: Moody's and Eurostat.

Notes: Panel a) shows the mean value added per employee in top defence firms and their subsidiaries operating in the manufacturing sector over the mean value added per employee in the manufacturing sector in NUTS1 regions in 2023. Below (above) mean figures represent a productivity share below (above) mean productivity in the manufacturing sector. Panel b) shows the net job rate calculated as the difference between the intra-regional job creation and job destruction rates in firms from the automotive industry (C29 in the NACE Rev. 2 classification) between 2018 and 2023. Low and high shares indicate whether employment in top defence firms, including their suppliers and subsidiaries, accounts for a below or above-median share of total employment in the region in 2023 respectively.

Higher labour demand by defence firms might create opportunities for productivity-enhancing labour reallocation without creating regional labour market tensions. Between 2018 and 2023 the share of total manufacturing employment in total employment declined in several euro area regions. Notably,

employment in the automotive industry fell in most euro area regions over the same period. These are regions in which top defence firms employ a higher share of workers (Figure 2, panel b, orange regions). In those regions an increase in defence spending may therefore be absorbed without intensifying labour market pressures.

The final channel through which higher defence spending can bolster long-run output and productivity is through spillovers from defence R&D to civilian productivity.

Public spending, notably on basic research, appears to have particularly high economy-wide returns. ECB analysis shows that increasing the government subsidies for R&D and technology adoption by 1% of GDP could raise output by 1.5% in the long run (ECB, 2024). An increase in defence spending of 1% of GDP has been estimated to increase total factor productivity by 0.3% over the long run, primarily through spillover effects from public R&D (Antolin-Diaz and Surico, 2025). A recent study also finds that increasing public R&D spending by 10% results in private sector R&D increasing by 5-6% (Moretti et al., 2025).

To bolster the long-run growth impact of defence spending, it is crucial to increase the relatively low rates of defence R&D spending in Europe. Public defence R&D accounted for just 0.03% of GDP in the EU in 2022, compared with

0.08% in the United Kingdom and 0.3% in the United States. Assuming defence-related R&D has the same economic effect as government-funded R&D, catching up to the US rate could increase EU GDP by 0.5% in the long run (see Box 3). Beyond this direct impact, public sector R&D also raises the returns to private sector R&D, stimulating further private sector spending on R&D. According to estimates from a model calibrated to the Spanish economy, this could add a further 0.15 percentage points to annual GDP growth over the long run (see Box 3).

Box 3

Economic benefits of higher public R&D defence spending

Prepared by Rubén Domínguez-Díaz and Miles Parker

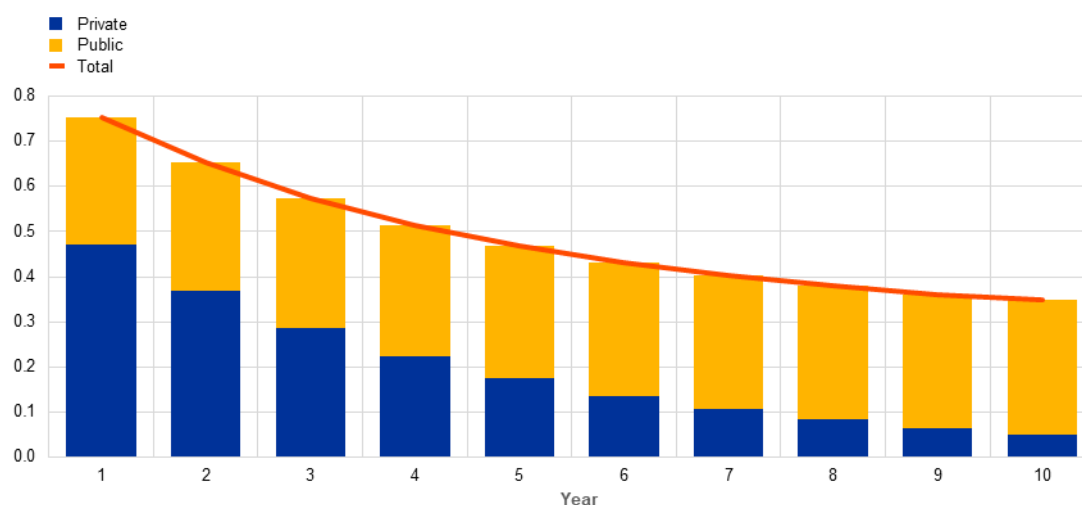
Using an off-the-shelf endogenous growth model calibrated to the Spanish economy as an illustrative case, this box analyses the effects of defence R&D spending on long-run output. In the model, households and companies choose how much to invest in physical capital and labour. Firms can also invest in innovation, which boosts their total factor productivity (TFP). We represent defence R&D as public investment in basic research that increases the available stock of knowledge and so enhances the returns to private sector R&D. We calibrate the magnitude of these spillovers using available firm-level empirical evidence on the impact of public R&D on private R&D investment from the United States.

We consider a large permanent increase in the public R&D-to-GDP ratio of 0.3 percentage points, to approximately the same level as defence R&D in the United States. Reaching such a level would be challenging, but it serves as a benchmark for estimating the upper bound of the potential effects of defence R&D. Chart A shows the total response of R&D spending as a share of GDP over a ten-year horizon. The stock of knowledge generated by public R&D quickly benefits the private sector owing to high elasticity of private R&D with respect to public R&D, creating positive spillovers that encourage firms to themselves allocate more resources to R&D.

Chart A

Change in R&D spending

(percentage point share, as a percentage of GDP)



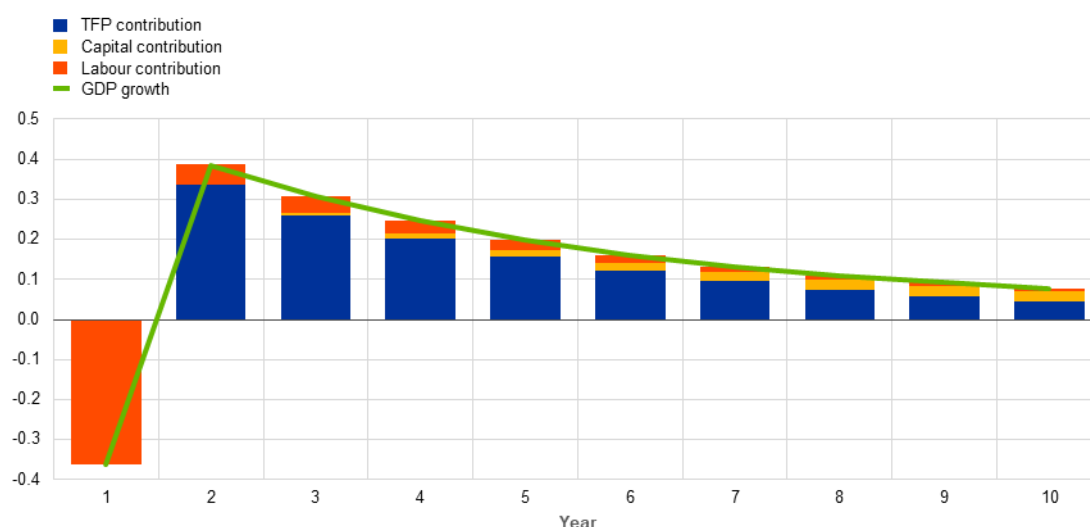
Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

Higher R&D spending by private firms raises TFP, boosting long-run GDP growth by roughly 0.15 percentage points per year, on average (Chart B). On impact, however, GDP declines, reflecting the trade-off inherent in R&D spending: resources are allocated today towards innovation that yields future productivity gains rather than immediate output. That initial reallocation of resources results at first in lower output than if these resources had continued to be allocated to consumption or investment. At the same time, any increase in labour demand in R&D-intensive sectors is partly offset by firms' shift toward more capital and knowledge-intensive innovation activities, temporarily lowering labour intensity. Over time the productivity gains prevail. Higher productivity also spills over to private investment, increasing the returns on private capital and boosting the capital contribution.

Chart B

GDP growth and contributions

(percentage point deviation from steady state for contributions; percentage points for GDP growth)



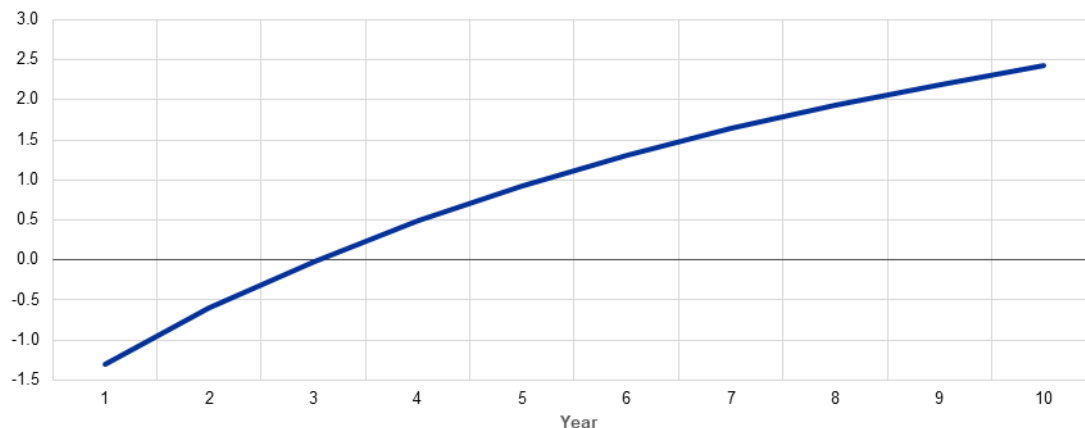
Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

Finally, Chart C shows the cumulative multiplier of public R&D spending, which captures by how much GDP increases for each euro of public R&D invested. While the multiplier is negative in the short term, reflecting the initial reallocation of resources discussed above, it is well above unity in the long term, as private sector R&D and investment increase. Over the long run each €1 of additional government R&D spending can generate almost €2.5 of GDP.

Chart C

Cumulative R&D multiplier

(increase in GDP per €1 of public R&D investment)



Source: ECB staff calculations based on Domínguez-Díaz et al. (2025).

5 Conclusions

Most European countries have committed to substantially increasing their defence spending over the coming decade. As a response to the intensification of geopolitical tensions and the agreement on higher NATO defence spending targets of 5% of GDP by 2035, most euro area countries increased their defence spending, including defence investment, in 2025. Looking ahead, based on the plans that have been announced, the major efforts to boost national defence spending are expected to be concentrated in Germany and the Baltics.

In the short and medium term, defence spending is expected to be an important driver of growth in the euro area if these spending plans materialise.

The expected cumulative percentage point contribution to growth over the period 2025-28 ranges from 0.4 in the projection baseline to 1 in the most favourable risk scenario. The expected impact on inflation is limited. The actual impact would depend on several factors, such as the composition of spending, with capital as opposed to personnel spending having the potential to lift growth while keeping inflation contained.

Over the longer run, higher defence spending will have only a limited impact on the level of economic activity in the euro area unless there are changes to its composition. The historically large share of imported defence equipment limits the potential for higher domestic productivity growth, as does the relatively high share of spending on personnel. Substantially increasing the spending on R&D could generate larger productivity and growth effects over longer horizons, as dual-use technologies and knowledge spillovers improve the returns to private sector R&D and bolster innovation. Increasing the domestic share of production and reducing the degree of fragmentation of spending could also bolster the productivity gains.

The macroeconomic effects of defence spending analysed here are surrounded by high uncertainty, also in relation to the sustainability of higher spending. At present, higher defence spending is compatible with the EU fiscal framework thanks to the activation of the NECs from 2025 to 2028, provided that a higher pace of consolidation is subsequently implemented to preserve debt sustainability.¹¹ Limitations to the fiscal space in some highly indebted countries may warrant consideration of the size and composition of their fiscal budgets after the transitory period. This may lead to a greater need to prioritise defence spending over other government functions or to increase taxation. However, reducing spending on, for example, health and education comes with opportunity costs that can affect economic growth negatively over the long run. Failing to increase spending to match greater threats to national security also comes with potential costs, ranging from rising geopolitical uncertainty to the economic effects of sabotage and, at the limit, invasion.

References

- Antolin-Diaz, J. and Surico, P. (2025), "The Long-Run Effects of Government Spending", *American Economic Review*, Vol. 115, No 7, pp. 2376-2413.
- Baumann, A., Checherita-Westphal, C., Kocharkov, G. and Osterloh, S. (2025), "Higher defence spending and its impact on household expectations", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.
- Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Mueller, G., Priftis, R. and Rigato, R. (2025), "Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Bouabdallah, O., Checherita-Westphal, C., De Stefani, R., Haroutunian, S., Hauptmeier, S., Huber, C., Momferatou, D., Muggenthaler-Gerathewohl, P., Setzer, R. and Zorell, N. (2025), "Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact", *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB.
- Bouabdallah, O., De Stefani, R., Haroutunian, S. and Leiner-Killingner, N. (2026) "How Today's Choices Shape Tomorrow's Fiscal Adjustment under the Reformed EU Framework", *Journal of Economics and Statistics*, forthcoming.
- Brignone, D., Gambetti, L. and Ricci, M. (2026), "Geopolitical risk shocks: When size matters", *European Economic Review*, Vol. 188, 105392.
- Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. and Müller, G. (2025), "Fiscal aspects of European defence spending: implications for euro area macroeconomic projections and associated risks", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB.

¹¹ Bouabdallah et al. (2026) analyse the implications of activating the NEC for medium-term debt sustainability. They stress the need for a higher pace of consolidation in subsequently implemented national medium-term fiscal-structural plans and for governments to update these plans based on prudent macroeconomic assumptions.

- Checherita-Westphal, C. and Særkjær, L. (2025), "[Fiscal multipliers of defence spending: a short review of the empirical literature](#)", Box 1 of Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. and Rigato, R. (2025), "Macroeconomic impacts of higher defence spending: a model-based assessment", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB.
- Checherita-Westphal, C. and Særkjær, L. (2026), "The Macroeconomic Effects of Defence Spending: What Impact beyond GDP?", paper presented at the WGPf/Bank of Lithuania public finance workshop, Vilnius, July.
- Domínguez-Díaz, R., Hurtado, S. and Menéndez, C. (2025), "[Fiscal stimulus and productivity: simulating the NGEU program with an endogenous growth model](#)", *SERIEs*, Vol. 16, pp. 191-228.
- Dunne, J., Smith, R. and Willenbockel, D. (2005), "[Models of military expenditure and growth: a critical review](#)", *Defence and Peace Economics*, Vol. 16, No 6, pp. 449-461.
- European Central Bank (2024), "[Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the post-pandemic era](#)", *Occasional Paper Series*, No 337.
- European Commission (2025), "[The economic impact of higher defence spending](#)", Special Issues – Spring 2025 Economic Forecast.
- European Defence Agency, [EDA Defence Data 2025-2026](#), 16 July.
- Eurostat (2026a), "[Guidance Note on the statistical recording of defence expenditure](#)", *Guidance Notes (Methodology)*, 22 April.
- Eurostat (2026b), "[EU economic governance framework indicators – national co-financing of EU programmes and defence expenditure](#)", *Statistics Explained*, April.
- Ilzetzki, E. (2025), "[Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups](#)", *Kiel Report*, No 2, February.
- Jordà, Ò. (2005), "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections", *American Economic Review*, Vol. 95, No 1, pp.161-182.
- Moretti, E., Steinwender, C. and Van Reenen, J. (2025), "The Intellectual Spoils of War? Defense R&D, Productivity, and International Spillovers", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 107, No 1, pp. 14-27.
- North Atlantic Treaty Organization (2026), "[Defence investment of NATO countries \(2014-2026\)](#)", *press release*, 3 July.
- Ramey, V. and Zubairy, S. (2018), "Government spending multipliers in good times and in bad: Evidence from U.S. historical data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126, No 2, pp. 850-901.

Statistics

Contents

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

Further information

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

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

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

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

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

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

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

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

Conventions used in the tables

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

1 External environment

1.1 Main trading partners, GDP and CPI

	GDP ¹⁾ (period-on-period percentage changes)						CPI (annual percentage changes)				
	G20	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3.3	2.9	0.3	0.7	5.4	0.4	4.1	7.4	3.3	0.2	5.4
2024	3.2	2.8	1.0	-0.2	5.0	1.2	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2025	3.4	2.2	1.3	1.1	5.0	1.2	.	3.4	3.2	0.1	2.1
2025 Q3	0.9	1.1	0.1	-0.6	1.1	0.3	2.9	3.8	2.9	-0.2	2.1
Q4	0.7	0.1	0.1	0.2	1.1	0.2	.	3.4	2.7	0.6	2.1
2026 Q1	0.8	0.5	0.6	0.5	1.3	0.0	2.7	3.1	1.4	0.8	2.0
Q2	.	.	.	.	0.9	0.6	3.9	2.7	1.5	1.1	3.0
2026 Mar.	-	-	-	-	-	-	3.3	3.3	1.5	1.0	2.6
Apr.	-	-	-	-	-	-	3.8	2.8	1.4	1.2	3.0
May	-	-	-	-	-	-	4.2	2.8	1.5	1.2	3.2
June	-	-	-	-	-	-	3.5	2.6	1.6	1.0	2.8
July	-	-	-	-	-	-	3.4	2.9	1.9	0.5	2.9
Aug.	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3.3

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

2 Economic activity

2.1 GDP and expenditure components

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	GDP											
	Total	Domestic demand								External balance ¹⁾		
		Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Changes in inventories ²⁾	Total	Exports ¹⁾	Imports ¹⁾
					Total	Total construction	Total machinery	Intellectual property products				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2023	14,796.8	14,282.3	7,860.3	3,108.7	3,244.3	1,653.8	942.7	641.3	69.0	-514.5	7,456.0	6,941.5
2024	15,404.3	14,759.1	8,170.9	3,281.7	3,243.5	1,650.7	942.7	643.6	62.9	-645.2	7,592.3	6,947.0
2025	15,968.9	15,397.4	8,457.5	3,437.2	3,397.9	1,708.7	974.1	708.3	104.8	-571.5	7,765.8	7,194.4
2025 Q3	4,005.3	3,866.5	2,119.4	864.2	852.5	429.5	245.7	175.5	30.4	-138.8	1,938.1	1,799.3
Q4	4,050.5	3,904.4	2,144.2	878.3	863.7	436.9	249.0	176.0	18.2	-146.1	1,952.8	1,806.7
2026 Q1	4,068.1	3,940.2	2,162.6	882.0	868.3	435.9	250.4	180.2	27.3	-127.9	1,964.8	1,836.9
Q2	4,118.5	3,969.2	2,192.9	891.0	876.7	442.7	251.3	180.9	8.8	-149.3	2,080.5	1,931.2
as percentage of GDP												
2025	100.0	96.4	53.0	21.5	21.3	10.7	6.1	4.4	0.7	-3.6	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q3	0.3	0.5	0.2	0.7	1.0	0.5	1.3	1.8	-	-	0.6	1.1
Q4	0.2	0.2	0.5	0.5	0.7	1.1	0.7	-0.3	-	-	0.4	0.4
2026 Q1	0.0	0.6	0.1	0.5	-0.2	-1.0	0.2	1.4	-	-	-0.6	0.6
Q2	0.6	-0.3	0.4	0.2	-0.1	0.1	-0.3	-0.2	-	-	3.4	1.5
annual percentage changes												
2023	0.4	0.0	0.6	1.2	2.6	1.2	2.9	5.9	-	-	-1.1	-1.8
2024	1.2	0.9	1.6	2.7	-1.9	-2.2	-1.6	-1.9	-	-	1.0	0.4
2025	1.2	2.0	1.4	1.5	2.8	1.1	2.1	8.1	-	-	1.9	3.5
2025 Q3	1.2	1.7	1.3	1.4	3.0	2.0	3.9	4.2	-	-	2.3	3.6
Q4	1.1	1.7	1.2	1.6	2.9	2.6	3.3	3.1	-	-	2.2	3.6
2026 Q1	0.6	1.5	1.0	2.3	0.3	0.7	3.5	-4.8	-	-	-0.1	1.9
Q2	1.2	1.0	1.2	1.9	1.4	0.6	1.9	2.7	-	-	3.9	3.6
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2025 Q3	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	-	-
Q4	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.4	0.1	-	-
2026 Q1	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.4	-0.5	-	-
Q2	0.6	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	0.9	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2023	0.4	0.0	0.3	0.2	0.6	0.1	0.2	0.3	-1.1	0.4	-	-
2024	1.2	0.8	0.8	0.6	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.3	-	-
2025	1.2	1.9	0.7	0.3	0.6	0.1	0.1	0.3	0.2	-0.6	-	-
2025 Q3	1.2	1.7	0.7	0.3	0.6	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.5	-	-
Q4	1.1	1.6	0.7	0.3	0.6	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.5	-	-
2026 Q1	0.6	1.5	0.5	0.5	0.1	0.1	0.2	-0.2	0.4	-0.9	-	-
Q2	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	-0.4	0.3	-	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Including acquisitions less disposals of valuables.

2 Economic activity

2.2 Value added by economic activity

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Gross value added (basic prices)											Taxes less subsidies on products
	Total	Agriculture, forestry and fishing	Manufacturing energy and utilities	Construction	Trade, transport, accommodation and food services	Information and communication	Finance and insurance	Real estate	Professional, business and support services	Public administration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Current prices (EUR billions)												
2023	13,387.1	225.0	2,637.9	713.9	2,485.8	704.4	604.6	1,520.0	1,612.8	2,470.8	411.8	1,409.7
2024	13,874.5	234.9	2,638.6	736.5	2,563.6	740.8	637.7	1,584.2	1,679.1	2,623.0	436.2	1,529.8
2025	14,349.5	246.0	2,687.0	768.8	2,640.3	781.5	658.0	1,619.4	1,743.8	2,751.8	452.9	1,619.3
2025 Q3	3,596.7	62.4	666.4	193.6	662.5	197.0	165.6	406.1	439.1	690.1	113.9	408.6
Q4	3,643.3	60.8	679.6	196.5	669.5	199.7	167.5	410.6	443.5	701.0	114.6	407.2
2026 Q1	3,649.2	59.8	671.0	196.3	675.3	200.0	170.1	412.6	445.6	703.3	115.2	418.9
Q2	3,703.4	57.2	692.9	199.0	685.0	203.5	171.4	417.3	449.9	711.4	115.9	415.1
as percentage of value added												
2025	100.0	1.7	18.7	5.4	18.4	5.4	4.6	11.3	12.2	19.2	3.2	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2025 Q3	0.4	0.3	1.0	0.1	0.2	1.1	0.2	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.2
Q4	0.2	0.2	-1.0	0.6	0.3	1.0	1.0	0.6	0.2	0.4	0.2	0.7
2026 Q1	-0.1	-0.1	-0.8	-0.9	0.1	0.4	-0.5	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4
Q2	0.8	0.0	1.7	0.4	0.7	0.9	0.2	0.4	0.7	0.5	0.4	-0.5
annual percentage changes												
2023	0.7	-2.8	-1.7	1.6	-0.1	7.3	-3.0	2.4	1.7	0.8	3.4	-1.9
2024	1.2	-0.3	1.3	-0.8	0.3	2.5	0.9	1.7	1.1	2.0	2.2	0.8
2025	1.2	1.9	0.9	0.6	1.4	4.3	0.3	1.0	1.1	1.1	0.5	1.6
2025 Q3	1.2	2.2	0.5	1.2	1.5	4.6	0.4	0.9	1.2	1.1	-0.5	1.3
Q4	1.1	1.4	0.1	1.8	1.4	4.2	1.2	1.0	1.3	0.9	0.8	0.4
2026 Q1	0.5	-0.3	-2.6	0.3	1.3	3.4	0.2	1.4	1.3	1.0	0.7	1.5
Q2	1.3	0.3	1.0	0.3	1.3	3.4	0.9	1.4	1.5	1.2	0.9	0.3
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2025 Q3	0.4	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q4	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	-
2026 Q1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.8	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2023	0.7	0.0	-0.3	0.1	0.0	0.4	-0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	-
2024	1.2	0.0	0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.4	0.1	-
2025	1.2	0.0	0.2	0.0	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
2025 Q3	1.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	-
Q4	1.1	0.0	0.0	0.1	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	-
2026 Q1	0.5	0.0	-0.5	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	-
Q2	1.3	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

2 Economic activity

2.3 Employment ¹⁾

(quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted)

	Total	By employment status		By economic activity									
		Employ-ees	Self-employed	Agricul- ture forestry and fishing	Manufac- turing, energy and utilities	Const- ruction	Trade, transport, accom- modation and food services	Inform- ation and com- munica- tion	Finance and in- surance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis- tration, education, health and social work	Arts, entertainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
as a percentage of total persons employed													
2023	100.0	85.9	14.1	3.1	14.2	6.4	24.3	3.4	2.3	1.1	14.1	24.7	6.5
2024	100.0	85.9	14.1	3.0	14.1	6.4	24.4	3.4	2.3	1.0	14.1	24.8	6.5
2025	100.0	85.9	14.1	2.9	13.9	6.4	24.3	3.4	2.3	1.1	14.1	25.0	6.5
annual percentage changes													
2023	1.5	1.6	1.0	-1.1	0.8	1.6	2.0	3.8	0.7	1.8	1.8	1.3	1.6
2024	1.0	1.0	0.7	-1.6	0.3	1.1	1.0	2.2	1.6	-0.4	0.8	1.5	1.1
2025	0.7	0.7	0.8	-1.7	-0.4	1.1	0.6	0.1	1.1	2.2	1.0	1.3	1.3
2025 Q3	0.7	0.6	0.9	-1.6	-0.4	1.2	0.5	-0.2	1.1	2.4	0.9	1.2	1.0
Q4	0.7	0.6	1.1	-1.1	-0.5	1.3	0.5	-0.9	1.1	0.5	1.4	1.2	1.4
2026 Q1	0.5	0.4	1.3	-0.9	-0.1	1.7	0.3	-1.6	1.0	0.9	0.9	1.0	0.5
Q2	0.5	0.5	0.6	-2.2	-0.4	1.4	0.4	-1.7	1.5	1.0	0.7	1.2	0.5
Hours worked													
as a percentage of total hours worked													
2023	100.0	81.9	18.1	3.9	14.7	7.3	25.1	3.6	2.4	1.1	14.1	21.9	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.8	14.6	7.3	25.1	3.7	2.4	1.1	14.1	22.1	5.9
2025	100.0	82.0	18.0	3.7	14.4	7.3	25.0	3.7	2.4	1.1	14.2	22.3	6.0
annual percentage changes													
2023	1.7	2.0	0.4	-1.8	1.0	1.5	2.0	4.0	0.8	1.7	2.2	1.7	2.4
2024	1.3	1.4	0.7	-0.9	0.4	1.1	1.2	2.6	1.8	0.3	1.5	2.0	1.7
2025	0.3	0.3	-0.1	-2.6	-0.9	0.7	-0.1	-0.1	0.6	1.5	0.7	1.0	1.9
2025 Q3	0.6	0.6	0.6	-2.5	-0.3	1.2	0.3	-0.4	0.7	3.1	1.1	1.3	1.8
Q4	0.4	0.5	0.3	-2.0	-0.6	1.1	-0.1	-0.6	1.0	-1.3	1.2	1.1	1.9
2026 Q1	0.5	0.5	0.7	-1.3	0.2	1.1	0.3	-1.7	0.4	0.5	0.8	1.2	0.5
Q2	0.5	0.6	0.5	-1.8	-0.1	1.6	0.7	-1.7	1.0	1.0	1.0	1.1	-0.4
Hours worked per person employed													
annual percentage changes													
2023	0.2	0.4	-0.6	-0.7	0.2	-0.1	0.1	0.1	0.1	-0.2	0.3	0.4	0.8
2024	0.3	0.4	0.0	0.7	0.1	0.0	0.2	0.3	0.3	0.7	0.7	0.4	0.6
2025	-0.5	-0.4	-1.0	-0.9	-0.5	-0.4	-0.7	-0.2	-0.5	-0.7	-0.3	-0.3	0.6
2025 Q3	0.0	0.0	-0.3	-0.9	0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.4	0.7	0.1	0.1	0.7
Q4	-0.3	-0.2	-0.7	-0.9	-0.1	-0.2	-0.5	0.3	-0.1	-1.8	-0.2	-0.1	0.5
2026 Q1	0.0	0.1	-0.6	-0.4	0.3	-0.6	0.0	0.0	-0.6	-0.3	0.0	0.2	0.1
Q2	0.0	0.1	-0.1	0.4	0.3	0.2	0.2	0.0	-0.5	0.0	0.3	-0.1	-0.9

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2 Economic activity

2.4 Labour force, unemployment and job vacancies

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Labour force, millions	Under-employment, % of labour force	Unemployment ¹⁾											Job vacancy rate ³⁾
			Total		Long-term unemployment, % of labour force ²⁾	By age				By gender				
						Adult		Youth		Male		Female		
			Millions	% of labour force		Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	Millions	% of labour force	% of total posts
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2025			100.0			78.7		21.3		51.5		48.5		
2023	172.769	2.9	11.295	6.6	2.4	8.990	5.7	2.305	14.5	5.711	6.2	5.584	6.9	3.0
2024	174.342	2.8	11.102	6.4	2.1	8.756	5.5	2.347	14.7	5.693	6.1	5.409	6.7	2.6
2025	175.916	2.8	11.182	6.4	2.1	8.798	5.5	2.384	14.9	5.764	6.2	5.418	6.6	2.2
2025 Q2	175.902	2.8	11.240	6.4	2.1	8.884	5.6	2.356	14.7	5.843	6.2	5.397	6.5	2.2
Q3	176.000	2.8	11.299	6.4	2.0	8.910	5.6	2.389	14.9	5.819	6.2	5.481	6.6	2.1
Q4	176.295	2.8	11.074	6.3	2.0	8.662	5.4	2.412	15.1	5.718	6.1	5.357	6.5	2.2
2026 Q1	176.393	2.8	11.044	6.3	2.0	8.641	5.4	2.403	15.1	5.641	6.0	5.403	6.5	2.3
2026 Feb.	-	-	11.292	6.4	-	8.874	5.5	2.418	15.2	5.802	6.2	5.489	6.6	-
Mar.	-	-	11.284	6.4	-	8.860	5.5	2.424	15.3	5.779	6.2	5.504	6.6	-
Apr.	-	-	11.245	6.4	-	8.840	5.5	2.405	15.1	5.781	6.2	5.464	6.6	-
May	-	-	11.199	6.3	-	8.790	5.5	2.409	15.1	5.754	6.1	5.445	6.6	-
June	-	-	11.265	6.4	-	8.868	5.5	2.397	15.0	5.804	6.2	5.461	6.6	-
July	-	-	11.264	6.4	-	8.893	5.5	2.371	14.9	5.773	6.2	5.491	6.6	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

2) Not seasonally adjusted.

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

2.5 Short-term business statistics

	Industrial production						Construction production	Retail sales				Services production ¹⁾	New passenger car registrations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non-food	Fuel		
	Total	Manufacturing	Intermediate goods	Capital goods	Consumer goods	Energy							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	88.7	32.4	33.2	22.5	11.9	100.0	100.0	38.1	54.4	7.5	100.0	100.0
annual percentage changes													
2023	-1.7	-1.3	-6.1	3.1	-1.0	-5.4	2.4	-1.9	-2.4	-1.2	-1.5	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.2	-4.0	-4.9	-0.1	-0.1	-1.4	1.3	0.8	1.8	0.6	1.5	-0.1
2025	1.6	1.7	-0.7	1.1	5.4	1.0	2.2	2.4	1.5	3.2	2.4	2.0	1.1
2025 Q3	1.5	1.6	-0.7	1.0	5.0	0.6	2.6	2.0	0.9	2.9	1.6	2.4	6.3
Q4	1.9	2.0	0.5	2.7	2.4	1.4	2.1	2.3	1.3	3.1	1.9	1.0	3.9
2026 Q1	-1.7	-2.1	-1.5	1.3	-7.9	2.5	-3.1	2.0	1.2	2.8	0.9	0.8	3.8
Q2	0.1	0.2	0.8	2.1	-4.0	1.6	0.1	1.5	1.4	2.6	-4.9	1.8	7.0
2026 Feb.	-1.0	-1.1	-1.6	1.9	-5.3	1.3	-4.1	1.3	1.0	1.7	0.4	1.0	2.3
Mar.	-2.8	-3.0	-1.1	1.9	-12.4	0.0	-0.4	2.4	0.9	3.8	1.3	0.4	7.7
Apr.	0.4	0.4	0.7	3.5	-4.9	2.0	0.0	1.0	1.2	1.9	-4.8	1.7	5.3
May	-0.1	-0.1	1.2	2.9	-6.4	1.8	0.7	2.0	2.2	3.0	-5.7	2.3	7.3
June	0.1	0.2	0.4	0.1	-0.7	0.9	-0.7	1.4	0.7	2.8	-4.2	1.5	8.5
July	.	.	.	.	.	.	.	0.6	1.6	0.2	-3.1	.	.
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2026 Feb.	0.3	0.8	0.5	1.0	1.3	-2.2	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	0.1	-0.3	2.2
Mar.	0.4	0.5	0.9	1.4	-4.3	-1.8	1.9	0.9	0.0	1.6	1.0	0.2	2.5
Apr.	0.3	0.4	0.7	-0.3	2.7	-0.2	-0.1	-0.4	0.7	-0.6	-3.5	0.5	0.1
May	0.3	0.2	-0.2	0.5	2.8	2.6	0.2	0.3	0.4	0.5	-1.7	0.7	0.6
June	0.0	-0.1	-0.8	-1.4	2.7	1.5	-1.3	0.2	-0.6	0.5	1.8	-0.3	1.5
July	.	.	.	.	.	.	.	-0.6	0.4	-1.4	-0.8	.	.

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

1) Excluding trade and financial services.

2 Economic activity

2.6 Opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balances, unless otherwise indicated)							
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries	
		Industrial confidence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confidence indicator	Capacity utilisation (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-22	117.7	14.3	38.7	-6.3	9.1	3.7	17.2	.
2023	96.3	-6.1	80.6	-16.1	-1.1	-4.1	6.7	90.4
2024	95.9	-10.8	78.4	-12.6	-4.2	-6.8	6.3	90.1
2025	95.9	-10.1	77.6	-13.4	-2.6	-6.6	4.1	90.0
2025 Q4	97.0	-8.6	77.9	-13.0	-1.5	-6.6	4.9	89.9
2026 Q1	98.1	-7.0	78.0	-13.7	-1.9	-6.3	6.0	89.8
Q2	94.5	-7.6	78.2	-19.0	-3.9	-9.8	3.6	90.0
Q3	.	.	78.3	.	.	.	.	90.1
2026 Mar.	96.8	-6.9	.	-16.3	-2.2	-7.5	5.6	.
Apr.	93.7	-7.5	78.2	-20.5	-2.9	-9.7	2.7	90.0
May	94.2	-7.7	.	-18.9	-4.0	-10.5	3.8	.
June	95.6	-7.5	.	-17.6	-4.8	-9.2	4.5	.
July	97.1	-6.1	78.3	-15.9	-5.2	-6.8	5.1	90.1
Aug.	98.4	-5.3	.	-15.5	-5.0	-5.7	5.8	.

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

2.7 Summary accounts for households and non-financial corporations

(current prices, unless otherwise indicated; not seasonally adjusted)

	Households							Non-financial corporations					
	Saving rate (gross)	Debt ratio	Real gross disposable income	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Net worth ²⁾	Housing wealth	Profit rate ³⁾	Saving rate (gross)	Debt ratio ⁴⁾	Financial investment	Non-financial investment (gross)	Financing
	Percentage of gross disposable income (adjusted) ¹⁾		Annual percentage changes					Percentage of gross value added		Percentage of GDP	Annual percentage changes		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14.1	84.3	1.3	1.9	2.4	4.0	1.6	37.6	6.3	68.5	1.9	3.4	1.0
2024	14.9	81.4	2.3	2.2	-7.5	5.6	4.7	36.0	4.7	67.1	1.9	0.9	1.0
2025	14.7	81.2	0.9	2.6	3.0	5.0	4.5	35.9	4.3	65.5	2.2	6.5	1.4
2025 Q2	14.9	81.3	1.3	2.7	0.2	5.5	5.2	35.9	4.2	66.5	2.6	11.7	1.7
Q3	14.8	81.3	0.4	2.6	5.0	4.9	4.8	35.8	4.3	66.1	2.3	5.6	1.5
Q4	14.7	81.2	1.0	2.6	6.3	5.0	4.5	35.9	4.3	65.5	2.2	2.0	1.4
2026 Q1	14.6	81.0	0.7	2.9	5.4	3.9	3.2	35.7	4.5	65.6	2.2	0.6	1.4

Sources: ECB and Eurostat.

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

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

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

4) Defined as consolidated loans and debt securities liabilities.

2 Economic activity

2.8 Euro area balance of payments, current and capital accounts

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

	Current account											Capital account ¹⁾	
	Total			Goods		Services		Primary income		Secondary income			
	Credit 1	Debit 2	Balance 3	Credit 4	Debit 5	Credit 6	Debit 7	Credit 8	Debit 9	Credit 10	Debit 11	Credit 12	Debit 13
2025 Q3	1,483.9	1,427.0	56.9	723.7	633.1	387.6	358.1	323.8	339.7	48.8	96.1	24.5	22.3
Q4	1,495.4	1,432.4	63.0	712.7	636.7	391.2	345.6	343.2	346.7	48.3	103.5	42.2	20.5
2026 Q1	1,526.6	1,448.7	78.0	714.1	653.2	405.8	367.6	356.4	326.2	50.4	101.6	37.0	26.8
Q2	1,580.2	1,501.8	78.5	760.5	706.4	411.9	366.4	359.2	331.7	48.6	97.3	21.9	13.5
2026 Jan.	505.0	466.2	38.8	234.4	205.0	135.6	121.3	118.2	106.4	16.8	33.5	15.2	13.7
Feb.	512.5	487.3	25.2	240.3	219.2	135.2	124.3	119.8	110.4	17.2	33.4	10.4	8.2
Mar.	509.2	495.1	14.1	239.3	228.9	135.1	122.1	118.4	109.4	16.4	34.6	11.4	4.9
Apr.	523.4	505.9	17.5	252.5	234.2	135.9	120.8	118.3	118.6	16.6	32.2	6.7	3.8
May	526.6	500.8	25.8	252.2	234.7	138.3	123.6	120.6	109.6	15.5	32.8	7.3	5.5
June	530.3	495.1	35.1	255.8	237.5	137.6	122.0	120.3	103.4	16.5	32.3	8.0	4.1
12-month cumulated transactions													
2026 June	6,086.2	5,809.9	276.3	2,911.0	2,629.4	1,596.5	1,437.7	1,382.5	1,344.3	196.1	398.5	125.6	83.0
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2026 June	37.5	35.8	1.7	17.9	16.2	9.8	8.9	8.5	8.3	1.2	2.5	0.8	0.5

Source: ECB.

1) The capital account is not seasonally adjusted.

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

(seasonally adjusted, unless otherwise indicated)

	Total (n.s.a.)		Exports (f.o.b.)					Imports (c.i.f.)					
	Exports	Imports	Total				Memo item:	Total				Memo items:	
			Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Total	Intermediate goods	Capital goods	Consumption goods	Manu- facturing	Oil
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Values (EUR billions; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q3	1.4	2.5	724.4	340.0	145.8	222.7	600.6	698.4	380.3	121.4	179.2	514.2	64.6
Q4	0.3	0.5	719.2	332.0	145.0	223.7	592.5	695.1	375.4	124.0	175.9	518.6	57.6
2026 Q1	-6.3	-0.9	726.0	341.7	144.7	220.7	589.8	709.8	389.2	127.8	177.1	520.2	64.9
Q2	6.3	10.9	766.8	.	.	.	619.5	771.2	.	.	.	540.4	.
2026 Jan.	-7.3	-7.3	238.5	112.2	47.5	73.4	195.2	227.6	122.8	41.6	57.6	169.4	18.9
Feb.	-6.6	-2.2	240.7	113.0	47.8	73.4	196.5	234.6	129.6	42.0	58.4	173.0	19.4
Mar.	-5.3	6.4	246.8	116.6	49.4	73.8	198.1	247.6	136.7	44.3	61.1	177.8	26.7
Apr.	4.6	9.5	254.1	122.2	50.5	74.9	204.8	254.1	143.4	44.7	60.0	177.5	32.3
May	-0.1	10.1	255.2	120.1	50.6	78.0	207.0	261.3	147.3	45.3	63.1	182.3	33.6
June	14.4	13.1	257.6	.	.	.	207.7	255.7	.	.	.	180.6	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2025 Q2	-2.7	1.4	93.7	86.8	89.6	108.7	93.6	101.1	95.4	101.7	111.9	101.8	135.5
Q3	0.2	3.5	94.6	87.5	95.1	105.7	94.9	102.4	96.6	104.6	112.2	103.2	140.7
Q4	-0.9	2.8	92.2	84.1	91.8	105.6	91.7	102.7	95.6	106.4	111.0	104.3	141.2
2026 Q1	-5.5	1.0	92.2	84.6	92.6	104.8	90.9	101.7	95.0	106.6	110.9	103.2	145.4
2025 Dec.	2.7	9.1	90.9	82.5	91.3	104.5	90.6	103.4	96.3	106.2	112.2	106.1	146.4
2026 Jan.	-6.9	-3.9	91.2	82.9	92.1	105.3	91.0	99.3	91.1	103.1	108.7	100.9	139.6
Feb.	-5.0	0.5	92.8	85.9	92.8	105.3	92.0	102.1	95.8	106.2	109.9	103.3	145.0
Mar.	-4.7	6.0	92.6	85.0	92.9	103.9	89.7	103.7	98.2	110.6	114.1	105.4	151.7
Apr.	1.7	2.5	95.0	88.9	94.6	105.0	93.7	102.5	96.5	109.4	111.4	103.8	148.4
May	-5.6	-0.6	93.3	85.4	95.5	104.8	92.5	102.9	97.1	107.3	112.3	103.7	161.0

Source: Eurostat.

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

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

3 Prices and costs

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

	Total					Total (s.a.; percentage change vis-à-vis previous period) ²⁾						Administered prices	
	Index: 2025 = 100	Total		Goods	Services	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Non- energy indus- trial goods	Energy (n.s.a.)	Services	Total HICP excluding adminis- tered prices	Adminis- tered prices
		Total	Total excluding food and energy										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2026	100.0	100.0	72.0	53.2	46.8	100.0	13.8	5.1	25.2	9.0	46.8	87.5	12.5
2023	95.7	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	97.9	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2025	100.0	2.1	2.4	1.0	3.4	-	-	-	-	-	-	2.0	2.9
2025 Q3	100.4	2.1	2.3	1.2	3.2	0.6	0.8	1.1	0.3	0.3	0.7	2.0	2.7
Q4	100.6	2.1	2.4	0.9	3.4	0.5	0.4	0.3	0.0	-0.1	0.9	2.0	2.3
2026 Q1	100.9	2.0	2.3	1.0	3.3	0.8	0.1	1.8	0.2	3.3	0.7	2.0	2.2
Q2	103.1	3.0	2.4	2.8	3.2	1.1	0.0	0.7	0.3	6.3	0.9	3.0	3.2
2026 Mar.	102.0	2.6	2.3	2.0	3.2	0.8	0.0	0.3	0.0	7.0	0.3	2.6	2.5
Apr.	103.0	3.0	2.2	3.1	3.0	0.5	0.0	0.7	0.2	3.0	0.3	3.0	3.0
May	103.1	3.2	2.6	2.9	3.5	0.0	0.0	-0.4	0.1	-1.2	0.2	3.2	3.2
June	103.0	2.8	2.4	2.3	3.2	-0.1	0.0	-0.5	-0.1	-1.8	0.3	2.7	3.3
July	103.2	2.9	2.5	2.6	3.3	0.5	0.1	0.0	0.4	2.7	0.2	2.9	3.6
Aug. ³⁾	103.7	3.3	2.4	.	3.0	0.4	0.1	0.5	0.3	2.9	0.1	.	.

	Goods						Services					
	Food (including alcoholic beverages and tobacco)			Industrial goods			Housing		Transport	Communi- cation	Recreation and personal care	Miscel- laneous
	Total	Processed food	Unpro- cessed food	Total	Non- energy industrial goods	Energy	Total	Rents				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% of total in 2026	18.9	13.8	5.1	34.2	25.2	9.0	9.6	5.8	6.8	2.1	18.2	10.0
2023	10.9	11.4	9.5	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.4	6.9	4.0
2024	2.9	3.2	2.1	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.7	5.0	4.0
2025	2.8	2.6	3.4	0.0	0.6	-1.4	3.2	2.9	3.9	-1.0	3.7	3.9
2025 Q3	3.1	2.8	4.2	0.1	0.7	-1.6	3.2	2.9	3.7	-0.9	3.2	3.8
Q4	2.5	2.3	3.0	0.1	0.5	-1.1	3.2	3.0	3.7	0.6	3.7	3.7
2026 Q1	2.5	1.8	4.3	0.2	0.5	-0.7	3.1	2.8	3.2	0.2	3.8	3.2
Q2	1.9	1.2	3.9	3.2	0.8	10.1	3.1	2.7	3.6	1.4	3.4	3.1
2026 Mar.	2.4	1.7	4.2	1.8	0.5	5.1	3.1	2.7	3.5	0.4	3.6	3.2
Apr.	2.4	1.6	4.6	3.5	0.8	10.8	3.1	2.7	2.7	0.9	3.2	3.1
May	1.9	1.1	4.0	3.5	0.9	10.8	3.1	2.7	4.5	1.7	3.6	3.1
June	1.5	0.9	3.1	2.8	0.7	8.5	3.1	2.7	3.7	1.6	3.3	3.1
July	1.2	0.7	2.4	3.5	0.9	10.3	3.1	2.7	4.0	2.0	3.3	2.9
Aug. ³⁾	1.2	0.6	2.7	.	1.2	14.3	.	.	.	.	.	.

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

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

3) Flash estimate.

3 Prices and costs

3.2 Industry, construction and property prices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Industrial producer prices excluding construction ¹⁾										Construction ²⁾	Residential property prices	Experimental indicator of commercial property prices ³⁾
	Total (index: 2021 = 100)	Total		Industry excluding construction and energy						Energy			
		Total	Manu- facturing	Total	Inter- mediate goods	Capital goods	Consumer goods						
							Total	Food, beverages and tobacco	Non- food				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% of total in 2021	100.0	100.0	77.8	72.3	30.9	19.3	22.2	15.7	6.5	27.7			
2023	130.0	-2.2	1.9	3.8	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.7	-13.4	6.9	-1.0	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.2	2.1	2.2	-4.7
2025	125.1	0.4	0.4	1.1	0.4	1.7	2.2	1.7	1.6	-0.8	1.0	5.3	2.3
2025 Q3	124.2	-0.1	0.5	1.0	-0.1	1.7	2.4	2.0	1.5	-2.3	1.1	5.2	1.7
Q4	124.6	-1.2	0.6	1.0	0.5	1.7	2.0	0.9	1.8	-6.0	1.8	5.1	1.9
2026 Q1	126.5	-1.1	1.4	1.2	1.6	1.6	1.3	-0.2	1.7	-5.7	1.9	4.7	.
Q2	129.9	5.1	5.8	2.7	5.2	2.3	0.7	-1.0	2.1	11.7	3.3	.	.
2026 Feb.	124.8	-3.0	0.3	1.1	1.3	1.6	1.2	-0.2	1.7	-11.7	-	-	-
Mar.	129.0	2.0	3.7	1.4	2.0	1.7	1.1	-0.5	1.7	4.0	-	-	-
Apr.	129.8	4.9	6.1	2.3	3.9	2.2	0.8	-0.8	1.9	12.4	-	-	-
May	130.1	5.9	6.2	2.8	5.5	2.3	0.7	-1.0	2.2	14.0	-	-	-
June	129.7	4.6	5.1	3.0	6.1	2.3	0.5	-1.2	2.3	8.8	-	-	-
July	131.8	5.8	5.8	3.1	6.3	2.6	0.4	-1.2	2.4	12.9	-	-	-

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

1) Domestic sales only.

2) Output prices for residential buildings.

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

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

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (Brent spot, US Dollar)	Non-energy commodity prices (EUR)					
	Total (s.a.; index: 2020 = 100)	Total	Domestic demand				Exports ¹⁾	Imports ¹⁾		Import-weighted ²⁾			Use-weighted ²⁾		
			Total	Private consumption	Government consumption	Gross fixed capital formation				Total	Food	Non-food	Total	Food	Non-food
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100.0	45.5	54.6	100.0	50.4	49.6	
2023	114.1	6.3	4.9	6.3	3.9	4.1	0.7	-2.1	83.7	-13.2	-14.1	-12.3	-14.0	-14.6	-13.4
2024	117.4	2.9	2.4	2.4	2.8	1.9	0.8	-0.3	82.0	2.7	2.5	3.0	3.7	3.9	3.5
2025	120.2	2.4	2.3	2.1	3.2	1.9	0.4	0.1	69.9	-0.6	0.2	-1.2	-1.1	-0.6	-1.6
2025 Q3	120.4	2.4	2.3	2.1	2.9	1.8	-0.1	-0.5	69.9	-1.9	-1.9	-1.9	-3.0	-3.2	-2.9
Q4	121.5	2.6	2.5	2.3	3.4	2.0	-0.4	-1.0	64.3	-4.8	-9.5	-0.8	-7.3	-11.7	-2.8
2026 Q1	122.0	2.4	2.0	2.2	2.4	2.1	0.6	-0.4	82.9	-6.7	-17.3	2.8	-7.9	-14.5	-0.9
Q2	122.8	2.4	2.6	3.0	2.5	2.9	3.9	4.3	109.4	6.2	-5.7	16.6	5.3	-3.2	14.4
2026 Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	105.7	-3.2	-11.4	4.0	-3.5	-7.7	0.8
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	133.1	4.5	-8.1	15.9	4.0	-4.3	13.1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111.7	6.6	-6.8	18.6	6.0	-3.3	15.9
June	-	-	-	-	-	-	-	-	86.0	7.6	-1.8	15.5	6.0	-1.9	14.1
July	-	-	-	-	-	-	-	-	82.4	9.8	8.9	10.6	7.7	6.1	9.2
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	93.7	8.5	4.9	11.3	6.5	3.7	9.2

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

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

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

3 Prices and costs

3.4 Price-related opinion surveys

(seasonally adjusted)

	European Commission Business and Consumer Surveys (percentage balance)				
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price trends over past 12 months
	Manufacturing	Retail trade	Services	Construction	
	1	2	3	4	5
1999-22	47.4	49.5	25.1	39.7	67.3
2023	9.0	28.8	19.6	15.0	75.6
2024	6.1	14.6	15.1	4.7	55.9
2025	9.0	16.9	13.9	4.7	48.9
2025 Q3	8.1	17.0	13.5	3.1	48.0
Q4	10.3	17.9	13.6	7.9	48.4
2026 Q1	14.3	18.3	14.6	8.8	46.7
Q2	26.1	27.0	16.3	16.5	56.5
2026 Mar.	19.6	20.3	15.0	11.1	47.5
Apr.	29.6	27.6	17.6	19.2	56.5
May	26.5	26.9	16.6	17.1	57.4
June	22.2	26.6	14.7	13.3	55.5
July	17.8	22.6	13.7	9.1	53.8
Aug.	16.4	22.1	14.1	8.4	54.9

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

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo item: Indicator of negotiated wages ¹⁾
			Wages and salaries	Employers' social contributions	Business economy	Mainly non-business economy	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100.0	100.0	75.3	24.7	69.0	31.0	
2023	110.6	4.9	4.7	5.5	5.2	4.2	4.3
2024	115.8	4.7	4.7	4.7	4.7	4.6	4.6
2025	120.2	3.7	3.6	4.1	3.9	3.4	2.8
2025 Q3	116.2	3.4	3.3	3.9	3.5	3.4	2.0
Q4	127.2	3.7	3.4	4.5	3.5	4.1	2.9
2026 Q1	116.1	3.2	3.4	2.8	3.2	3.3	2.6
Q2	128.7	3.1	3.1	3.1	3.4	3.1	2.4

Sources: Eurostat and ECB calculations.

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

3 Prices and costs

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

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

	Total (index: 2020 =100)	Total	By economic activity									
			Agriculture, forestry and fishing	Manu- facturing, energy and utilities	Con- struction	Trade, transport, accom- modation and food services	Information and commu- nication	Finance and insurance	Real estate	Professional business and support services	Public ad- ministration, education, health and social work	Arts, enter- tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Unit labor costs												
2023	109.6	6.5	6.5	8.4	4.9	7.8	1.1	10.6	3.0	6.2	5.3	3.8
2024	114.3	4.3	3.9	3.2	6.2	5.0	3.9	5.7	1.8	4.3	4.3	4.3
2025	118.1	3.3	0.5	2.4	4.5	3.0	-0.1	4.1	4.3	4.0	4.2	4.5
2025 Q3	118.3	3.4	0.1	3.1	4.0	3.0	-0.3	3.9	5.3	3.7	4.0	6.1
Q4	119.3	3.3	0.9	3.0	2.9	2.6	-0.9	3.3	3.8	3.3	4.5	3.7
2026 Q1	120.3	3.5	2.8	5.9	4.6	2.8	-0.6	4.1	4.1	3.4	3.3	3.9
Q2	120.7	2.6	0.8	2.2	4.7	2.4	-0.4	3.6	3.2	2.6	3.0	2.9
Compensation per employee												
2023	115.1	5.3	4.7	5.8	4.9	5.6	4.4	6.5	3.5	6.0	4.8	5.7
2024	120.3	4.6	5.3	4.2	4.2	4.3	4.2	5.0	3.9	4.7	4.8	5.4
2025	125.0	3.8	4.3	3.7	4.0	3.8	4.1	3.3	3.0	4.0	4.0	3.7
2025 Q3	125.5	3.9	4.0	4.0	3.9	3.9	4.6	3.1	3.8	4.0	3.8	4.5
Q4	126.7	3.7	3.5	3.6	3.4	3.7	4.1	3.5	4.3	3.2	4.2	3.1
2026 Q1	127.6	3.5	3.5	3.3	3.1	3.8	4.5	3.3	4.6	3.9	3.3	4.1
Q2	128.7	3.3	3.3	3.6	3.5	3.2	4.8	3.0	3.7	3.4	3.0	3.3
Labour productivity per person employed												
2023	105.0	-1.1	-1.7	-2.4	0.0	-2.1	3.3	-3.7	0.6	-0.2	-0.5	1.8
2024	105.3	0.2	1.4	1.1	-1.9	-0.7	0.3	-0.7	2.1	0.4	0.5	1.0
2025	105.8	0.5	3.7	1.3	-0.5	0.8	4.2	-0.8	-1.2	0.0	-0.2	-0.7
2025 Q3	106.0	0.5	3.9	0.9	-0.1	0.9	4.9	-0.7	-1.4	0.3	-0.2	-1.5
Q4	106.1	0.4	2.6	0.5	0.4	1.0	5.1	0.1	0.5	-0.1	-0.3	-0.6
2026 Q1	106.0	0.0	0.7	-2.5	-1.4	0.9	5.1	-0.7	0.5	0.4	0.0	0.3
Q2	106.5	0.7	2.5	1.4	-1.1	0.8	5.2	-0.6	0.4	0.8	0.0	0.4
Compensation per hour worked												
2023	108.7	4.9	4.5	5.6	4.6	5.2	4.3	6.3	3.6	5.5	4.3	4.7
2024	113.2	4.2	5.0	4.1	4.3	3.9	3.9	4.6	3.3	3.6	4.4	4.9
2025	118.0	4.2	4.7	4.2	4.3	4.3	4.5	3.9	4.3	4.5	4.3	3.1
2025 Q3	118.0	3.9	5.1	3.9	4.0	3.8	5.1	3.8	4.5	4.2	3.7	3.9
Q4	119.0	3.8	3.8	3.6	3.7	4.1	4.0	3.6	6.4	3.3	4.2	2.3
2026 Q1	120.0	3.5	4.0	3.0	3.9	3.8	4.7	3.8	5.3	3.7	3.0	3.9
Q2	121.1	3.3	3.4	3.3	3.8	2.9	4.8	3.4	4.0	3.0	3.1	4.2
Hourly labour productivity												
2023	99.0	-1.3	-1.0	-2.6	0.1	-2.1	3.2	-3.8	0.7	-0.5	-0.9	0.9
2024	98.9	-0.1	0.7	1.0	-1.9	-0.9	-0.1	-0.9	1.4	-0.3	0.0	0.5
2025	99.9	1.0	4.7	1.9	-0.1	1.5	4.4	-0.3	-0.5	0.3	0.1	-1.3
2025 Q3	99.7	0.6	4.8	0.8	0.0	1.1	5.1	-0.3	-2.1	0.1	-0.2	-2.2
Q4	99.7	0.6	3.4	0.6	0.7	1.5	4.8	0.2	2.3	0.0	-0.2	-1.0
2026 Q1	99.8	0.1	1.1	-2.8	-0.8	0.9	5.1	-0.2	0.9	0.4	-0.2	0.2
Q2	100.3	0.6	2.1	1.0	-1.3	0.6	5.2	-0.2	0.4	0.5	0.2	1.3

Sources: Eurostat and ECB calculations.

4 Financial market developments

4.1 Money market interest rates

(percentages per annum, period averages)

	Euro area ¹⁾					United States	Japan
	Euro short-term rate (€STR)	1-month deposits (EURIBOR)	3-month deposits (EURIBOR)	6-month deposits (EURIBOR)	12-month deposits (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3.21	3.24	3.43	3.69	3.87	5.01	-0.03
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2025	2.18	2.12	2.18	2.20	2.22	4.24	0.47
2026 Mar.	1.93	1.93	2.11	2.32	2.57	3.65	0.73
Apr.	1.93	1.97	2.18	2.45	2.75	3.64	0.73
May	1.93	1.96	2.23	2.54	2.80	3.59	0.73
June	2.04	2.15	2.34	2.60	2.80	3.63	0.84
July	2.18	2.21	2.43	2.65	2.86	3.62	0.98
Aug.	2.19	2.22	2.51	2.71	2.95	3.64	0.98

Source: LSEG and ECB calculations.

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

4.2 Yield curves

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

	Spot rates					Spreads			Instantaneous forward rates			
	Euro area ^{1) 2)}					Euro area ^{1) 2)}	United States	Japan	Euro area ^{1) 2)}			
	3 months	1 year	2 years	5 years	10 years	10 years - 1 year	10 years - 1 year	10 years - 1 year	1 year	2 years	5 years	10 years
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	0.64	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	0.63	1.86	1.89	2.50	2.91
2025	1.98	2.02	2.11	2.44	2.95	0.92	0.74	1.14	2.09	2.30	3.02	3.78
2026 Mar.	2.09	2.50	2.59	2.69	3.07	0.58	0.71	1.20	2.74	2.63	3.04	3.75
Apr.	2.20	2.51	2.61	2.73	3.09	0.59	0.72	1.40	2.72	2.68	3.05	3.77
May	2.20	2.41	2.50	2.65	3.02	0.60	0.72	1.54	2.57	2.59	2.99	3.69
June	2.28	2.43	2.48	2.58	2.92	0.49	0.54	1.47	2.53	2.51	2.88	3.57
July	2.38	2.65	2.76	2.89	3.23	0.58	0.73	1.52	2.86	2.87	3.18	3.88
Aug.	2.42	2.71	2.86	3.01	3.34	0.63	0.68	1.44	2.96	3.01	3.29	3.98

Source: ECB calculations.

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

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

4.3 Stock market indices

(index levels in points; period averages)

	Dow Jones EURO STOXX Indices												United States	Japan
	Benchmark		Main industry indices											
	Broad index	50	Basic materials	Consumer services	Consumer goods	Oil and gas	Financials	Industrials	Technology	Utilities	Telecoms	Health care	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452.0	4,272.0	968.5	292.7	169.2	119.2	186.7	809.8	861.5	367.8	283.1	803.6	4,285.6	30,716.6
2024	502.8	4,870.4	992.6	299.1	161.1	123.9	231.6	951.6	1,069.3	378.7	301.6	792.1	5,430.7	38,395.3
2025	565.6	5,396.9	961.3	270.5	155.2	135.2	321.9	1,153.7	1,104.9	444.9	356.1	855.9	6,216.9	41,794.2
2026 Mar. Apr. May June July Aug.	606.2	5,693.8	978.4	237.0	154.6	201.2	358.9	1,194.9	1,213.6	561.9	402.5	821.8	6,654.4	53,964.9
	629.5	5,880.4	1,051.6	239.5	154.3	214.2	382.8	1,235.8	1,252.9	584.3	400.3	829.5	6,957.0	57,245.8
	638.1	5,942.2	1,048.2	237.5	155.1	217.8	384.9	1,246.4	1,374.0	569.6	426.2	786.0	7,412.6	62,773.7
	659.8	6,179.0	1,056.2	246.0	158.3	204.8	402.7	1,262.5	1,548.9	576.0	419.6	805.5	7,450.0	68,340.5
	666.9	6,291.7	1,077.7	244.7	164.9	200.9	429.7	1,265.1	1,477.6	589.3	381.8	841.0	7,481.3	66,505.6
	682.1	6,483.6	1,101.9	242.4	161.5	208.5	450.1	1,320.7	1,502.2	570.6	385.2	844.3	7,711.3	66,377.8

Source: LSEG.

4 Financial market developments

4.4 MFI interest rates on loans to and deposits from households (new business) ^{1), 2)}

(percentages per annum, period average, unless otherwise indicated)

	Deposits				Revolving loans and overdrafts	Extended credit card credit	Loans for consumption			Loans to sole proprietors and unincorporated partnerships	Loans for house purchase					
	Over-night	Redeemable at notice of up to 3 months	With an agreed maturity of:				By initial period of rate fixation		APRC ³⁾		By initial period of rate fixation				APRC ³⁾	Composite cost-of-borrowing indicator
			Up to 2 years	Over 2 years			Floating rate and up to 1 year	Over 1 year			Floating rate and up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 and up to 10 years	Over 10 years		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 Aug.	0.25	1.22	1.72	2.16	7.28	16.40	7.12	7.54	8.25	4.15	3.59	3.40	3.46	3.18	3.62	3.31
Sep.	0.25	1.21	1.76	2.14	7.34	16.42	6.75	7.46	8.18	4.14	3.52	3.39	3.49	3.17	3.61	3.31
Oct.	0.25	1.21	1.78	2.16	7.32	16.40	6.40	7.42	8.10	4.18	3.52	3.37	3.48	3.16	3.59	3.31
Nov.	0.25	1.21	1.77	2.21	7.25	16.41	6.19	7.45	8.07	4.17	3.53	3.35	3.48	3.15	3.58	3.30
Dec.	0.25	1.22	1.78	2.27	7.23	16.42	6.36	7.24	7.91	4.01	3.55	3.37	3.48	3.13	3.59	3.32
2026 Jan.	0.25	1.23	1.79	2.30	7.27	16.49	7.17	7.62	8.37	4.13	3.51	3.37	3.51	3.23	3.65	3.35
Feb.	0.25	1.17	1.80	2.24	7.26	16.42	6.83	7.59	8.27	4.20	3.48	3.37	3.55	3.26	3.66	3.37
Mar.	0.26	1.17	1.84	2.27	7.30	16.47	7.02	7.50	8.16	4.12	3.50	3.35	3.52	3.24	3.64	3.35
Apr.	0.26	1.17	1.88	2.40	7.23	16.44	7.11	7.65	8.34	4.30	3.56	3.43	3.61	3.31	3.72	3.44
May	0.27	1.17	1.93	2.37	7.19	16.42	7.18	7.67	8.43	4.38	3.60	3.46	3.65	3.32	3.76	3.48
June	0.28	1.17	2.06	2.55	7.29	16.47	7.20	7.54	8.22	4.35	3.65	3.52	3.67	3.34	3.77	3.51
July ⁽⁹⁾	0.28	1.18	2.12	2.57	7.32	16.49	7.45	7.61	8.32	4.48	3.69	3.57	3.73	3.36	3.81	3.54

Source: ECB.

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

2) Including non-profit institutions serving households.

3) Annual percentage rate of charge (APRC).

4.5 MFI interest rates on loans to and deposits from non-financial corporations (new business) ^{1), 2)}

(Percentages per annum; period average, unless otherwise indicated)

	Deposits			Revolving loans and overdrafts	Other loans by size and initial period of rate fixation									Composite cost-of-borrowing indicator
	Over-night	With an agreed maturity of:			Up to EUR 0.25 million			over EUR 0.25 and up to 1 million			over EUR 1 million			
		Up tp 2 years	Over 2 years		Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	Floating rate and up to 3 months	Over 3 months and up to 1 year	Over 1 year	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 Aug.	0.51	1.88	2.29	3.65	3.59	4.04	4.75	3.54	3.41	3.64	3.07	3.35	3.63	3.46
Sep.	0.52	1.90	2.30	3.69	3.59	4.11	4.90	3.50	3.37	3.62	3.14	3.39	3.61	3.50
Oct.	0.53	1.89	2.47	3.66	3.59	4.12	4.81	3.52	3.41	3.63	3.19	3.26	3.54	3.51
Nov.	0.52	1.92	2.37	3.64	3.67	4.18	4.88	3.49	3.44	3.59	3.15	3.33	3.55	3.50
Dec.	0.52	1.94	2.48	3.68	3.65	4.09	4.82	3.53	3.40	3.64	3.31	3.54	3.60	3.57
2026 Jan.	0.52	1.90	2.42	3.68	3.59	4.07	4.71	3.58	3.41	3.71	3.30	3.45	3.57	3.57
Feb.	0.52	1.90	2.36	3.66	3.66	4.14	4.80	3.55	3.42	3.70	3.19	3.15	3.62	3.51
Mar.	0.54	1.95	2.52	3.67	3.64	4.30	4.83	3.55	3.51	3.71	3.28	3.55	3.59	3.59
Apr.	0.54	1.99	2.72	3.70	3.70	4.33	4.84	3.60	3.59	3.81	3.31	3.50	3.68	3.62
May	0.53	2.03	2.61	3.71	3.78	4.47	5.09	3.64	3.74	3.88	3.28	3.57	3.75	3.64
June	0.59	2.20	2.66	3.83	3.91	4.46	5.05	3.72	3.76	3.89	3.56	3.67	3.77	3.79
July ^(p)	0.60	2.25	2.83	3.87	3.83	4.43	4.99	3.84	3.83	3.92	3.49	3.84	3.83	3.80

Source: ECB.

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

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

4 Financial market developments

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

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

	Outstanding amounts							Gross issues ¹⁾							
	Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		Total	MFIs	Non-MFI corporations			General government		
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total	of which central government	
			Total	FVCs						Total	FVCs				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
Short-term															
2023	1,575.2	623.6	164.6	104.6	85.2	701.8	659.1	537.2	242.2	117.8	91.3	48.7	128.5	104.6	
2024	1,600.6	581.1	206.4	119.9	71.3	741.8	674.7	517.3	206.4	133.6	103.9	40.1	137.2	110.2	
2025	1,617.6	575.6	218.6	134.5	77.6	745.8	662.7	555.2	226.7	151.9	120.2	42.0	134.7	107.8	
2026	Feb.	1,690.3	622.5	222.1	126.7	92.5	753.2	659.4	557.8	230.9	153.5	117.1	41.3	132.1	99.9
	Mar.	1,667.4	580.0	222.8	129.8	90.9	773.7	682.6	625.9	234.7	173.7	136.8	48.2	169.2	144.4
	Apr.	1,666.5	577.1	202.7	109.5	100.6	786.0	700.2	629.3	222.1	171.0	127.5	62.3	173.9	144.8
	May	1,674.2	577.3	205.2	107.6	97.2	794.5	710.0	588.0	213.9	171.7	123.5	53.0	149.4	123.8
	June	1,730.1	613.1	209.2	104.5	93.4	814.5	730.9	657.1	254.4	189.8	135.0	55.0	158.0	137.2
July	1,708.2	601.0	212.8	101.1	93.1	801.3	726.8	632.0	233.5	190.3	137.1	51.3	157.0	134.6	
Long-term															
2023	19,445.4	4,456.3	3,255.6	1,429.7	1,544.6	10,188.9	9,449.7	322.0	93.4	68.3	31.0	21.2	139.2	130.7	
2024	20,544.5	4,773.1	3,537.9	1,523.8	1,635.1	10,598.4	9,826.3	350.6	89.2	85.9	35.2	27.0	148.6	137.9	
2025	21,428.3	4,888.9	3,793.2	1,692.7	1,738.9	11,007.3	10,214.2	384.1	93.0	102.4	44.7	31.1	157.7	146.6	
2026	Feb.	22,001.2	4,991.5	3,824.7	1,690.9	1,773.5	11,411.6	10,584.2	387.4	88.4	87.7	32.8	23.1	188.3	174.3
	Mar.	21,698.8	4,939.6	3,816.9	1,711.2	1,730.3	11,212.0	10,394.8	443.9	113.4	128.4	64.1	20.8	181.2	163.9
	Apr.	21,756.7	5,003.1	3,806.6	1,688.0	1,747.1	11,199.9	10,382.3	438.3	129.1	93.8	36.3	34.1	181.3	170.8
	May	22,005.3	5,043.9	3,859.7	1,707.0	1,773.3	11,328.4	10,499.1	439.7	113.5	103.7	37.2	45.2	177.3	164.8
	June	22,307.4	5,123.7	3,894.5	1,728.3	1,797.1	11,492.1	10,646.3	512.6	149.1	112.9	45.7	45.2	205.4	188.8
July	22,171.9	5,149.1	3,898.0	1,728.9	1,783.8	11,341.0	10,508.9	425.3	143.5	95.8	29.3	26.9	159.1	153.0	

Source: ECB.

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

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

(EUR billions and percentage changes; market values)

	Debt securities							Listed shares			
	Total	MFIs	Non-MFI corporations		General government		Total	MFIs	Financial corporations other than MFIs	Non-financial corporations	
			Financial corporations other than MFIs		Non-financial corporations	Total					of which central government
			Total	FVCs							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Outstanding amount											
2023	21,020.5	5,079.9	3,420.2	1,534.3	1,629.9	10,890.6	10,108.8	9,642.3	625.3	1,386.1	7,630.4
2024	22,145.1	5,354.2	3,744.3	1,643.7	1,706.4	11,340.1	10,501.0	10,147.6	753.4	1,586.2	7,807.6
2025	23,045.9	5,464.5	4,011.8	1,827.2	1,816.5	11,753.2	10,876.9	11,702.7	1,315.7	1,850.5	8,536.0
2026 Feb.	23,691.6	5,614.0	4,046.8	1,817.5	1,865.9	12,164.8	11,243.5	12,301.8	1,320.4	1,872.6	9,108.3
Mar.	23,366.3	5,519.6	4,039.7	1,841.0	1,821.3	11,985.7	11,077.4	11,330.9	1,177.3	1,770.7	8,382.4
Apr.	23,423.2	5,580.3	4,009.3	1,797.5	1,847.8	11,985.9	11,082.5	11,922.0	1,269.2	1,840.8	8,811.5
May	23,679.4	5,621.2	4,064.9	1,814.7	1,870.5	12,122.8	11,209.1	12,297.7	1,328.6	1,841.6	9,127.1
June	24,037.5	5,736.7	4,103.7	1,832.7	1,890.4	12,306.6	11,377.2	12,600.3	1,425.3	1,927.5	9,247.0
July	23,880.1	5,750.1	4,110.8	1,830.0	1,876.9	12,142.3	11,235.7	12,591.0	1,499.3	1,978.5	9,112.8
Growth rate ¹⁾											
2025 Dec.	5.3	3.3	10.1	12.6	4.1	4.9	4.9	0.1	2.9	-1.7	0.1
2026 Jan.	5.5	3.3	9.8	11.4	4.8	5.3	5.1	0.2	2.6	-0.6	0.0
Feb.	5.4	3.8	9.3	10.8	4.9	5.0	4.8	0.2	2.3	-0.9	0.1
Mar.	5.4	2.9	9.3	10.9	4.3	5.5	5.5	0.3	2.3	-0.6	0.3
Apr.	5.4	5.1	7.5	7.3	4.7	4.9	4.9	0.2	1.6	-1.0	0.3
May	5.1	3.9	7.5	8.0	3.6	5.2	5.2	0.2	1.6	-1.0	0.3
June	5.5	4.8	6.8	6.0	3.8	5.6	5.5	0.4	1.2	-0.5	0.4
July	5.6	5.8	6.5	5.2	3.7	5.5	5.6	0.1	1.2	-0.9	0.2

Source: ECB.

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

4 Financial market developments

4.8 Effective exchange rates ¹⁾

(period averages; index: 1999 Q1=100)

	EER-17						EER-40	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97.9	93.6	98.0	88.9	58.1	87.7	122.1	94.0
2024	98.2	94.0	98.3	89.4	56.6	88.7	124.4	94.2
2025	100.4	96.0	100.4	91.7	54.8	91.2	128.3	96.1
2025 Q3	102.1	97.7	102.1	93.3	55.4	93.1	130.8	97.8
Q4	101.9	97.4	101.9	93.3	55.1	93.0	130.7	97.5
2026 Q1	101.4	97.2	101.6	92.8	54.8	92.9	130.3	97.2
Q2	100.8	96.9	100.9	.	.	.	129.7	96.7
2026 Mar.	100.8	96.8	101.4	-	-	-	129.6	96.8
Apr.	101.3	97.6	102.1	-	-	-	130.2	97.4
May	100.8	96.9	101.0	-	-	-	129.7	96.7
June	100.3	96.4	99.8	-	-	-	129.0	96.1
July	99.9	96.3	99.1	-	-	-	128.7	96.1
Aug.	100.4	97.0	99.4	-	-	-	129.6	96.9
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2026 Aug.	0.5	0.7	0.3	-	-	-	0.7	0.8
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2026 Aug.	-1.6	-0.6	-2.5	-	-	-	-0.8	-0.8

Source: ECB.

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

4.9 Bilateral exchange rates

(period averages; units of national currency per euro)

	Chinese renminbi	Czech koruna	Danish krone	Hungarian forint	Japanese yen	Polish zloty	Pound sterling	Romanian leu	Swedish krona	Swiss franc	US Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7.660	24.004	7.451	381.853	151.990	4.542	0.870	4.9467	11.479	0.972	1.081
2024	7.787	25.120	7.459	395.304	163.852	4.306	0.847	4.9746	11.433	0.953	1.082
2025	8.119	24.688	7.463	397.767	169.043	4.240	0.857	5.0424	11.066	0.937	1.130
2025 Q3	8.360	24.498	7.464	395.800	172.286	4.258	0.866	5.0703	11.121	0.935	1.168
Q4	8.250	24.272	7.469	386.506	179.223	4.237	0.875	5.0884	10.952	0.930	1.163
2026 Q1	8.103	24.328	7.471	384.158	183.596	4.235	0.868	5.0939	10.695	0.917	1.170
Q2	7.910	24.298	7.473	360.169	185.336	4.250	0.866	5.1919	10.886	0.919	1.163
2026 Mar.	7.970	24.438	7.472	389.186	183.399	4.271	0.866	5.0954	10.761	0.909	1.156
Apr.	8.000	24.381	7.473	368.960	186.206	4.250	0.869	5.0991	10.835	0.921	1.171
May	7.935	24.313	7.473	358.231	184.710	4.241	0.866	5.2296	10.861	0.915	1.167
June	7.804	24.208	7.474	353.939	185.114	4.257	0.864	5.2421	10.955	0.921	1.152
July	7.737	24.207	7.475	359.468	185.539	4.318	0.854	5.2372	11.046	0.926	1.142
Aug.	7.809	24.179	7.476	363.382	184.102	4.310	0.856	5.2493	11.023	0.936	1.159
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2026 Aug.	0.9	-0.1	0.0	1.1	-0.8	-0.2	0.3	0.2	-0.2	1.1	1.5
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2026 Aug.	-6.4	-1.4	0.2	-8.3	7.2	1.1	-1.1	3.6	-1.2	-0.3	-0.3

Source: ECB.

4 Financial market developments

4.10 Euro area balance of payments, financial account

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

	Total ¹⁾			Direct investment		Portfolio investment		Net financial derivatives	Other investment		Reserve assets	Memo: Gross external debt
	Assets	Liabilities	Net	Assets	Liabilities	Assets	Liabilities		Assets	Liabilities		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts (international investment position)												
2025 Q2	35,885.5	34,552.7	1,332.8	12,598.6	9,747.0	14,352.2	16,775.2	2.9	7,469.8	8,030.5	1,462.1	16,902.4
Q3	36,820.9	35,270.8	1,550.1	12,645.5	9,803.7	15,080.5	17,416.7	-11.4	7,484.0	8,050.5	1,622.2	17,013.6
Q4	37,696.7	36,045.6	1,651.1	12,883.2	9,857.0	15,500.5	18,128.4	-3.2	7,541.3	8,060.2	1,774.9	16,959.7
2026 Q1	38,475.1	36,677.5	1,797.6	12,933.3	9,896.0	15,575.6	18,269.6	20.0	8,038.1	8,511.9	1,908.1	17,524.9
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2026 Q1	239.2	228.0	11.2	80.4	61.5	96.8	113.6	0.1	50.0	52.9	11.9	109.0
Transactions												
2025 Q3	316.1	263.1	53.0	45.1	35.3	281.9	203.8	-4.4	-12.5	24.0	5.9	-
Q4	406.9	312.2	94.7	209.4	-3.3	142.6	277.5	-24.3	70.5	38.0	8.6	-
2026 Q1	628.9	596.7	32.2	66.3	55.7	219.5	274.3	-11.4	348.8	266.7	5.7	-
Q2	605.6	558.5	47.1	31.5	-16.6	176.0	367.1	49.7	346.0	208.0	2.4	-
2026 Jan.	370.7	356.0	14.7	10.7	-4.8	170.0	100.9	-23.6	212.6	259.9	1.1	-
Feb.	305.3	283.9	21.4	15.4	14.7	112.0	132.3	-8.5	184.1	136.9	2.3	-
Mar.	-47.1	-43.2	-3.9	40.2	45.8	-62.5	41.1	20.7	-47.9	-130.1	2.3	-
Apr.	183.6	146.5	37.1	21.1	16.4	46.8	35.9	14.7	104.0	94.3	-3.0	-
May	198.5	198.7	-0.2	4.1	0.0	75.4	72.8	17.3	95.5	125.9	6.3	-
June	223.5	213.3	10.2	6.2	-32.9	53.7	258.4	17.8	146.6	-12.2	-0.8	-
12-month cumulated transactions												
2026 June	1,957.4	1,730.5	226.9	352.4	71.1	820.0	1,122.8	9.6	752.8	536.7	22.6	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2026 June	12.1	10.7	1.4	2.2	0.4	5.1	6.9	0.1	4.6	3.3	0.1	-

Source: ECB.

1) Net financial derivatives are included in total assets.

5 Financing conditions and credit developments

5.1 Monetary aggregates ¹⁾

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

	M3											Total
	M2						M3-M2					
	M1			M2-M1			Total	Repos	Money market fund shares	Debt securities with a maturity of up to 2 years	Total	
	Currency in circulation	Overnight deposits	Total	Deposits with an agreed maturity of up to 2 years	Deposits redeemable at notice of up to 3 months	Total						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	1,534.0	8,811.6	10,345.6	2,305.6	2,451.9	4,757.5	15,103.1	183.5	743.6	69.4	996.6	16,099.7
2024	1,554.5	9,036.5	10,591.0	2,544.5	2,456.1	5,000.6	15,591.6	253.8	885.7	33.2	1,172.7	16,764.3
2025	1,587.5	9,503.0	11,090.5	2,419.9	2,564.8	4,984.7	16,075.2	257.4	855.7	11.8	1,125.0	17,200.2
2025 Q3	1,574.9	9,328.1	10,903.0	2,348.8	2,543.7	4,892.6	15,795.6	258.6	922.6	12.3	1,193.5	16,989.1
Q4	1,587.5	9,503.0	11,090.5	2,419.9	2,564.8	4,984.7	16,075.2	257.4	855.7	11.8	1,125.0	17,200.2
2026 Q1	1,602.1	9,676.0	11,278.1	2,422.7	2,574.0	4,996.7	16,274.8	223.3	900.9	40.3	1,164.4	17,439.2
Q2 ^(a)	1,609.3	9,715.4	11,324.7	2,516.1	2,576.2	5,092.3	16,416.9	233.4	916.5	48.1	1,198.1	17,615.0
2026 Feb.	1,598.0	9,615.3	11,213.3	2,435.6	2,574.5	5,010.2	16,223.5	206.9	884.1	19.0	1,109.9	17,333.4
Mar.	1,602.1	9,676.0	11,278.1	2,422.7	2,574.0	4,996.7	16,274.8	223.3	900.9	40.3	1,164.4	17,439.2
Apr.	1,602.9	9,676.0	11,278.9	2,445.6	2,579.5	5,025.1	16,304.0	200.8	900.7	44.0	1,145.4	17,449.4
May	1,606.4	9,690.1	11,296.5	2,472.7	2,580.6	5,053.3	16,349.8	213.3	911.4	48.7	1,173.5	17,523.3
June	1,609.3	9,715.4	11,324.7	2,516.1	2,576.2	5,092.3	16,416.9	233.4	916.5	48.1	1,198.1	17,615.0
July ^(a)	1,612.7	9,680.1	11,292.8	2,569.4	2,574.2	5,143.6	16,436.4	220.0	907.0	50.6	1,177.5	17,614.0
Transactions												
2023	-5.3	-967.1	-972.4	927.2	-104.0	823.2	-149.2	39.8	94.7	22.2	156.7	7.6
2024	21.2	178.3	199.5	205.5	6.8	212.3	411.7	75.6	131.5	-36.4	170.7	582.4
2025	33.0	475.1	508.1	-123.3	101.4	-21.9	486.2	8.9	-5.2	-13.3	-9.6	476.6
2025 Q3	11.0	84.3	95.2	-52.6	29.2	-23.4	71.9	1.4	1.4	-13.3	-10.5	61.4
Q4	12.6	139.9	152.6	56.6	21.1	77.7	230.3	-0.3	-34.2	2.2	-32.3	198.0
2026 Q1	7.0	89.9	96.9	-18.4	8.7	-9.7	87.2	-8.4	43.2	29.3	64.1	151.3
Q2 ^(a)	7.2	24.2	31.4	92.1	2.2	94.3	125.7	13.1	12.6	1.7	27.4	153.1
2026 Feb.	1.0	13.6	14.6	23.5	5.2	28.7	43.3	-24.4	24.8	-19.0	-18.6	24.7
Mar.	4.1	53.3	57.4	-16.4	-0.7	-17.1	40.3	15.3	16.1	22.4	53.8	94.1
Apr.	0.8	-6.1	-5.3	25.0	5.6	30.6	25.3	-21.8	-1.4	0.9	-22.4	3.0
May	3.5	11.1	14.6	26.5	1.1	27.7	42.2	12.4	9.9	2.1	24.4	66.6
June	2.9	19.3	22.1	40.6	-4.5	36.0	58.2	22.5	4.1	-1.3	25.3	83.5
July ^(a)	3.5	-33.5	-30.0	54.3	-2.0	52.3	22.3	-13.2	-10.3	2.0	-21.5	0.8
Growth rates												
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.2	-4.1	20.9	-1.0	32.6	14.6	42.3	19.1	0.0
2024	1.4	2.0	1.9	8.9	0.3	4.5	2.7	41.6	17.6	-54.4	17.2	3.6
2025	2.1	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.4	-0.8	2.8
2025 Q3	2.1	5.5	5.0	-8.4	4.5	-2.1	2.7	11.2	7.0	-72.8	4.3	2.8
Q4	2.1	5.3	4.8	-4.9	4.1	-0.4	3.1	3.6	-0.6	-52.4	-0.8	2.8
2026 Q1	2.3	5.1	4.7	-3.6	3.4	-0.1	3.2	4.0	3.5	26.8	4.1	3.2
Q2 ^(a)	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.7	90.3	4.4	3.3
2026 Feb.	2.0	5.1	4.6	-3.4	3.8	0.2	3.2	-10.4	0.5	-26.1	-2.4	2.8
Mar.	2.3	5.1	4.7	-3.6	3.4	-0.1	3.2	4.0	3.5	26.8	4.1	3.2
Apr.	2.3	4.2	3.9	-1.7	3.3	0.8	2.9	-11.7	3.3	31.2	0.9	2.8
May	2.4	3.9	3.7	-0.2	3.0	1.4	3.0	-3.1	3.4	45.1	3.2	3.0
June	2.4	3.6	3.5	3.2	2.4	2.8	3.3	2.4	2.7	90.3	4.4	3.3
July ^(a)	2.4	3.3	3.1	5.6	2.0	3.8	3.3	2.8	2.1	91.2	4.2	3.4

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ⁴⁾	Insurance corporations and pension funds ¹²⁾	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2023	3,318.2	2,403.6	772.2	130.9	11.6	8,406.5	5,105.8	1,014.1	2,285.3	1.3	1,258.9	226.7	542.4
2024	3,417.1	2,479.2	793.5	133.3	11.1	8,734.0	5,188.5	1,255.1	2,289.0	1.3	1,359.9	231.6	548.3
2025	3,505.8	2,575.3	774.3	150.4	5.9	8,989.8	5,472.0	1,136.3	2,380.2	1.3	1,472.1	224.2	553.2
2025 Q3	3,468.6	2,538.4	778.4	145.7	6.0	8,908.2	5,405.8	1,138.3	2,363.0	1.1	1,335.8	229.4	537.2
Q4	3,505.8	2,575.3	774.3	150.4	5.9	8,989.8	5,472.0	1,136.3	2,380.2	1.3	1,472.1	224.2	553.2
2026 Q1	3,568.1	2,626.1	786.5	152.4	3.1	9,103.9	5,566.9	1,150.9	2,385.4	0.7	1,425.4	244.0	554.5
Q2 ⁴⁾	3,642.9	2,641.0	842.4	153.3	6.2	9,148.7	5,590.0	1,171.8	2,385.9	1.0	1,437.2	242.9	569.4
2026 Feb.	3,557.7	2,610.2	790.3	152.5	4.6	9,087.2	5,553.7	1,147.8	2,384.9	0.9	1,376.6	244.2	566.6
Mar.	3,568.1	2,626.1	786.5	152.4	3.1	9,103.9	5,566.9	1,150.9	2,385.4	0.7	1,425.4	244.0	554.5
Apr.	3,572.1	2,612.7	800.6	153.6	5.3	9,138.5	5,587.2	1,159.6	2,390.9	0.8	1,400.8	237.1	553.3
May	3,606.9	2,623.7	823.4	153.8	6.0	9,145.2	5,589.4	1,164.9	2,389.9	0.9	1,387.4	245.0	572.3
June	3,642.9	2,641.0	842.4	153.3	6.2	9,148.7	5,590.0	1,171.8	2,385.9	1.0	1,437.2	242.9	569.4
July ⁴⁾	3,654.7	2,626.7	869.6	151.7	6.7	9,172.9	5,591.3	1,194.7	2,385.9	0.9	1,397.0	238.3	580.8
Transactions													
2023	-38.3	-313.8	271.4	-1.6	5.6	13.8	-459.5	571.7	-98.9	0.5	-47.7	-2.1	-29.6
2024	89.5	69.8	16.5	3.1	0.2	290.0	48.5	236.1	5.3	0.1	79.6	3.8	3.2
2025	115.8	111.9	-12.3	17.0	-0.8	262.1	294.7	-116.4	83.9	-0.1	86.1	-4.9	3.0
2025 Q3	35.2	32.6	0.2	2.0	0.4	63.4	71.4	-35.9	27.8	0.0	-25.3	-3.8	-7.2
Q4	39.6	38.7	-3.6	4.6	-0.2	81.2	66.4	-2.6	17.2	0.2	86.9	-5.0	14.6
2026 Q1	34.8	26.5	9.0	2.0	-2.8	57.0	52.8	-0.2	5.0	-0.6	-31.7	12.7	-1.0
Q2 ⁴⁾	74.3	14.8	55.6	0.9	3.1	33.6	12.0	20.8	0.4	0.4	18.3	-1.3	6.6
2026 Feb.	20.5	9.0	11.6	-0.2	0.1	23.4	17.4	2.7	3.3	-0.1	-18.4	4.5	-12.0
Mar.	5.0	11.9	-5.3	-0.1	-1.5	16.7	13.7	2.7	0.5	-0.2	42.6	-0.6	-12.1
Apr.	6.0	-12.1	14.8	1.2	2.2	25.4	10.7	9.1	5.4	0.2	-20.8	-6.6	-1.3
May	35.2	11.7	22.5	0.3	0.7	5.8	1.5	5.2	-0.9	0.1	-8.6	7.8	10.9
June	33.1	15.3	18.3	-0.6	0.2	2.4	-0.1	6.6	-4.1	0.1	47.7	-2.5	-3.0
July ⁴⁾	12.9	-13.7	27.7	-1.5	0.5	24.6	1.6	23.1	0.0	-0.1	-38.8	-4.5	11.4
Growth rates													
2023	-1.1	-11.5	54.2	-1.2	90.8	0.2	-8.3	129.4	-4.1	64.0	-3.5	-0.9	-5.2
2024	2.7	2.9	2.2	2.4	2.0	3.4	0.9	23.2	0.2	3.7	6.2	1.7	0.6
2025	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2025 Q3	3.1	5.5	-5.6	15.4	-9.2	3.2	6.1	-9.4	3.9	-0.5	2.7	0.0	-2.6
Q4	3.4	4.5	-1.6	12.7	-8.4	3.0	5.7	-9.3	3.7	-4.3	6.1	-2.1	0.5
2026 Q1	4.2	5.3	0.1	9.7	-50.6	2.9	5.2	-7.1	3.1	-37.9	3.6	4.6	2.1
Q2 ⁴⁾	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.4
2026 Feb.	3.9	5.2	-1.1	11.9	-37.1	3.0	5.5	-8.0	3.3	-19.1	1.5	4.0	3.3
Mar.	4.2	5.3	0.1	9.7	-50.6	2.9	5.2	-7.1	3.1	-37.9	3.6	4.6	2.1
Apr.	3.8	4.4	1.2	9.4	-24.6	3.0	4.9	-5.1	3.0	-8.4	0.4	-3.5	1.9
May	4.2	4.3	3.0	8.5	3.9	2.8	4.3	-3.6	2.6	-12.9	0.9	3.6	3.3
June	5.3	4.5	7.8	6.6	6.7	2.7	3.8	-1.5	2.2	-6.6	3.4	1.2	2.4
July ⁴⁾	5.3	3.6	10.8	5.1	11.1	2.6	3.4	0.6	1.8	-4.4	4.1	3.8	3.8

Sources: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.3 Claims on euro area residents ¹⁾

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

	Claims on general government			Claims on other euro area residents								
	Total	Loans	Debt securities	Total	Loans					Debt securities	Equity and non-money market fund investment fund shares	
					Total	To non-financial corporations ²⁾	To households ²⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds			
												Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2023	6,297.5	988.8	5,283.4	15,501.0	13,045.4	13,251.0	5,130.8	6,649.1	1,127.6	137.8	1,559.1	896.5
2024	6,251.2	986.9	5,238.4	15,788.1	13,258.0	13,502.0	5,189.5	6,678.6	1,250.9	139.0	1,578.8	951.2
2025	6,294.6	1,020.5	5,247.9	16,247.8	13,630.3	13,903.7	5,294.8	6,853.2	1,334.8	147.4	1,572.2	1,045.3
2025 Q3	6,287.7	1,017.1	5,244.5	16,020.7	13,447.1	13,719.9	5,243.5	6,808.9	1,258.7	136.1	1,567.0	1,006.6
Q4	6,294.6	1,020.5	5,247.9	16,247.8	13,630.3	13,903.7	5,294.8	6,853.2	1,334.8	147.4	1,572.2	1,045.3
2026 Q1	6,307.8	1,047.9	5,233.6	16,420.8	13,798.8	14,069.7	5,357.1	6,932.2	1,357.1	152.4	1,571.8	1,050.2
Q2 ^(p)	6,309.0	1,055.4	5,227.3	16,551.7	13,946.8	14,220.0	5,430.9	6,971.6	1,393.4	150.9	1,524.1	1,080.8
2026 Feb.	6,327.9	1,045.0	5,256.7	16,393.4	13,744.2	14,007.8	5,335.7	6,918.8	1,337.1	152.5	1,585.6	1,063.6
Mar.	6,307.8	1,047.9	5,233.6	16,420.8	13,798.8	14,069.7	5,357.1	6,932.2	1,357.1	152.4	1,571.8	1,050.2
Apr.	6,271.1	1,049.0	5,195.8	16,404.2	13,820.5	14,092.4	5,380.5	6,938.0	1,353.8	148.1	1,529.2	1,054.5
May	6,306.2	1,049.2	5,230.7	16,478.4	13,886.0	14,159.6	5,405.0	6,956.2	1,375.3	149.4	1,530.7	1,061.7
June	6,309.0	1,055.4	5,227.3	16,551.7	13,946.8	14,220.0	5,430.9	6,971.6	1,393.4	150.9	1,524.1	1,080.8
July ^(p)	6,248.9	1,059.0	5,163.3	16,609.3	13,996.1	14,264.7	5,456.3	6,989.9	1,392.2	157.6	1,528.4	1,084.7
Transactions												
2023	-161.9	-17.3	-144.9	51.0	23.2	73.3	-6.5	8.5	29.5	-8.3	-17.1	44.9
2024	-63.7	-1.2	-62.9	286.9	228.9	274.3	76.6	45.2	106.2	0.9	10.9	47.1
2025	49.8	33.4	16.0	455.6	406.1	440.4	144.4	187.4	65.5	8.7	-4.5	54.0
2025 Q3	19.1	8.3	10.7	65.5	45.2	47.5	32.3	44.7	-23.4	-8.4	-6.6	26.9
Q4	10.2	4.7	5.3	182.1	167.1	176.9	57.6	48.4	49.8	11.2	5.9	9.1
2026 Q1	14.5	25.0	-10.5	141.1	136.1	131.4	46.6	56.1	33.0	0.5	0.4	4.6
Q2 ^(p)	-27.0	7.5	-34.5	117.8	161.0	163.4	75.9	54.2	32.3	-1.5	-50.5	7.3
2026 Feb.	-61.3	5.2	-66.5	29.0	36.5	25.8	27.5	20.7	-13.0	1.3	-5.2	-2.3
Mar.	26.4	2.5	24.0	40.7	53.8	61.8	19.8	17.9	16.4	-0.2	-9.7	-3.4
Apr.	-40.6	1.2	-41.8	-7.7	37.3	38.6	22.1	19.1	0.3	-4.2	-42.8	-2.2
May	18.8	-0.6	19.4	70.1	67.2	69.3	26.3	19.0	20.7	1.3	-0.5	3.3
June	-5.1	6.8	-12.0	55.5	56.5	55.5	27.5	16.2	11.3	1.4	-7.2	6.2
July ^(p)	-31.0	3.2	-34.3	67.3	54.4	49.9	24.5	19.6	3.5	6.8	7.1	5.9
Growth rates												
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.3	0.2	0.6	-0.1	0.1	2.7	-5.7	-1.1	5.3
2024	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.1	1.5	0.7	9.4	0.7	0.7	5.2
2025	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.2	6.3	-0.3	5.6
2025 Q3	0.6	3.8	0.0	2.7	2.7	2.8	2.7	2.5	3.7	2.0	0.1	7.3
Q4	0.8	3.4	0.3	2.9	3.1	3.3	2.8	2.8	5.2	6.3	-0.3	5.6
2026 Q1	0.4	4.9	-0.4	3.1	3.3	3.4	3.1	2.9	5.8	8.1	0.6	4.1
Q2 ^(p)	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
2026 Feb.	0.1	4.4	-0.8	2.9	3.1	3.2	3.0	2.8	4.2	9.2	0.7	4.4
Mar.	0.4	4.9	-0.4	3.1	3.3	3.4	3.1	2.9	5.8	8.1	0.6	4.1
Apr.	-0.4	4.8	-1.4	2.9	3.3	3.4	3.3	2.9	4.9	5.2	-2.3	5.3
May	0.1	3.9	-0.7	3.2	3.7	3.8	3.8	3.0	6.7	5.0	-2.2	5.1
June	0.3	4.5	-0.6	3.2	3.8	3.8	4.1	3.0	7.1	1.2	-3.2	4.9
July ^(p)	-0.5	4.3	-1.4	3.5	4.1	4.1	4.4	3.1	7.7	11.1	-2.7	4.0

Source: ECB.

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

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

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

⁴⁾ Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Total		Loans for consumption	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	5,130.8	5,135.7	915.6	1,089.6	3,125.7	6,649.1	6,867.2	731.1	5,229.1	688.9
2024	5,189.5	5,200.3	930.7	1,097.9	3,160.9	6,678.6	6,929.4	744.8	5,255.6	678.2
2025	5,294.8	5,324.3	949.8	1,122.1	3,222.9	6,853.2	7,111.6	777.2	5,403.4	672.7
2025 Q3	5,243.5	5,281.7	926.6	1,126.6	3,190.3	6,808.9	7,061.1	767.3	5,369.2	672.4
Q4	5,294.8	5,324.3	949.8	1,122.1	3,222.9	6,853.2	7,111.6	777.2	5,403.4	672.7
2026 Q1	5,357.1	5,383.6	966.3	1,142.1	3,248.6	6,932.2	7,188.0	796.4	5,465.3	670.4
Q2 ^(a)	5,430.9	5,466.1	983.5	1,160.1	3,287.2	6,971.6	7,224.5	803.9	5,507.7	660.0
2026 Feb.	5,335.7	5,356.7	952.9	1,129.9	3,253.0	6,918.8	7,175.0	791.7	5,453.9	673.3
Mar.	5,357.1	5,383.6	966.3	1,142.1	3,248.6	6,932.2	7,188.0	796.4	5,465.3	670.4
Apr.	5,380.5	5,409.1	969.6	1,148.5	3,262.5	6,938.0	7,191.2	798.5	5,480.7	658.8
May	5,405.0	5,442.4	980.5	1,157.6	3,266.9	6,956.2	7,207.4	802.0	5,496.9	657.3
June	5,430.9	5,466.1	983.5	1,160.1	3,287.2	6,971.6	7,224.5	803.9	5,507.7	660.0
July ^(a)	5,456.3	5,489.7	993.6	1,170.2	3,292.5	6,989.9	7,240.8	807.9	5,521.8	660.2
Transactions										
2023	-6.5	23.7	-44.8	10.5	27.8	8.5	26.8	19.1	10.3	-20.9
2024	76.6	88.0	21.8	14.7	40.1	45.2	77.6	26.6	28.3	-9.7
2025	144.4	156.7	31.5	35.6	77.4	187.4	205.0	38.8	148.3	0.3
2025 Q3	32.3	33.6	-1.5	11.6	22.2	44.7	46.8	11.2	36.3	-2.8
Q4	57.6	49.4	26.0	-4.0	35.6	48.4	61.7	12.0	34.5	2.0
2026 Q1	46.6	43.7	10.8	19.8	16.0	56.1	52.5	9.4	45.8	0.9
Q2 ^(a)	75.9	84.4	18.3	19.7	38.0	54.2	51.2	9.5	43.0	1.8
2026 Feb.	27.5	17.1	3.7	7.0	16.9	20.7	18.9	2.6	17.8	0.3
Mar.	19.8	27.0	13.1	12.4	-5.7	17.9	17.2	5.4	12.0	0.5
Apr.	22.1	23.1	4.3	7.3	10.5	19.1	17.1	3.3	15.7	0.1
May	26.3	34.5	11.7	8.7	5.9	19.0	17.2	4.0	16.4	-1.4
June	27.5	26.8	2.3	3.6	21.6	16.2	16.9	2.2	10.9	3.1
July ^(a)	24.5	22.4	9.0	10.2	5.3	19.6	17.0	4.5	14.4	0.7
Growth rates										
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.7	0.2	-2.9
2024	1.5	1.7	2.4	1.4	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.4
2025	2.8	3.0	3.4	3.3	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2025 Q3	2.7	2.9	2.9	4.5	2.1	2.5	2.6	5.0	2.5	-0.1
Q4	2.8	3.0	3.4	3.3	2.5	2.8	3.0	5.2	2.8	0.0
2026 Q1	3.1	3.2	4.8	3.2	2.6	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
Q2 ^(a)	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
2026 Feb.	3.0	3.0	3.5	3.1	2.8	2.8	3.0	5.1	2.8	0.1
Mar.	3.1	3.2	4.8	3.2	2.6	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
Apr.	3.3	3.4	4.7	4.0	2.7	2.9	3.0	5.3	2.9	0.2
May	3.8	4.0	6.2	4.7	2.8	3.0	3.0	5.6	3.0	0.0
June	4.1	4.0	5.8	4.2	3.5	3.0	3.0	5.5	3.0	0.3
July ^(a)	4.4	4.4	7.3	4.8	3.5	3.1	3.1	5.7	3.0	0.7

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Liabilities to central government ²⁾	Longer-term liabilities to other euro area residents					Net external assets	Other		
		Total	Deposits with an agreed maturity of over 2 years	Deposits redeemable at notice of over 3 months	Debt securities with a maturity of over 2 years	Capital and reserves		Total	Repos with central counterparties ³⁾	Reverse repos to central counterparties ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2023	477.8	7,338.3	1,827.0	90.5	2,415.1	3,005.6	1,853.9	263.3	152.1	152.6
2024	396.8	7,851.0	1,842.3	117.2	2,590.7	3,300.8	2,664.0	308.8	140.4	136.0
2025	399.1	8,372.4	1,872.6	131.7	2,621.6	3,746.5	3,240.9	188.4	324.1	235.1
2025 Q3	430.8	8,092.8	1,842.7	132.5	2,589.9	3,527.6	3,052.7	151.5	168.3	168.2
Q4	399.1	8,372.4	1,872.6	131.7	2,621.6	3,746.5	3,240.9	188.4	324.1	235.1
2026 Q1	427.7	8,549.2	1,890.8	133.2	2,652.3	3,873.0	3,529.8	157.8	396.2	257.3
Q2 ^(a)	402.1	8,501.2	1,858.2	136.2	2,733.5	3,773.2	3,508.4	149.2	460.8	289.0
2026 Feb.	426.9	8,697.6	1,884.9	132.1	2,626.2	4,054.4	3,616.7	119.9	405.2	255.9
Mar.	427.7	8,549.2	1,890.8	133.2	2,652.3	3,873.0	3,529.8	157.8	396.2	257.3
Apr.	426.1	8,517.0	1,849.9	132.9	2,669.3	3,864.9	3,519.0	198.3	386.7	277.0
May	430.8	8,559.9	1,853.4	134.9	2,702.4	3,869.3	3,556.8	172.7	417.1	272.8
June	402.1	8,501.2	1,858.2	136.2	2,733.5	3,773.2	3,508.4	149.2	460.8	289.0
July ^(a)	400.2	8,500.5	1,863.1	137.2	2,750.6	3,749.7	3,497.8	158.7	457.4	270.0
Transactions										
2023	-199.0	325.0	24.9	40.2	227.5	32.5	436.9	-192.4	17.1	9.0
2024	-80.6	279.4	15.2	26.7	164.7	72.8	530.5	27.5	-11.7	-16.7
2025	2.3	193.3	33.2	16.3	104.9	38.8	297.5	-130.7	8.6	29.2
2025 Q3	19.2	38.1	9.2	3.6	29.1	-3.8	63.6	-29.6	-9.6	2.3
Q4	-32.2	108.8	24.0	-0.8	32.9	52.7	83.7	-1.4	-19.3	-3.0
2026 Q1	19.0	45.6	14.3	1.3	21.9	8.1	141.6	-81.2	70.8	21.0
Q2 ^(a)	-25.6	73.9	-33.0	3.0	74.8	29.1	96.4	14.1	64.5	34.6
2026 Feb.	-55.2	31.9	0.9	0.6	8.4	22.1	24.3	9.5	3.9	6.1
Mar.	0.8	28.8	4.0	1.0	10.5	13.2	57.5	-1.0	-9.0	1.4
Apr.	-1.7	-14.2	-39.2	-0.3	25.2	0.1	-13.1	48.6	-9.5	22.5
May	4.8	51.3	3.2	2.0	31.9	14.3	46.5	-12.7	30.4	-4.2
June	-28.7	36.8	3.1	1.3	17.7	14.7	63.0	-21.7	43.6	16.2
July ^(a)	-2.0	35.1	5.5	1.0	22.7	5.8	-7.8	5.5	-3.3	-19.0
Growth rates										
2023	-29.5	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-16.9	3.8	0.8	29.5	6.9	2.2	-	-	-7.7	-10.9
2025	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2025 Q3	6.1	2.1	0.8	17.9	3.3	1.5	-	-	-9.0	-10.7
Q4	0.6	2.4	1.8	14.0	4.1	1.0	-	-	31.4	26.4
2026 Q1	7.7	2.9	2.8	9.9	4.6	1.3	-	-	23.0	16.1
Q2 ^(a)	-4.4	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
2026 Feb.	0.2	2.5	2.4	11.3	4.2	1.0	-	-	17.3	16.6
Mar.	7.7	2.9	2.8	9.9	4.6	1.3	-	-	23.0	16.1
Apr.	-3.6	2.8	0.7	7.7	5.8	1.5	-	-	12.8	17.4
May	-6.7	3.0	0.9	7.2	5.9	1.8	-	-	30.5	12.9
June	-4.4	3.2	0.8	5.5	6.2	2.2	-	-	47.0	28.1
July ^(a)	-1.5	3.5	1.0	3.9	6.7	2.5	-	-	49.6	20.4

Sources: ECB.

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

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

3) Not adjusted for seasonal effects.

6 Fiscal developments

6.1 Deficit/surplus

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

	Deficit (-)/surplus (+)					Memo item:
	Total	Central government	State government	Local government	Social security funds	Primary deficit (-)/surplus (+)
	1	2	3	4	5	6
2022	-3.4	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.7
2023	-3.5	-3.5	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2024	-3.0	-2.6	-0.2	-0.3	0.1	-1.2
2025	-2.9	-2.6	-0.2	-0.3	0.2	-1.0
2025 Q2	-2.9	.	.	.	.	-1.0
Q3	-3.0	.	.	.	.	-1.1
Q4	-3.0	.	.	.	.	-1.1
2026 Q1	-3.1	.	.	.	.	-1.2

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

6.2 Revenue and expenditure

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

	Revenue						Expenditure						
	Total	Current revenue				Capital revenue	Total	Current expenditure					Capital expenditure
		Total	Direct taxes	Indirect taxes	Net social contributions			Total	Compensation of employees	Intermediate consumption	Interest	Social benefits	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46.4	45.7	13.2	12.9	14.5	0.8	49.8	44.6	9.8	5.9	1.7	22.3	5.2
2023	45.8	44.9	13.1	12.4	14.4	0.9	49.3	43.9	9.8	5.9	1.7	22.2	5.3
2024	46.3	45.5	13.3	12.4	14.7	0.8	49.4	44.4	10.0	6.0	1.9	22.7	5.0
2025	46.8	46.0	13.3	12.4	15.1	0.8	49.7	44.6	10.1	5.9	1.9	22.9	5.1
2025 Q2	46.7	45.8	13.3	12.4	14.9	0.8	49.6	44.6	10.0	5.9	1.9	22.9	5.0
Q3	46.7	46.0	13.3	12.5	15.0	0.8	49.7	44.7	10.0	6.0	1.9	22.9	5.1
Q4	47.0	46.1	13.4	12.5	15.1	0.8	49.9	44.8	10.1	6.0	1.9	23.0	5.1
2026 Q1	47.0	46.2	13.4	12.5	15.2	0.8	50.1	44.9	10.1	6.0	1.9	23.1	5.2

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

6.3 Government debt-to-GDP ratio

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

	Total	Financial instrument			Holder			Original maturity		Residual maturity			Currency	
		Currency and deposits	Loans	Debt securities	Resident creditors		Non-resident creditors	Up to 1 year	Over 1 year	Up to 1 year	Over 1 and up to 5 years	Over 5 years	Euro or participating currencies	Other currencies
					Total	MFIs								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88.9	2.6	13.1	4.8	52.1	39.2	36.8	8.6	80.3	15.9	28.1	44.9	88.0	0.9
2023	86.5	2.4	12.1	4.6	48.9	35.5	37.6	7.7	78.8	14.8	27.8	43.9	85.7	0.8
2024	86.6	2.1	11.7	4.8	46.5	33.5	40.1	7.7	78.9	14.3	28.0	44.2	85.8	0.8
2025	87.4	2.1	11.8	4.6	44.4	31.3	43.0	7.6	79.8	14.6	28.2	44.6	86.7	0.7
2025 Q2	87.8	2.2	11.6	73.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.2	2.2	11.7	74.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.7	2.1	11.8	73.7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2026 Q1	88.9	2.3	11.7	74.9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Fiscal developments

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

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

	Change in debt-to-GDP ratio ²⁾	Primary deficit (+)/surplus (-)	Deficit-debt adjustment								Interest-growth differential	Memo item: Borrowing requirement
			Total	Transactions in main financial assets					Revaluation effects and other changes in volume	Other		
				Total	Currency and deposits	Loans	Debt securities	Equity and investment fund shares				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4.5	1.7	-0.1	-0.2	-0.6	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.5	-6.1	2.7
2023	-2.4	1.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.8	2.6
2024	0.0	1.2	0.3	0.0	-0.4	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	-1.4	3.1
2025	0.9	1.0	1.2	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-1.4	3.8
2025 Q2	0.5	1.0	0.8	0.6	0.3	0.0	0.1	0.1	0.2	-0.1	-1.3	3.5
Q3	1.0	1.1	1.0	0.6	0.4	0.0	0.2	0.1	0.2	0.2	-1.2	3.8
Q4	1.1	1.1	1.2	0.7	0.4	0.0	0.2	0.2	0.3	0.2	-1.2	3.9
2026 Q1	1.7	1.2	1.5	0.9	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	-1.1	4.3

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

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

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

6.5 Government debt securities ¹⁾

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

	Debt service due within 1 year ²⁾					Average residual maturity in years ³⁾	Average nominal yields ⁴⁾						
	Total	Principal		Interest			Outstanding amounts					Transactions	
		Total	Maturities of up to 3 months	Total	Maturities of up to 3 months		Total	Floating rate	Zero coupon	Fixed rate		Issuance	Redemption
										Total	Maturities of up to 1 year		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	12.7	11.4	4.1	1.3	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	2.0
2024	12.3	10.9	4.0	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025	12.5	11.1	3.9	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2025 Q3	12.7	11.2	3.5	1.4	0.4	8.2	2.2	1.3	1.5	2.2	1.9	2.9	2.6
Q4	12.5	11.1	3.9	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.7	2.8	2.5
2026 Q1	12.6	11.1	4.1	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.6	2.3	1.6	2.8	2.4
Q2	12.7	11.1	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
2026 Feb.	12.7	11.2	4.2	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.5	2.3	1.6	2.8	2.4
Mar.	12.6	11.1	4.1	1.5	0.4	8.2	2.2	1.2	1.6	2.3	1.6	2.8	2.4
Apr.	12.4	10.8	3.7	1.5	0.4	8.3	2.2	1.2	1.5	2.3	1.6	2.8	2.3
May	12.4	10.8	3.5	1.6	0.4	8.3	2.2	1.3	1.7	2.3	1.6	2.8	2.3
June	12.7	11.1	3.8	1.6	0.4	8.2	2.2	1.3	1.6	2.3	1.6	2.8	2.2
July	12.7	11.1	3.7	1.6	0.4	8.2	2.3	1.3	1.7	2.4	1.6	2.9	2.3

Source: ECB.

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

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

3) Residual maturity at the end of the period.

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

6 Fiscal developments

6.6 Fiscal developments in euro area countries

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

	Belgium	Bulgaria	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Government deficit (-)/surplus (+)											
2022	-3.5	-2.9	-1.9	-0.9	1.6	-2.6	-4.6	-4.7	0.0	-8.1	2.7
2023	-4.1	-2.0	-2.5	-2.7	1.4	-1.4	-3.3	-5.4	-1.1	-7.1	1.7
2024	-4.4	-3.0	-2.7	-1.1	4.1	1.3	-3.2	-5.8	-2.3	-3.4	4.1
2025	-5.2	-3.5	-2.7	-2.0	1.8	1.7	-2.4	-5.1	-3.0	-3.1	3.4
2025 Q2	-4.7	-3.4	-2.2	-1.5	3.9	2.1	-3.3	-5.6	-2.9	-3.2	3.9
Q3	-5.0	-2.7	-2.2	-1.5	1.2	2.5	-3.0	-5.5	-2.8	-3.3	3.4
Q4	-5.2	-3.5	-2.8	-2.0	1.9	1.7	-2.4	-5.1	-3.1	-3.1	3.4
2026 Q1	-5.2	-4.6	-3.1	-1.8	2.0	1.5	-2.4	-5.1	-3.2	-3.0	3.3
Government debt											
2022	103.3	22.5	64.4	19.2	43.0	177.8	109.3	111.4	68.5	138.4	80.1
2023	102.5	22.9	62.3	20.2	41.8	164.3	105.2	109.5	60.9	133.9	71.1
2024	103.9	23.8	62.2	23.5	38.3	154.2	101.6	112.6	57.4	134.7	62.7
2025	107.9	29.9	63.5	24.1	32.9	146.1	100.7	115.6	56.3	137.1	55.0
2025 Q2	106.2	26.3	62.3	23.2	34.4	152.0	103.4	115.4	57.4	138.1	61.1
Q3	107.1	28.4	63.0	22.8	34.5	149.8	103.1	117.3	57.1	137.5	60.3
Q4	107.9	29.9	63.5	24.1	34.8	146.1	100.7	115.7	56.3	137.1	55.0
2026 Q1	109.1	28.5	64.4	25.2	37.0	143.5	101.6	117.6	58.4	138.9	54.6

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
Government deficit (-)/surplus (+)										
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.3	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.6	-0.2
2023	-2.3	-0.7	-0.7	-4.4	-0.4	-2.6	1.1	-2.6	-5.3	-2.9
2024	-1.8	-1.3	0.9	-3.4	-0.7	-4.6	0.6	-0.9	-5.3	-4.4
2025	-2.5	-1.8	-2.0	-2.2	-1.6	-4.2	0.7	-2.5	-4.5	-3.4
2025 Q2	-2.0	-1.8	-0.2	-4.3	-1.4	-5.0	0.7	-1.7	-4.8	-4.0
Q3	-2.6	-1.8	-0.8	-4.2	-1.5	-4.7	0.2	-1.5	-4.6	-3.8
Q4	-2.5	-1.8	-1.8	-2.2	-1.6	-4.2	0.7	-2.5	-4.5	-3.8
2026 Q1	-2.3	-1.7	-2.4	-3.2	-1.7	-3.9	0.5	-2.7	-4.4	-4.1
Government debt										
2022	44.4	38.3	24.9	50.3	48.4	78.1	111.2	72.8	57.8	74.0
2023	44.4	37.1	24.7	46.9	45.8	77.8	96.9	68.3	55.8	77.0
2024	46.2	38.0	26.3	45.9	43.8	80.0	93.5	66.4	59.7	82.4
2025	46.9	39.5	26.5	46.4	44.4	81.5	89.7	65.7	61.4	88.5
2025 Q2	47.6	39.0	25.0	46.6	43.0	82.0	96.5	69.5	62.9	88.4
Q3	44.8	40.6	27.5	46.4	42.7	83.4	97.4	67.7	62.3	86.7
Q4	46.9	39.5	26.5	46.4	44.7	81.3	89.7	65.7	61.4	88.5
2026 Q1	46.9	42.3	29.2	45.9	43.8	83.3	91.0	64.8	62.5	89.7

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2026

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 9. september 2026.

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-26-065-SL-N (pdf)