



EVROPSKA CENTRALNA BANKA
EUROSISTEM

Ekonomski bilten

številka 4/2025



Vsebina

Ekonomska, finančna in denarna gibanja	3
Povzetek	3
1 Zunanje okolje	9
2 Gospodarska aktivnost	15
3 Cene in stroški	22
4 Gibanja na finančnih trgih	29
5 Pogoji financiranja in kreditna gibanja	35
6 Javnofinančna gibanja	41
Okvirji	45
1 Pogoji financiranja v ZDA in njihova povezava z gospodarsko aktivnostjo: vloga vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev	45
2 Trgovinske politike ZDA in poslovanje ameriških multinacionalk v euroobmočju	50
3 Obeti glede podjetniških naložb v euroobmočju – ugotovitve iz ankete ECB med velikimi podjetji	56
4 Kaj se dogaja z inflacijskimi pritiski, ki izhajajo iz določanja novih cen?	62
5 Volatilnost na finančnih trgih in negotovost glede ekonomskih politik: premoščanje vrzeli	68
6 Determinante inflacijskih pričakovanj podjetij v anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE)	73
7 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 5. februarja do 22. aprila 2025	79
Članka	85
1 The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption	85
Box 1 The state dependence of monetary policy: differences in pass-through across easing cycles	91
Box 2 The role of anticipation assumptions for the timing of consumption effects	95

2.	Advancing the capital markets union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading	100
----	--	-----

Box 1	Post-trading activities: areas for harmonisation under the single European rulebook	109
--------------	---	-----

Statistični podatki	S1
----------------------------	-----------

Ekonomska, finančna in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji 5. junija 2025 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike – je temeljila na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamiki osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike.

Trenutno je inflacija na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Strokovnjaki Eurosistema v junijskih osnovnih makroekonomskih projekcijah za euroobmočje predvidevajo, da bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,0% v letu 2025, 1,6% v letu 2026 in 2,0% v letu 2027. Popravki navzdol v primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje – za 0,3 odstotne točke tako v letu 2025 kot tudi v letu 2026 – so predvsem posledica nižjih predpostavk o cenah energentov in močnejšega eura. Strokovnjaki pričakujejo, da bo inflacija brez energentov in hrane v povprečju znašala 2,4% v letu 2025 ter 1,9% v letih 2026 in 2027, kar je večinoma enako, kot je bilo napovedano marca.

Po projekcijah strokovnjakov bo realna rast BDP v povprečju znašala 0,9% v letu 2025, 1,1% v letu 2026 in 1,3% v letu 2027. Projekcija rasti za leto 2025, ki ostaja nespremenjena, odraža močnejšo rast od pričakovane v prvem četrtletju ter šibkejše obete v preostanku leta. Medtem ko bo negotovost, ki spremlja trgovinske politike, predvidoma zavirala podjetniške naložbe in izvoz, še posebno v kratkoročnem obdobju, bodo vse večje državne investicije v obrambo in infrastrukturo čedalje bolj podpirale rast v srednjeročnem obdobju. Višji realni dohodki in močan trg dela bodo gospodinjstvom omogočili, da trošijo več. To naj bi skupaj z bolj ugodnimi pogoji financiranja okrepilo odpornost gospodarstva proti globalnim šokom.

V okolju velike negotovosti so strokovnjaki ocenili tudi nekatere mehanizme, prek katerih bi lahko različne trgovinske politike po alternativnih ilustrativnih scenarijih vplivale na rast in inflacijo. Ti scenariji so skupaj s projekcijami objavljeni na spletnem mestu ECB. Po tej scenarijski analizi bi nadaljnje zaostrovanje trgovinskih napetosti v prihodnjih mesecih povzročilo, da bi bila rast in inflacija nižja kot v osnovnih projekcijah. Nasprotno, če bodo trgovinske napetosti razrešene z ugodnim izidom, bi bili rast in v manjši meri tudi inflacija višji kot v osnovnih projekcijah.

Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno ustalila na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Rast plač je še vedno povišana, vendar se še naprej opazno umirja, dobički pa deloma absorbirajo njen vpliv na inflacijo. Zaskrbljenost, da bi povečana negotovost in volatilen odziv trgov na trgovinske napetosti aprila povzročila zaostrovanje pogojev financiranja, se je zmanjšala.

Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Zlasti v sedanjih razmerah izjemne negotovosti se bo o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Pri sklepih o obrestnih merah bo izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri 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 je v prvem četrtletju 2025 po Eurostatovi prvi oceni zraslo za 0,3%. Brezposelnost, ki je aprila znašala 6,2%, je najnižja od uvedbe eura, medtem ko se je zaposlenost v prvem četrtletju leta po prvi oceni zvišala za 0,3%.

Obeti za gospodarsko rast v euroobmočju so oslabljeni zaradi trgovinskih napetosti in povečane negotovosti na svetovni ravni. Te učinke naj bi v letu 2025 kot celoti deloma odtehtala močnejša gospodarska aktivnost od pričakovane v prvem četrtletju, ki najverjetneje delno odraža hitenje z izvozom v pričakovanju višjih carin. Srednjeročno naj bi gospodarsko aktivnost podpirali pred kratkim napovedani novi javnofinančni ukrepi. V junijskih osnovnih projekcijah se predpostavlja, da bodo ameriške carine na proizvode EU, ki so se zvišale na 10%, še naprej veljale v celotnem obdobju projekcij. Višje carine bodo skupaj s povečano negotovostjo glede trgovinskih politik in nedavno apreciacijo eura zavirale izvoz in naložbe ter v manjši meri potrošnjo v euroobmočju. Nasprotno naj bi nova državna potrošnja za infrastrukturo in obrambo, predvsem v Nemčiji, od leta 2026 dalje spodbujala domače povpraševanje v euroobmočju. Na splošno so še vedno izpolnjeni pogoji za krepitev rasti BDP v euroobmočju v obdobju projekcij. Tako naj bi k postopnemu okrevanju prispevali zviševanje realnih plač in zaposlenosti, manj strogi pogoji financiranja – predvsem zaradi nedavnih sklepov o denarni politiki – in odboj zunanjega povpraševanja proti koncu obdobja projekcij. V primerjavi z letošnjimi marčnimi projekcijami obeti za rast BDP za leto 2025 ostajajo nespremenjeni zaradi najnovejših podatkov, ki so boljši od pričakovanih, vendar naj bi to večinoma izravnali učinki trgovinskih napetosti in apreciacije tečaja eura. Zaradi trgovinskih napetosti in močnejšega deviznega tečaja je bila rast za leto 2026 popravljena navzdol, za leto 2027 pa je ostala nespremenjena.

Podobno kot junijske projekcije tudi anketni podatki na splošno nakazujejo nekoliko šibkejše obete v bližnji prihodnosti. Medtem ko so se predelovalne dejavnosti okrepile, deloma zato, ker so bili trgovinski posli v pričakovanju visokih carin sklenjeni prej, se storitveni sektor, ki je bolj usmerjen na domači trg, upočasnjuje. Podjetja bodo po pričakovanih težje izvažala zaradi visokih carin in močnejšega eura. Velika negotovost bo predvidoma zavirala naložbe.

Obenem več dejavnikov prispeva k odpornosti gospodarstva in ti naj bi rast spodbujali tudi v srednjeročnem obdobju. Potrošnike in podjetja bodo pri soočanju z negativnimi posledicami volatilnega globalnega okolja podpirali močan trg dela, vse višji realni dohodki, močne bilance v zasebnem sektorju in blažji pogoji financiranja,

ki so deloma rezultat preteklih rezov obrestnih mer s strani Sveta ECB. Rast naj bi spodbujali tudi nedavno napovedani ukrepi za povečanje investicij v obrambo in infrastrukturo.

V sedanjih geopolitičnih razmerah je še bolj nujno, da javnofinančne in strukturne politike prispevajo k izboljšanju produktivnosti, konkurenčnosti in odpornosti gospodarstva v euroobmočju. Kompas za konkurenčnost, ki ga je pripravila Evropska komisija, predstavlja konkreten načrt za ukrepanje, zato bi bilo treba njegove predloge hitro sprejeti, in sicer tudi predloge za poenostavitev postopkov. Sem sodi tudi dokončanje varčevalne in naložbene unije v skladu z jasnimi in ambicioznimi časovnimi načrtom. Prav tako je pomembno, da se hitro vzpostavi zakonodajni okvir, ki bi pripravil podlago za morebitno uvedbo digitalnega eura. Vlade bi morale zagotoviti vzdržne javne finance v skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU ter obenem dati prednost strukturnim reformam in strateškim naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast.

Inflacija

Medletna inflacija se je po Eurostatovi prvi oceni znižala z 2,2% v aprilu na 1,9% v maju. Inflacija v skupini energentov je ostala na ravni -3,6%. Inflacija v skupini hrane se je zvišala na 3,3%, potem ko je v prejšnjem mesecu znašala 3,0%. Blagovna inflacija je ostala nespremenjena na ravni 0,6%, medtem ko se je storitvena inflacija znižala s 4,0% v aprilu na 3,2% v maju. Storitvena inflacija je aprila poskočila predvsem zato, ker so se cene potovalnih storitev okrog velikonočnih praznikov zvišale bolj, kot je bilo pričakovano.

Večina kazalnikov osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ravni 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Stroški dela se postopoma umirjajo, kot kažejo najnovejši podatki o dogovorjenih plačah in razpoložljivi podatki za posamezne države o sredstvih za zaposlene na zaposlenega. Plačni kazalnik ECB kaže na nadaljnje umirjanje rasti dogovorjenih plač v letu 2025, medtem ko junjske projekcije predvidevajo, da se bo rast plač v letih 2026 in 2027 spustila pod 3%. Medtem ko nižje cene energentov in močnejši euro ustvarjajo pritiske na znižanje inflacije v bližnji prihodnosti, se bo inflacija po pričakovanjih leta 2027 vrnila na ciljno raven.

Kratkoročna inflacijska pričakovanja potrošnikov so se aprila 2025 rahlo zvišala, kar je verjetno odraz novic o trgovinskih napetostih. Toda večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%, kar podpira stabilizacijo inflacije okrog ciljne ravni Sveta ECB.

Medtem ko bo skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), v bližnji prihodnosti najverjetneje ostala pod 2%, se bo srednjeročno po pričakovanjih vrnila na ciljno raven. Strokovnjaki Eurosistema pričakujejo, da se bo inflacija tekom leta 2025 zniževala in bo v prvem četrtletju 2026 dosegla najnižjo raven (1,4%), nato pa se bo leta 2027 vrnila na 2,0%. K znižanju skupne inflacije v letu 2025 naj bi deloma prispevala negativna inflacija v skupini energentov, potem ko so se nedavno znižale cene nafte in veleprodajne cene

zemeljskega plina. Inflacija v skupini energentov bo predvidoma ostala negativna do leta 2027, ko bodo začeli veljati novi ukrepi za blažitev podnebnih sprememb v okviru novega sistema za trgovanje z emisijami (ETS2). Po začasnem zvišanju v drugem četrtletju 2025 bo inflacija v skupini hrane v letu 2027 po pričakovanjih upadla na raven rahlo nad 2%. Inflacija brez energentov in hrane se bo predvidoma znižala, k čemur bo prispevala skupina storitev, ker se učinki zapoznelih prilagoditev cen pri nekaterih postavkah umirjajo, plačni pritiski zmanjšujejo in nižje cene energentov prelivajo vzdolž cenovne verige. Rast plač naj bi se še naprej zniževala, ker popuščajo pritiski, da se nadoknadi preteklo zmanjšanje realnih plač. To bo skupaj z okrevanjem rasti produktivnosti predvidoma privedlo do precej počasnejše rasti stroškov dela na enoto proizvoda. Zunanji cenovni pritiski, kot se odražajo v uvoznih cenah, bodo po pričakovanjih ostali umirjeni ob predpostavki, da bodo carinske politike EU ostale nespremenjene, pri čemer določen pritisk na znižanje izhaja iz močnejšega eura in znižanja cen energetske surovine v zadnjih mesecih. V primerjavi z marčnimi projekcijami je napovedana skupna inflacija za leti 2025 in 2026 popravljena za 0,3 odstotne točke navzdol zaradi predpostavk o nižjih cenah energetske surovine in apreciacije eura, medtem ko za leto 2027 ostaja nespremenjena.

Ocena tveganj

Tveganja za gospodarsko rast so še vedno nagnjena navzdol. Velika zaostritev svetovnih trgovinskih napetosti bi lahko skupaj s povečano negotovostjo upočasnila rast v euroobmočju, in sicer z zaviranjem izvoza ter zmanjševanjem naložb in potrošnje. Poslabševanje zaupanja na finančnih trgih bi lahko povzročilo, da se zaostrijo pogoji financiranja, poveča odpor do tveganja ter zmanjša pripravljenost podjetij in gospodinjstev, da investirajo in trošijo. Pomemben vir negotovosti ostajajo geopolitične napetosti, kot sta ruska neupravičena vojna proti Ukrajini in tragični konflikt na Bližnjem vzhodu. Nasprotno, če bi se trgovinske in geopolitične napetosti hitro razrešile, bi se gospodarska klima izboljšala in aktivnost pospešila. K rasti bi lahko prispevalo tudi nadaljnje povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo skupaj z reformami, ki zvišujejo produktivnost.

Inflacijski obeti v euroobmočju so bolj negotovi kot običajno, kar je rezultat volatilnih globalnih trgovinskih razmer. Zniževanje cen energentov in močnejši euro bi lahko ustvarjala dodatne pritiske na zniževanje inflacije. Ti bi se lahko še okrepili, če bi višje carine povzročile manjše povpraševanje po izvozu euroobmočja in če bi države s presežnimi zmogljivostmi svoj izvoz preusmerile v euroobmočje. Trgovinske napetosti bi lahko povzročile večjo volatiliteto in odpor do tveganja na finančnih trgih, kar bi zavrla domače povpraševanje in bi s tem znižalo tudi inflacijo. Nasprotno bi fragmentacija svetovnih dobavnih verig lahko povečala inflacijo zaradi višjih uvoznih cen in večje omejitve proizvodnih zmogljivosti v domačem gospodarstvu. K zvišanju inflacije bi na srednji rok lahko prispevalo tudi povečanje izdatkov za obrambo in infrastrukturo. Zaradi ekstremnih vremenskih pojavov ter splošnejšega napredovanja podnebne krize bi se lahko cene hrane zvišale bolj, kot se pričakuje.

Finančne in denarne razmere

Od seje Sveta ECB o denarni politiki, ki je potekala 17. aprila 2025, so netvegane obrestne mere ostale približno nespremenjene. Tečaji delnic so se zvišali in razmiki v donosnosti podjetniških obveznic zmanjšali v odziv na bolj pozitivne novice o globalnih trgovinskih politikah in izboljšanje globalnega odnosa do tveganja.

Zaradi preteklih rezov obrestnih mer s strani Sveta ECB postaja zadolževanje za podjetja še naprej manj drago. Povprečna obrestna mera za nova posojila podjetjem se je znižala s 3,9% v marcu na 3,8% v aprilu. Stroški izdajanja tržnih dolžniških instrumentov so ostali nespremenjeni na ravni 3,7%. Obseg bančnih posojil podjetjem se je še naprej postopoma krepil, saj je medletna stopnja rasti posojil aprila dosegla 2,6%, potem ko je marca znašala 2,4%, medtem ko je bilo izdajanje podjetniških obveznic umirjeno. Povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila je aprila ostala na ravni 3,3%, rast hipotekarnih posojil pa se je povečala na 1,9%.

V skladu s strategijo denarne politike je Svet ECB poglobljeno ocenil povezave med denarno politiko in finančno stabilnostjo. Banke v euroobmočju ostajajo odporne, vendar so splošnejša tveganja glede finančne stabilnosti še naprej povišana, še posebno zaradi izjemno negotovih in volatilnih globalnih trgovinskih politik. Makrobonitetna politika ostaja prva obrambna linija proti nastajanju finančnih ranljivosti ter tako prispeva k večji odpornosti in ohranjanju makrobonitetnega manevrskega prostora.

Sklepi o denarni politiki

Obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila so bile znižane na 2,00%, 2,15% oziroma 2,40%, z začetkom veljavnosti 11. junija 2025.

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 na seji 5. junija 2025 sklenil, da vse tri ključne obrestne mere ECB zniža za 25 bazičnih točk. Odločitev o znižanju obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – obrestne mere, s katero Svet ECB usmerja naravnost denarne politike – je temeljila na posodobljeni oceni inflacijskih obetov, dinamiki osnovne inflacije in intenzivnosti transmisije denarne politike. Svet ECB je odločen zagotoviti, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ciljni 2-odstotni ravni v srednjeročnem obdobju. Zlasti v sedanjih razmerah izjemne negotovosti se bo o ustrezni naravnosti denarne politike odločal na podlagi podatkov in na vsaki seji posebej. Pri sklepih o obrestnih

merah bo izhajal iz ocene inflacijskih obetov, v kateri bo upošteval nove ekonomske in finančne podatke, dinamiko osnovne inflacije in intenzivnost transmisije denarne politike. Svet ECB se glede ravni ključnih obrestnih mer ne zavezuje vnaprej.

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

1 Zunanje okolje

Na svetovne gospodarske obete vplivajo višje carine, ki jih je uvedla ameriška vlada, in povečana negotovost glede trgovinskih politik. Od dokončanja marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB za euroobmočje 6. februarja 2025 se je efektivna carinska stopnja za uvoz blaga v ZDA močno zvišala. Čeprav je ameriška vlada zvišala carine na uvoz iz vseh svojih trgovinskih partneric, je bil posebej izrazit dvig carin za uvoz iz Kitajske, in sicer kljub nedavnemu dogovoru o začasno nižjih carinah. Ta dogajanja prispevajo k trenjem v svetovni trgovinski menjavi in večji negotovosti glede trgovinskih politik, kar bi lahko posredno vplivalo na gospodarsko aktivnost in oslabilo obete za svetovno gospodarsko rast. V junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje je bila napoved svetovne gospodarske rasti popravljena navzdol za kumulativno 0,7 odstotne točke do konca leta 2027. Poslabšanje gospodarskih obetov je razvidno v vseh glavnih gospodarstvih, vendar najbolj izrazito v ZDA in na Kitajskem. Na svetovni ravni se bo skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, v obdobju projekcij po pričakovanjih znižala, čeprav je bila napoved inflacije za ZDA popravljena navzgor zaradi vpliva nedavno napovedanih carin.

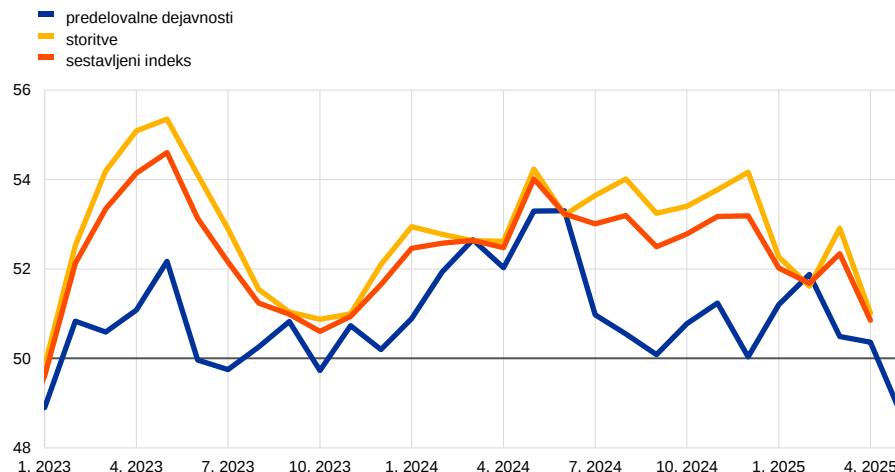
Rast svetovne gospodarske aktivnosti se je v prvem četrtletju 2025 upočasnila in upočasnjevanje se bo predvidoma nadaljevalo. Svetovna realna rast BDP (brez euroobmočja) je v prvem četrtletju 2025 po ocenah upadla na 0,7% medčetrtno, potem ko je v četrtem četrtletju 2024 znašala 1,1%.¹ Svetovna gospodarska aktivnost se bo po pričakovanjih še nadalje upočasnila in do konca leta ostala na nizki ravni. Sledilnik gospodarske aktivnosti, ki so ga razvili strokovnjaki ECB, kaže, da se je aktivnost aprila upočasnila, saj so najnovejši anketni podatki potisnili sledilnik pod njegovo dolgoročno povprečje. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost se je aprila 2025 znižal, kar je predvsem posledica počasnejše rasti v storitvenih dejavnostih (graf 1).

¹ Vrednosti svetovnih in/ali globalnih agregatov gospodarskih kazalnikov v tem razdelku ne vključujejo euroobmočja.

Graf 1

Svetovni PMI za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja)

(indeksi razpršitve)



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2025 za indeks proizvodnje v predelovalnih dejavnostih ter na april 2025 za sestavljeni indeks in indeks proizvodnje v storitvenih dejavnostih.

Trgovinski spori poslabšujejo obete za svetovno gospodarsko rast. Svetovna gospodarska rast se bo v obravnavanem obdobju po projekcijah upočasnila in upadla še dlje pod povprečje izpred pandemije. V junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se pričakuje, da se bo svetovni realni BDP v letu 2025 povečal za 3,1%, kar je upočasnitev v primerjavi z lanskim letom, ko je bila zabeležena 3,6-odstotna rast.² V letu 2026 naj bi se svetovna realna rast BDP še nadalje upočasnila na 2,9% in se nato v letu 2027 stabilizirala pri 3,2%. V primerjavi z marčnimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila svetovna gospodarska rast v letih 2025 in 2026 popravljena za 0,3 odstotne točke navzdol, za leto 2027 pa je ostala nespremenjena. Obeti so se poslabšali v vseh glavnih gospodarstvih, vendar najbolj izrazito v ZDA in na Kitajskem. Glavni razlogi za popravke navzdol so carine in negotovost v zvezi z ekonomskimi politikami. Carine so škodljive za rast, saj povečujejo stroške končnih proizvodov ter proizvodov za vmesno porabo, uvoženih iz tujine. To po drugi strani zavira domačo potrošnjo in zmanjšuje konkurenčnost izvoznikov, ker se povečajo njihovi proizvodni stroški. Povečana negotovost spodbuja previdnostno obnašanje potrošnikov in podjetij, kar zmanjšuje potrošnjo in naložbe. Tveganja, ki spremljajo projekcije svetovne gospodarske rasti, so večinoma zbrana na strani počasnejše rasti in odvisna predvsem od prihodnjega razvoja trgovinskih politik. Če bodo ameriška vlada in njeni partnerji uspešno zaključili trgovinska pogajanja, bi se carine lahko znižale, kar bi podprlo svetovno gospodarsko aktivnost. Po drugi strani pa bi višje carine in morebitni povračilni ukrepi trgovinskih partneric lahko dodatno oslabili obete za gospodarsko rast.

Rast svetovne trgovinske menjave se bo v naslednjih dveh letih po projekcijah močno upočasnila. Mesečni sledilnik svetovne trgovinske menjave, ki so ga razvili

² Za več podrobnosti glej [Makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, junij 2025](#), ki so bile 5. junija 2025 objavljene na spletnem mestu ECB.

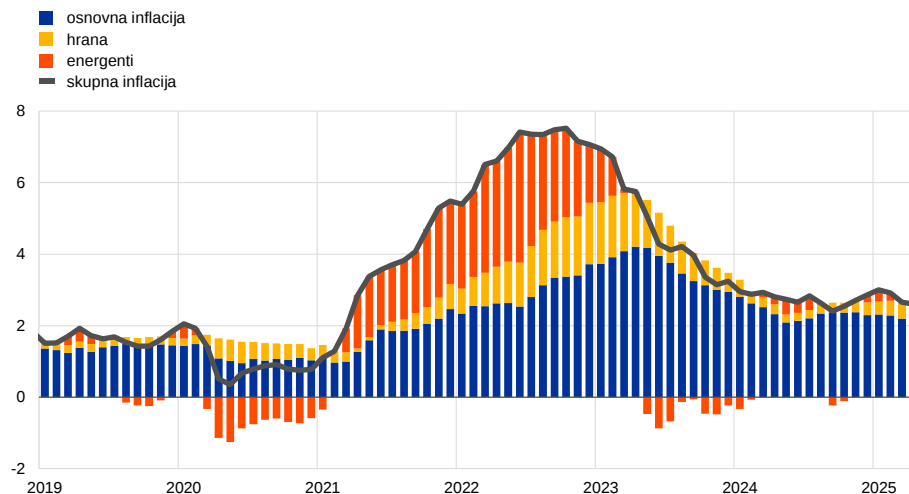
strokovnjaki ECB, kaže, da se je svetovni uvoz v aprilu začel dokaj hitro upočasnjevati. K takšnemu gibanju sledilnika so največ prispevali visokofrekvenčni podatki, kot sta manjši uvoz surovin na Kitajskem in upadanje delniških tečajev podjetij, vključenih v svetovno blagovno menjavo, med njimi ladjarjev in pakirnic. To ugotovitev potrjujejo tudi anketni kazalniki. Indeks novih naročil v svetovnem indeksu PMI za predelovalne dejavnosti (brez euroobmočja) je aprila padel še globlje v območje krčenja. Upad je bil posebej izrazit v Kanadi in Mehiki, medtem ko sta indeksa za ZDA in Kitajsko nekoliko upadla, a vseeno ostala v pozitivnem območju. Do te upočasnitve je prišlo po močni rasti uvoza v ZDA v prvem četrtletju 2025, kar odraža hitenje z uvozom v pričakovanju višjih carin. Skladno s tem hitenjem so bile v državah, za katere so bile uvedene višje carine, kot so Kanada, več azijskih gospodarstev in Združeno kraljestvo, zabeležene višje stopnje izvoza. Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo rast svetovnega uvoza v letu 2025 znižala na 3,1% (s 4,1% v letu 2024) in še nadalje na 1,7% v letu 2026, zatem pa naj se bi leta 2027 ponovno okrepila na 3,1%. Napovedana strma upočasnitev je posledica vpliva carin in povečane negotovosti glede trgovinske politike, pri čemer slednja močno negativno vpliva na trgovinsko intenzivne komponente povpraševanja, kot so naložbe. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila pričakovana rast svetovnega uvoza popravljena za 0,4 odstotne točke navzdol v letu 2025 in za 1,4 odstotne točke v letu 2026, kar je predvsem posledica novo uvedenih carin in v manjši meri večje negotovosti glede trgovinske politike; Glavni razlog za popravke sta bistveno šibkejši uvoz v ZDA in šibkejša rast uvoza v drugih delih sveta, vključno s Kitajsko.

Skupna inflacija se je znižala v vseh državah OECD. Aprila 2025 se je medletna stopnja rasti indeksa cen življenjskih potrebščin (CPI) v državah OECD (brez Turčije) znižala na 2,6%, potem ko je mesec prej znašala 2,7% (graf 2). Vendar pa to zmanjšanje prikriva dve nasprotujoči si gibanji, saj je vpliv nižje inflacije v skupini hrane in energentov izravnavała nekoliko višja osnovna inflacija, ki se je s 3,0% prejšnji mesec zvišala na 3,1%.

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 izključuje Turčijo in je izračunan s uporabo letnih uteži indeksa CPI za države OECD. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se bo v širši skupini razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v obdobju projekcij predvidoma znižala.

Za ZDA je bila skupna inflacija, merjena z indeksom CPI, popravljena navzgor zaradi bistveno višjih carin, ki so vplivale na več kot 80% uvoza blaga v tej državi. Med razvitimi gospodarstvi je bila inflacija za letos navzgor popravljena tudi za Združeno kraljestvo, ker je bila v zadnjih mesecih tu zabeležena precej višja inflacija od pričakovane, rast plač pa se je okrepila. Vseeno so inflacijski obeti za preostalo obdobje projekcij za to državo ostali nespremenjeni. Projekcije inflacije za nastajajoča tržna gospodarstva so v primerjavi z marčnimi projekcijami ostale na splošno nespremenjene, saj je učinek slabših inflacijskih obetov v Rusiji izravnala nižja napovedana inflacija na Kitajskem. Obeti za inflacijo v Rusiji odražajo neugodna strukturna gibanja, na Kitajskem pa šibko domače povpraševanje. Na medletni ravni bo svetovna sestavljena stopnja inflacije, merjena z indeksom CPI, po projekcijah še naprej trendno upadala in se bo z lanskih 4,0% letos predvidoma upočasnila na 3,3%. V srednjeročnem obdobju se bo inflacija po pričakovanjih še nadalje znižala na 2,8% v letu 2026 in na 2,5% v letu 2027.³

V obravnavanem obdobju od 16. aprila do 4. junija 2025 so se cene surove nafte Brent znižale, saj so dejavniki na strani ponudbe izravnali izboljšano razpoložanje na trgih. Sprva je cene surove nafte podpiralo bolj optimistično razpoložanje glede tveganj zaradi umirjanja trgovinskih napetosti. Vendar so to več kot izravnali dejavniki na strani ponudbe, zlasti nedavna odločitev skupine OPEC+, da julija poveča proizvodnjo za 411.000 sodov na dan, kar je več kot trikrat več od prvotno načrtovanega obsega proizvodnje. Kartel držav proizvajalk nafte pod vodstvom Saudove Arabije je trge presenetil že aprila, ko je napovedal podobno povečane proizvodnje v maju. Če bo to povečanje postalo trajnejše, bi lahko

³ Projekcije strokovnjakov ECB vključujejo širši sklop držav, zlasti velike nastajajoče trge (npr. Kitajska, Indija, Brazilija in Rusija), ki niso upoštevane v inflaciji OECD, merjeni z indeksom CPI.

ustvarilo večja navzdol usmerjena tveganja za ceno nafte. Padanje cen nafte že zavira naložbene načrte ameriških proizvajalcev nafte iz skrilavcev, saj se sedanje cene približujejo ali celo padajo pod mejno ceno rentabilnosti, tj. ceno, ki je potrebna za dobičkonosno odprtje nove vrtnice. To se kaže v strmem upadu števila naftnih vrtin in aktivnih ekip za hidravlično lomljenje. Poleg tega je več proizvajalcev nafte iz skrilavcev v zadnjem času napovedalo, da bodo zmanjšali naložbe v kapital.

Evropske cene plina so se v obravnavanem obdobju zvišale zaradi kombinacije dejavnikov s strani ponudbe in povpraševanja.

Sprva so cene plina upadle zaradi trgovinskih napetosti in razprav v evropskih institucijah o znižanju zakonsko predpisanih ciljnih ravni napolnjenosti skladišč za prihodnjo ogrevalno sezono. Ta dogajanja so cene kratkoročnih terminskih pogodb za plin potisnile pod dolgoročnojšo raven, zaradi česar je razmik med poletnimi in zimskimi terminskimi pogodbami spet postal negativen, kar je spodbudilo ponovno polnjenje zalog. Cene plina so se nato ponovno zvišale zaradi najnovejših trgovinskih sporazumov, nenačrtovanih izpadov v norveških obratih za utekočinjanje zemeljskega plina in načrta Evropske komisije, da do leta 2027 postopno ustavi uvoz ruskega plina. Zvišale so se tudi cene kovin in hrane, k čemur so največ prispevali dejavniki na strani povpraševanja. Cene hrane je podpiralo močno povpraševanje po polizdelkih iz kakava, ki je vztrajalo kljub strmemu porastu cen kakava v začetku letošnjega leta. Cene kovin so se zvišale, kar je predvsem posledica višjih cen bakra. Rast je sprva poganjal previdnostni uvoz v ZDA zaradi zaskrbljenosti glede višjih carin na uvožen baker. To je pozneje še okrepilo izboljšano razpoloženje na trgih po umiritvi trgovinskih napetosti med Kitajsko in ZDA.

Obeti za gospodarsko rast v ZDA so se od dokončanja marčnih makroekonomskih projekcij strokovnjakov ECB 6. februarja 2025 poslabšali.

V prvem četrtletju 2025 je realni BDP postal rahlo negativen, ker je hitenje z uvozom ustvarilo velik negativen prispevek neto trgovinske menjave. Po drugi strani je domače povpraševanje ostalo razmeroma trdno, čeprav se bo po pričakovanih upočasnilo, ko se bo pokazal učinek carin. Na splošno se pričakuje, da se bodo zaradi obsežnih in povišanih carin zvišali stroški uvoženih vmesnih in končnih proizvodov, kar se bo verjetno prelilo v domače cene. Junjske projekcije kažejo manjše trgovinske tokove in višje proizvodne stroške ter tudi šibkejšo domače povpraševanje, ko se bo zaradi višje inflacije zmanjšal realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev. Negativni vpliv carin na gospodarske obete še stopnjuje vse večja negotovost glede ekonomskih politik, ki spodbuja previdnostno varčevanje in zavira naložbe. Obete poslabšujejo tudi strožji pogoji financiranja, ki ustvarjajo negativne premoženjske učinke in zvišujejo stroške financiranja. Na nominalni strani merila inflacije cen življenjskih potrebščin še ne odražajo pritiskov carin na cene. Medletna inflacija, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je aprila znižala 2,3%, potem ko je marca znašala 2,4%. Osnovna inflacija po CPI, ki izključuje cene hrane in energentov, je aprila ostala nespremenjena na ravni 2,8%. Čeprav vpliv carin še ni razviden v podatkih o inflaciji po CPI, visokofrekvenčni podatki o cenah velikih trgovcev na drobno kažejo na pritiske na rast inflacije, ki izhajajo predvsem iz višjih cen uvoženega blaga, zlasti iz Kitajske. Maja je zvezni odbor za odprti trg (FOMC) spričo vse večjih tveganj in negotovosti glede obetov ohranil ciljni razpon za obrestno mero na zvezna sredstva nespremenjeno na ravni 4,25–4,50%.

Na Kitajskem je bila realna rast BDP v prvem četrtletju 2025 močna, poganjalo pa sta jo močno domače povpraševanje in hitenje z izvozom. Vseeno se pričakuje, da bodo visoke ameriške carine in nadaljnje prilagajanje v nepremičninskem sektorju v prihodnje zavirali gospodarsko aktivnost. Aprila so se kazalniki aktivnosti znižali. Tako se je medletna rast prodaje v trgovini na drobno upočasnila na 5,1%, s 5,9% v marcu, vendar je ostala nad povprečjem januarja in februarja. Medletna rast industrijske proizvodnje se je zmanjšala na 6,1%, rast naložb pa je oslabilo v vseh komponentah. Indeks PMI o novih izvoznih naročilih v predelovalnih dejavnostih se je aprila močno znižal. Na splošno podatki o gospodarski aktivnosti kažejo, da se je že sicer oslabilo domače povpraševanje še nekoliko zmanjšalo, višje ameriške carine pa negativno vplivajo na obete za kratkoročno rast. Deflacijski pritiski v kitajskem gospodarstvu še vedno vztrajajo. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, je aprila ostala negativna na ravni -0,1%, medtem ko se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih še dodatno znižala na -2,7%. Ker ameriške carine na kitajski uvoz ostajajo visoke kljub začasnemu trgovinskemu sporazumu, se pritisk na kitajske izvoznike nadaljuje. Sedanje profitne marže dajejo kitajskim izvoznikom manevrski prostor, da še nadalje znižajo izvozne cene. Ker domače povpraševanje ostaja šibko, v industriji pa obstajajo presežne zmogljivosti, bo deflacija v izvoznih cenah verjetno vztrajala tudi v prihodnje.

V Združenem kraljestvu se je realna rast BDP v prvem četrtletju 2025 okrepila, k čemur sta največ prispevali močna rast naložb in neto trgovinska menjava. Vendar bo ta okrepitev verjetno kratkotrajna, saj se bo rast zaradi povečane negotovosti in napetosti v svetovni trgovinski menjavi predvidoma upočasnila. Razpoložljivi kratkoročni kazalniki, vključno z anketami PMI ter kazalniki zaupanja potrošnikov in podjetij, kažejo na razmeroma šibek začetek drugega četrtletja 2025. Kljub nedavnim pozitivnim novicam o trgovinski politiki, zlasti dvostranska trgovinska sporazuma z ZDA in Indijo ter novi sporazumom z EU, ostaja negotovost povečana zaradi visokih carin. Skupna medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je aprila strmo zvišala na 3,5%, potem ko je marca znašala 2,6%. K zvišanju je največ prispevala višja inflacija v skupinah storitev in energentov, medtem ko je rast cen osnovnih proizvodov ostala nespremenjena. V prihodnjem obdobju bo skupna inflacija po projekcijah celo leto 2025 ostala nad 2-odstotnim ciljem britanske centralne banke. Na majski seji je britanska centralna banka svojo obrestno mero znižala za 25 bazičnih točk na 4,25%.

Po informacijah, ki so bile na voljo na presečni datum, je gospodarska rast v euroobmočju, ki je bila v zadnjem četrtnem 2024 0,2-odstotna, v prvem četrtnem 2025 ob skromnem prispevku domačega povpraševanja in neto trgovinske menjave znašala 0,3%.⁴ Zaposlenost se je v prvem četrtnem povečala za 0,3%, za kolikor se je povečal tudi BDP. Kar zadeva posamezne sektorje, se je aktivnost v industriji po ocenah povečala, k čemur je prispevalo večje povpraševanje po proizvodih za investicije, ki je bilo delno posledica pospešitve trgovinske menjave v pričakovanju višjih carin. Hkrati je bila rast v storitvenih dejavnostih verjetno le skromna. Po anketnih kazalnikih naj bi se gospodarska aktivnost v drugem četrtnem 2025 upočasnila. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je maja znižal na raven blizu praga rasti, medtem ko je bila aktivnost v predelovalnih dejavnostih že tretji mesec zapored višja od tega praga. Hkrati se je aktivnost v storitvenih dejavnostih rahlo zmanjšala glede na prvo četrtno. Nadaljnje zaviralne dejavnike bodo verjetno predstavljali vse večji protekcionizem in ukrepi z izkrivljajočim vplivom na trgovinsko menjavo, ki bi lahko nesorazmerno prizadeli predelovalne dejavnosti v primerjavi z drugimi deli gospodarstva. Čeprav so se razmere na trgu dela v zadnjih mesecih poslabšale, so še naprej ugodne. Glede gibanj v prihodnosti se pričakuje, da bodo velika negotovost, trgovinske napetosti in vztrajne izgube konkurenčnosti zavirali hitrost gospodarskega okrevanja v euroobmočju. Kljub temu naj bi na predvideno okrevanje spodbudno vplivali večji dohodki od dela in dostopnejši krediti, deloma zaradi preteklih rezov obrestnih mer.

Take obete kažejo osnovne junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje, po katerih naj bi medletna realna rast BDP v letu 2025 znašala 0,9%, v letu 2026 1,1% in v letu 2027 1,3%.⁵ Poleg tega sta bila za ponazoritev nekaterih mehanizmov, prek katerih bi lahko različne trgovinske politike vplivale na rast in inflacijo, pripravljena dva alternativna scenarija: (i) blagi scenarij, ki predvideva odpravo dvostranskih carin med ZDA in EU, ter (ii) zaostreni scenarij, ki predvideva nadaljnje zvišanje ameriških carin na celoten uvoz, simetrične povračilne ukrepe EU in vztrajno večjo negotovost glede trgovinskih politik. Po blagem scenariju bi bila rast v letih 2025 in 2026 nekoliko močnejša kot v osnovnih projekcijah. Po zaostrenem scenariju bi bili gospodarski obeti v celotnem obdobju projekcij občutno slabši.

Po Eurostatovi najnovejši oceni se je realni BDP v prvem četrtnem 2025 medčetrtno povečal za 0,3% (graf 3).

To pomeni, da je gospodarska aktivnost ob razpravah o carinah, napetostih na finančnih trgih in geopolitični negotovosti rasla pet četrtnij zaporedoma, kar podpira idejo, da gospodarstvo v euroobmočju razvija določeno odpornost proti globalnim šokom. Iz kratkoročnih kazalnikov in razpoložljivih podatkov za posamezne države je razviden pozitiven, čeprav zmeren prispevek zasebne potrošnje in naložb. Pozitiven naj bi bil tudi prispevek neto izvoza, na katerega je spodbudno vplivalo hitenje z izvozom v ZDA po napovedi

⁴ Četrtna rast BDP v euroobmočju je bila v objavi podatkov 6. junija, tj. dva dni po presečnem datumu za podatke v tej številki Ekonomskega biltena, popravljena navzgor na 0,6%.

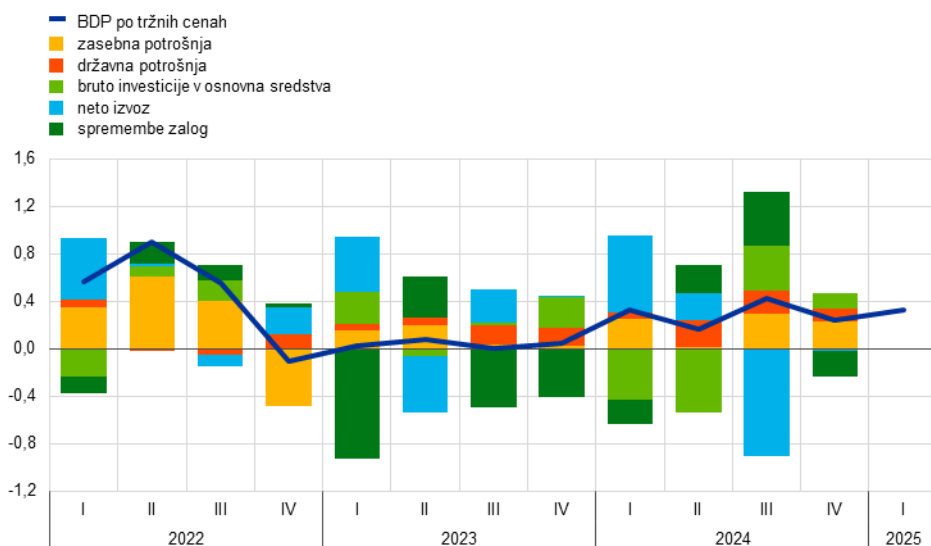
⁵ Za več informacij glej »Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene na spletnem mestu ECB.

carin. Na proizvodni strani je zaradi hitenja z izvozom industrija verjetno okrevala. Videti je, da je skromno pozitivno rast v prvem četrtnetu dosegala tudi dodana vrednost v gradbeništvu in storitvenih dejavnostih.

Graf 3

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtnetne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrtneto 2025 pri BDP in na zadnje četrtneto 2024 pri izdatkovni razčlenitvi.

Anketni podatki kažejo, da se je rast v drugem četrtnetu 2025 ob veliki negotovosti upočasnila.

Negotovost glede ekonomskih politik, vključno s trgovinsko, na svetovni ravni še naprej negativno vpliva na obete v bližnji prihodnosti. Sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti se je aprila in maja v povprečju rahlo znižal, in sicer na 50,3 (s 50,4 v prvem četrtnetu), kar pomeni, da gospodarska aktivnost stagnira. Medtem ko se je indeks PMI o gospodarski aktivnosti v predelovalnih dejavnostih zvišal na raven, nazadnje doseženo na začetku leta 2022, in zdaj nakazuje rast, se je gospodarska aktivnost v storitvenih dejavnostih zmanjšala na raven, ki nakazuje upadanje aktivnosti (graf 4). Indeks PMI o novih naročilih, ki je po naravi bolj usmerjen v prihodnost, kaže podobno sliko, pri čemer na splošno šibki rezultati prikrivajo izboljševanje aktivnosti v predelovalnih dejavnostih in upočasnjevanje aktivnosti v storitvenih dejavnostih. Po določenih pozitivnih kratkoročnih učinkih (kot je povečana proizvodnja zaradi hitenja z izvozom) bi lahko višje carine v prihodnjih mesecih nesorazmerno vplivale na predelovalne dejavnosti v primerjavi z drugimi deli gospodarstva.

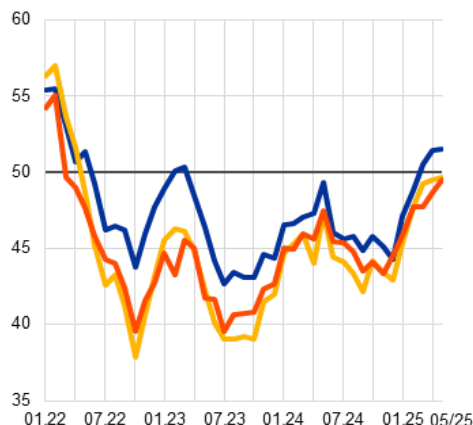
Graf 4

Kazalniki PMI po sektorjih gospodarstva

a) Predelovalne dejavnosti

(difuzijski indeksi)

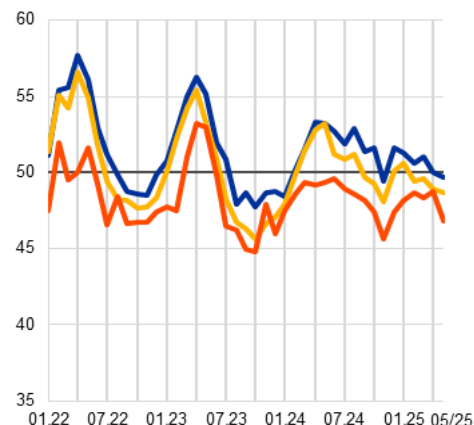
— proizvodnja
— nova naročila
— nova izvozna naročila



b) Storitvene dejavnosti

(difuzijski indeksi)

— poslovna aktivnost
— novi posli
— nova izvozna naročila



Vir: S&P Global Market Intelligence.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na maj 2025.

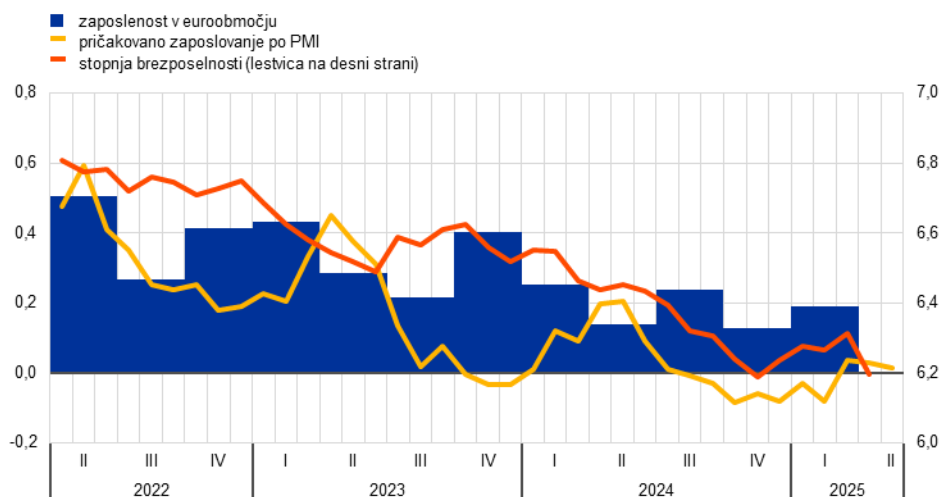
Zaposlenost se je v prvem četrtnetu 2025 povečala za 0,3%. Po skromnejšem povečanju v zadnjem četrtnetu 2024 (0,1%) se je rast zaposlenosti v prvem četrtnetu 2025 povečala na 0,3% (graf 5).⁶ Ti rezultati prikazuje različna gibanja v euroobmočju. Od večjih držav v euroobmočju sta k zaposlenosti prispevali predvsem Italija in Španija. Hkrati je stopnja brezposelnosti v aprilu znašala 6,2%, na tej ravni pa bolj ali manj ostaja od sredine leta 2024. Povpraševanje po delavcih se je dodatno zmanjšalo, pri čemer se je stopnja prostih delovnih mest v prvem četrtnetu znižala na 2,4%, kar je 0,1 odstotne točke manj kot v zadnjem četrtnetu 2024.

⁶ Četrtneta rast zaposlenosti v euroobmočju je bila v objavi podatkov 6. junija, tj. dva dni po presečnem datumu za podatke v tej številki Ekonomskega biltena, popravljena navzdol na 0,2%.

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 prvo četrtnje 2025 pri zaposlenosti, na maj 2025 pri pričakovanem zaposlovanju po PMI in na april 2025 pri stopnji brezposelnosti.

Na podlagi kratkoročnih kazalnikov trga dela je mogoče sklepati, da se rast zaposlenosti v drugem četrtnju ni spremenila. Mesečni sestavljeni kazalnik PMI o zaposlovanju se je znižal s 50,3 v aprilu na 50,2 v maju, kar pomeni, da je zaposlenost večinoma nespremenjena. Kazalnik PMI o zaposlovanju v storitvenih dejavnostih se je znižal z 51,3 v aprilu na 50,9 v maju, medtem ko se je kazalnik PMI o zaposlovanju v predelovalnih dejavnostih rahlo zvišal s 47,4 na 48,1.

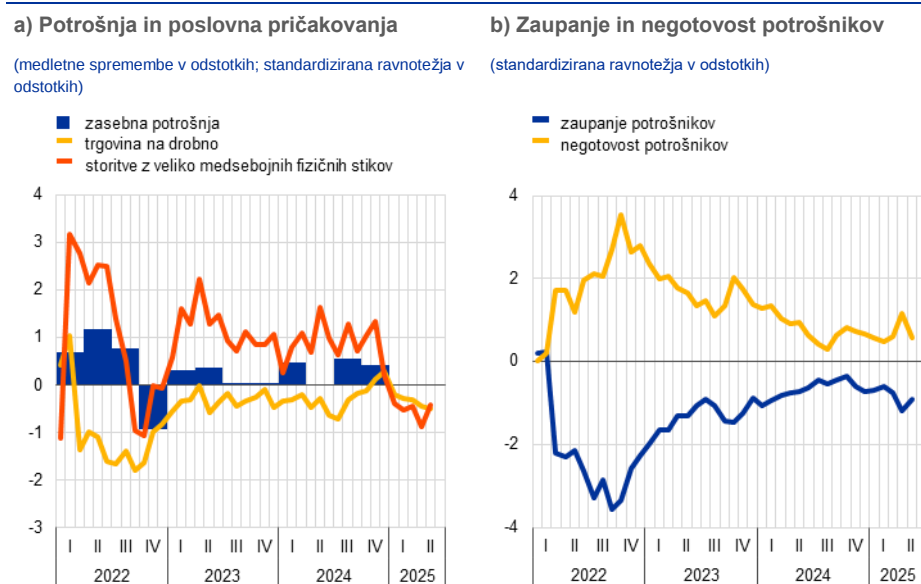
Rast zasebne potrošnje je bila v prvem četrtnju 2025 verjetno bolj umirjena.

Po medčetrtnem povečanju za 0,4% v zadnjem četrtnju 2024 (graf 6, slika a) se je rast zasebne potrošnje v prvem četrtnju 2025, kot kaže, rahlo upočasnila, kar je bilo posledica umirjene potrošnje storitev in ponovnega upada potrošnje blaga. Iz najnovejših podatkov je razvidno, da se bo dinamika rasti potrošnje gospodinjstev v kratkoročnem obdobju umirjala. Čeprav se je kazalnik Evropske komisije o zaupanju potrošnikov – potem ko se je aprila strmo znižal – maja ob popuščanju trgovinskih napetosti zvišal, je še vedno nizek in precej nižji od povprečne vrednosti v prvem četrtnju leta (graf 6, slika b). Poleg tega negotovost potrošnikov ostaja velika. Kazalniki Evropske komisije o pričakovanjih glede povpraševanja v storitvenih dejavnostih z veliko medsebojnih fizičnih stikov so se maja zvišali, potem ko so aprila zdrsnili še globlje v negativno območje (graf 6, slika a). Nasprotno je iz najnovejše ankete ECB o pričakovanjih gospodinjstev razvidno, da so pričakovani nakupi počitnic še naprej veliki. Hkrati so se maja pričakovanja potrošnikov glede večjih nakupov v naslednjih 12 mesecih povečala, medtem ko so se pričakovanja glede trgovine na drobno nadalje zmanjšala že peti mesec zapored. Kar zadeva prihodnje obdobje, naj bi kljub nadaljnjemu spodbudnemu vplivu povečevanja kupne moči v zadnjem času vztrajna negotovost glede ekonomskih politik, zlasti v

kontekstu svetovnih gospodarskih dogajanj, še naprej negativno vplivala na odločitve gospodinjstev o potrošnji.

Graf 6

Zasebna potrošnja ter pričakovanja glede trgovine na drobno in storitev z veliko medsebojnih fizičnih stikov; zaupanje potrošnikov in negotovost



Viri: Eurostat, Evropska komisija in izračuni ECB.

Opombe: Poslovna pričakovanja v trgovini na drobno (brez motornih vozil) in pričakovano povpraševanje po storitvah z veliko medsebojnih fizičnih stikov se nanašajo na naslednje tri mesece; »storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov« so nastanitvene, potovalne in prehranjevalne storitve. Zaradi razpoložljivosti podatkov je časovna vrsta za storitve z veliko medsebojnih fizičnih stikov standardizirana za obdobje od leta 2005 do leta 2019, časovna vrsta za negotovost potrošnikov pa za obdobje od aprila 2019 do maja 2025 glede na povprečje v zadnjem četrtletju 2021, medtem ko so vse druge časovne vrste standardizirane za obdobje od leta 1999 do leta 2019. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2024 pri zasebni potrošnji in na maj 2025 pri vseh drugih postavkah.

Na podjetniške naložbe je v prvem četrtletju 2025 verjetno vplivalo hitenje z izvozom in polnjenjem zalog, vendar naj bi se v prihodnje zaradi vztrajnih trgovinskih napetosti rast naložb upočasnila.⁷ Razpoložljivi kazalniki – kot je

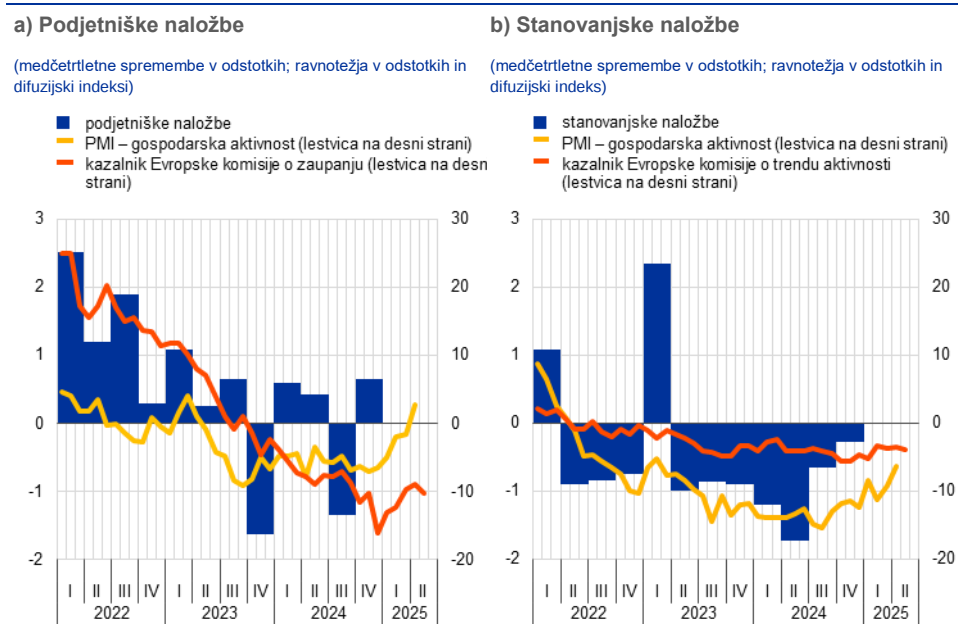
proizvodnja proizvodov za investicije, ki se je v prvem četrtletju brez upoštevanja Irske medčetrtno povečala za 0,6% – verjetno bolj kažejo hitenje z izvozom in kopičenje naložb po začetnih spremembah (in pričakovanih nadaljnjih spremembah) ameriških carin kot pa pospešitev naložb. Trenutni signali ostajajo mešani, pri čemer kazalniki PMI za sektor proizvodov za investicije, ki je dobavitelj številnih proizvodov za investicije, nakazujejo izrazito (vendar verjetno začasno) povečanje gospodarske aktivnosti, medtem ko je kazalnik Evropske komisije o zaupanju v tem sektorju ob zmanjševanju pričakovane proizvodnje še vedno šibak (graf 7, slika a). Ob povečanih trgovinskih napetostih in s tem povezani negotovosti bodo podjetniške naložbe verjetno odložene in v celotnem letu 2025 ostale na nizki ravni. Najnovejša polletna anketa o naložbah, ki jo je opravila Evropska komisija, je že pokazala, da bo rast v letu 2025 verjetno skromna. Tudi iz informacij iz najnovejše ankete ECB o naložbah (glej okvir 3) in iz dialoga z nefinančnim poslovnim sektorjem iz maja 2025 je razvidno, da se bodo naložbe v letu 2025 le skromno povečale, saj bodo podjetja

⁷ Iz podatkov nacionalnih računov, objavljenih 6. junija po seji Sveta ECB, je razvidna vztrajna rast negradbenih naložb (brez neopredmetenih naložb na Irskem) v višini 0,7% medčetrtno v prvem četrtletju 2025, kar je skladno z zadnjim četrtletjem 2024.

zaradi prevladujoče negotovosti svoje odločitve prelagala na poznejše obdobje.⁸ Vendar naj bi pozneje, če ne bo dodatnega zaostrovanja trgovinskih napetosti, naložbe v euroobmočju ob zmanjševanju negotovosti, krepitvi domačega povpraševanja in blažjih pogojih financiranja postopno okrevale, k čemur naj bi prispevale tudi okrepljene pobude s strani EU in nacionalnih politik.

Graf 7

Dinamika realnih naložb in anketni podatki



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

Opombe: Črte označujejo mesečna gibanja, stolpci pa se nanašajo na četrtletne podatke. Indeksi PMI so izraženi kot odstopanje od 50. Na sliki a) so podjetniške naložbe merjene z negradbenimi naložbami brez neopredmetenih naložb na Irskem. Kratkoročni kazalniki se nanašajo na sektor proizvodov za investicije. Na sliki b) se črta, ki označuje kazalnik Evropske komisije o trendu gospodarske aktivnosti, nanaša na tehtano povprečje ocene sektorja gradnje stavb in sektorja specializiranih gradbenih del glede trenda gospodarske aktivnosti v primerjavi s prejšnjimi tremi meseci, 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 zadnje četrtnete 2024 pri naložbah, na april 2025 pri PMI o gospodarski aktivnosti in na maj 2025 pri kazalnikih Evropske komisije.

Stanovanjske naložbe so se v prvem četrtnetu 2025 verjetno močno povečale.

Po razpoložljivih podatkih za posamezne države so se stanovanjske naložbe v prvem četrtnetu 2025 medčetrtneto povečale za 0,9%, potem ko so se v zadnjem četrtnetu 2024 dodatno zmanjšale. Obseg opravljenih del v gradnji stavb in specializiranih gradbenih del se je povečal za 0,3%, potem ko se je v prejšnjem četrtnetu povečal močneje, in sicer za 0,7%. Glede gibanj v prihodnosti dajejo anketni kazalniki gospodarske aktivnosti mešane signale. Kazalnik Evropske komisije o trendu glede obsega gradbenih del in specializiranih gradbenih del je aprila in maja v povprečju ostal večinoma stabilen, medtem ko se je kazalnik PMI, ki meri obseg stanovanjskih gradbenih del, v aprilu izrazito zvišal (graf 7, slika b). Čeprav sta oba kazalnika ostala v območju negativne rasti, naj bi se stanovanjske naložbe v bližnji prihodnosti po pričakovanih zmerno povečale. Take obete podpirata nadaljnje povečevanje števila gradbenih dovoljenj za stanovanjske stavbe v prvem četrtnetu 2025 in precejšnje izboljšanje ocene Evropske komisije glede naročil v stanovanjsko gradbenih podjetjih v aprilu in maju v primerjavi s povprečjem

⁸ Za več informacij glej »Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference«, ECB, 2025.

v prvem četrtletju. Ta gibanja skupaj kažejo, da se povpraševanje po novih stanovanjskih stavbah krepi, kar je dober obet za prihodnjo dinamiko stanovanjskih naložb.

Izvoz blaga euroobmočja se je v prvem četrtletju 2025 občutno povečal, k čemur je močno prispevalo hitenje z izvozom, povezano z ameriškimi carinami, čeprav izzivi vztrajajo. Hitenje z izvozom kot odziv na skorajšnje ameriške carine je spodbudno vplivalo na izvoz blaga v države zunaj euroobmočja, katerega obseg se je v prvem četrtletju 2025 občutno povečal (za 4,9% glede na prejšnje trimesečno obdobje). K temu je prispeval zlasti farmacevtski izvoz, predvsem iz Irske in prek Švice, pa tudi iz Nemčije, Francije in Italije. Čeprav bi lahko v prihodnjih mesecih prišlo do nadaljnjega hitenja z izvozom, naj bi višje carine, negotovost glede ekonomskih politik in apreciacija eura zaviralno vplivale na obseg izvoza v poznejšem obdobju. Na strani uvoza bosta apreciacija eura in preusmerjanje trgovinske menjave zaradi trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko verjetno zaviralno vplivala na uvozne cene, saj je k več kot polovici zmerne rasti uvoza blaga v prvem četrtletju v višini 1,3% glede na prejšnje trimesečno obdobje prispevalo povečevanje uvoza iz Kitajske.

V primerjavi z marčnimi projekcijami je realna rast BDP za leti 2025 in 2027 nespremenjena, za leto 2026 pa je popravljena rahlo navzdol. Po junijskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi gospodarska rast v letu 2025 znašala 0,9%, v letu 2026 1,1% in v letu 2027 1,3%. Nespremenjena projekcija za leto 2025 je odraz močnejšega prvega četrtletja, kot se je pričakovalo, v kombinaciji s slabšimi obeti v preostanku leta. Čeprav naj bi negotovost glede trgovinskih politik po pričakovanjih negativno vplivala na podjetniške naložbe in izvoz v kratkoročnem obdobju, bodo vse obsežnejše državne naložbe, povezane z izdatki za obrambo in infrastrukturo, vse bolj podpirale rast v srednjeročnem obdobju. Zaradi večjega realnega dohodka in močnega trga dela bodo lahko gospodinjstva trošila več. To naj bi skupaj z ugodnejšimi pogoji financiranja prispevalo k večji odpornosti gospodarstva proti globalnim šokom.

Trenutno je skupna inflacija v euroobmočju na ravni okrog 2-odstotnega srednjeročnega cilja Sveta ECB. Po Eurostatovi prvi oceni se je znižala z 2,2% v aprilu 2025 na 1,9% v maju. Znižanje odraža izključno upad inflacije brez energentov in hrane, h kateremu je prispeval izrazit padec inflacije v skupini storitev. Inflacija v skupini hrane se je zvišala, medtem ko sta inflacija v skupini energentov in inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov ostali nespremenjeni. Večina meril osnovne inflacije nakazuje, da se bo inflacija vzdržno stabilizirala na ravni 2-odstotnega srednjeročnega cilja ECB. Rast plač je še vedno povišana, vendar se še naprej opazno umirja, dobički pa deloma absorbirajo njen vpliv na inflacijo. Večina meril dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj je še vedno na ravni okrog 2%. Inflacija se je še naprej gibala približno v skladu z napovedmi strokovnjakov Eurosistema.

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,0% v letu 2025, 1,6% v letu 2026 in 2,0% v letu 2027. Popravki skupne inflacije navzdol v letih 2025 in 2026 v primerjavi s prejšnjimi projekcijami so predvsem posledica nižjih predpostavk o cenah energentov in močnejšega eura ter nižje osnovne inflacije v letu 2026.⁹ Zaradi povečane negotovosti so junijske projekcije obravnavale nekatere mehanizme, prek katerih bi lahko različne trgovinske politike po alternativnih ilustrativnih scenarijih vplivale na inflacijo. Razrešitev trgovinskih napetosti z ugodnim izidom bi privedla do rahlo višje inflacije v primerjavi z zgornjimi osnovnimi projekcijami, ob zaostritvi pa bi se inflacija znižala pod ravni iz osnovnih projekcij.¹⁰

Po Eurostatovi prvi oceni se je skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP), znižala z 2,2% v aprilu na 1,9% v maju (graf 8). Znižanje je izključno posledica upada inflacije brez energentov in hrane, ki je bil povezan z nižjo inflacijo v skupini storitev. Inflacija v skupini energentov je bila maja nespremenjena (-3,6%) zaradi močnih navzgor delujočih baznih učinkov, saj je bilo precejšnje medmesečno znižanje prikrito s podobno velikim znižanjem pred enim letom. Nasprotno se je inflacija v skupini hrane zvišala s 3,0% v aprilu na 3,3% v maju. K zvišanju je prispevala višja medletna stopnja rasti cen predelane hrane, ki je več kot odtehtala znižanje medletne stopnje rasti cen nepredelane hrane. Inflacija brez energentov in hrane se je znižala z 2,7% v aprilu na 2,3% v maju. To je odražalo upad storitvene inflacije s 4,0% v aprilu na 3,2% v maju, medtem ko je inflacija v skupini industrijskih proizvodov razen energentov že četrti mesec zapored ostala nespremenjena na zmerni 0,6-odstotni ravni. Majski upad inflacije v skupini storitev bi bil lahko popravek zaradi skokovitega porasta cen storitev, povezanih s potovanji, v aprilu zaradi obdobja velikonočnih praznikov.

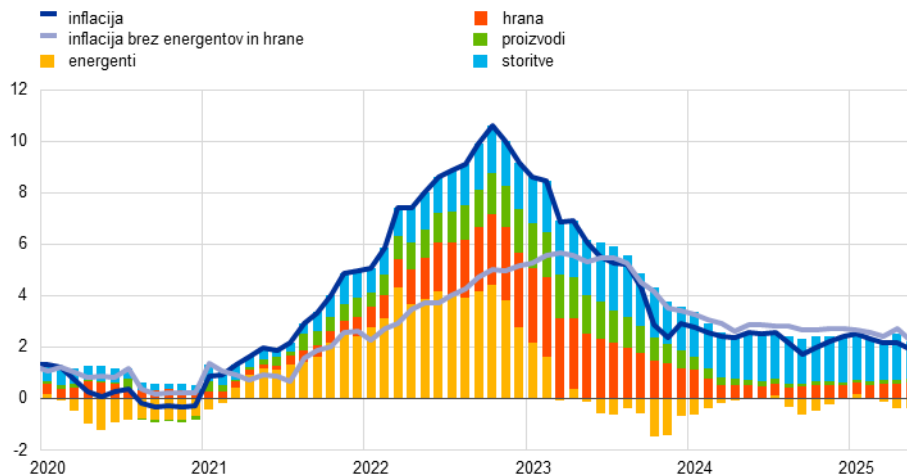
⁹ Glej »[Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje](#)«, ki so bile 5. junija 2025 objavljene na spletnem mestu ECB.

¹⁰ Več podrobnosti o projekcijah po alternativnih scenarijih glede trgovinskih politik je v okvirju 2 z naslovom »[Ameriške carine in negotovost glede trgovinskih politik](#)«, Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Graf 8

Skupna inflacija in glavne komponente

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: izraz »proizvodi« se nanaša na industrijske proizvode razen energentov. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2025 (Eurostatova prva ocena).

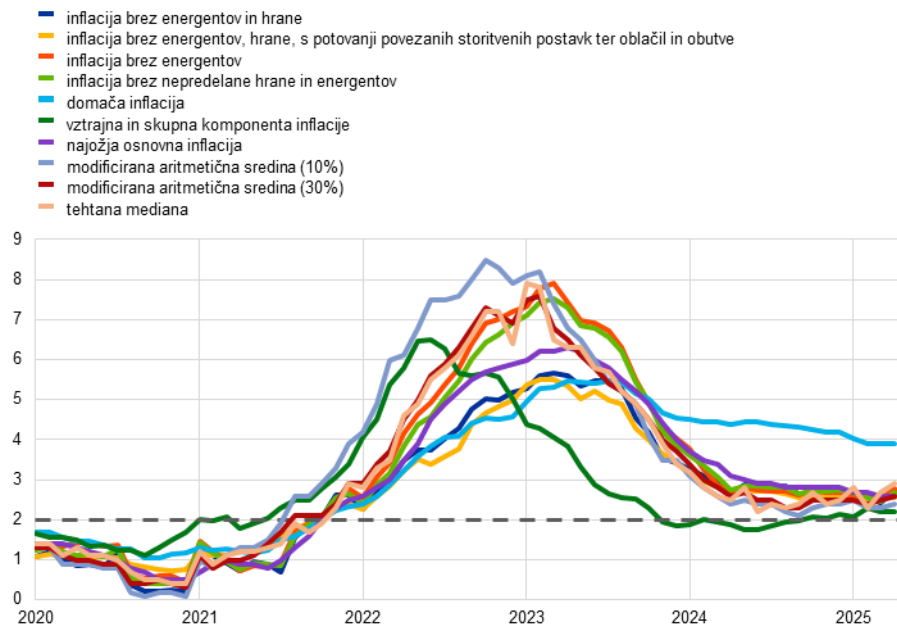
Razpoložljivi podatki za maj kažejo, da so se merila osnovne inflacije v zvezi s storitvami, povezanimi s potovanji, umirila po aprilskem zvišanju, medtem ko so drugi kazalniki, ki so na voljo samo do aprila, kazali mešane signale. Aprila 2025 so vrednosti kazalnikov osnovne inflacije znašale med 2,2% in 2,9%.¹¹ Razpoložljivi podatki za maj kažejo, da sta se HICP brez energentov in HICP brez energentov in nepredelane hrane, ki vključujeta s potovanji povezane postavke storitev, znižala z 2,8% oziroma 2,7% v aprilu na 2,5% oziroma 2,4% v maju. Nasprotno je inflacija brez energentov, hrane, s potovanji povezanih storitvenih postavk ter oblačil in obutve aprila ostala nespremenjena na ravni 2,6%. Vztrajna in skupna komponenta inflacije, ki je običajno najboljši kazalnik osnovne inflacije za predvidevanje prihodnjega gibanja skupne inflacije, je ostala nespremenjena na spodnjem koncu razpona (2,2%), medtem ko se je kazalnik tehtane mediane zvišal na 2,9%. Kazalnik najožje osnovne inflacije, ki obsega postavke v indeksu HICP, občutljive na poslovni cikel, je ostal na ravni 2,6%. Domača inflacija brez nekaterih s potovanji povezanih postavk, ki sicer vključuje nastanitve, je že tretji mesec zapored znašala 3,9%.

¹¹ April 2025 je zadnji mesec, za katerega so na voljo vsi kazalniki.

Graf 9

Kazalniki osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Siva prekinjena črta označuje 2-odstotni inflacijski cilj ECB v srednjeročnem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na maj 2025 (Eurostatova prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane, inflaciji brez energentov in inflaciji brez nepredelane hrane in energentov, ter na april 2025 pri vseh drugih kazalnikih.

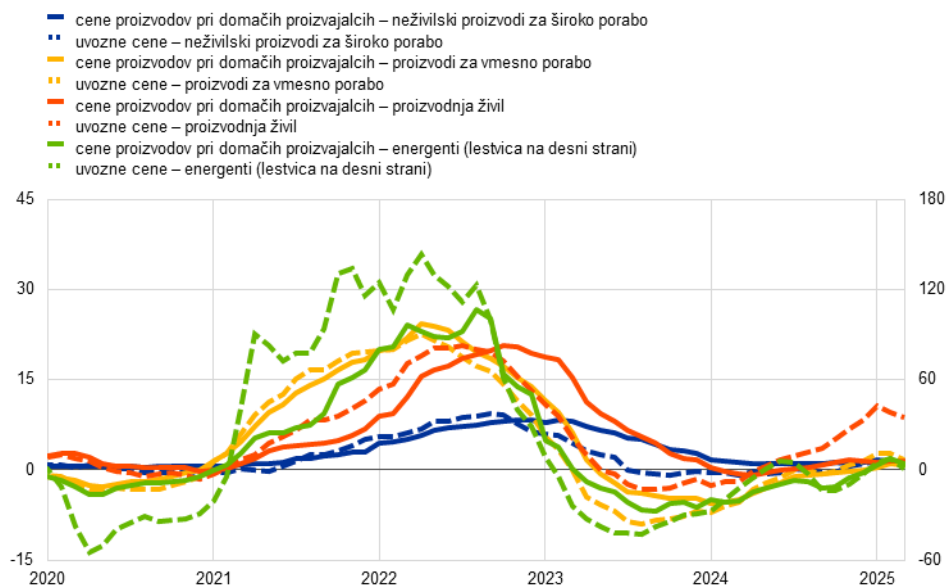
Večina kazalnikov pritiskov iz proizvodne verige na proizvode se je marca umirila in ostala na zmerni ravni (graf 10).

V zgodnjih fazah cenovne verige se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini energentov znižala s 7,6% v februarju na 3,8%, v marcu. Medletna stopnja rasti proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo v domači prodaji se je rahlo znižala z 0,9% v februarju na 0,5% v marcu. V poznejših fazah cenovne verige je rast cen industrijskih proizvodov pri domačih proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo upadla z 1,5% v februarju na 1,4% v marcu, medtem ko se je rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini proizvodnje živil zvišala z 1,4% na 1,6%. Rast uvoznih cen v skupini proizvodnje živil se je znižala z 9,6% v februarju na 8,8% v marcu in je ostala povišana. Medletna stopnja rasti uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo se je znižala z 2,7% na 1,7%. Nižja stopnja rasti uvoznih cen deloma odraža nedavno apreciacijo eura.

Graf 10

Kazalniki pritiskov iz proizvodne verige

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

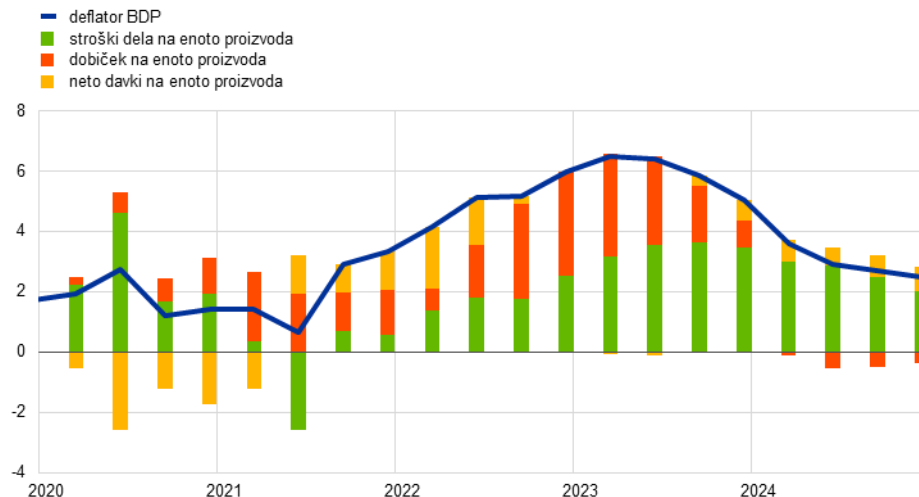
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na marec 2025.

Domači stroškovni pritiski, merjeni z rastjo deflatorja BDP, so v zadnjem četrtnem 2024 popuščali že sedmo četrtnje zapored (graf 11). Najnovejši razpoložljivi podatki iz nacionalnih računov za domače stroškovne pritiske v euroobmočju se nanašajo na zadnje četrtnje 2024. Medletna stopnja rasti deflatorja BDP se je upočasnila z 2,7% v tretjem četrtnem 2024 na 2,5% v zadnjem četrtnem. To odraža manjši prispevek stroškov dela na enoto proizvoda in negativen prispevek dobička na enoto proizvoda, ki sta odtehtala rahlo zvišanje neto davkov na enoto proizvoda. Razpoložljivi kazalniki rasti plač za prvo četrtnje 2025 potrjujejo, da se je rast stroškov dela še dodatno upočasnila. Prva ocena indeksa stroškov dela je pokazala znižanje s 4,1% v zadnjem četrtnem 2024 na 3,3% v prvem četrtnem 2025. Stopnja rasti dogovorjenih plač je v prvem četrtnem 2025 prav tako upadla, in sicer na 2,4%, potem ko je v predhodnem četrtnem znašala 4,1%. Kar zadeva prihodnje obdobje, v prihodnost usmerjen plačni kazalnik ECB, ki vključuje podatke o plačnih dogovorih do maja 2025, še naprej kaže na popuščanje pritiskov, ki izhajajo iz rasti plač, v celotnem letu 2025.

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 prispeva negativno. Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrletje 2024.

V obdobju od aprilske seje Sveta ECB so se tržni in anketni kazalniki dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj le malo spremenili, medtem ko so tržna merila kratkoročnega nadomestila za inflacijo upadla na raven pod 2% (graf 12). Tako v anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za drugo četrletje 2025 kot v anketi ECB o napovedih denarnih analitikov za junij 2025 sta povprečje in mediana dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj ostala na ravni 2%. Kratkoročnejša anketna pričakovanja za leto 2025 so prav tako znašala okrog 2%, pri čemer so

majhne spremembe odražale najnovejše podatke in gibanja cen energetskih surovin. Terminalska obrestna mera v 1-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez eno leto, ki je tržno merilo kratkoročnega nadomestila za inflacijo, se je v obravnavanem obdobju znižala za 0,2 odstotne točke na približno 1,7%, kar nakazuje, da trgovinska negotovost po mnenju udeležencev na trgu večinoma vpliva na zniževanje inflacije v euroobmočju. Kar zadeva srednje in dolge ročnosti, se je nadomestilo za inflacijo po napovedih ameriških carin v veliki meri obrnilo v nasprotno smer v primerjavi z močnim navzgor usmerjenim prevrednotenjem, ki je sledilo javnofinančnim napovedim nemške vlade. Zaradi tega je terminalska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let znašala blizu 2%. Kratkoročna inflacijska pričakovanja potrošnikov so se rahlo zvišala, medtem ko so srednjeročna pričakovanja ostala stabilna. Kot kaže anketa ECB o pričakovanjih potrošnikov iz aprila 2025, je mediana pričakovanj za skupno inflacijo za naslednjih 12 mesecev porasla z 2,9% v marcu na 3,1% v aprilu. Vseeno pa so pričakovanja čez tri leta ostala nespremenjena na 2,5-odstotni ravni. Tudi mediana stopnje zaznane inflacije za naslednjih 12 mesecev je ostala na ravni 3,1%. Zvišanje kratkoročnih inflacijskih pričakovanj bi lahko odražalo povečanje negotovosti glede inflacije in poslabšanje gospodarske klime med anketiranci.

Graf 12

Tržna merila nadomestila za inflacijo in inflacijska pričakovanja potrošnikov

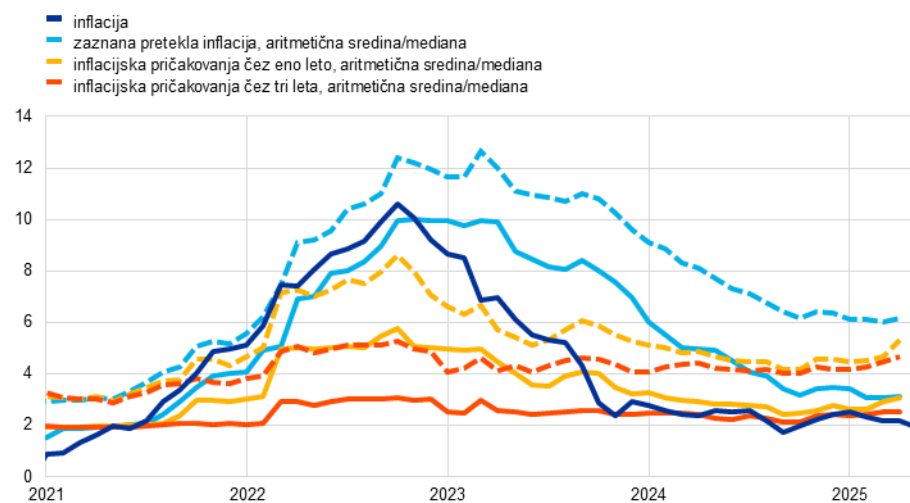
a) Tržna merila nadomestila za inflacijo

(medletne spremembe v odstotkih)



b) Skupna inflacija in anketa ECB o pričakovanih potrošnikov

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Slika a prikazuje terminsko obrestno mero v obrestnih zamenjavah na inflacijo v različnih časovnih obdobjih za euroobmočje. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. marec 2025). Na sliki b prekinjene črte ponazarjajo aritmetično sredino, polne črte pa mediano. Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2025 pri sliki a ter na maj 2025 pri inflaciji (Eurostatova prva ocena) in na april 2025 pri ostalih merilih na sliki b.

Po junijskih projekcijah bo skupna inflacija v povprečju znašala 2,0% v letu 2025 in 1,6% v letu 2026, nato pa se bo v letu 2027 vrnila na 2,0% (graf 13).

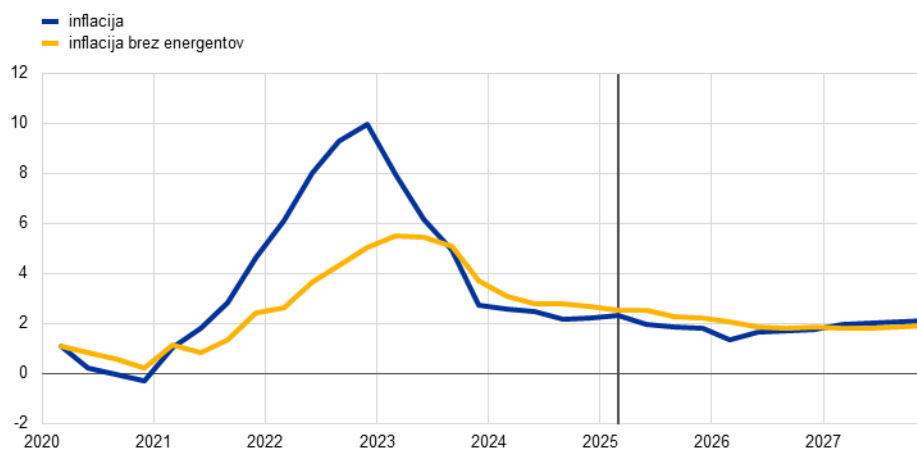
Skupna inflacija se bo v drugem četrtletju 2025 po pričakovanjih znižala pod 2% in bo nato dosegla najnižjo točko na ravni okrog 1,4% na začetku leta 2026, kar odraža znižanje vseh glavnih komponent: energentov, hrane in osnovne inflacije (k slednji bodo prispevale predvsem storitve). Nato se bo leta 2027 skupna inflacija predvidoma zvišala. Predvideno zvišanje večinoma odraža začasen vpliv cen energentov na zvišanje inflacije v letu 2027 zaradi javnofinančnih ukrepov, povezanih s podnebnimi politikami zelenega prehoda, zlasti zaradi uvedbe novega sistema za trgovanje z emisijami. V primerjavi z marčnimi projekcijami so bili obeti za

skupno inflacijo popravljeno za 0,3 odstotne točke navzdol tako za leto 2025 kot za leto 2026, za leto 2027 pa ostajajo večinoma nespremenjeni. Popravek navzdol za leto 2025 je v celoti posledica inflacije v skupini energentov, ki odraža slabše podatke od pričakovanih in nižje predpostavke o cenah nafte, plina in električne energije. Inflacija brez energentov in hrane bo po pričakovanjih v povprečju znašala 2,4% v letu 2025 in 1,9% v letih 2026 in 2027, ker vpliv preteklih velikih šokov na rast cen storitev še naprej popušča. V primerjavi z marčnimi projekcijami je bila inflacija brez energentov in hrane za leto 2025 popravljena za 0,2 odstotne točke navzgor in za leto 2026 za 0,1 odstotne točke navzdol.

Graf 13

Inflacija ter inflacija brez energentov in hrane v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



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

Opombe: Siva navpična črta označuje zadnje četrletje pred začetkom obdobja projekcij. Zadnji podatki se nanašajo na prvo četrletje 2025 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2027 (projekcije). Junjske projekcije so bile dokončane 21. maja 2025, presečni datum za tehnične predpostavke pa je 14. maj 2025. Pretekli in predvideni podatki za inflacijo in inflacijo brez energentov in hrane se objavljajo četrletno.

V obravnavanem obdobju od 6. marca do 4. junija 2025 je na gibanja na finančnih trgih v euroobmočju vplivala predvsem povečana negotovost v zvezi s trgovinsko politiko. Zaradi napovedi obsežnih ameriških carin 2. aprila je prišlo do izrazitega prevrednotenja finančnega premoženja, medtem ko je umiritev po poznejšem začasnem odlogu carin spodbudila okrevanje na trgih tveganega finančnega premoženja. Vseeno so povečana negotovost glede carin in nejasni gospodarski obeti še naprej zaviralno vplivali na finančne trge. Na splošno se je terminska krivulja netvegane eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) premaknila navzdol, pri čemer so trgi ob koncu obravnavanega obdobja vračunali skoraj 60 bazičnih točk kumulativnega znižanja obrestnih mer v euroobmočju do konca leta 2025. Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je zaradi trgovinskih napetosti prav tako zmanjšala, kar je spremljalo zmanjšanje razmikov glede na obrestne mere v zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Na svetovnih delniških trgih je bilo izrazito gibanje v obliki črke V, delniški indeks v euroobmočju pa je ob koncu obravnavanega obdobja kljub znatnim nihanjem ostal v glavnem nespremenjen. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se povečali pri izdajateljih naložbenega razreda in izdajateljih visoko donosnih obveznic. Na deviznem trgu se je euro znatno okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem (5,4%) in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (2,5%).

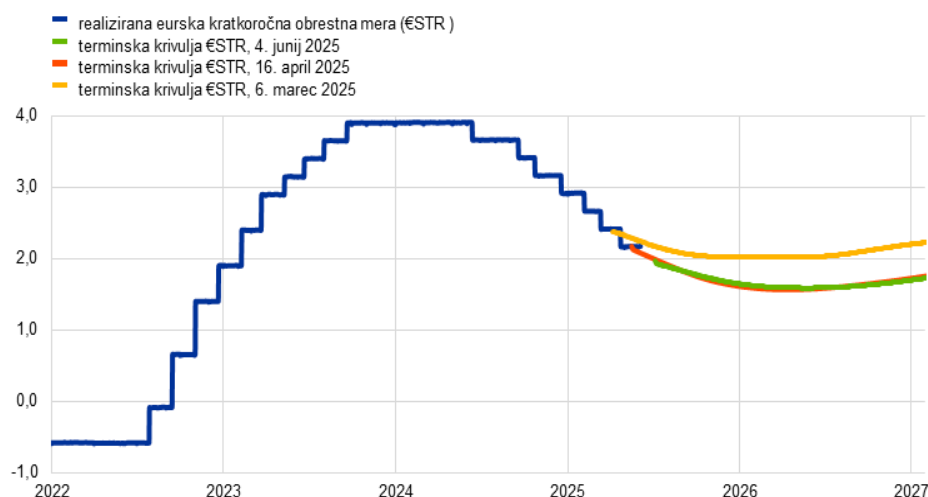
V obravnavanem obdobju so se netvegane obrestne mere v euroobmočju precej znižale, saj so udeleženci na trgu povečali pričakovanja o bližnjih rezih obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita (graf 14). Po splošno pričakovanih odločitvah Sveta ECB na marčni in aprilski seji o znižanju ključnih obrestnih mer ECB za 25 bazičnih točk je referenčna eurska kratkoročna obrestna mera (€STR) ob koncu obravnavanega obdobja znašala 2,17%. Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 117 milijard EUR na 2.710 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica zmanjšanja portfeljev vrednostnih papirjev za namene denarne politike, saj Eurosistem ne reinvestira več izplačil glavnice zapadlih vrednostnih papirjev v portfelju programa nakupa vrednostnih papirjev. Po premiku navzgor, potem ko so bili tik pred začetkom obravnavanega obdobja napovedani povečanje javnofinančnega proračuna v Nemčiji in pobude za povečanje vojaških izdatkov v EU (načrt »ReArm Europe«), se je terminska krivulja zaradi vse večjih napetosti v mednarodni trgovini postopoma obrnila in izničila velik del prehodnega zvišanja. Zaradi napovedi ameriških carin 2. aprila 2025 in nadaljnega zaostrovanja globalnih trgovinskih napetosti se je terminska krivulja €STR znatno znižala, kar odraža pričakovanja glede hitrejšega rahljanja denarne politike v euroobmočju. Niz pozitivnih novic v zvezi s carinami – predvsem 90-dnevni odlog dodatnih ameriških carin, napovedanih v začetku aprila, ter carinski sporazum med ZDA in Združenim kraljestvom ter med ZDA in Kitajsko – je na finančne trge prinesel umiritev. Pozneje pa so dodatne negativne trgovinske novice ponovno zaviralno vplivale na obete glede gibanja obrestnih mer. Do konca obravnavanega obdobja so udeleženci na trgu vračunali skoraj 60 bazičnih točk kumulativnega znižanja obrestnih mer do konca leta 2025, kar je za približno 35 bazičnih točk več, kot je bilo vračunano na začetku obravnavanega obdobja. Dolgoročneje netvegane obrestne mere v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju prav tako znižale, čeprav v manjšem

obsegu kot kratkoročne netvegane obrestne mere, saj se je nominalna obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v tem obdobju znižala za 18 bazičnih točk na 2,4%.

Graf 14

Terminske obrestne mere €STR

(v odstotkih na leto)



Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

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

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je zaradi trgovinskih napetosti prav tako zmanjšala, kar je spremljalo tudi zmanjšanje razmikov (graf 15).

Donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, je ob koncu obravnavanega obdobja znašala približno 3%, kar je 36 bazičnih točk manj kot na začetku obdobja, pri čemer so se razmiki glede na obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč zmanjšali za 19 bazičnih točk. V obravnavanem obdobju so se pojavljala občasna nihanja, pa tudi razlike med državami, kar je bilo povezano s trgovinskimi gibanji. Po prvotni napovedi uvedbe ameriških carin 2. aprila 2025 in posledičnem povečanju negotovosti so se cene državnih obveznic v euroobmočju takoj zvišale, pri čemer so se cene nemških obveznic znatno okrepile. Medtem so bile ameriške državne obveznice (skupaj z ameriškim dolarjem) ob dvomih glede njihovega statusa varne naložbe in vplivu carin na inflacijo v ZDA pod pritiskom trga. Nekateri od teh vplivov so od takrat popustili po napovedi 90-dnevnega začasnega odloga dodatnih carin in umiritvi trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko, kar je povzročilo dvig donosnosti nemških obveznic in zmanjšanje razmikov med nekaterimi državnimi obveznicami euroobmočja z večjo donosnostjo. Donosnost 10-letnih ameriških državnih obveznic je v obravnavanem obdobju znatno nihala in na koncu znašala približno 4,4%, kar je približno 13 bazičnih točk več kot na začetku obdobja. Povečanje donosnosti ameriških obveznic je posledica vrste dejavnikov, med katerimi so nazadnje bili povečana zaskrbljenost zaradi rasti zadolženosti države in nedavna odločitev bonitetne agencije Moody's o znižanju bonitetne ocene.

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.

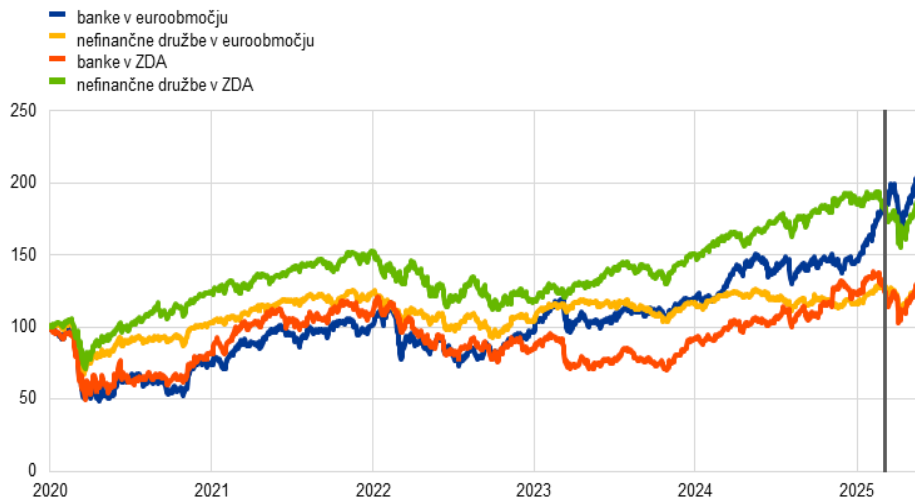
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja dne 6. marca 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2025.

Na svetovnih delniških trgih je bilo izrazito gibanje v obliki črke V, delniški indeks v euroobmočju pa je ob koncu obravnavanega obdobja ostal v glavnem nespremenjen (graf 16). Napovedano povečanje javnofinančne porabe v Nemčiji v začetku marca je spodbudilo skokovit porast na evropskih delniških trgih. Napoved ameriških carin 2. aprila je sprožila intenzivno prodajo delnic na svetovnih delniških trgih, kar je povzročilo skokovito povečanje volatilnosti na trgih. Tečaji delnic so po napovedi 90-dnevnega odloga carin kljub vztrajni trgovinski negotovosti hitro okrevali po izgubah, ki so bile povezane z ameriškimi carinami. Proti koncu maja so se tečaji evropskih delnic rahlo znižali po ameriški napovedi uvedbe 50-odstotnih carin na uvoz iz Evrope, vendar so se hitro ponovno dvignili, saj je bila uvedba teh carin odložena do 9. julija. V celotnem obravnavanem obdobju so delniški indeksi v euroobmočju ostali večinoma nespremenjeni, pri čemer so se tečaji delnic nefinančnih družb znižali za 1,4%, tečaji bančnih delnic pa so se zvišali za 3,3%. Nasprotno so se ameriški delniški indeksi na splošno okrepili za približno 4,4%, pri čemer so tečaji bančnih delnic pridobili 4,9%, tečaji nefinančnih družb pa 4,8%. Negotovost glede trgovinskih politik kljub temu ostaja precej velik vir tveganj za trge tveganega finančnega premoženja.

Graf 16

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2020 = 100)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja dne 6. marca 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2025.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so se povečali v segmentu naložbenega razreda in tudi v segmentu visoko donosnih obveznic (graf 17).

Navzdol usmerjena tveganja za gospodarske obete so zaviralno vplivala na trge podjetniških obveznic, zlasti po napovedih o uvedbi ameriških carin v začetku aprila 2025. Kljub nedavnemu zmanjšanju so se razmiki v segmentu naložbenega razreda in tudi v segmentu visoko donosnih obveznic v obravnavanem obdobju povečali za približno 13 oziroma 34 bazičnih točk. V segmentu visoko donosnih obveznic so se razmiki pri obveznicah nefinančnih družb povečali za 25 bazičnih točk, razmiki pri obveznicah, ki so jih izdale finančne družbe, pa so se povečali za približno 66 bazičnih točk.

Graf 17

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju

(v bazičnih točkah)



Viri: LSEG in izračuni ECB.

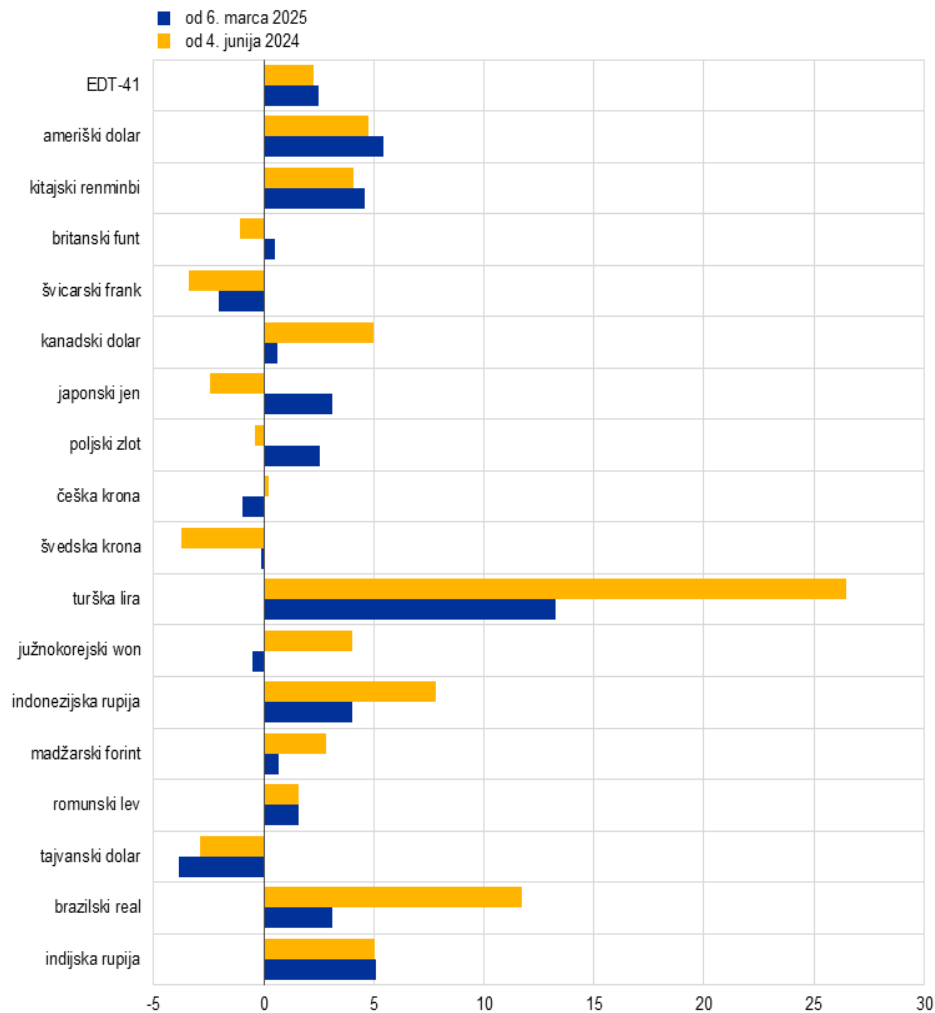
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja dne 6. marca 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2025.

Na deviznih trgih se je euro znatno okrepil v primerjavi z ameriškim dolarjem in tudi tehtano z utežmi trgovinskih partneric (graf 18). Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je v obravnavanem obdobju povečal za 2,5%. Apreciacija je bila splošna. Močna apreciacija v višini 5,4% v razmerju do ameriškega dolarja je bila večinoma posledica spremembe tržnih pričakovanj glede obetov rasti in inflacije za ZDA ter potencialnega vpliva politik vlade ZDA na povpraševanje po ameriških naložbah, zlasti po napovedih o uvedbi ameriških carin v začetku aprila. To je mogoče pripisati tudi bolj pozitivnim pričakovanjem vlagateljev glede eura po napovedi povečanja javnofinančne porabe v Nemčiji in izrednem zasedanju Evropskega sveta o okrepitvi obrambnih zmogljivosti EU v začetku marca. Euro se je za 4,6% okrepil tudi v razmerju do kitajskega renminbija, ki je sprva oslabil zaradi pričakovanega negativnega vpliva ameriških carin, vendar se je po delni umiritvi trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko nekoliko okrepil. Euro se je znatno okrepil v razmerju do valut nastajajočih tržnih gospodarstev, ki so jih dodatno obremenjevale ameriške carine in negotovost glede svetovne gospodarske rasti. Nasprotno pa je zaradi na splošno večje previdnosti na trgu za 2,0% oslabil v razmerju do švicarskega franka, tradicionalno varne valute.

Graf 18

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(spremembe v odstotkih)



Viri: izračuni ECB.

Opombe: EDT-41 je nominalni efektivni devizni tečaj eura v razmerju do valut 41 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Pozitivna (negativna) sprememba pomeni apreciacijo (depreciacijo) eura. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 4. junija 2025.

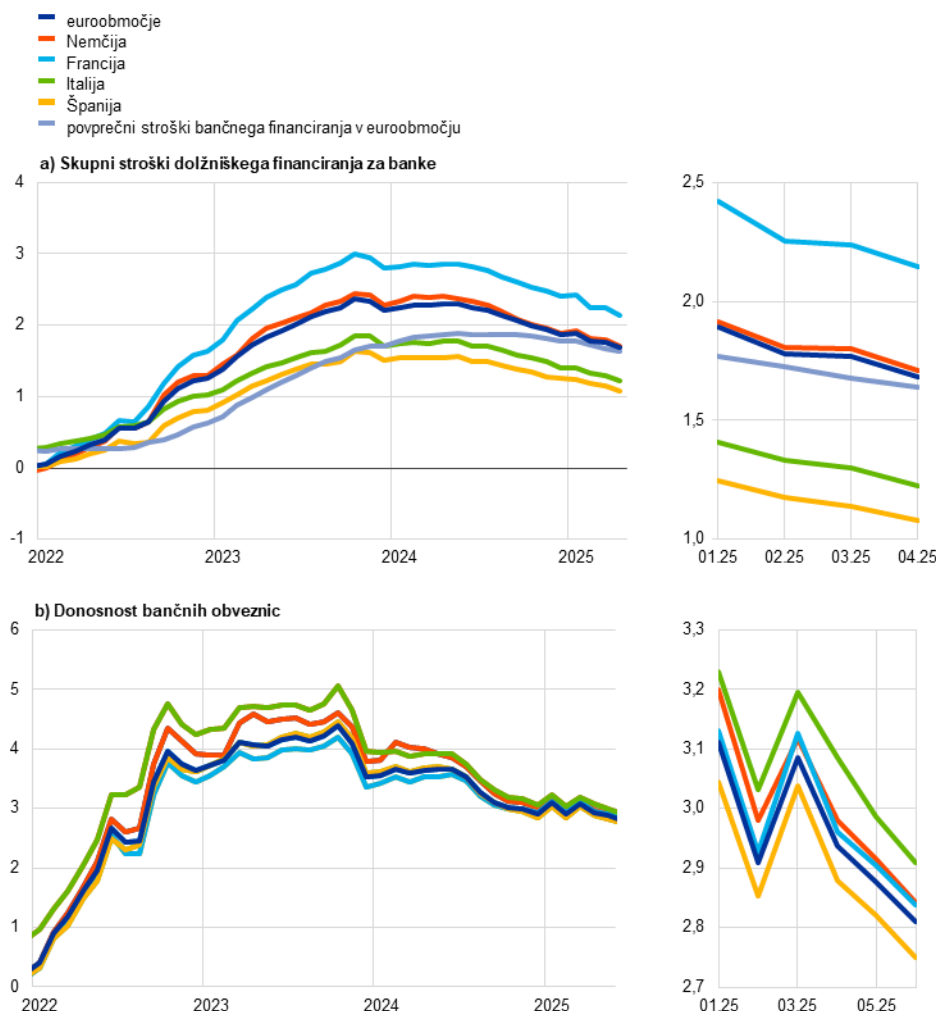
Aprila so se stroški bančnega financiranja še naprej zniževali zaradi nižjih obrestnih mer denarne politike. Povprečne obrestne mere za nova posojila podjetjem so se aprila znižale na 3,8%, medtem ko je povprečna obrestna mera za nova hipotekarna posojila gospodinjstvom ostala na ravni 3,3%. Razlika med obrestnimi merami za posojila gospodinjstvom in obrestnimi merami za posojila podjetjem je posledica različnih obdobji fiksiranja obrestne mere. Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je aprila nadaljevala, vendar je zaradi šibkih makroekonomskih obetov in velike negotovosti ostala daleč pod zgodovinskim povprečjem. V obravnavanem obdobju od 6. marca do 4. junija 2025 so se stroški lastniškega financiranja za podjetja rahlo zvišali zaradi nekoliko višje premije za tveganje lastniškega kapitala, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se malenkostno zmanjšali. Medletna stopnja rasti širokega denarja (M3) se je aprila povišala na 3,9%.

Stroški bančnega financiranja so se aprila 2025 še naprej zniževali. Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju, tj. indeks, ki meri mejne stroške bančnega financiranja, so se aprila dodatno znižali (graf 19, slika a), kar je posledica rezov obrestnih mer denarne politike s strani ECB, medtem ko je bilo splošno znižanje povprečnih stroškov bančnega financiranja v tem mesecu skromnejše. Obrestne mere za vloge in obrestne mere na medbančnem denarnem trgu so se še naprej zniževale, pri čemer je sestavljena obrestna mera za vloge aprila znašala 1,0% in je bila nižja od najvišje vrednosti (1,4%), dosežene maja 2024. Donosnost bančnih obveznic je marca in aprila 2025 ostala večinoma stabilna, maja pa se je znižala kljub povečani nestabilnosti na finančnih trgih na začetku meseca, ki je bila delno povezana z nedavnimi napovedmi uvedbe ameriških carin (graf 19, slika b). Tako kot v prejšnjih mesecih so se obrestne mere za vezane vloge podjetij in gospodinjstev znižale bolj kot obrestne mere za vloge čez noč, tako da se je precejšnja razlika med obrestnimi merami za vezane vloge in obrestnimi merami za vloge čez noč v segmentu podjetij in gospodinjstev zmanjšala.

Graf 19

Skupni stroški bančnega financiranja v izbranih državah v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški bančnega financiranja so povprečje stroškov novih poslov pri vlogah čez noč, vlogah na odpoklic z odpovednim rokom, vezanih vlogah, obveznicah in medbančnih posojilih, tehtano s stanjem. Pri povprečnih stroških bančnega financiranja se uporabljajo enake uteži, vendar temeljijo na obrestnih merah za obstoječe vloge in medbančno financiranje ter na donosnosti do zapadlosti ob izdaji pri obveznicah. Donosnost bančnih obveznic se nanaša na mesečno povprečje obveznic z nadrejeno tranšo. Zadnji podatki se pri skupnih stroških dolžniškega financiranja za banke (slika a) nanašajo na april 2025, pri donosnosti bančnih obveznic pa na 4. junij 2025.

Obrestne mere bank za posojila podjetjem so se še naprej zniževale, medtem ko so obrestne mere za hipotekarna posojila gospodinjstvom ostale večinoma stabilne, kar je posledica različnih obdobj fiksanja obrestne mere. Obrestne mere za nova posojila nefinančnim družbam so se aprila 2025 znižale za 14 bazičnih točk in so znašale 3,79%, kar je približno 1,5 odstotne točke manj od najvišje vrednosti iz oktobra 2023 (graf 20, slika a). Znižanje je bilo zabeleženo v vseh največjih državah v euroobmočju in je bilo posledica kratkoročnih posojil z ročnostjo do enega leta. Nasprotno so obrestne mere za dolgoročnejša posojila ostale v glavnem nespremenjene, kar je posledica višjih dolgoročnih netveganih obrestnih mer. Razmik med obrestnimi merami za majhna in velika posojila podjetjem je aprila ostal stabilen (na ravni 46 bazičnih točk), kar je nekoliko nad rekordno nizko vrednostjo, ob določenih razlikah med državami. Obrestne mere za nova

stanovanjska posojila gospodinjstvom so se aprila znižale za 5 bazičnih točk in znašale 3,27%, kar je približno 80 bazičnih točk pod najvišjo vrednostjo iz novembra 2023, z določenimi razlikami med državami (graf 20, slika b). Kljub temu so hipotekarne obrestne mere za nova posojila, tj. brez novo izpogajanih posojil, ostale v glavnem stabilne. Razlika med obrestnimi merami za posojila gospodinjstvom in obrestnimi merami za posojila podjetjem je posledica različnih obdobj fixiranja obrestne mere. Posojila gospodinjstvom imajo običajno daljša obdobja fixiranja, zaradi česar so manj občutljiva na kratkoročna nihanja obrestnih mer na trgu.

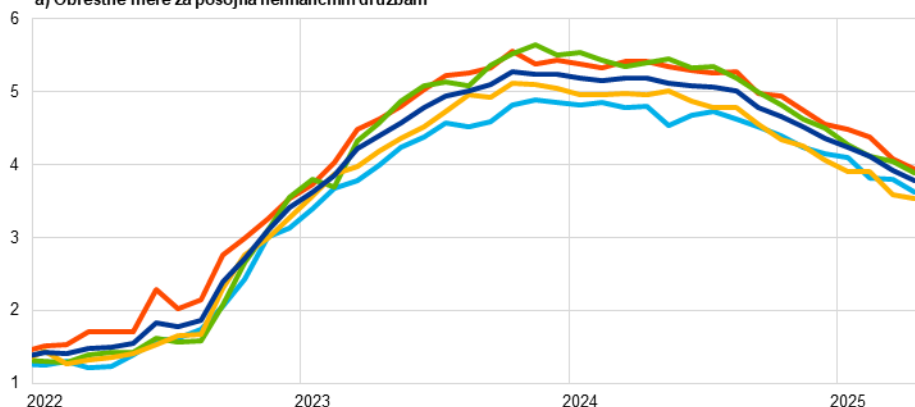
Graf 20

Skupne obrestne mere bank za posojila podjetjem in gospodinjstvom v izbranih državah v euroobmočju

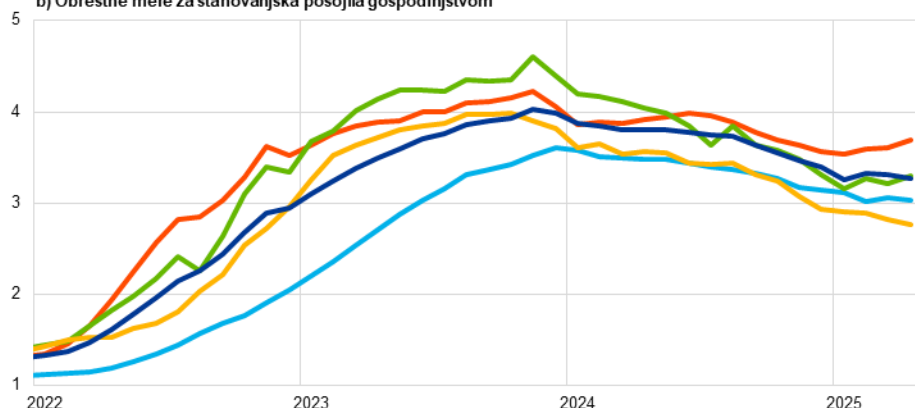
(v odstotkih na leto)

- euroobmočje
- Nemčija
- Francija
- Italija
- Španija

a) Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam



b) Obrestne mere za stanovanjska posojila gospodinjstvom



Viri: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Skupne obrestne mere bank za posojila so izračunane z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

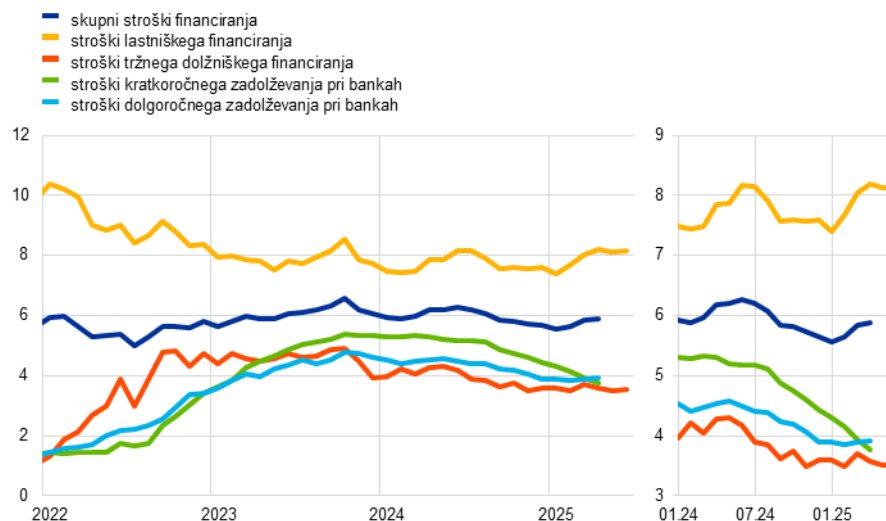
V obravnavanem obdobju od 6. marca do 4. junija 2025 so se stroški lastniškega financiranja za podjetja nekoliko zvišali, stroški tržnega dolžniškega financiranja pa so se malenkostno zmanjšali. Na podlagi mesečnih podatkov, ki so na voljo do aprila 2025, so se skupni stroški financiranja za

nefinančne družbe, tj. skupni stroški zadolževanja pri bankah, tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja, aprila povečali v primerjavi z mesecem prej in so znašali 5,9% (graf 21).¹² To je bilo posledica povečanja stroškov lastniškega financiranja zaradi nekoliko višje premije za tveganje lastniškega kapitala. Vse druge stroškovne komponente so se zmanjšale ali ostale nespremenjene. Dnevni podatki za obravnavano obdobje do 4. junija 2025 kažejo, da so se stroški tržnega dolžniškega financiranja še nekoliko zmanjšali. To je bilo posledica premika navzdol pri krivulji obrestnih mer v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč pri vseh ročnostih, ki ga je le delno odtehtalo povečanje razmikov v donosnosti podjetniških obveznic, zlasti v sektorju visoko donosnih obveznic. Stroški lastniškega financiranja so se v istem obdobju nekoliko zvišali zaradi rahlega povečanja premije za tveganje lastniškega kapitala kljub znižanju dolgoročne netvegane obrestne mere, katere približek je obrestna mera v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč.

Graf 21

Nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe v euroobmočju po komponentah

(v odstotkih na leto)



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

Opombe: Skupni stroški financiranja za nefinančne družbe temeljijo na mesečnih podatkih ter so izračunani kot tehtano povprečje stroškov dolgoročnega in kratkoročnega zadolževanja pri bankah (mesečni povprečni podatki), stroškov tržnega dolžniškega financiranja in stroškov lastniškega financiranja (podatki za konec meseca) na podlagi stanj. Zadnji podatki se nanašajo na 4. junij 2025 pri stroških tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja (dnevni podatki) ter na april 2025 pri skupnih stroških financiranja in stroških zadolževanja pri bankah (mesečni podatki).

Rast obsega posojil podjetjem in gospodinjstvom se je aprila nadaljevala, vendar je kazala šibkejšo kratkoročno dinamiko. Medletna stopnja rasti bančnih posojil podjetjem se je aprila 2025 povišala na 2,6%, kar je več kot 2,4% marca, vendar precej pod 4,3-odstotnim zgodovinskim povprečjem od januarja 1999 dalje (graf 22, slika a). Nasprotno se je medletna rast izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev podjetij znižala s 3,0% marca na 2,1% aprila, kar je prispevalo k rahli upočasnitvi rasti skupnega dolžniškega financiranja podjetij. Medtem se je medletna

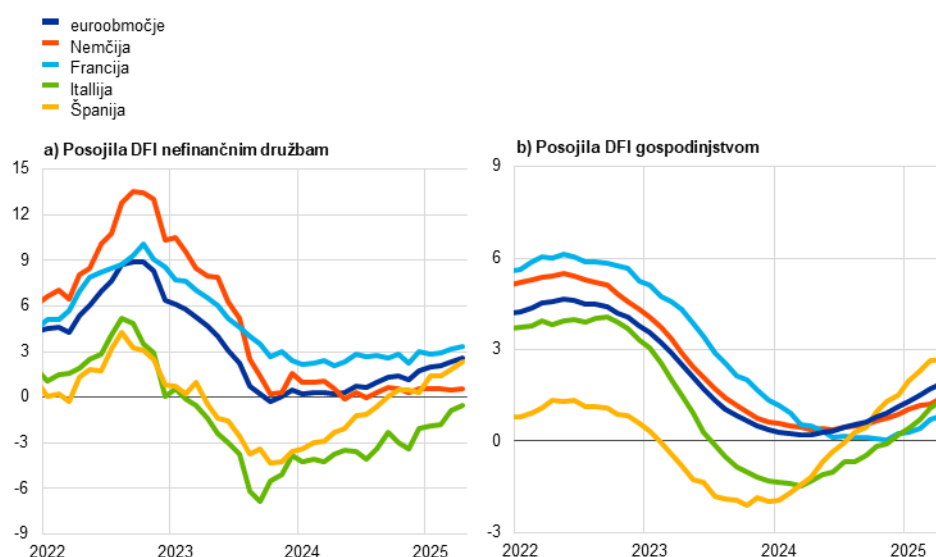
¹² Zaradi zamikov v razpoložljivih podatkih o stroških zadolževanja pri bankah so podatki o skupnih stroških financiranja za nefinančne družbe na voljo samo do aprila 2025.

stopnja rasti posojil gospodinjstvom še naprej postopno povečevala in aprila dosegla 1,9% po 1,7% v marcu. Vseeno je stopnja rasti posojil gospodinjstvom izgubila zagon in ostala znatno pod 4,1-odstotnim zgodovinskim povprečjem (graf 22, slika b). Stanovanjska posojila so še naprej največ prispevala k trendu zviševanja, kljub znaku slabitve kratkoročne dinamike pa so se aprila skromno povečala tudi potrošniška posojila in dosegla medletno stopnjo rasti v višini 4,3%.¹³ Nasprotno so druge oblike kreditiranja gospodinjstev, vključno s posojili samostojnim podjetnikom, ostale šibke. Aprila se je razpoloženje gospodinjstev glede dostopa do posojil močno poslabšalo. Glede na aprilsko [anketo ECB o pričakovanjih potrošnikov](#) se je delež gospodinjstev, ki ocenjujejo, da je dostop do kreditov težji, povečal in presegel delež tistih, ki ocenjujejo, da je dostop lažji, kar pomeni največji mesečni porast doslej. Kar zadeva prihodnje obdobje, gospodinjstva pričakujejo, da se bo dostop do posojil v naslednjih 12 mesecih še dodatno otežil.

Graf 22

Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB in izračuni ECB.

Opombe: Posojila denarnih finančnih institucij (DFI) so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev v primeru posojil nefinančnim družbam. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Rast širokega denarja (M3) se je aprila 2025 okrepila, kar je bilo ob veliki negotovosti posledica vlog čez noč in prilivov iz tujine (graf 23). Medletna rast agregata M3 se je zvišala s 3,7% v marcu na 3,9% v aprilu, k čemur je prispeval zmerno močan mesečni priliv v tem mesecu. Medletna stopnja rasti ožjega denarja (M1), ki zajema najlikvidnejše instrumente v agregatu M3, se je aprila znatno povišala (na 4,7%), potem ko je marca znašala 3,9%. Z vidika posameznih komponent je bilo aprilsko povečanje agregata M3 posledica prilivov v vloge čez noč, v manjši meri pa repo pogodb, ki jih imajo podjetja in institucionalni vlagatelji.

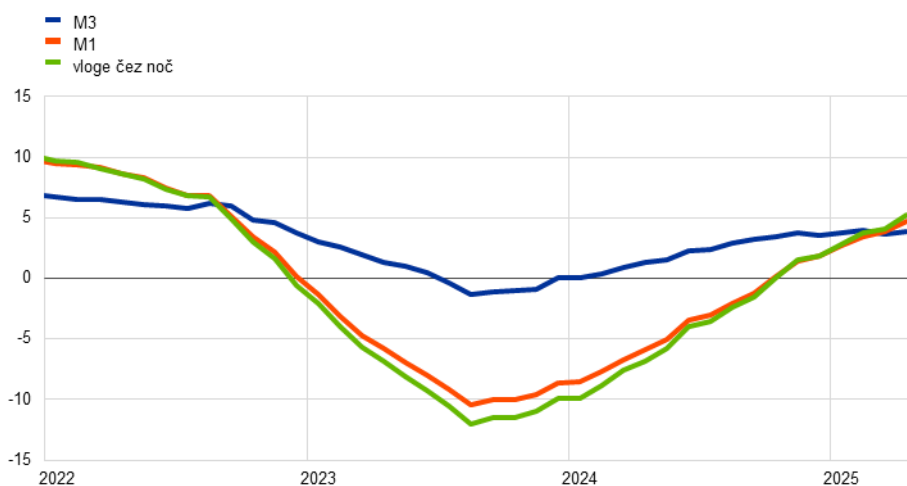
¹³ Simulacije na podlagi trenutne porazdelitve posojil gospodinjstvom kažejo, da se kljub nedavnim rezom obrestnih mer še vedno čuti precejšen del preteklega zaostrovanja denarne politike. Ocene kažejo, da se do 35% skupnega vpliva na potrošnjo prek kanala denarnih tokov iz hipotekarnih posojil še ni pokazal. To je podrobneje obravnavano v članku z naslovom »The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption« v tej številki Ekonomskega biltena.

Medletna stopnja rasti vlog čez noč v segmentu podjetij in gospodinjstev se je zaradi močnih preferenc vlagateljev ob volatilitnosti in nižjih obrestnih merah za hranilne vloge povečala s 4,1% v marcu na 5,3% v aprilu. To je delno odtehtalo zmanjšanje vezanih vlog, kar pojasnjuje nasprotno dinamiko agregatov M1 in M3. Kar zadeva posamezne protipostavke, je okrevanje rasti agregata M3 posledica neto tujih prilivov. Podatek za april je bil precenjen zaradi posebnih dejavnikov, nepovezanih z napovedmi o uvedbi ameriških carin, ki so privedli do povečanja vlog države, medtem ko so bili temeljni prilivi verjetno bolj umirjeni. Bančno kreditiranje podjetij in gospodinjstev je aprila še naprej pozitivno prispevalo k ustvarjanju denarja. Medtem ko je na rast agregata M3 še naprej negativno vplivalo krčenje bilance stanja Eurosistema, so ta vpliv odtehtali obsežni neto nakupi državnih vrednostnih papirjev s strani bank.

Graf 23

Agregata M3 in M1 ter vloge čez noč

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Po junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema naj bi javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju, ki je leta 2024 znašal 3,1% BDP, v letu 2025 ostal nespremenjen in se nato v letu 2027 precej povečal na 3,5% BDP. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi se v letu 2025 le rahlo zaostila, v letu 2026 naj bi izrazito popustila in se nato v letu 2027 znova zaostila, tokrat nekoliko močneje. Predvideno popuščanje v letu 2026 je predvsem posledica večjih javnih naložb in javne potrošnje, ki so deloma povezane z večjimi izdatki za obrambo in infrastrukturo, ter nižje neposredne obdavčitve. Zaostritev javnofinančne politike v letu 2027 je predvsem posledica manjše predvidene državne potrošnje, povezane z ukinitvijo nepovratnih sredstev v okviru programa »EU naslednje generacije«. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se po ocenah povečeval in dosegel več kot 90%, saj vztrajni primarni primanjkljaj ter pozitivna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom več kot odtehtata ugodno razliko med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Zaenkrat je zahtevo za aktivacijo nacionalne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast, s katero bi se omogočili večji izdatki za obrambo, vložilo enajst držav v euroobmočju.

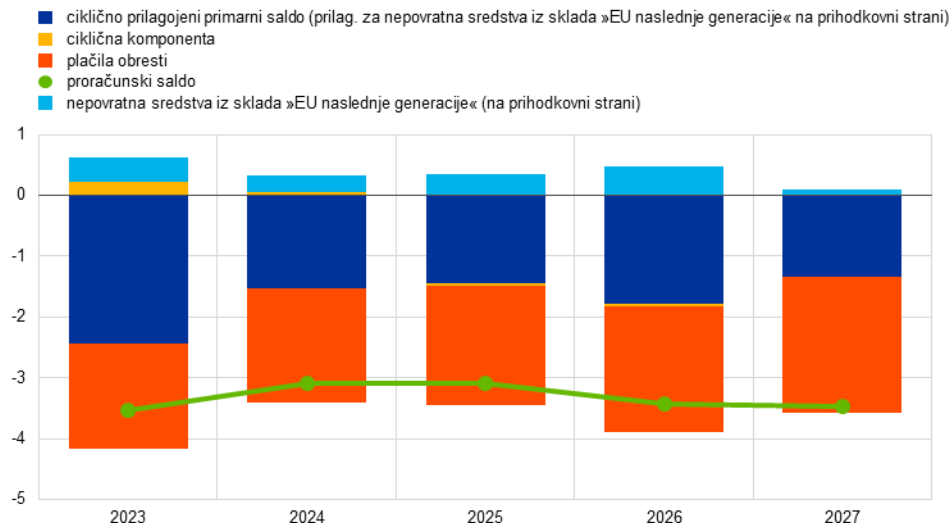
Strokovnjaki Eurosistema v junijskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo, da se bo proračunski saldo širše opredeljene države v euroobmočju v obdobju projekcij zmanjšal (graf 24).¹⁴ Kar zadeva pretekla obdobja, se je proračunski primanjkljaj v euroobmočju zmanjšal s 3,5% BDP v letu 2023 na 3,1% BDP v letu 2024. Zmanjšanje je bilo posledica odprave večine preostalih ukrepov javnofinančne podpore, povezanih z energijo in inflacijo. Kar zadeva prihodnja obdobja, naj bi proračunski primanjkljaj v letu 2025 ostal nespremenjen ter se nato povečal na 3,4% BDP v letu 2026 in še na 3,5% BDP v letu 2027. To je predvsem odraz predvidenega gibanja naravnosti javnofinančne politike, merjene s ciklično prilagojenim primarnim saldonom, prilagojenim za nepovratna sredstva iz sklada »EU naslednje generacije, v letu 2027 pa odraz ukinitve nepovratnih sredstev v okviru programa »EU naslednje generacije«, ki se izteče leta 2026.¹⁵ Ciklična komponenta proračunskega salda, ki odraža gibanje proizvodne vrzeli, naj bi bila v obdobju projekcij po napovedih približno nevtralna.

¹⁴ Glej »Junijske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, objavljene 5. junija 2025 na spletnem mestu ECB.

¹⁵ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne podpore finančnemu sektorju. Ker večji proračunski prihodki, povezani z nepovratnimi sredstvi sklada »EU naslednje generacije« iz proračuna EU, ne vplivajo na zmanjševanje povpraševanja, je ciklično prilagojeni primarni saldo prilagojen tako, da teh prihodkov ne vključuje. Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavana v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

Graf 24**Proračunski saldo in komponente**

(v odstotkih BDP)



Viri: Eurostat in Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Proračunski primanjkljaj v letu 2024 je bil v junijskih projekcijah za 0,1 odstotne točke manjši kot v marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje, vendar je bil v obdobju projekcij popravljen navzgor. K temu presenečenju so na ravni euroobmočja prispevali predvsem večji neposredni davčni prihodki in socialni prispevki od prvotno predvidenih. Kljub nekoliko boljšemu izhodišču je bil proračunski saldo v letu 2026 popravljen navzdol za 0,1 odstotne točke BDP in v letu 2027 za 0,2 odstotne točke BDP. Popuščanje naravnosti javnofinančne politike je večinoma posledica ukrepov javnofinančne politike v Nemčiji, ki so bili odobreni s koalicijsko pogodbo ter so povezani z večjimi izdatki za obrambo in infrastrukturo, zlasti v obdobju 2026–2027. K poslabšanju proračunskega salda so med drugim prispevali nadaljnja podpora Nemčije Ukrajini ter znižanje neposrednih in posrednih davkov v Nemčiji, nekoliko pa tudi večji predvideni izdatki za obrambo ter podpora Ukrajini v več drugih državah v euroobmočju.

Po precejšni zaostritvi v letu 2024 naj bi se agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju leta 2025 le rahlo zaostрила, v letu 2026 naj bi izrazito popustila in se nato v letu 2027 znova zaostрила, tokrat nekoliko močneje. Občutna fiskalna zaostritev (za 0,9 odstotne točke v letu 2024) je bila predvsem posledica odprave večine ukrepov pomoči in drugih spodbujevalnih fiskalnih ukrepov, povezanih z energijo in inflacijo, ki so se izvajali med prejšnjimi krizami. V letu 2025 diskrecijski ukrepi javnofinančne politike pomenijo nadaljnje fiskalno zaostrovanje, čeprav počasneje. K temu prispeva zniževanje prispevkov za socialno varnost in neposrednih davkov, ki pa ga vseeno večinoma odtehta nadaljnja rast javne porabe. V letu 2026 naj bi glede na zadnje napovedi vlad naravnost javnofinančne politike predvidoma popustila, in sicer predvsem zaradi večjih javnih naložb in javne potrošnje, ki so deloma povezane z večjimi izdatki za obrambo in infrastrukturo, ter nižje neposredne obdavčitve. Zaostritev naravnosti

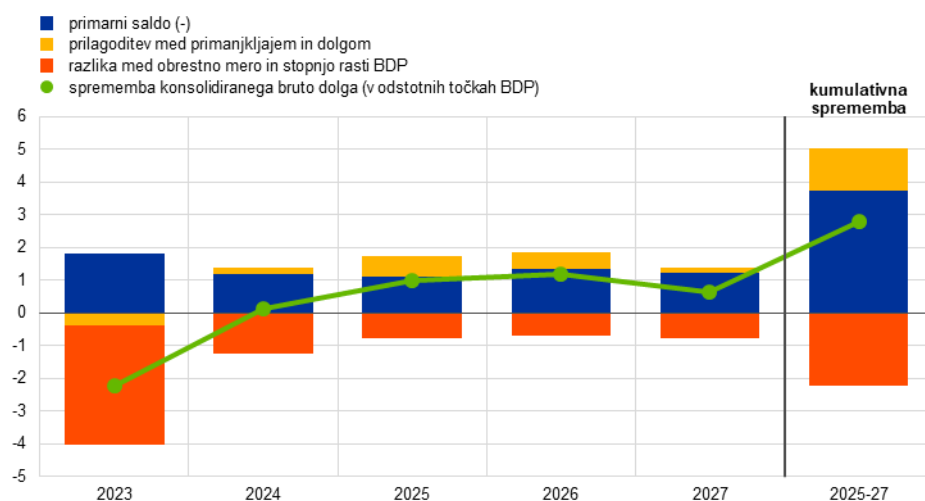
javnofinančne politike v letu 2027 je predvsem posledica manjše državne potrošnje po izteku financiranja z nepovratnimi sredstvi iz sklada »EU naslednje generacije«.

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se v obdobju projekcij po ocenah povečal in v letu 2027 presegel 90% BDP (graf 25). Med pandemijo COVID-19 se je delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP precej povečal (na okrog 97% v letu 2020), a se je nato postopno zmanjšal. Vseeno se vse od leta 2023 povečuje, tako da je v letu 2024 dosegel 87,5%, pri čemer je bil najmanjši v Estoniji (23,6%) in največji v Grčiji (153,6%). Po napovedih naj bi se v letu 2027 povečal še na 90,3%, k čemur naj bi prispevala primarni primanjkljaj ter v nekaterih državah obsežna prilagoditev med primanjkljajem in dolgom.

Graf 25

Gonila sprememb javnega dolga v euroobmočju

(v odstotkih BDP, razen kjer je navedeno drugače)



Viri: Eurostat in Junjske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.

Zaenkrat je zahtevo za aktivacijo nacionalne odstopne klavzule iz Pakta za stabilnost in rast, s katero bi se omogočilo financiranje izdatkov za obrambo, vložilo enajst držav v euroobmočju. Aktivacija nacionalne odstopne klavzule je del načrta za ponovno oborožitev Evrope »ReArm Europe«/Pripravljenost do leta 2030 in državam članicam EU omogoča, da v štirih letih hitro in znatno povečajo svoje obrambne izdatke (za največ 1,5% BDP). Aktivacija naj ne bi imela nobenih drugih vplivov na srednjeročne fiskalno-strukturne načrte držav za obdobje 2025–2028 in temelji na predpostavki, da se srednjeročno ohranja fiskalna vzdržnost.¹⁶ Evropska komisija v okviru spomladanskega svežnja evropskega semestra 2025, objavljenega 4. junija, priporoča Svetu, naj odobri zahteve desetih držav v euroobmočju (Belgije, Estonije, Grčije, Hrvaške, Latvije, Litve, Portugalske, Slovenije, Slovaške in Finske), da aktivirajo odstopno klavzulo.¹⁷ Vlade bi morale zagotoviti vzdržne javne finance v

¹⁶ Glej članek z naslovom »Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2025.

¹⁷ Priporočila o aktivaciji nacionalne odstopne klavzule so objavljena na spletnem mestu Evropske komisije. Medtem ko sta Svet EU in Evropska komisija prejela zahtevo Nemčije, da aktivira nacionalno odstopno klavzulo, Nemčija še ni predložila srednjeročnega fiskalno-strukturnega načrta. Komisija bo zato zahtevo ocenila skupaj s srednjeročnim fiskalno-strukturnim načrtom, ko ga bo prejela.

skladu z okvirom ekonomskega upravljanja v EU, hkrati pa dati prednost strukturnim reformam in strateškim naložbam, ki spodbujajo gospodarsko rast.

Okvirji

1 Pogoji financiranja v ZDA in njihova povezava z gospodarsko aktivnostjo: vloga vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev

Pripravili Cajsa Klass in Ana-Simona Manu

Pogoji financiranja so pomembni za gospodarsko aktivnost in inflacijo. Indeksi pogojev financiranja (*financial conditions indices*, FCI) predstavljajo konsolidirano merilo tega, kako preprosto in poceni lahko gospodinjstva, podjetja in države dostopajo do financiranja, kar po drugi strani vpliva na odločitve o potrošnji in naložbah v celotnem gospodarstvu. Teoretiki in praktiki so predlagali različne indekse FCI. Ti se razlikujejo po strukturi in obsegu, vendar navadno vključujejo ključne finančne spremenljivke, kot so obrestne mere, cene lastniških vrednostnih papirjev, razmiki v donosnosti podjetniških obveznic in devizni tečaji.¹ Centralne banke jih preučujejo zato, ker jim pomagajo razumeti, kako sklepi o denarni politiki vplivajo na finančne trge ter posledično na gospodarsko aktivnost in inflacijo.

Delniški tečaji so navadno del indeksov FCI, saj vplivajo na potrošnjo in naložbe. Delniški trgi imajo velik vpliv na odločitve gospodinjstev in podjetij. Tako denimo padanje delniških tečajev zmanjšuje vrednost premoženja gospodinjstev, kar zmanjšuje njihovo sposobnost, da trošijo in jemljejo posojila, ta vpliv pa se lahko še okrepi zaradi vpliva na zaupanje. Nižja vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev imajo lahko tudi neposreden vpliv na pokojnine, kar vpliva na varnost bodoče upokojitve in trošenje. Za podjetja, ki kotirajo na borzi, se zaradi znižanja delniških tečajev lahko povečajo stroški financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji, kar jim otežuje naložbe in širitev. Zaradi upada delniških tečajev s februarjskih vrhov so se indeksi FCI zato zaostрили. Ker pa je do te zaostritve prišlo s potencialno precenjenih ravni, v tem okvirju preučujemo, ali je ekonomski vpliv tega zaostrovanja drugačen kot je bil v obdobjih, ko so bili tečaji delnic bolj usklajeni z dolgoročnimi standardi.

Od konca februarja 2025 so se pogoji financiranja v ZDA začeli zaostrovati, ker se je tvegano finančno premoženje hitro prodajalo zaradi poslabševanja pričakovanj o gospodarski rasti v ZDA in negotovosti glede carin. Če kot približek ameriškega indeksa FCI uporabimo tehtano povprečje kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer, razmikov v donosnosti podjetniških in državnih obveznic, ciklično prilagojenega razmerja med ceno delnice in dobičkom na delnico (CAPE) za podjetja v indeksu S&P 500 ter nominalnega efektivnega deviznega tečaja ZDA – v duhu prispevka Arrigoni et al. – opazimo, da je od aprila prišlo od precejšnjega

¹ Glej med drugim Davis, E.P. et al., »[The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries](#)«, *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; Mednarodni denarni sklad, *Global Financial Stability Report*, poglavje 3, april 2017; Goldman Sachs, »Financial conditions: A unified approach«, *Research Note*, 2016; ter Arrigoni, S. et al., »[The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability](#)«, *Working Paper Series*, št. 2451, ECB, 2021.

zaostrovanja (graf A, slika a).² Optimizem udeležencev na trgu glede prihodnje gospodarske rasti ZDA je začel kopneti zaradi vrste neugodnih novih podatkov, vključno z upadanjem zaupanja potrošnikov. Napoved obsežnih vzajemnih carin, ki jo je ameriška vlada predstavila 2. aprila 2025, je sprožila strmo odprodajo na trgih delnic in obveznic ZDA, zaradi česar se je povečala volatilitnost finančnih trgov, kreditni razmiki pa so se razširili. Skupaj z vse večjo zaskrbljenostjo, da bo ZDA zdrsnila v recesijo, ter povračilnimi ukrepi, ki jih je napovedala Kitajska, so ti dogodki povzročili, da se je indeks S&P 500 v samo nekaj dneh znižal za 12%. Cene lastniških vrednostnih papirjev so se po odlogu recipročnih carin 9. aprila in trgovinskem sporazumu med Kitajsko in ZDA 12. maja ponovno zvišale, vseeno pa je bil 30. maja indeks S&P 500 še vedno za 3,8% nižji od dolgoročnega vrha, ki ga je dosegel v februarju. Posledično je ameriški indeks FCI zaostрил na raven, ki jo je nazadnje zabeležil v začetku leta 2023, nakar se je ponovno sprostil na ravni izpred 2. aprila.³ Dnevni Bayesov model vektorske avtoregresije (BVAR), ki razkriva dejavniki, ki povzročajo to zaostrovanje v indeksu FCI, potrjuje, da so bili glavni razlog negativni šoki za domače makro obete ZDA (graf A, slika b).⁴

Delniški tečaji v ZDA so še vedno na ravneh, zaradi katerih se je pojavila zaskrbljenost glede precenjenosti. Merila vrednotenja ameriških delnic kažejo, da so v primerjavi z običajnimi referenčnimi vrednostmi vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev na splošno še vedno visoka. Količnik CAPE za indeks S&P 500 trenutno znaša okrog 34, kar je nad 75. percentilom njegove dolgoročne porazdelitve. Iz tega je mogoče sklepati, da je delniški trg še vedno dražji od tega, kar kažejo historične norme (graf B, slika a), čeprav se je količnik rahlo znižal z najvišje vrednosti vseh časov 36. V takih obdobjih visokih vrednotenj je prispevek sprememb cen lastniških vrednostnih papirjev k splošnemu gibanju indeksa FCI v ZDA običajno velik, kar odraža utež lastniškega kapitala v tem konkretnem indeksu kot tudi izjemno velike donose lastniških vrednostnih papirjev, ko tečaji delnic vstopijo v območje precenjenosti (graf B, slika b). Na primer, kadar je količnik CAPE nad 75. percentilom, predstavlja komponenta cen lastniških vrednostnih papirjev približno 40% celotne variabilnosti indeksa FCI, kar je več kot dvakrat več kot takrat, ko je količnik pod 75. percentilom.

² Izbira spremenljivk in uteži je enaka kot v Arrigoni, S. et al., op. cit., kjer je izbira utemeljena na indeksih FCI, ki jih je razvil Goldman Sachs, v katerih uteži temeljijo na učinkih finančnih spremenljivk na realno rast BDP v obdobju enega leta. Ena od razlik je, da indeks FCI v tem okvirju namesto tradicionalnega razmerja med ceno in dobičkom, uporabljenega v zgornji analizi, uporablja količnik CAPE indeksa S&P 500, medtem ko je utež tega delniškega indeksa v indeksu FCI enaka (25%). Mogoče je, da je velika utež, ki jo imajo v tem indeksu FCI tečaji delnic, vplivala na rezultate.

³ Pomembno je opozoriti, da ta indeks zajema le omejen sklop spremenljivk in da drugi indeksi lahko za delniške tečaje uporabljajo drugačne uteži, kar bi lahko privedlo do nekoliko različnih razlag.

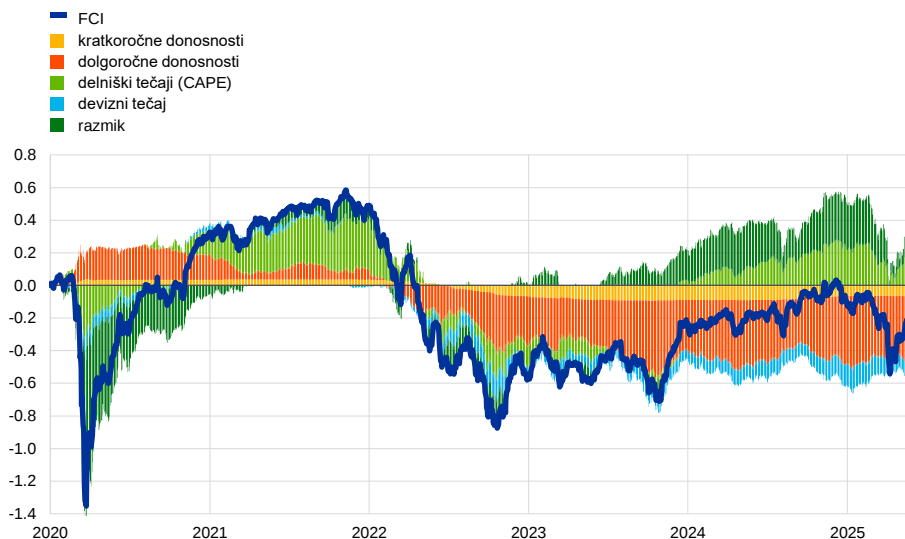
⁴ Model BVAR temelji na Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. in Van Robays, I., »[Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel](#)«, *Working Paper Series*, št. 2860, ECB, 2023.

Graf A

Sestavine indeksa pogojev financiranja (FCI) v ZDA

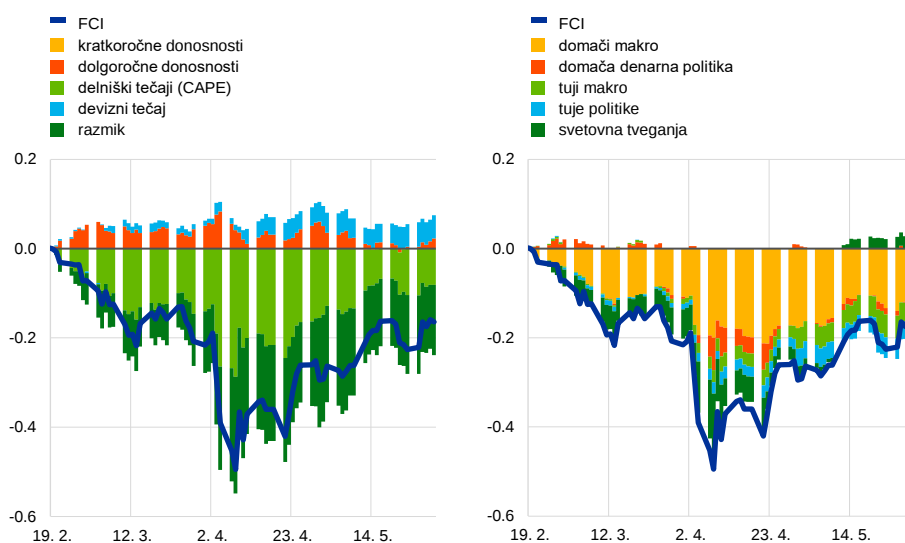
a) sestavine ameriškega indeksa FCI

(standardizirani indeks, kumulativne spremembe od 2. januarja 2020)



b) sestavine ameriškega indeksa FCI in strukturni dejavniki od februarskega vrha indeksa S&P 500

(standardizirani indeks, kumulativne spremembe od 19. februarja 2025)

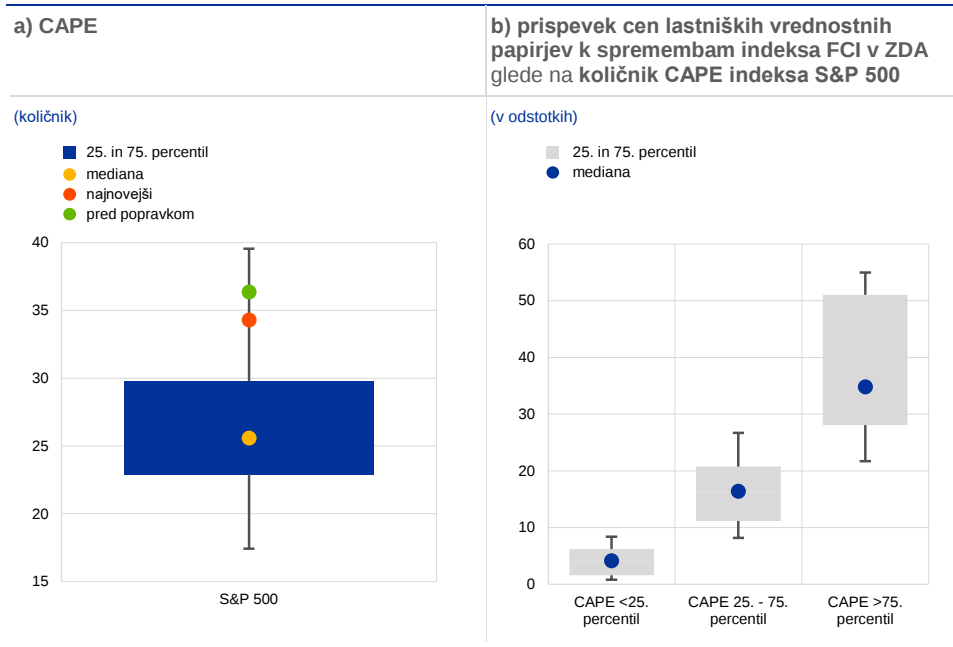


Viri: LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Indeks FCI je izračunan kot tehtano povprečje petih finančnih spremenljivk, in sicer donosnosti 10-letnih državnih obveznic, kratkoročnih obrestnih mer, ciklično prilagojenega razmerja med ceno delnice in dobičkom na delnico (CAPE), nominalnega efektivnega deviznega tečaja in razmikov v donosnosti podjetniških obveznic. Grafa prikazujeta spremembe od januarja 2020 (slika a) in od 19. februarja 2025 (slika b), zadnji podatki pa se nanašajo na 22. april 2025 (dnevni podatki). Strukturna razčlenitev je izpeljana iz dnevnega strukturnega modela BVAR za ZDA z uporabo kratkoročnih obrestnih mer, donosnosti 10-letnih državnih obveznic, nominalnega efektivnega deviznega tečaja ameriškega dolarja, količnika CAPE in razmikov v donosnosti podjetniških obveznic. Uporablja se kombinacija predznaka ter omejitev relativne velikosti odzivov in kvalitativnih informacij o preteklih dogodkih, ki temelji na razširjeni različici zbirke orodij BEAR, glej Dieppe, A., van Roye, B. in Legrand, R., »BEAR toolbox«, *Working Paper Series*, št. 1934, ECB, Frankfurt na Majni, julij 2016.

Graf B

Prispevek cen lastniških vrednostnih papirjev k ameriškemu indeksu FCI glede na raven vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev



Viri: LSEG in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Slika a: Vzorec zajema obdobje od začetka leta 1995. »Pred popravkom« se nanaša na zgodovinsko najvišjo vrednost S&P 500, ki jo je indeks zabeležil 19. februarja 2025. Zadnji podatki se nanašajo na 6. maj 2025 (dnevni podatki). Slika b: Delež sprememb v spremenljivkah lastniškega kapitala glede na absolutne skupne spremembe indeksa FCI od leta 1995.

Empirične analize kažejo, da vpliv pogojev financiranja na gospodarsko aktivnost oslabi, kadar so delniški trgi visoko vrednoteni.

Da bi ugotovili, ali je vpliv pogojev financiranja odvisen od razmer na delniškem trgu ZDA, uporabimo dvostopenjski postopek. V prvem koraku se osredotočamo na tisti del našega indeksa FCI za ZDA, ki ga poganjajo domači makro šoki, kot je ocenjeno v modelu BVAR. Ti šoki namreč zajamejo spreminjanje ocen tržnih udeležencev glede makroekonomskih obetov ZDA, ki so bile pomemben dejavnik pri nedavnem zaostrovanju indeksa FCI za ZDA (graf A, slika b). Usmeritev na ta vidik nam tudi pomaga, da izločimo spremembe indeksa FCI, ki so morda manj neposredno povezane z gospodarsko rastjo ZDA, kot so spremembe v svetovnem dojemanju tveganj. V drugem koraku ugotovimo, ali je gospodarski učinek odvisen od razmer na trgu lastniških vrednostnih papirjev, kar storimo tako, da ocenimo vpliv sprememb indeksa FCI zaradi makroekonomskih dejavnikov ZDA na prihodnjo ameriško gospodarsko aktivnost, za kar uporabimo metode lokalnih projekcij, ki dopuščajo nelinearne medsebojne učinke na podlagi količnika CAPE za indeks S&P 500. Naše ugotovitve kažejo, da je negativni učinek zaostrovanja indeksa FCI na aktivnost v ZDA precej šibkejši, če so delniški trgi nad 75. percentilom, čeprav okrog takih ocen obstaja precejšnja negotovost (graf C). Čeprav se naša analiza ne spušča v konkretne razloge za šibkejši signal, ki je bil zabeležen v obdobjih povišanih vrednotenj lastniških vrednostnih papirjev, lahko k šibkosti signala prispeva več dejavnikov.⁵ V takšnih obdobjih spremembe cen lastniških vrednostnih papirjev

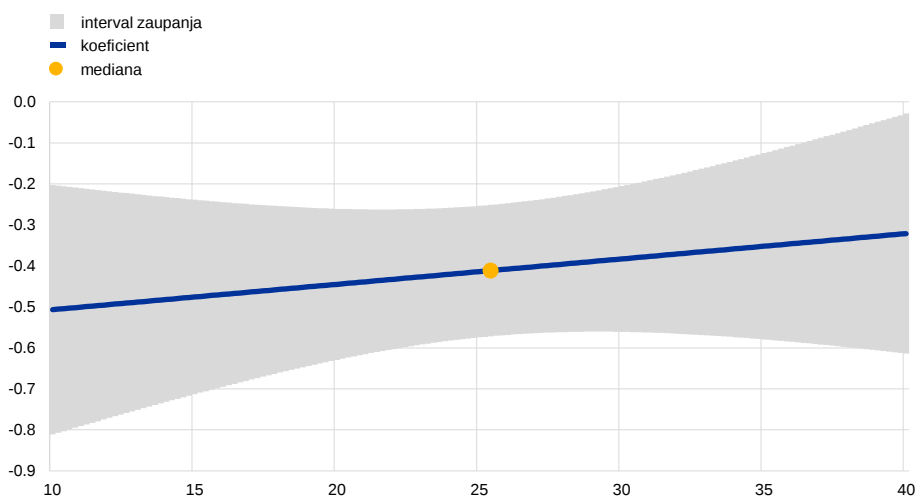
⁵ Za zadržke glede uporabe indeksov FCI glej tudi Bullard, J.B., »What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?«, *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marec 2023.

ponavadi nesorazmerno močno prizadenejo gospodinjstva z visokimi dohodki, ki več vlagajo v delnice in imajo na splošno manjšo mejno nagnjenost k trošenju. Poleg tega, če agregatno gibanje tečajev delnic obvladuje peščica podjetij, ki niso reprezentativna za širše gospodarstvo, kot denimo »sedmerica veličastnih« – sedem največjih ameriških tehnoloških podjetij – se lahko signal še dodatno oslabi.

Graf C

Vpliv zaostrovanja indeksa FCI zaradi makroekonomskih dejavnikov na ameriški BDP po enem letu glede na raven vrednotenja lastniških vrednostnih papirjev

(os x: količnik CAPE, os y: v odstotkih)



Vir: izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Graf prikazuje odziv ameriškega BDP na šok v velikosti enega standardnega odklona, ki ga povzroči sprememba indeksa FCI za ZDA, zaradi vpliva makroekonomskih dejavnikov na rast BDP, ocenjeno z lokalnimi projekcijami. Sprememba indeksa FCI za ZDA zaradi makroekonomskih dejavnikov vpliva na količnik CAPE, z zamikom enega meseca. Vpliv je prikazan po 12 mesecih. Vzorec temelji na mesečnih podatkih od leta 1995 do februarja 2025.

Zaključimo lahko, da sprememb pogojev financiranja ne bi smeli ocenjevati mehanično, zlasti ker napihnjene cene lastniških vrednostnih papirjev lahko spremenijo pogoje financiranja in oslabijo njihov vpliv na gospodarsko rast. Čeprav je tak ohlapen pokazatelj, kot je indeks FCI, koristen, bi morali oblikovalci politik in analitiki še naprej pozorno spremljati vlogo posameznih sestavin in širši gospodarski kontekst, zlasti v obdobjih visokih vrednotenj.

Trgovinske politike ZDA in poslovanje ameriških multinacionalk v euroobmočju

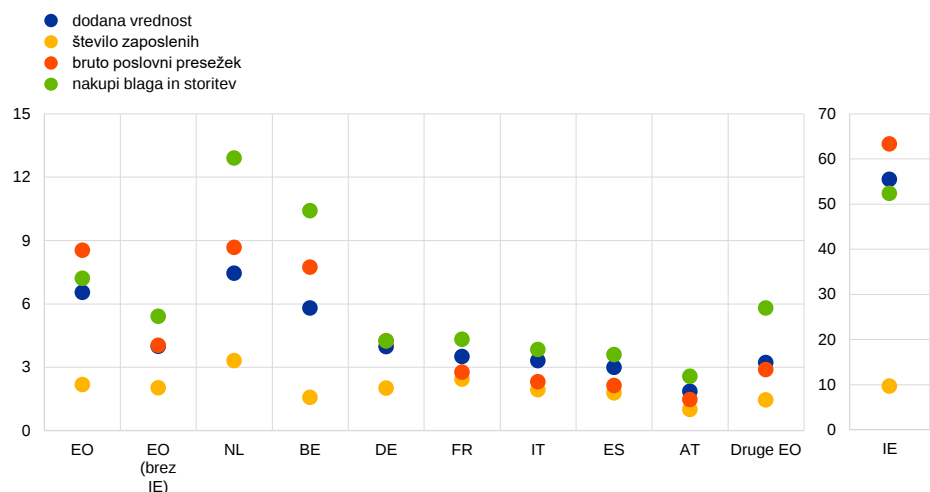
Pripravili Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz in Tobias Schuler

Podružnice multinacionalnih družb s sedežem v ZDA veliko prispevajo h gospodarski aktivnosti euroobmočja. Zato bi sedanje trgovinske napetosti lahko imele resne posledice za njihovo poslovanje. Ameriške multinacionalke oskrbujejo trg euroobmočja bodisi tako, da blago in storitve izvažajo neposredno strankam v euroobmočju ali pa izvoz izvajajo prek povezanih podjetij s sedežem v euroobmočju.¹ Ta povezana podjetja lahko trgujejo z ZDA in tretjimi trgi, zato bi sedanje trgovinske napetosti lahko vplivale na ameriške multinacionalke v euroobmočju prek višjih carin in prek motenj v trgovini med podjetji, lahko pa tudi prek posledičnih sprememb v strategijah davčnega načrtovanja. Povezana podjetja ameriških multinacionalk v euroobmočju predstavljajo več kot 5% dodane vrednosti euroobmočja, bruto poslovnega presežka ter nakupa blaga in storitev. Nanje odpade tudi 2% vseh zaposlenih, z bistveno večjim deležem na Irskem (graf A).²

Graf A

Poslovanje ameriških multinacionalk v euroobmočju

(delež povezanih podjetij, ki jih obvladujejo ameriške družbe, v skupnem obsegu po državah; 2022)



Viri: Eurostatova statistika o tujih povezanih podjetjih (FATS), in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: »EO« pomeni »euroobmočje«. »Druge EO« obsega vse države euroobmočja z manj kot 2% skupne bruto dodane vrednosti euroobmočja. Podatki za Ciper in Portugalsko niso vključeni, ker niso na voljo za vse prikazane spremenljivke.

Dinamika dvostranskega tekočega računa euroobmočja z ZDA odraža tudi poslovanje ameriških multinacionalk v euroobmočju. Tekoči račun euroobmočja

¹ Multinacionalno družbo sestavljajo nadrejeni subjekt in njegova tuja povezana podjetja. To so podjetja s sedežem v eni državi, ki jih obvladujejo in/ali so v lasti multinacionalnih družb s sedežem v drugi državi.

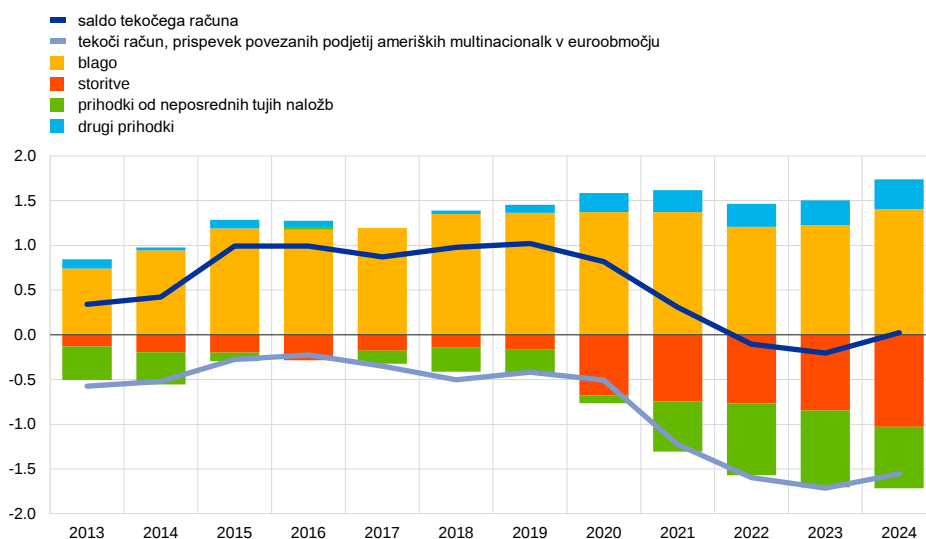
² Za dodatne informacije o vplivu ameriških multinacionalnih družb na Irskem glej Irish Economic Analysis Division, »[Geeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy](#)«, *Quarterly Bulletin*, Issue 4, Central Bank of Ireland, december 2024.

z ZDA je bil leta 2024 skoraj uravnotežen, saj je vse večji presežek blagovne menjave skoraj v celoti izravnal primanjkljaj v storitveni menjavi in prihodkih od neposrednih tujih naložb, pri čemer so k tem komponentam precej prispevale ameriške multinacionalke (graf B). Po ocenah ECB je leta 2024 skoraj 30% blagovnega presežka euroobmočja z ZDA vključevalo trgovinsko menjavo s strani povezanih podjetij ameriških multinacionalk, hkrati pa so ta podjetja ustvarila približno 90% primanjkljaja v storitveni menjavi euroobmočja.

Graf B

Saldo tekočega računa euroobmočja z ZDA

(letni tokovi kot odstotek BDP)



Viri: ECB, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

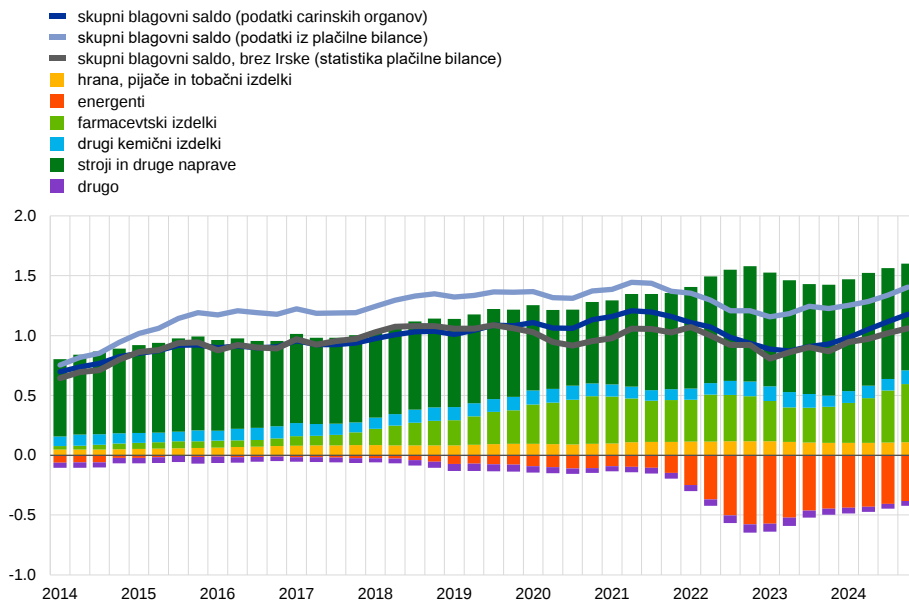
Opombe: Prispevki povezanih podjetij ameriških multinacionalk v euroobmočju so ocenjeni tako, da se podatki o dvostranski trgovinski menjavi z blagom in storitvami ter podatki iz plačilnobilančne statistike ECB o tokovih prihodkov od neposrednih tujih naložb združijo z informacijami iz Eurostatovih podatkovnih nizov o trgovinski menjavi z blagom in storitvami po značilnostih podjetij (TEC/STEC) o trgovinski menjavi po vrsti lastništva (domač lastnik ali tuje obvladovanje) ter z informacijami iz Eurostatovih statistike o tujih povezanih podjetjih (FATS) o deležu prometa in nakupov blaga in storitev s strani povezanih podjetij, ki jih obvladujejo ameriške družbe.

Ameriške multinacionalke vplivajo na blagovno menjavo euroobmočja z ZDA z obsežno menjavo znotraj skupin, izvozom farmacevtskih proizvodov in pogodbeno proizvodnjo. Povečevanje blagovnega presežka z ZDA je predvsem posledica izrazitega povečanja izvoza farmacevtskih proizvodov (graf C), ki so večinoma povezani s trgovinskimi tokovi irskih povezanih podjetij ameriških multinacionalk. Poleg tega multinacionalne družbe iz ZDA, ki so rezidenti euroobmočja, sklepajo pogodbene dogovore o proizvodnji, tako da podjetja zunaj euroobmočja zanje proizvajajo blago, ki se prodaja v tretjih državah (vključno z ZDA), ne da bi kdajkoli vstopilo v euroobmočje. Ta izvoz se beleži v statistiki plačilne bilance, kar povečuje blagovni presežek.

Graf C

Saldo blagovne menjave euroobmočja z ZDA

(drseča vsota štirih četrtletij kot odstotek BDP)



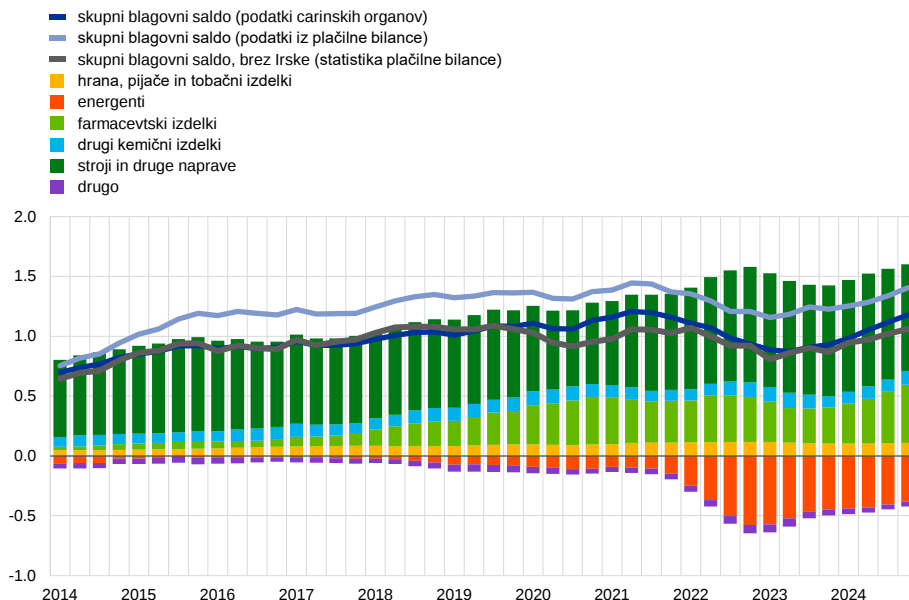
Viri: ECB, Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na četrto četrtletje 2024. Razčlenitev salda blagovne menjave po kategorijah proizvodov sledi Standardni mednarodni trgovinski klasifikaciji, revizija 3, statistika blagovne menjave.

Graf D

Saldo storitvene menjave euroobmočja z ZDA

(drseča vsota štirih četrtletij kot odstotek BDP)



Viri: ECB, Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na četrto četrtletje 2024.

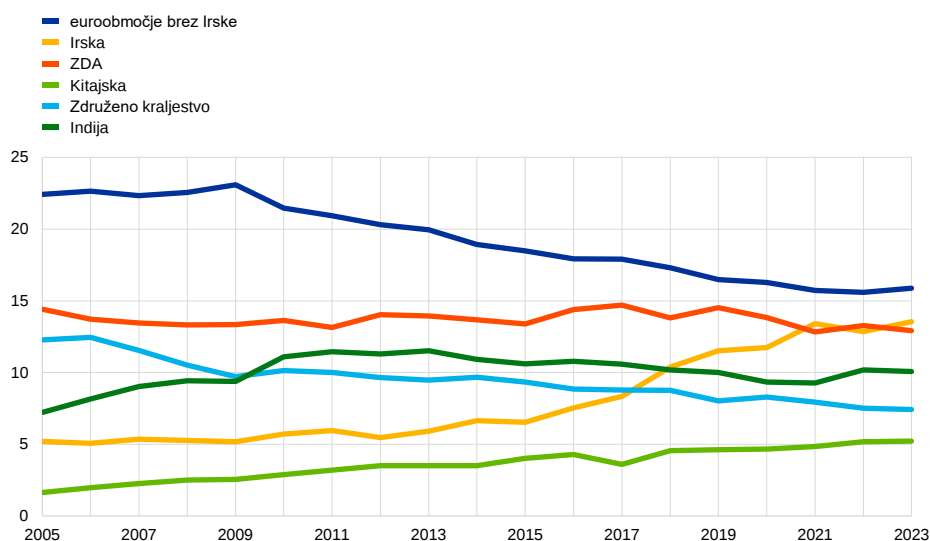
Proizvodnja, povezana z ameriškimi multinacionalkami v euroobmočju, je tesno povezana z ustreznim uvozom storitev, kar odraža njihove dobavne

verige in strategije davčne optimizacije. Ameriške multinacionalke uporabljajo uvožene izdelke intelektualne lastnine kot osrednje inpute v svojih proizvodnih dejavnostih v euroobmočju. Od leta 2020 euroobmočje beleži vse višje vrednosti storitev, uvoženih iz ZDA. Razlog za to so stroški uporabe izdelkov intelektualne lastnine, ki jih plačujejo povezana podjetja ameriških multinacionalk v euroobmočju, zlasti na Irskem (graf D).³ Poleg tega, da podpira proizvodnjo blaga z visoko dodano vrednostjo – na primer zdravil – se ta uvoz izdelkov intelektualne lastnine uporablja tudi za proizvodnjo storitev informacijske in komunikacijske tehnologije (IKT). To pomeni, da prisotnost ameriških multinacionalk v euroobmočju povečuje tudi storitveni izvoz euroobmočja, kar povečuje deleže euroobmočja na izvoznih trgih, zlasti na področju storitev IKT, prek Irske, ki z okrog 14% predstavlja približno enak delež kot ZDA (graf E). Ta konfiguracija dobavnih verig, ki vključuje uvoz storitev, povezanih z izdelki intelektualne lastnine, omogoča ameriškim multinacionalkam, da v euroobmočju ustvarjajo precejšnje dobičke in izkoriščajo ugodnejšo obdavčitev pravnih oseb, kar se kaže v precejšnjem primanjkljaju euroobmočja na področju prihodkov od neposrednih tujih naložb v razmerju do ZDA (graf B).⁴

Graf E

Deleži na izvoznih trgih storitev IKT

(v odstotkih)



Viri: Uravnoveženi podatkovni niz OECD in Svetovne trgovinske organizacije o trgovinski menjavi s storitvami (*OECD-WTO balanced trade in services dataset*) ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki za države euroobmočja zajemajo samo izvoz v države zunaj euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na leto 2023.

Višje carinske ovire bi lahko vplivale na obseg proizvodnje in dobičke ameriških multinacionalk, tudi v farmacevtskem sektorju, odvisno od tega, ali bodo te družbe prilagodile cene ali prenesle proizvodnjo drugam. Ker je

³ Stroški uporabe izdelkov intelektualne lastnine vključujejo licenčnine, plačane za patente, blagovne znamke, avtorske pravice, algoritme itd.

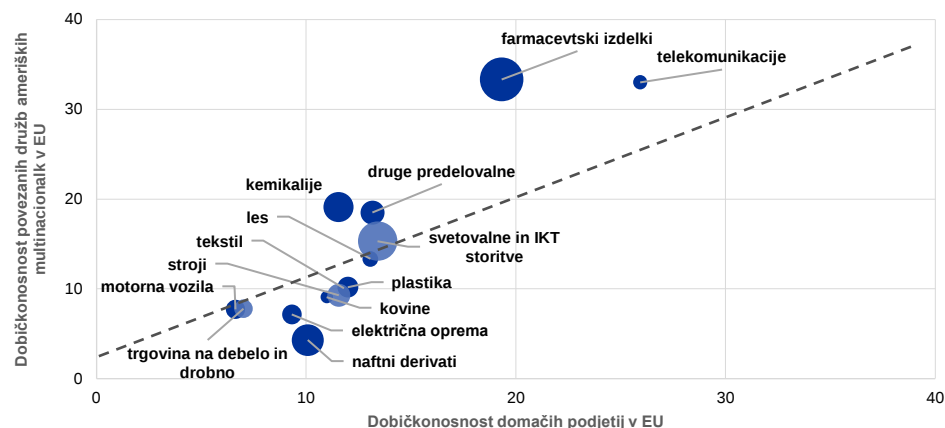
⁴ Zaradi nedavnih reform davka od dohodkov pravnih oseb in regulativnih reform v ZDA in na Irskem so multinacionalne družbe iz ZDA preusmerila lastništvo iz offshore centrov v ZDA, s čimer so se povečala plačila storitev in tokovi prihodkov med euroobmočjem in ZDA, ki so se prej potekala prek offshore centrov in zunaj tekočega računa med euroobmočjem in ZDA. Za dodatne podrobnosti glej Boller, L., et al., »*The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition*«, *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, oktober 2024.

farmacevtski izvoz iz euroobmočja v ZDA močno povezan s strategijami ameriških multinacionalk za optimizacijo dobavnih verig in obdavčitve, so ti trgovinski tokovi izpostavljeni tveganjem selitve proizvodnje. Medtem ko visoka dobičkonosnost njihovih podrejenih družb (graf F) lahko omogoči ameriškim multinacionalkam, da delno absorbirajo dodatne carine v ZDA, bi njihov poslovni model lahko postal manj privlačen, zlasti če bi ga spremljale spremembe v obdavčitvi in regulativnem režimu ZDA, ki spodbujajo selitev proizvodnje nazaj v ZDA.⁵ Trgovinske politike ZDA bi lahko posredno prizadele tudi povezana podjetja ameriških multinacionalk v euroobmočju, če bi zanje veljali povračilni ukrepi EU.

Graf F

Sektorska dobičkonosnost za povezana podjetja ameriških multinacionalk v EU

(razmerje med bruto poslovnim presežkom nad neto prihodki)



Viri: Eurostatova statistika o tujih povezanih podjetjih (FATS), in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na razpoložljive informacije za obdobje 2021–2022. Dobičkonosnost je izračunana kot razmerje med bruto poslovnim presežkom in neto prihodki. Podatkovna točka nad (pod) 45-stopinjsko črto kaže, da za ta sektor povezana podjetja ameriških multinacionalk izkazujejo višjo (nižjo) dobičkonosnost kot domača podjetja. Velikost mehurčka kaže, kako pomembna so povezana podjetja ameriških multinacionalk z vidika prihodkov za vsak sektor (izračunano kot delež neto prihodkov povezanih podjetij ameriških multinacionalk v primerjavi z deležem domačih podjetij).

Selitev poslovanja ameriških multinacionalk iz euroobmočja bi lahko povzročila zmanjšanje BDP v euroobmočju, ker bi se zmanjšala proizvodnja in izvoz, medtem ko bi bila bruto nacionalni dohodek (BND) in zaposlenost verjetno manj prizadeta. V primerih, ko lastništvo izdelkov intelektualne lastnine ostane pri matičnem podjetju v ZDA, bi se zaradi selitve poslovanja ameriških multinacionalk iz euroobmočja zmanjšal BDP euroobmočja, in sicer predvsem z izgubljenim izvozom, ki bi ga le delno izravnal manjši uvoz storitev intelektualne lastnine. Vendar pa bi bila zaposlenost in zlasti BND manj prizadeta, saj je proizvodnja ameriških multinacionalk kapitalsko intenzivna in močno odvisna od uvoženih izdelkov intelektualne lastnine, ki ustvarjajo velika plačila v obliki dobičkov, ki se vrnejo v ZDA (graf B). V primerih, ko so izdelki intelektualne lastnine, ki podpirajo proizvodnjo in izvoz, v lasti povezanih podjetij ameriških multinacionalk, bi selitev teh podjetij v ZDA negativno vplivala tudi na BDP euroobmočja zaradi

⁵ Na poslovanje ameriških farmacevtskih multinacionalk v euroobmočju bi lahko negativno vplival tudi izvršni odlok predsednika D. J. Trumpa, »[Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients](#)«, Peters, G in Woolley, J.T. (eds.), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Barbara, maj 2025, ki ameriškim vladnim agencijam nalaga, da cene zdravil v sistemu Medicare uskladijo z najnižjimi cenami, ki jih plačujejo primerljive razvite države.

mehaničnega učinka depreciacije.⁶ Na daljši rok bi lahko trpela produktivnost, ker domače gospodarstvo ne bi več uživalo pozitivnih prelivanj iz sodelovanja z ameriškimi multinacionalkami.⁷

⁶ Neposredni učinek uvoza izdelkov intelektualne lastnine na BDP se običajno v veliki meri izravna z ustreznimi naložbami (ker je pridobitev izdelkov intelektualne lastnine vključena v nacionalne račune). V naslednjih letih pa amortizacija pridobljenega osnovnega kapitala (potrošnja osnovnih sredstev) prispeva k naložbam in s tem mehanično povečuje BDP. Za več podrobnosti glej Andersson, M., et al., »[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)«, *Occasional Paper Series*, št. 350, ECB, 2024.

⁷ Glej Di Ubaldo, M., Lawless, M. in Siedschlag, I., »[Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland](#)«, *OECD Productivity Working Papers*, Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj, 30. november 2018.

Obeti glede podjetniških naložb v euroobmočju – ugotovitve iz ankete ECB med velikimi podjetji

Pripravili Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaél Le Breton in Richard Morris

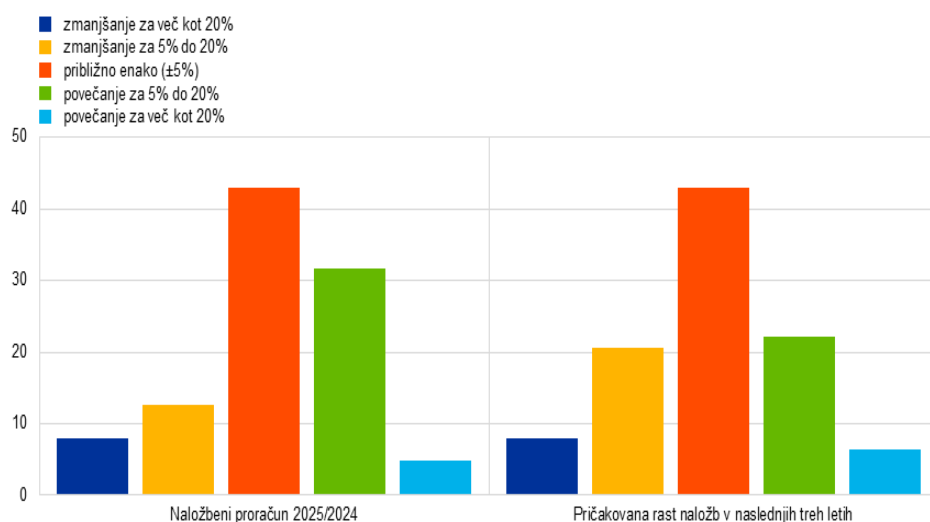
V tem okvirju je povzetek ugotovitev nedavne ankete ECB med vodilnimi nefinančnimi družbami o obetih za podjetniške naložbe.¹ V anketi, opravljeni med 7. aprilom in 14. majem, smo podjetja spraševali o nedavnih in pričakovanih naložbenih odločitvah v euroobmočju in po svetu ter o dejavnikih, ki jih poganjajo ali omejujejo. Odgovore je posredovalo 64 družb, katerih skupni globalni prihodki znašajo skoraj 4% BDP euroobmočja. Med njimi jih 39 deluje predvsem v industrijskem sektorju, preostalih 25 pa se osredotoča v glavnem na storitve.

Anketirana podjetja v prihodnje pričakujejo slabše naložbene obete v euroobmočju kot leta 2025 (graf A). Na vprašanje, kako so se njihovi naložbeni proračuni gibal v letu 2025 v primerjavi z letom 2024, je znatno več podjetij poročalo o povečanju kot o zmanjšanju. Vendar pa jih v naslednjih treh letih 40% pričakuje, da bodo naložbe ostale na splošno nespremenjene, pri čemer je bilo število podjetij, ki pričakujejo zmanjšanje ali povečanje svojih naložb, približno enako. Šibkejši obeti v glavnem odražajo odzive industrijskih podjetij, od katerih jih tretjina v naslednjih treh letih pričakuje upad naložb v euroobmočju in le četrtina povečanje.

Graf A

Naložbe v euroobmočju: trenutno stanje in gibanja v naslednjih treh letih

(v odstotkih anketiranih podjetij)



Vir: ECB.

Opomba: Graf prikazuje odgovore na vprašanje »Kako se je vaš celotni naložbeni proračun v euroobmočju gibal leta 2025 v primerjavi z letom 2024?« in »Kakšno gibanje naložb v euroobmočju pričakujete v naslednjih treh letih?«.

¹ Anketa je bila poslana podjetjem, s katerimi ECB redno vzdržuje stike z namenom zbiranja poslovnih informacij, kot je pojasnjeno v članku z naslovom »The ECB's dialogue with non-financial companies«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2021.

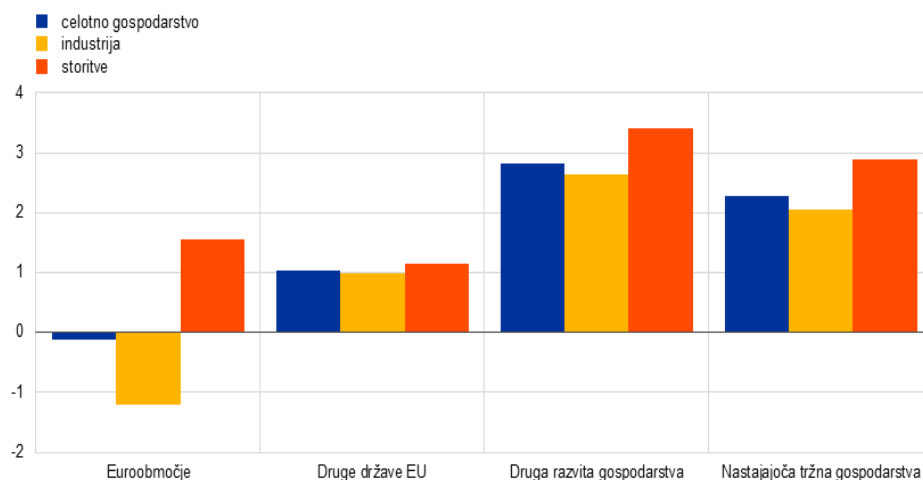
Slabši naložbeni obeti v euroobmočju so v nasprotju s pričakovanji glede povečanja naložb na drugih geografskih območjih (graf B).

Skoraj dve tretjini trenutnih naložb anketiranih podjetij je v euroobmočju, približno 5% v drugih državah EU ter približno po ena šestina v drugih razvitih gospodarstvih in v nastajajočih tržnih gospodarstvih.² Iz anketnih odgovorov je razvidno, da se v euroobmočju v naslednjih treh letih pričakuje skoraj ničelna rast poslovnih naložb, medtem ko naj bi se te zunaj euroobmočja povečale, predvsem v razvitih gospodarstvih zunaj EU in v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Slabše naložbene napovedi za euroobmočje v primerjavi z drugimi razvitimi gospodarstvi in nastajajočimi tržnimi gospodarstvi odražajo pričakovanja industrijskih podjetij o krčenju naložb v euroobmočju, hkrati pa pričakovanja o povečevanju zunaj euroobmočja. Storitvena podjetja nasprotno pričakujejo povečanje naložb tako znotraj kot tudi zunaj euroobmočja, in sicer po bolj podobnih stopnjah. Pri geografski usmeritvi naložb je bilo povpraševanje glavni dejavnik, in sicer pomembnejši od priložnosti za višjo rast in želje po vstopu na nove trge. Podjetja so pogosto omenjala tudi dejavnike, kot so želja po diverzifikaciji in odpornejših dobavnih verigah, bližina kupcev (»lokalno za lokalno«), drugačne carine, ugodnejši predpisi ter ekonomska in politična stabilnost.³

Graf B

Naložbe po regijah: gibanja v naslednjih treh letih

(spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Graf prikazuje odgovore na vprašanje »Kakšna gibanja svojih naložb pričakujete na naslednjih geografskih območjih v prihodnjih treh letih?«. Pričakovane naložbe se izračunajo z združevanjem deležev podjetij, ki so odgovorila »zmanjšanje za več kot 20%« (zaokroženo na -20%), »zmanjšanje za 5%–20%« (kot povprečje -12,5%), »približno enako (±5%)« (kot povprečje 0%), »povečanje za 5%–20%« (kot povprečje 12,5%) in »povečanje za več kot 20%« (zaokroženo na 20%).

Tehnološke spremembe in dinamične geopolitične razmere so postale ključni dejavniki pri naložbenih strategijah podjetij (graf C).

Med petimi glavnimi nedavnimi dejavniki in dogodki, ki so podjetja v zadnjih letih spodbudili k ponovnemu

² Anketirana industrijska podjetja so v povprečju bolj globalna, pri čemer je le polovica njihovih naložb v euroobmočju, po približno petina pa v razvitih gospodarstvih zunaj EU in v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Storitvena podjetja imajo svoje dejavnosti v povprečju bolj skoncentrirane, saj tri četrtine svojih naložb namenjajo euroobmočju, po približno desetino pa razvitim gospodarstvom zunaj EU in nastajajočim tržnim gospodarstvom.

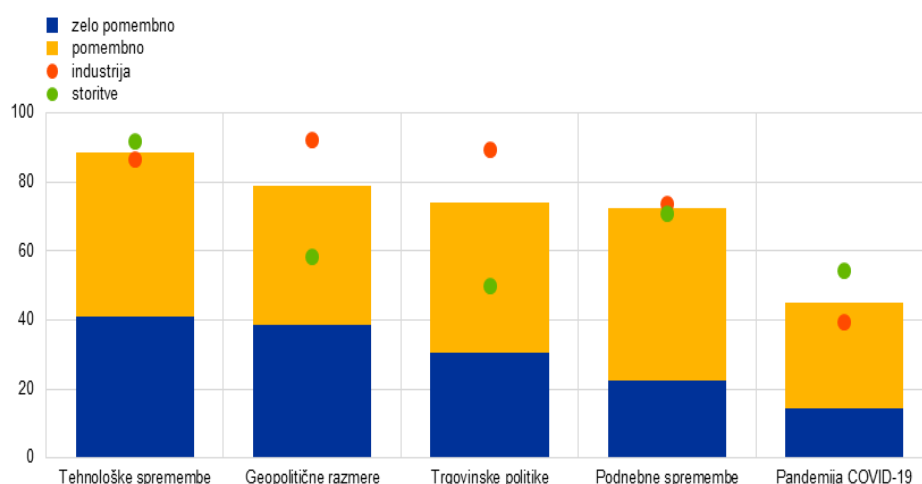
³ Prejšnje ugotovitve iz podobne ankete glede diverzifikacije, odpornosti dobavnih verig in bližine strank so v okvirju z naslovom »Global production and supply chain risks: insights from a survey of leading companies«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2023.

premisleku o globalnih naložbenih strategijah, so se tehnološke spremembe v celotnem vzorcu uvrstile na prvo mesto. Za industrijska podjetja so geopolitične razmere ter trgovinske in carinske politike veljale za nekoliko pomembnejše kot tehnološke spremembe, medtem ko so podjetja v storitvenem sektorju tem silam manj izpostavljena. Tudi podnebna kriza je bila ocenjena kot razmeroma pomembna, medtem ko je bila pandemija COVID-19 (vsaj retrospektivno) ocenjena kot nekoliko manj pomembna.⁴

Graf C

Pomen glavnih dogajanj in dogodkov v 2020-ih letih pri ponovnem premisleku podjetij o naložbenih strategijah

(v odstotkih anketiranih podjetij)



Vir: ECB.

Opombe: Graf ponazarja odgovore na vprašanje »V kolikšni meri so naslednja glavna dogajanja in dogodki v zadnjih letih vplivali na vaš ponovni premislek o globalni naložbeni strategiji?«. Stolpci se nanašajo na odstotke vseh 64 podjetij, ki so odgovorila na anketno vprašanje. Pike prikazujejo skupne odstotke za »pomembne« in »zelo pomembne« dejavnike po sektorjih.

Anketirana podjetja pričakujejo, da bodo njihove naložbe v euroobmočju v prihodnjih treh letih temeljile predvsem na neopredmetenih sredstvih, zlasti na informacijski tehnologiji, programski opremi in podatkovnih bazah. Po

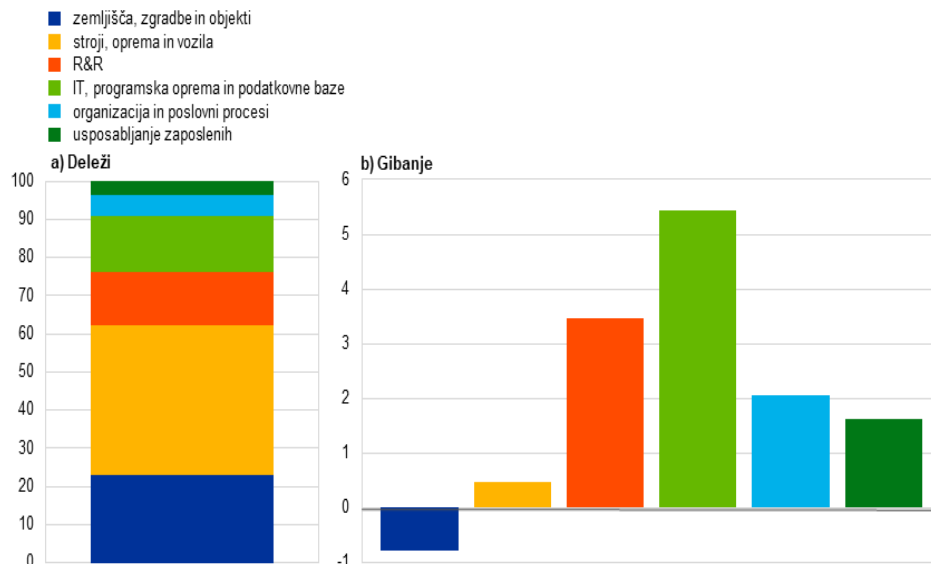
navedbah podjetij je bilo v povprečju približno 60% njihovih naložbenih izdatkov v euroobmočju usmerjenih v »opredmetena sredstva« (npr. v stroje in opremo). Nadaljnjih 30% je bilo namenjenih »neopredmetenim sredstvom« (raziskavam in razvoju (R&R), informacijski tehnologiji, programski opremi in podatkovnim bazam), ki se sicer v računovodstvu podjetij štejejo za poslovne odhodke, vendar se v nacionalnih računih upoštevajo kot naložbe. Preostalih 10% je bilo namenjenih organizaciji, poslovnim procesom in usposabljanju zaposlenih (graf D, slika a). Podjetja v naslednjih treh letih pričakujejo, da bodo naložbe v opredmetena sredstva večinoma stagnirale, medtem ko naj bi se izdatki za raziskave in razvoj, predvsem pa za informacijsko tehnologijo, programsko opremo in podatkovne baze povečali (graf D, slika b).

⁴ Vseeno je pandemija, sodeč po takratnih rednih stikih s podjetji, dejansko povzročila znatno reorganizacijo dobavnih verig in pospešila premik od strategij upravljanja zalog »pravočasno« (*just in time*) k strategijam »za vsak primer« (*just in case*).

Graf D

Vrste naložbe: deleži v letu 2025 in gibanja v naslednjih treh letih

(slika a: kot odstotek celotnih naložb v letu 2025; slika b: spremembe v odstotkih v naslednjih treh letih)



Vir: ECB.

Opombe: Graf prikazuje odgovore na vprašanje »Kolikšen delež vaših skupnih naložb v euroobmočju je približno namenjen vsakemu od naslednjih področij?« in »Kakšno gibanje naložb v euroobmočju pričakujete na vsakem od teh področij v naslednjih treh letih?«. Pričakovano gibanje v naslednjih treh letih je izračunano tako, da se združijo deleži podjetij glede na njihove odgovore, ki so upoštevani z naslednjimi vrednostmi: »zmanjšanje za več kot 20%« (upoštevano kot -20%), »zmanjšanje za 5%–20%« (kot povprečje -12,5%), »približno enako (±5%)« (kot 0%), »povečanje za 5%–20%« (kot povprečje 12,5%) in »povečanje za več kot 20%« (upoštevano kot 20%).

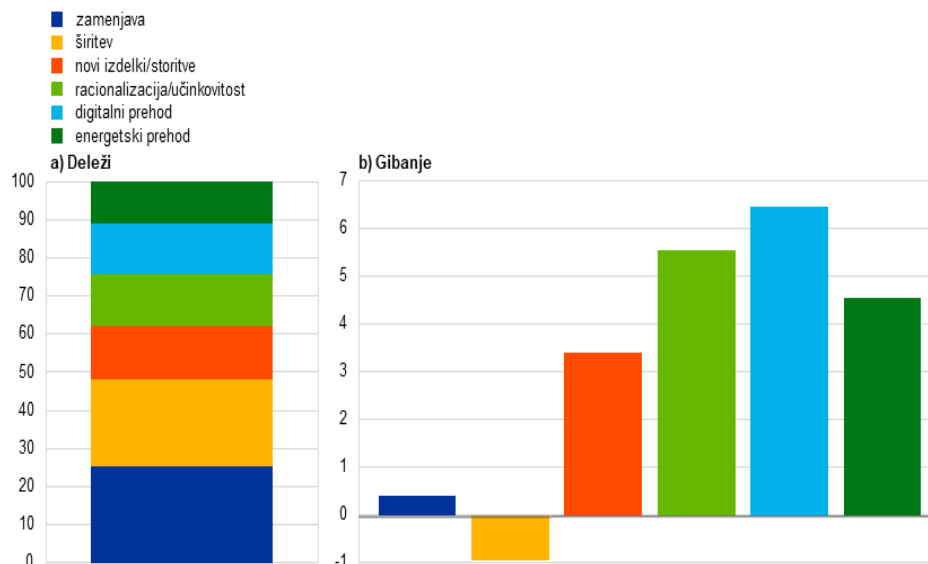
Poudarek na naložbah v neopredmetena sredstva verjetno odraža vse večjo prednost, ki jo podjetja pripisujejo digitalnemu in energetskega prehodu ter racionalizaciji in učinkovitosti. Anketiranci so v povprečju približno polovico svojih naložb opredelili kot naložbe, namenjene zamenjavi in širitvi, preostanek pa je bil v približno enakih deležih namenjen razvoju novih izdelkov, ciljem racionalizacije in učinkovitosti ter digitalnemu in energetskega prehodu (graf E, slika a).⁵ V naslednjih treh letih naj bi bil najmočnejši dejavnik sedanjih naložbenih načrtov digitalni prehod, sledili pa naj bi racionalizacija in učinkovitost, energetski prehod ter razvoj novih izdelkov in storitev (graf E, slika b).

⁵ Upoštevati je treba, da imajo številne naložbe več kot en namen, zato je določanje namena naložb z uporabo navedenih kategorij lahko dokaj subjektivno.

Graf E

Naložbe po namenu: deleži v letu 2025 in gibanja v naslednjih treh letih

(slika a: kot odstotek celotnih naložb v letu 2025; slika b: spremembe v odstotkih v naslednjih treh letih)



Vir: ECB.

Opombe: Graf prikazuje odgovore na vprašanje »Kakšna je okvirna porazdelitev vaših skupnih naložb v euroobmočju med naslednje namene?« in »Kako se bodo po vašem pričakovanju naložbe v te namene v euroobmočju gibale v prihodnjih treh letih?«. Vsota deležev, ki so jih navedli anketiranci, je bila preračunana tako, da znaša 100% (prvotni seštevek je bil višji, ker so nekateri odgovori odražali večnamenskost nekaterih naložb). Gibanja v naslednjih treh letih se izračunajo z združevanjem deležev podjetij, ki so odgovorila »zmanjšanje za več kot 20%« (zaokroženo na -20%), »zmanjšanje za 5%–20%« (v povprečju -12,5%), »približno enako (±5%)« (v povprečju 0%), »povečanje za 5%–20%« (v povprečju 12,5%) in »povečanje za več kot 20%« (zaokroženo na 20%).

Na vrhu seznama omejitev, ki zavirajo naložbe v euroobmočju, so slabi obeti glede povpraševanja in nizka dobičkonosnost (graf F). Devet od desetih

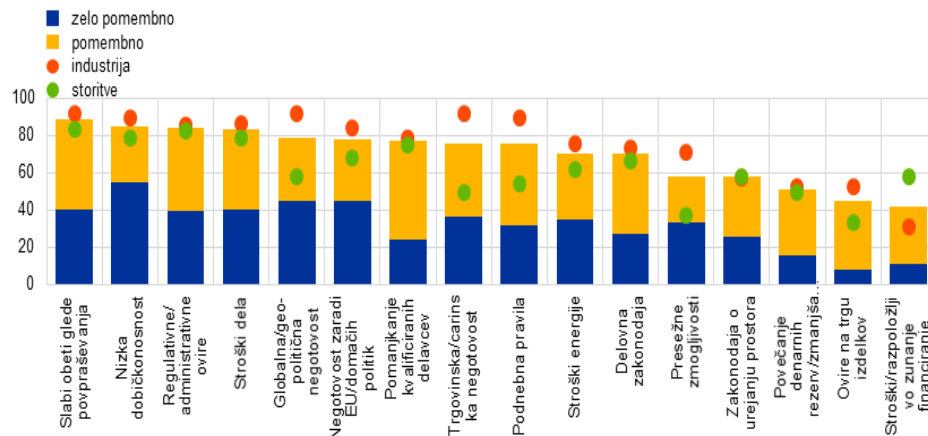
anketirancev je šibko povpraševanje navedlo kot najpomembnejšo (pogosto »zelo pomembno«) naložbeno omejitev v euroobmočju, tesno pa mu sledijo nizka dobičkonosnost, druge regulativne in administrativne ovire ter stroški dela (kar je navedlo 80%–85% podjetij).⁶ Industrijska podjetja so kot posebej pomembne dejavnike poudarjala globalno geopolitično negotovost, trgovinsko negotovost in negotovost, ki izhaja iz EU in domačih politik. Na vprašanje, kakšne spremembe bi lahko spodbudile večje naložbe v euroobmočju, je več kot polovica anketirancev izpostavila manj obsežno oz. stabilnejšo zakonodajo. Pogosto so omenjali tudi rasti prijaznejšo in predvidljivejšo podnebno politiko, pa tudi večje spodbude povpraševanju, politično in gospodarsko stabilnost ter nižje stroške dela in energije. Stroški in razpoložljivost zunanjega financiranja so bili ocenjeni kot precej manj pomembni, kar je verjetno deloma posledica lažje dostopnosti do zunanjega financiranja med velikimi podjetji v anketi v primerjavi z manjšimi.

⁶ V vprašalniku so bili delovna zakonodaja in podnebna pravila navedeni kot ločeni dejavniki.

Graf F

Dejavniki, ki omejujejo naložbe v euroobmočju

(kot odstotek anketiranih podjetij)



Vir: ECB.

Opombe: Graf prikazuje odgovore na vprašanje »V kolikšni meri naslednji dejavniki omejujejo vaše naložbe v euroobmočju?«. Stolpci se nanašajo na odstotke vseh 64 podjetij, ki so odgovorili na anketno vprašanje. Pike prikazujejo skupne odstotke za »pomembne« in »zelo pomembne« dejavnike po sektorjih.

Pričakovano povečanje obrambnih izdatkov se dokaj splošno dojema kot potencialni katalizator naložb.

Povečanje obrambnih izdatkov bo po mnenju polovice industrijskih podjetij in petine anketirancev iz storitvenega sektorja v prihodnjih treh letih spodbudilo njihove naložbe. Večinoma je šlo za podjetja, ki so bodisi že dobavljala obrambni industriji (neposredno ali posredno), bodisi so proučevala ali nameravala proučiti možnosti, da prilagodijo sedanjo proizvodnjo priložnostim, ki jih nakazujejo nedavne napovedi o obrambnih izdatkih, ali pa so pričakovala posredne koristi od posledičnih spodbud celotni gospodarski aktivnosti. Po drugi strani pa je le približno vsak peti anketiranec (pretežno podjetja s sedežem v južni Evropi) menil, da je program »EU naslednje generacije« podprl naložbe v njegovem sektorju. Tisti, ki so podporo zaznali, so navedli, da je bila ta večinoma namenjena projektom s področja okoljske in digitalne infrastrukture.

Kaj se dogaja z inflacijskimi pritiski, ki izhajajo iz določanja novih cen?

Pripravili Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene in Zivile Zekaite

Inflacija v skupini storitev v euroobmočju se je zniževala počasneje kot skupna inflacija, merjena s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP) (graf A). To je mogoče pripisati kombinaciji dejavnikov: zapoznelemu odzivu

cen nekaterih storitev na vsesplošen skokovit porast inflacije, povečanim plačnim pritiskom in močnemu povpraševanju po storitvah (predvsem rekreacijskih storitvah).¹ V tem okvirju se osredotočamo na prvi dejavnik in preučujemo vlogo storitvenih postavk v košarici HICP, katerih cene se spremenijo manj pogosto, zato lahko še vedno vplivajo na povečevanje cenovnih pritiskov, medtem ko se pri drugih postavkah inflacija že znižuje.

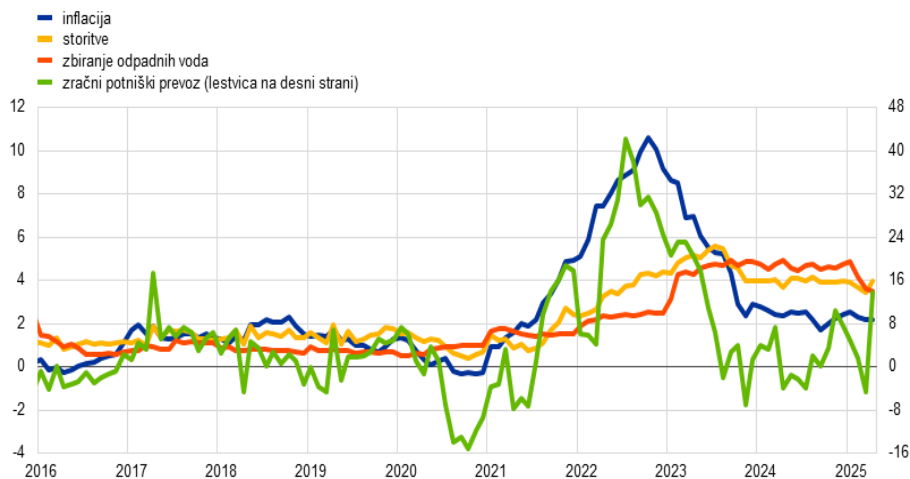
Potrošniška košarica HICP, ki zajema storitve, vsebuje indekse cen z zelo različnimi medletnimi stopnjami inflacije. Po eni strani storitve vključujejo postavke, povezane s potovanji, pri katerih se cene običajno zelo hitro prilagodijo gospodarskim razmeram in šokom. Na primer medletna rast cen zračnega potniškega prevoza je sredi leta 2022 poskočila na 40%, preden so skupne cene storitev dosegle najvišjo vrednost julija 2023. Od sredine leta 2023 so bile občasno zabeležene negativne stopnje rasti. Medletno zvišanje cen drugih komponent pa je bilo po drugi strani stabilno in zelo malo volatilno. Na primer cene zbiranja odpadnih voda so se povečevale zelo postopno in so zaostajale za skupnimi cenami storitev (graf A).

¹ Več informacij o vlogi energetskih in plačnih vhodnih stroškov pri cenah storitev je v okvirju z naslovom »Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2024.

Graf A

Skupna inflacija, storitve in izbrane komponente storitev v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Razlike v medletnih stopnjah inflacije med komponentami storitvene inflacije so deloma posledica različne pogostosti spreminjanja cen znotraj leta.

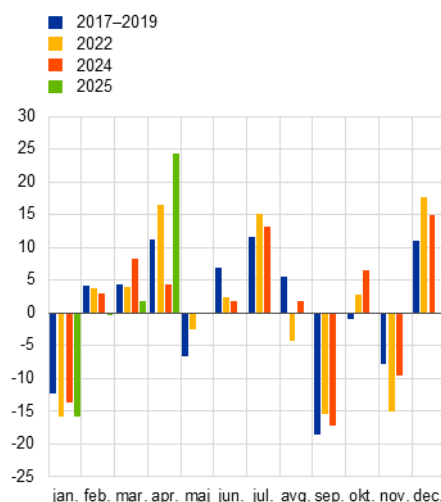
Cene zračnega potniškega prevoza so na primer zelo volatilne, pri čemer se indeks cen lahko zviša ali zniža za več kot 10% vsak mesec, odvisno od povpraševanja, ki je povezano s počitniškimi sezonami (graf B, slika a). Nasprotno pa so spremembe cen drugih postavk, kot je na primer zbiranje odpadnih voda, skoncentrirane na nekatere časovne točke v letu (graf B, slika b). Lahko se pričakuje, da se cene storitev, ki se spreminjajo manj pogosto, z določenim zamikom odzivajo na splošne cenovne in stroškovne šoke. Pri obeh kategorijah in tudi splošneje so se spremembe cen v zadnjih nekaj letih povečale, vendar časovno spremembe znotraj leta še vedno sledijo vzorcem pred pandemijo (torej se zgodijo iste mesece, pri čemer so pri zračnem potniškem prevozu sezonska nihanja, pri zbiranju odpadnih voda pa se največja sprememba zgodi januarja).

Graf B

Medmesečne spremembe cen izbranih storitvenih postavk v indeksu HICP

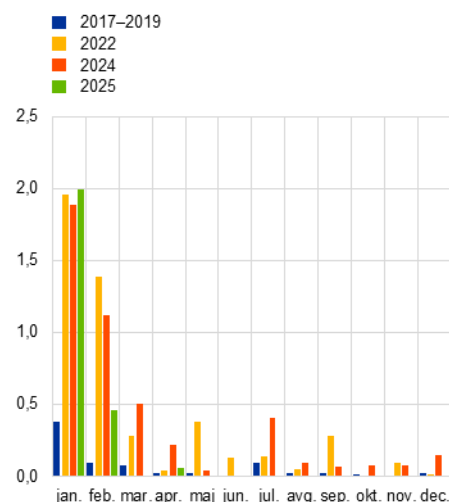
a) Zračni potniški prevoz

(v odstotkih)



b) Zbiranje odpadnih voda

(v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Obdobje 2017–2019 se nanaša na povprečje mesečnih stopenj rasti v tem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Manj pogoste prilagoditve cen so lahko posledica dolgotrajnejših odnosov med prodajalci in kupci ali tega, da cene neposredno določa država ali nanje močno vpliva. Spreminjanje cen je lahko drago, zato prilagoditve cen niso pogoste, ker so pogodbeni razmerja med ponudnikom storitev in stranko fiksna ali podaljšana za določeno časovno obdobje. Na primer pogodbe za stanovanjske najemnine ali zdravstveno zavarovanje se običajno obnovijo ali se cene določijo na novo enkrat letno. Tudi cene nepogodbenih storitev se lahko spreminjajo manj pogosto, da se ohrani dolgotrajen odnos med prodajalci in kupci, npr. popravila gospodinjskih aparatov, kot je športna ali vrtnarska oprema, frizerske storitve itd. Poleg tega cene nekaterih storitev določa država ali nanje precej vpliva – gre za »regulirane« storitve. Cene reguliranih storitev se na splošno prilagajajo manj pogosto kot cene nereguliranih storitev.² Značilni primeri takšnih storitev so javne gospodarske službe (zbiranje odpadkov in odpadnih voda), terciarno izobraževanje in storitve socialnega varstva (npr. otroško varstvo). Ker se na nacionalni ravni določa, katere cene so nadzorovane, so pri številnih postavkah storitev cene nadzorovane v nekaterih državah, vendar ne v drugih – zato je vzorec za euroobmočje lahko nekoliko zamegljen.

Spremembe cen pri približno četrtini vseh storitvenih postavk so skoncentrirane v enem ali dveh mesecih leta. Cene se lahko v različnih državah določijo na novo ob različnih časih, zato ni preprosto najti jasnega vzorca določanja novih cen v euroobmočju kot celoti. Naš pristop temelji na 39 storitvenih postavkah euroobmočja v štirimestni klasifikaciji individualne potrošnje po namenu (COICOP-4)

² Glej Fritzer, F., »Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects«, *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (avstrijska centralna banka), številka 1, 2011, str. 41–57. Glej tudi okvir z naslovom »Measuring and assessing the impact of administered prices on HICP inflation«, *Monthly Bulletin*, maj 2007, ECB.

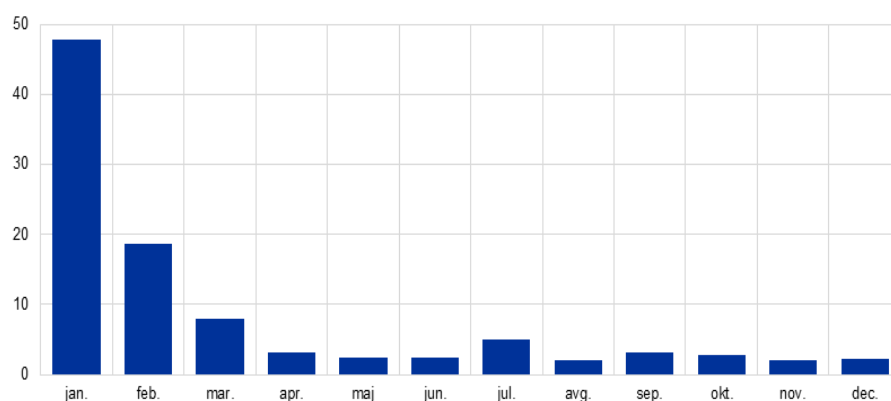
v obdobju od leta 2016 do leta 2024. Postavke izberemo na podlagi naslednjega pristopa. Prvič, izračunamo medmesečno spremembo cen v odstotkih za vsak koledarski mesec, pri čemer uporabimo nedesezonirane indekse cen. Drugič, izračunamo povprečno spremembo za vsak koledarski mesec v vseh letih obravnavanega obdobja. Tretjič, izračunamo relativno pomembnost (kot odstotni delež) vsakega meseca glede na skupno spremembo cen v celotnem letu. V drugem in tretjem koraku uporabimo absolutne vrednosti, ker nam omogočajo oceniti relativno velikost vseh sprememb cen, ne glede na smer spremembe. Na primer delež za januar je povprečje mesečnih absolutnih sprememb cen v januarju za vsa leta med letoma 2016 in 2024, deljeno z vsoto povprečij vseh mesečnih absolutnih sprememb cen v istem obdobju. Četrtrič, ugotovimo koledarske mesece, v katerih je bodisi (i) odstotni delež spremembe cen v mesecu višji od 25% bodisi (ii) skupni delež dveh mesecev z najvišjim deležem presega 35% skupne spremembe v vzorčnem obdobju. Petič, postavka storitev je razvrščena v kategorijo »letno določanje novih cen«, če izpolnjuje ta merila in je medmesečna sprememba cen med letoma 2016 in 2024 v ugotovljenih koledarskih mesecih v povprečju pozitivna.³ Mejne vrednosti temeljijo na presoji, vendar so razmeroma visoke, če se predpostavlja, da se najmanj med eno četrtno in eno tretjino spremembe indeksa cen zgodi v samo enem ali dveh mesecih leta. Rezultati na primer kažejo, da se 48% skupne absolutne spremembe cen bolnišničnih storitev v obravnavanem obdobju zgodi januarja vsako leto (graf C).⁴ S tem pristopom je bilo pri 16 storitvenih postavkah – okrog 25% vseh storitev (na podlagi uteži za leto 2025) – ugotovljeno letno določanje novih cen. Približno polovica postavk, katerih cene se letno določijo na novo, spada v kategorijo nadzorovanih cen.

Graf C

Primer letnega določanja novih cen: bolnišnične storitve

Porazdelitev sprememb indeksa cen znotraj leta

(sprememba cen v vsakem mesecu glede na spremembo v celotnem letu v odstotkih, povprečje v vzorčnem obdobju 2016–2024)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

³ Z zadnjim pogojem se zagotavlja, da se izključijo postavke z velikimi sezonskimi nihanji cen (torej se cene en mesec zvišajo, naslednji pa znižajo zaradi dejavnikov, kot so na primer počitniške sezone).

⁴ V kategorijo »letno določanje novih cen« so na podlagi [štirimestne klasifikacije COICOP](#) razvrščene naslednje postavke: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(N), 044300(N), 044400, 063000(N), 073500(N), 081000(N), 100000(N), 124000(N), 125300, 125500, 126000, 127000, pri čemer (N) označuje postavke z nadzorovano ceno. Izbor na ravni euroobmočja se lahko razlikuje od izbora na ravni posameznih držav.

Pri večini postavk z letnim določanjem novih cen se indeks cen večinoma spremeni na začetku leta. Pri večini od 16 postavk v kategoriji letnega določanja

novih cen je januar tisti mesec ali eden od dveh mesecev, ko je zabeležen največji delež spremembe cen v enem letu. Obstaja nekaj izjem – na primer izobraževanje in menze, pri katerih se cene spremenijo večinoma blizu začetka šolskega leta. Vzorec pri kombiniranem potniškem prevozu je zamegljen zaradi uvedbe nemške vozovnice za javni prevoz in poznejših sprememb cene te vozovnice. Zaradi velikega obsega tega učinka je za boljše razumevanje osnovne dinamike cen storitev koristno, če se vpliv te postavke ne upošteva.⁵

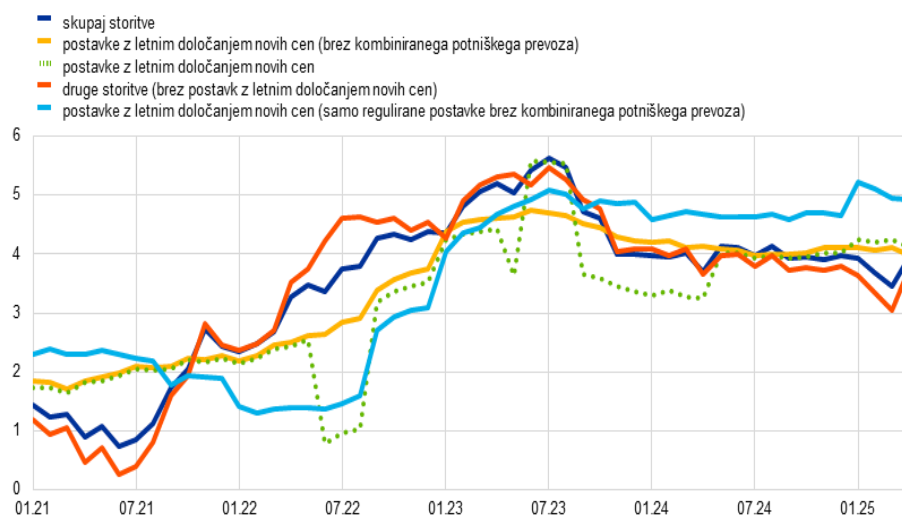
Postavke, katerih cene se letno določijo na novo, so imele vse večjo vlogo pri tem, da je inflacija v skupini storitev ostala povišana. Med zadnjim skokovitim

porastom inflacije se je stopnja inflacije v postavkah brez letnega določanja novih cen zvišala prej in bolj strmo od stopnje inflacije v postavkah z letnim določanjem novih cen, predvsem pri reguliranih postavkah (graf D). Ko so navzgor delujoči stroškovni šoki začeli popuščati, se je inflacija v postavkah brez letnega določanja novih cen bolj izrazito znižala, medtem ko se je stopnja inflacije v storitvenih postavkah z letnim določanjem novih cen (razen kombiniranega potniškega prevoza) v drugi polovici leta 2023 in v letu 2024 gibala na ravni rahlo nad 4,0%. Stopnja inflacije v postavkah z vzorcem določanja novih cen je bila od konca leta 2023 rahlo višja od stopnje storitev brez letnega določanja novih cen. To je predvsem posledica še posebej visoke stopnje inflacije reguliranih postavk v skupini letnega določanja novih cen.

Graf D

Storitvene postavke v indeksu HICP z letnim določanjem novih cen

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na podlagi klasifikacije COICOP-4. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

⁵ Vozovnica za javni prevoz po znižani ceni je bila v Nemčiji uvedena za tri mesece poleti leta 2022, nato pa je bila ponovno uvedena maja 2023 po višji ceni. Cena se je še dodatno zvišala januarja 2025. Cena te vozovnice je del kategorije »kombinirani potniški prevoz« v indeksu HICP in zaradi sprememb cene je ta indeks močno nihal in opazno vplival na indeks za euroobmočje.

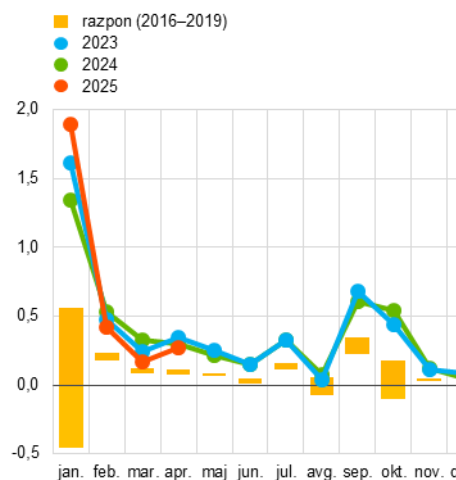
Na začetku leta 2025 so postavke, katerih cene se letno določijo na novo, ostale pomemben dejavnik vztrajnosti inflacije v skupini storitev. Ker se cene postavk z letnim določanjem novih cen večinoma spreminjajo januarja, so njihove medmesečne spremembe v januarju koristne za razumevanje gibanja medletne inflacije. Januarja 2025 so se cene postavk z nadzorovanimi cenami, ki se letno določijo na novo, medmesečno najmočneje zvišale, pri čemer je zvišanje preseglo celo porast cen pred enim letom. Nasprotno so se spremembe cen postavk, katerih cene niso nadzorovane in se letno določijo na novo, v primerjavi s predhodnim letom umirile (graf E). Tudi stopnja inflacije v storitvenih postavkah brez posebnega vzorca določanja novih cen se je od januarja 2025 opazno znižala. Vseeno pa upad v marcu in odboj v aprilu deloma odražata različne datume velike noči v letih 2024 in 2025. Razhajanje rasti nadzorovanih cen in splošnejše storitvene inflacije je treba natančno spremljati, saj modeli napovedovanja ne morejo ustrezno zajeti dejavnikov cenovne dinamike teh storitev, ki so pogosto tesno povezani z javnofinančnimi razmerami.

Graf E

Medmesečne spremembe cen postavk z letnim določanjem novih cen

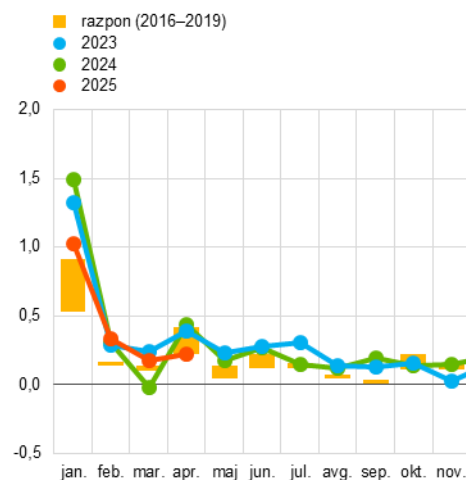
a) Nadzorovane cene z letnim določanjem novih cen

(spremembe nedesezoniranega indeksa v odstotkih)



b) Druge postavke z letnim določanjem novih cen

(spremembe nedesezoniranega indeksa v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Agregati temeljijo na verižni agregaciji komponent. V nadzorovane cene ni vključen kombinirani potniški prevoz. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

K zniževanju inflacije v skupini storitev bo predvidoma prispevala

normalizacija vzorcev letnega določanja novih cen. Medtem ko inflacija pri postavkah z vzorcem določanja novih cen, predvsem pri postavkah z nadzorovanimi cenami, ostala vztrajna, naj bi bila večina zapoznele prilagoditve preteklim šokom zdaj v veliki meri že zaključena. Zato naj bi prihodnji koraki določanja novih cen postajali vse manjši in bolj skladni s splošnimi inflacijskimi trendi.

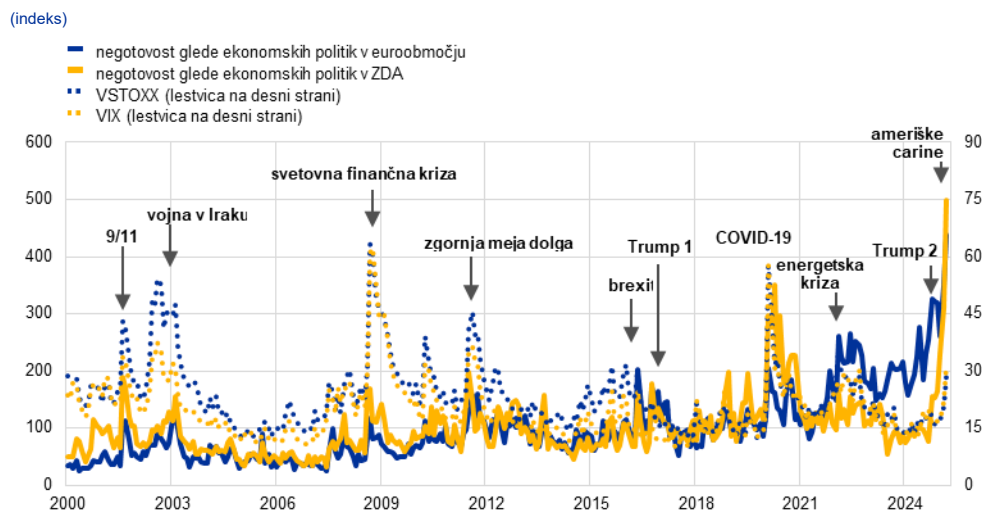
Volatilitnost na finančnih trgih in negotovost glede ekonomskih politik: premoščanje vrzeli

Pripravila Giulia Martorana in Jakub Mistak

Potem ko je ameriška vlada 2. aprila napovedala carine, se je volatilitnost na finančnih trgih s prej nizkih ravni skokovito povečala, s čimer je postala bolj skladna s povečevanjem negotovosti glede ekonomskih politik, ki traja od lanske jeseni. Graf A kaže merila volatilitnosti na finančnih trgih za euroobmočje (VSTOXX) in ZDA (VIX) poleg indeksov negotovosti glede ekonomskih politik za obe gospodarski območji. Indeksi negotovosti glede ekonomskih politik so merila negotovosti glede ekonomskih politik, ki temeljijo na novicah in so vse bolj priljubljena, ker lahko zasledujejo glavne gospodarske in politične dogodke.¹ Od lanske jeseni so se indeksi negotovosti glede ekonomskih politik močno zvišali na obeh straneh Atlantika, trend zviševanja pa se je ob vztrajnih geopolitičnih tveganjih in vse večji negotovosti glede carinskih politik nadaljeval tudi v letu 2025. Nasprotno je volatilitnost na finančnih trgih tako v euroobmočju kot v ZDA do marca ostala razmeroma umirjena zaradi močnega zagona na delniških trgih. Vendar pa sta se tako indeks VIX kot indeks VSTOXX po intenzivni prodaji delnic na delniških trgih, ki jo je sprožila napoved ameriških carin 2. aprila, skokovito zvišala.

Graf A

Volatilitnost na finančnih trgih in negotovost glede ekonomskih politik v euroobmočju in ZDA



Viri: Baker, Bloom in Davis, Bloomberg ter izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Negotovost glede ekonomskih politik v ZDA so ocenili Baker, Bloom in Davis, medtem ko so negotovost glede ekonomskih politik v euroobmočju isti avtorji izračunali kot povprečje indeksov negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji, Franciji, Italiji in Španiji, tehtano z BDP. Kazalnika sta normalizirana, da bi med januarjem 2000 in zadnjimi podatki dobili srednjo vrednost 100. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

¹ Več o metodologiji merjenja negotovosti glede ekonomskih politik je v Baker, S. R., Bloom, N., in Davis, S. J., »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *The Quarterly Journal of Economics*, 131, št. 4, november 2016, str. 1593–1636.

Zgodovinsko gledano, so se merila negotovosti glede ekonomskih politik in merila volatilnosti na finančnih trgih gibala zelo podobno, čeprav so bila gibanja v določenih obdobjih in med državami različna. V preteklosti se je povezanost med negotovostjo glede ekonomskih politik in volatilnostjo na finančnih trgih prekinila po pomembnejših dogodkih, kot so predsedniške volitve v ZDA leta 2016, referendum o brexitu v Združenem kraljestvu in zadnja energetska kriza. To je spodbudilo obsežne raziskave, ki so ponudile različne razlage glede zadržanega odzivanja volatilnosti na finančnih trgih na spremembe v negotovosti glede ekonomskih politik. Mednje denimo sodijo poslabšanje kakovosti političnih signalov, razlike v mnenjih vlagateljev in vloga močnih gospodarskih razmer.²

Najnovejše povečanje negotovosti glede ekonomskih politik v euroobmočju predstavlja okrepitev trenda naraščanja, ki traja že več let. Od leta 2021 so bila gibanja negotovosti glede ekonomskih politik v euroobmočju med državami različna, pri čemer sta bila kazalnika za Nemčijo in Francijo ves čas višja od dolgoročnega povprečja.³ Pri tem zlasti izstopa trend povečevanja negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji, ki je aprila 2025, ko je ameriška vlada napovedala carine, dosegla rekordno visoko raven (graf B, slika a). Iz tega razloga in zaradi razpoložljivosti podatkov se v analizi v tem okvirju osredotočamo na Nemčijo. Za reproduciranje negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji smo uporabili podatkovno zbirko novičarskih člankov.⁴ Reproducirani indeks namreč temelji na podatkovni zbirki 1.857.207 nemških novičarskih člankov, ki zajemajo obdobje od januarja 2000 do aprila 2025, in tesno sledi izvirnemu indeksu negotovosti glede ekonomskih politik. Če je reproducirani indeks prikazan ob indeksu volatilnosti na nemškem delniškem trgu (VDAX), se jasno vidi, da je prekinitev povezave med meriloma od lanske jeseni do vključno prvih treh mesecev leta 2025 posledica okrepitve trenda, ki traja že več let. Razhajanje je vztrajalo do začetka aprila, ko se je indeks VDAX zaradi strmega zvišanja, ki je sovpadlo z intenzivno prodajo delnic na svetovnih delniških trgih, uskladil s predhodnim zvišanjem indeksa negotovosti glede ekonomskih politik.

² Glej Białkowski, J., Dang, H. D., in Wei, X., »High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?«, *Journal of Financial Economics*, 143, št. 3, marec 2022, str. 1185–1208; Dumas, B., Kurshev, A., in Uppal, R., »Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility«, *The Journal of Finance*, 64, št. 2, april 2009, str. 579–629, ter Pástor, L., in Veronesi, P., »Political uncertainty and risk premia«, *Journal of Financial Economics*, 110, št. 3, december 2013, str. 520–545.

³ Za kazalnike negotovosti glede ekonomskih politik za štiri največje države euroobmočja glej Baker, Bloom in Davis, op. cit.

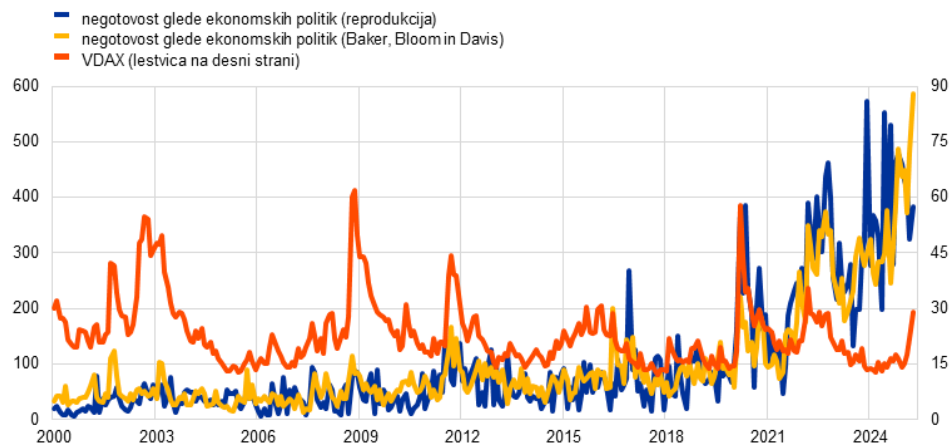
⁴ Metodologija za reprodukcijo indeksa negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji temelji na prispevku Bakerja, Blooma in Davisa, op. cit. Kazalnik je normaliziran s časopisnimi viri in prilagojen za število člankov na mesec.

Graf B

Indeks negotovosti glede ekonomskih politik in kategorije negotovosti

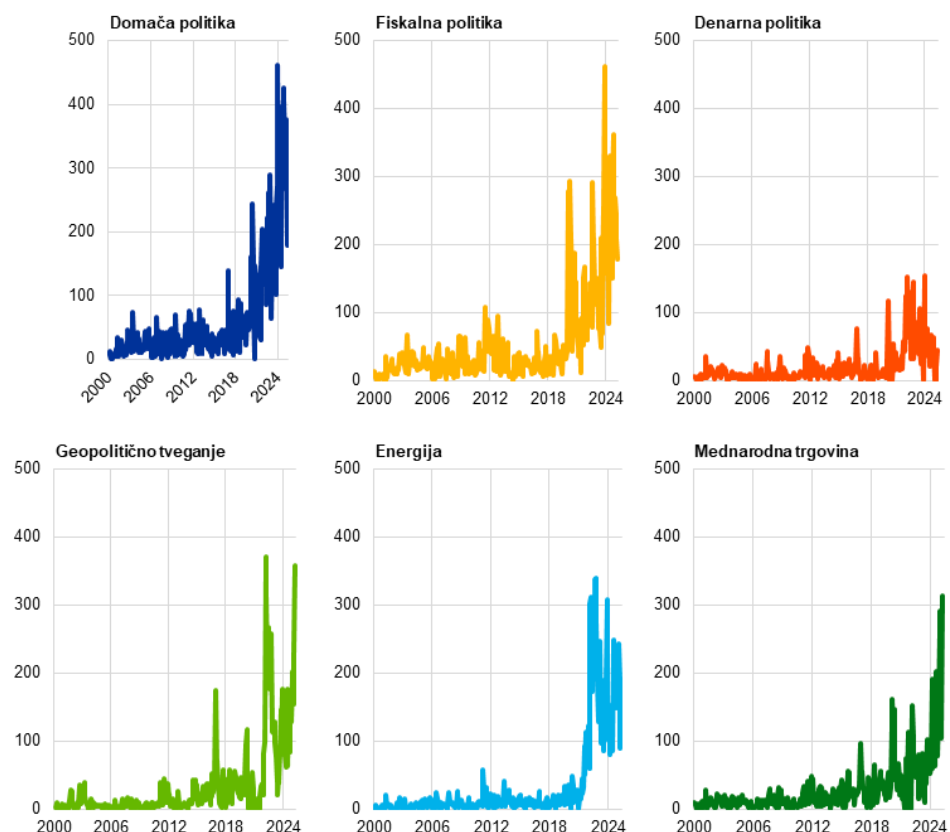
a) Indeks negotovosti glede ekonomskih politik in implicitna tržna volatilitnost v Nemčiji

(indeks)



b) Negotovost glede ekonomskih politik v Nemčiji po temah

(indeks)



Viri: Dow Jones Factiva in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na sliki a sta izvorni indeks negotovosti glede ekonomskih politik, kot so ga določili Baker, Bloom in Davis, in njegova reproducirana različica primerjana z indeksom VDAX. Slika b prikazuje razčlenitev tem, pridobljenih iz reproduciranega indeksa negotovosti glede ekonomskih politik z uporabo velikega jezikovnega modela. Posamezen članek je lahko razvrščen v več kategorij. Zadnji podatki se nanašajo na april 2025.

Analiza časopisnih člankov po temah, opravljena s pomočjo velikega jezikovnega modela, ugotavlja, da je zadnje skokovito povečanje negotovosti

glede ekonomskih politik v Nemčiji posledica domače in svetovne negotovosti.

V analizi se na podlagi fleksibilnosti in kontekstualnega razumevanja, ki ju omogočajo veliki jezikovni modeli, opredelijo različne z gospodarstvom povezane teme, ki delujejo kot dejavniki negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji. Z orodjem GPT-4o, ki ga je razvilo podjetje OpenAI, se namreč opredeli več tem znotraj posameznega časopisnega članka.⁵ V grafu B na sliki b je prikazanih šest tako opredeljenih kategorij negotovosti. Med glavnimi dejavniki povečanja negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji so domača negotovost, ki je zlasti povezana z državno politiko in fiskalno politiko, in svetovna negotovost, ki je zajeta v kategoriji geopolitičnega tveganja, energije in v zadnjem času mednarodne trgovine. Povečanje negotovosti glede domačih in fiskalnih politik je posledica notranjih zadev, med katerimi so dogajanja v realnem gospodarstvu, industrijska politika, javnofinančni proračun, dinamika politične koalicije in volitve. Medtem se je geopolitično tveganje po neupravičeni ruski invaziji na Ukrajino in med zaostrovanjem konflikta v Gazi še povečalo. Po ruski invaziji na Ukrajino se je močno povečala tudi negotovost, povezana z energijo, h kateri je dodatno prispevala takratna močna odvisnost Nemčije od ruskega plina. Negotovost glede denarne politike je rasla skladno z inflacijskimi gibanji po pandemiji, kot se kažejo v različnih tržnih kazalnikih. Negotovost glede mednarodne trgovine vključuje tudi pomembne dogodke in pretese, kot so brexit, ameriške predsedniške volitve leta 2016, pandemija COVID-19 in najnovejša dogajanja v zvezi s carinsko politiko ZDA, ki so postavili na preizkušnjo odpornost svetovnih dobavnih verig.

S formalno empirično analizo je mogoče bolje razumeti najnovejša gibanja, vključno s tistimi, ki so se pojavila po napovedi ameriških carin 2. aprila, ko se je skokoviti porast volatilnosti na finančnih trgih uskladil z vztrajno veliko negotovostjo glede politik ob intenzivni prodaji delnic na svetovnih delniških trgih. V tem okvirju na podlagi ameriške literature preučujemo, ali je na povezavo med volatilnostjo na finančnih trgih in negotovostjo glede ekonomskih politik v Nemčiji vplival »zagon« na delniškem trgu, opredeljen kot število mesecev s pozitivnim donosom delniškega indeksa v določenem obdobju. Z modeli empirične analize je namreč implicitna volatilnost ($\log(V_{DAX_t})$) modelirana kot funkcija opredeljenih kategorij negotovosti glede ekonomskih politik.⁶ V grafu C so prikazani mejni vplivi povečanja šestih kategorij negotovosti na implicitno volatilnost delniških trgov v odvisnosti od uspešnosti delniškega trga. V šestih mesecih do aprila 2025 je delniški trg štiri mesece dosegal pozitivne donose (na slikah v grafu poudarjeno s sivimi stolpci).

⁵ Uporaba velikih jezikovnih modelov za opredelitev kategorij negotovosti je predstavljena v Audrino, F., Gentner, J., in Stalder, S., »Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models«, *SNB Working Papers*, št. 12/2024, Swiss National Bank, oktober 2024.

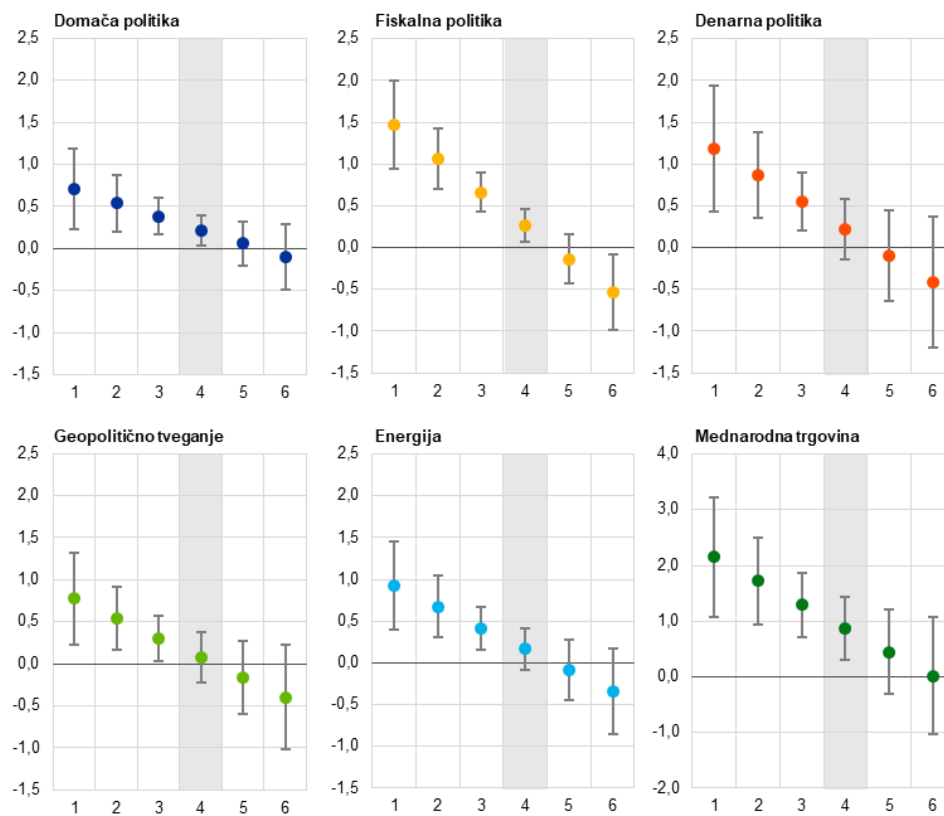
⁶ Empirični pristop temelji na prispevku Białkowskega, Dang in Weia (op. cit.). Vključuje izločitev vpliva logaritma dnevnega donosa delniškega trga (r_t), logaritma realizirane volatilnosti v 30 dneh ($\log(V_t)$) in približka za zagon na delniških trgih, opredeljenega kot število mesecev s pozitivnim donosom indeksa DAX v preteklih šestih mesecih (PM_t). Specifikacijo regresije je mogoče povzeti tako:

$$\log(V_{DAX_t}) = \beta_0 + \beta_1 PM_t + \beta_2 (PM_t \cdot EPU_{i,t}) + \beta_3 EPU_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 Trend_t + \varepsilon_t$$

Graf C

Mejni vplivi kategorij negotovosti glede ekonomskih politik na volatilitnost na finančnih trgih

(indeks)



Viri: Dow Jones Factiva in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Na slikah so prikazani mejni koeficienti povečanja kategorij negotovosti glede ekonomskih politik v Nemčiji pri $\log(VDAX_t)$ v odvisnosti od različno velikega števila mesecev s pozitivnim donosom v preteklih šestih mesecih, pri čemer so uporabljeni dnevni podatki, ki zajemajo vzorčno obdobje od 2. januarja 2000 do 16. aprila 2025. Pri negotovosti glede trgovinskih politik je vzorec omejen na obdobje 2015–2025. V šestih mesecih do aprila 2025 so bili štiri meseci s pozitivnim donosom (na slikah v grafu poudarjeno s sivimi stolpci). Sive črte predstavljajo 95-odstotni interval zaupanja. Zadnji podatki se nanašajo na 16. april 2025.

Rezultati kažejo, da je prekinitev povezave med volatilitnostjo na finančnih trgih in negotovostjo glede ekonomskih politik verjetnejša, kadar je zagon na delniških trgih močan. Nasprotno je sogibanje volatilitnosti in negotovosti verjetnejše, kadar je zagon šibak. Ti rezultati veljajo pri različnih kategorijah in so zanesljivi pri različnih specifikacijah. Omenjeni vzorec je skladen z vse intenzivnejšim prekinjanjem povezave med volatilitnostjo na finančnih trgih in indeksom negotovosti glede ekonomskih politik v šestih mesecih do februarja 2025, tj. v obdobju, ko je bil zagon na delniških trgih še posebno močan. Podobno je mogoče z enakimi ugotovitvami pojasniti tudi premoščanje vrzeli med volatilitnostjo na finančnih trgih in negotovostjo glede ekonomskih politik po napovedi ameriških carin 2. aprila. V tem primeru je bil skokovit porast volatilitnosti skladen z vztrajno veliko negotovostjo glede politik zaradi intenzivne prodaje delnic na delniških trgih. Možna razlaga teh ugotovitev je, da politična negotovost terja višjo premijo za tveganje v obdobjih slabše uspešnosti delniškega trga, zlasti kadar se ocenjuje, da ima negotovost znatne posledice za gospodarske rezultate.

Determinante inflacijskih pričakovanj podjetij v anketi o dostopu podjetij do financiranja (SAFE)

Pripravile Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia in Judit Rariga

V tem okvirju obravnavamo oblikovanje inflacijskih pričakovanj v euroobmočju, kot jih beleži anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE).

Od junija 2023 se z [anketo SAFE](#) zbirajo informacije o inflacijskih pričakovanjih v euroobmočju čez eno leto, tri leta in pet let.¹ Od marca 2024 je v anketo zajeta tudi negotovost glede petletnih inflacijskih pričakovanj, kot jo zaznavajo podjetja.

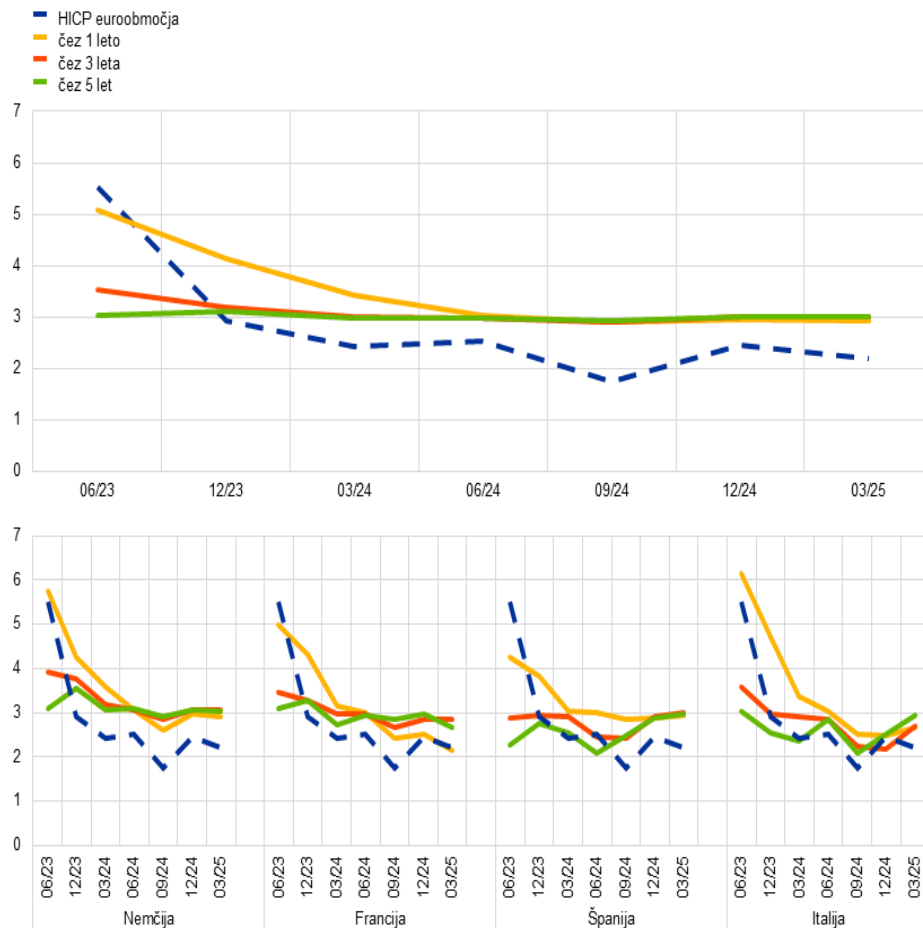
Kratkoročna inflacijska pričakovanja podjetij so – tudi na ravni posameznih držav – volatilnejša kot srednjeročna in dolgoročnejša pričakovanja, ki so skozi čas precej stabilna (graf A). Junija 2023 je mediana inflacijskih pričakovanj podjetij čez eno leto znašala okrog 5%, kar je bilo posledica vztrajno visoke inflacije v tistem času. Mediana inflacijskih pričakovanj čez eno leto se je postopno znižala na skoraj 3%, pri čemer so se kratkoročna inflacijska pričakovanja gibala večinoma v skladu z inflacijo, merjeno s harmoniziranim indeksom cen življenjskih potrebščin (HICP). Toda med državami so še vedno razlike. Inflacijska pričakovanja podjetij čez tri leta in pet let so precej stabilna in znašajo 3%.

¹ Več informacij o anketi SAFE je v članku z naslovom »[The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2024. Po dveh pilotnih krogih je anketa marca 2024 postala četrtletna.

Graf A

Inflacijska pričakovanja na podlagi ankete o dostopu podjetij do financiranja (SAFE)

(v odstotkih na leto)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje na podlagi anket ponderirano mediano pričakovanj podjetij v euroobmočju glede inflacije v euroobmočju čez eno leto, tri leta in pet let. Statistični podatki so izračunani brez upoštevanja podatkov za 1. in 99. percentil za posamezne države. Četrtni podatki iz ankete SAFE se nanašajo na kroge ankete 30–34 (januar–marec 2024 do januar–marec 2025), polletni podatki pa na prejšnje kroge ankete. HICP euroobmočja se nanašajo na medletno stopnjo rasti inflacije (HICP) v euroobmočju.

Na inflacijska pričakovanja pri vseh obdobjih vplivajo značilnosti podjetja, sektor in država poslovanja, medtem ko je korelacija z dejansko inflacijo v euroobmočju najmočnejša pri kratkoročnem obdobju (graf B).

Glavne determinante inflacijskih pričakovanj se opredelijo s pomočjo regresijske analize, pri kateri se upoštevajo dejavniki, kot so demografski podatki o podjetju (med katerimi so starost, velikost, izvozniški status in trendi glede preteklega prometa), prihodnje poslovne odločitve v zvezi z naložbami, zaposlovanjem, prometom in stopnjo inflacije v euroobmočju ter sektor in država, kjer posluje podjetje.² Namen dejavnikov, značilnih za posamezno podjetje, je zajeti osnovne značilnosti podjetij, uporabljajo pa se kot približek za stopnjo informiranosti podjetja, medtem ko panožni

² Ti dejavniki so skupni več študijam. Glej na primer Bryan, M., Meyer, B., in Parker, N., »The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?«, FRB Atlanta Working Paper, št. 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

in deželni fiksni učinki predstavljajo širše makroekonomsko okolje, ki vpliva na podjetje.³

Analiza kaže, da manjša, mlajša in neizvozna podjetja skupaj s podjetji v storitvenih dejavnostih in gradbeništvu običajno pričakujejo višjo inflacijo čez eno leto, tri leta in pet let. To je verjetno povezano z dejstvom, da imajo mala podjetja pogosto omejene informacije, kadar oblikujejo svoja pričakovanja, in so tudi manj izpostavljena mednarodnim trgov.⁴ Kar zadeva večje države, ob upoštevanju vseh krogov ankete podjetja v Nemčiji v povprečju poročajo o višjih inflacijskih pričakovanjih kot podjetja v drugih državah euroobmočja. Poleg tega podjetja v vseh državah dosledno poročajo o pozitivni povezavi z realizirano inflacijo v euroobmočju pri vseh obdobjih, pri čemer je ta povezava najmočnejša pri kratkoročnem obdobju.

³ Med te značilnosti denimo sodijo skupne pretekle izkušnje z inflacijo, okolje fiskalne politike ter kulturne in vedenjske norme, tj. dejavniki, ki vplivajo na to, kako se podjetja v isti državi podobno odzovejo na potencialne inflacijske pritiske in oblikujejo svoja inflacijska pričakovanja.

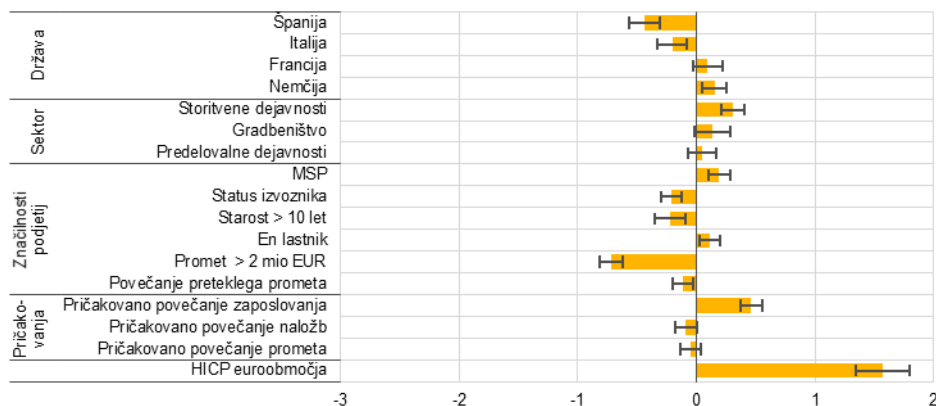
⁴ Glej Baumann, U., Ferrando, A., Georgarakos, D., Gorodnichenko, Y., in Reinelt, T., »[SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#)«, *Working Paper Series*, št. 2949, ECB, Frankfurt na Majni, 2024.

Graf B

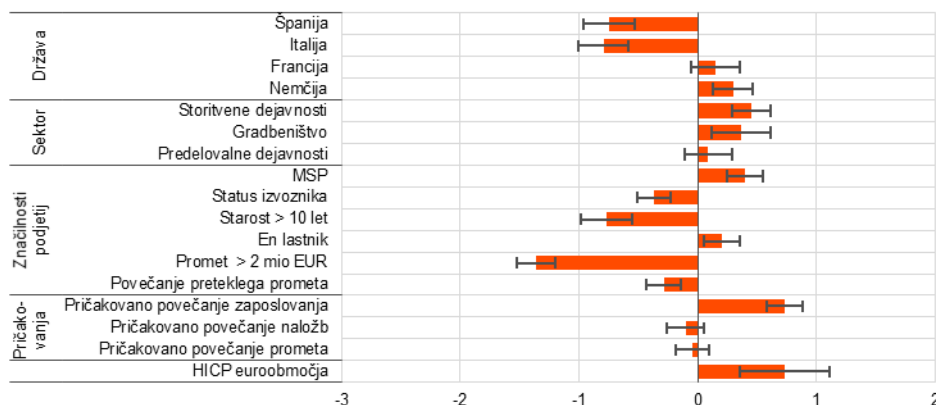
Determinante inflacijskih pričakovanj podjetij pri različnih obdobjih

(v odstotnih točkah)

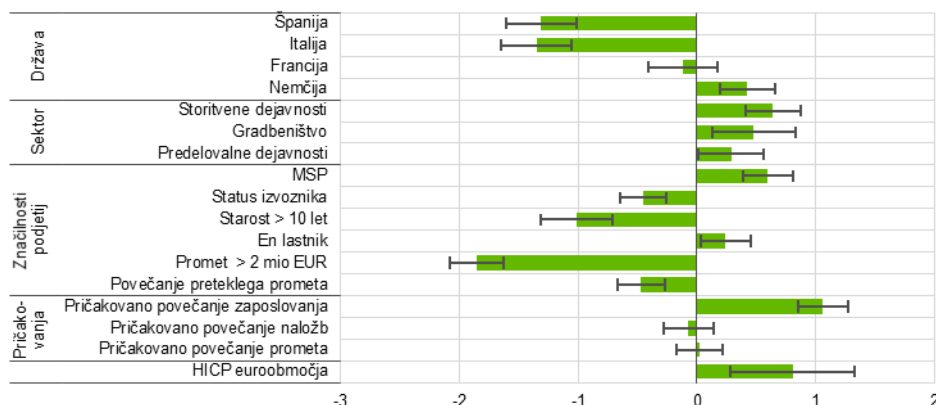
a) Čez eno leto



b) Čez tri leta



c) Čez pet let



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE), Eurostat in izračuni ECB.

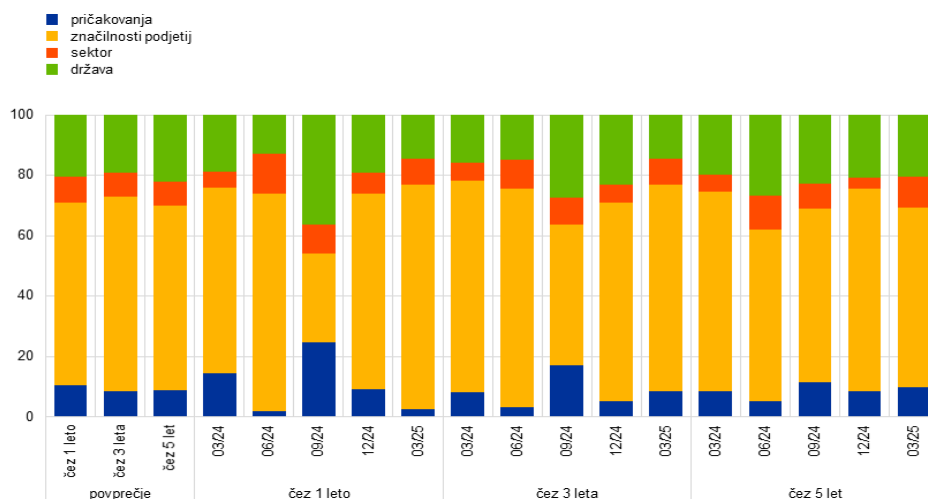
Opombe: Graf prikazuje ocene koeficientov na podlagi regresije inflacijskih pričakovanj čez eno leto, tri leta in pet let za kovariance, navedene na osi y. Vse kovariance, razen HICP euroobmočja, so merjene kot slavnate spremenljivke. MSP so podjetja z manj kot 250 zaposlenimi, »povečanje« pa nakazuje slavnato spremenljivko z vrednostjo 1, če podjetja poročajo o povečanju posameznega dejavnika, sicer pa z vrednostjo 0. Pri spremenljivki »država« izpuščena kategorija vključuje vse druge države euroobmočja, pri spremenljivki »sektor« pa je izpuščena kategorija trgovina. HICP euroobmočja je medletna stopnja rasti harmoniziranega indeksa cen življenjskih potrebščin v euroobmočju. Prečke predstavljajo 95-odstotni interval zaupanja. Ocena temelji na krogi ankete 30–34 (četletni podatki od januar–marec 2024 do januar–marec 2025) in polletnih podatkih za prejšnje kroge ankete.

Spremembe v inflacijskih pričakovanjih pri vseh obdobjih je mogoče večinoma pripisati značilnostim posameznih podjetij, sledijo pa dejavniki, značilni za posamezne države (graf C). Dodaten korak pri analizi inflacijskih pričakovanj je ugotoviti, kolikšen delež njihove spremembe je mogoče pripisati zgoraj navedenim dejavnikom.⁵ V povprečju k spremembam med obdobji in skozi čas najbolj prispevajo značilnosti podjetja (62%), medtem ko prispevek deželnih fiksnih učinkov znaša 21%. Pričakovanja glede prihodnjih poslovnih odločitev in pripadnost sektorju prispevajo podobno, in sicer po manj kot 10%. Če pogledamo trende po posameznih krogih ankete, se je septembra 2024 začasno povečal vpliv deželnih fiksnih učinkov ter pričakovanj glede naložb in zaposlovanja na kratkoročna in srednjeročna inflacijska pričakovanja. Nasprotno je bil relativni pomen dejavnikov, ki vplivajo na dolgoročnejša inflacijska pričakovanja, skozi čas stabilnejši.

Graf C

Glavna gonila inflacijskih pričakovanj podjetij skozi čas

(v odstotkih)



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje razčlenitev prilagojenega R na kvadrat regresij v grafu B z uporabo Shapleyevih vrednosti. Za opis spremenljivk glej opombe h grafu B. Ocene temeljijo na krogih ankete 30–34 (četrtni podatki od januar–marec 2024 do januar–marec 2025) in polletnih podatkih za prejšnje kroge ankete.

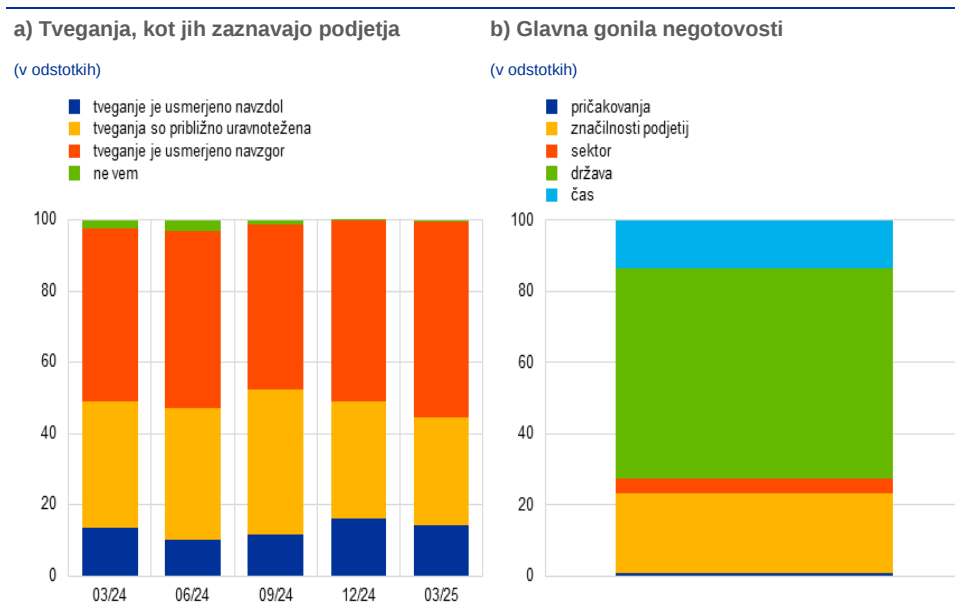
Od začetka leta 2024 je več kot polovica podjetij v euroobmočju menila, da so tveganja glede njihovih inflacijskih pričakovanj čez pet let usmerjena navzgor (graf D). Podjetja so najprej marca 2024 in nato vsako naslednje četrtnetje odgovorila na vprašanje, ali menijo, da so tveganja za dolgoročne inflacijske obete uravnotežena oziroma usmerjena navzgor ali navzdol glede na njihova izhodiščna pričakovanja. V najnovejši anketi za prvo četrtnetje 2025 je 30% podjetij menilo, da so tveganja za njihove inflacijske obete v naslednjih petih letih približno uravnotežena, medtem ko jih je več kot polovica menila, da so usmerjena navzgor, okrog 14% pa, da so usmerjena navzdol.

⁵ Tehnično gledano se s Shapley-Ownovo metodo izmeri delež R na kvadrat štirih skupin spremenljivk (značilnosti podjetja, sektor, država, pričakovanja glede poslovnih odločitev), vključenih v regresijsko analizo na ravni podjetij. Analiza na ravni krogov ankete ne omogoča ocene prispevka HICP euroobmočja.

Na raven negotovosti glede dolgoročnih obetov podjetja glede inflacije vpliva predvsem država, v kateri podjetje posluje (graf D, slika b). Dejavniki, ki vplivajo na inflacijska pričakovanja, so verjetno tudi razlog za to, da podjetja različno ocenjujejo svoja pričakovanja.⁶ S podobnim pristopom, kot je opisan zgoraj, določimo delež sprememb v negotovosti, ki ga je mogoče pripisati omenjenim različnim dejavnikom. K skupni spremembi večinoma prispevajo dejavniki, značilni za posamezne države, sledijo pa značilnosti podjetij. Ta ugotovitev ponovno poudarja, kako je pri oblikovanju dolgoročnih inflacijskih pričakovanj podjetja pomembno to, v kateri državi podjetje posluje.

Graf D

Negotovost glede inflacijskih pričakovanj čez pet let in dejavniki, ki vplivajo na spremembe v negotovosti



Viri: anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) in izračuni ECB.
Opombe: Na sliki a so prikazani na podlagi anket ponderirani odstotki subjektivne negotovosti podjetij glede inflacijskih obetov v naslednjih petih letih. Na sliki b so prikazani na Shapleyevih vrednostih temelječi prispevki prilagojenega R-kvadrata v regresiji negotovosti (slamnata spremenljivka ima vrednost 1, če podjetje poroča, da so tveganja za njegova inflacijska pričakovanja čez pet let usmerjena navzgor) na kovariance, opisane v opombah h grafu B. Ocene temeljijo na krogih ankete 30–34 (četrtletni podatki od januar–marec 2024 do januar–marec 2025).

Na splošno je razumevanje dejavnikov, ki vplivajo na inflacijska pričakovanja podjetij, ključno za oceno, kako bi lahko spremembe v poslovnem okolju vplivale na to, kako podjetja oblikujejo svoja pričakovanja. Iz analize je razvidno, da ima poleg značilnosti posameznih podjetij pomembno vlogo država, v kateri podjetja poslujejo. To kaže, kako pomembni so skupni dejavniki v zvezi z državo, zaradi katerih podjetja svoja inflacijska pričakovanja prilagodijo na podoben način.

⁶ Podobne modele najdemo v Baumann et al., op.cit., in McClure, E. M., Yaremko, V., Coibion, O., in Gorodnichenko, Y., »The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers«, *Journal of Money, Credit and Banking*, v pripravi.

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 5. februarja do 22. aprila 2025

Pripravila Samuel Bieber in Anne-Lise Nguyen

V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere in operacije denarne politike Eurosistema v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2025. Omenjeni obdobji sta skupaj trajali od 5. februarja do 22. aprila 2025 (v nadaljevanju: obravnavano obdobje).

Povprečna presežna likvidnost v bančnem sistemu euroobmočja se je še naprej zmanjševala. Zaradi manjših 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 po ponovnem investiranju v okviru slednjega programa ob koncu decembra 2024 se je zagotavljanje likvidnosti zmanjšalo. Zmanjšanje zagotavljanja likvidnosti je bilo tudi posledica zapadlosti zadnje operacije iz tretje serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III) 18. decembra 2024, saj je ta operacija še naprej vplivala na povprečne zneske za prejšnje obravnavano obdobje. Zmanjšanje je bilo deloma odtehtano z nadaljnjim zmanjševanjem umikanja likvidnosti z neto avtonomnimi dejavniki.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so se povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema, opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv, zmanjšale za 69 milijard EUR, na 1.354 milijard EUR. To je bilo posledica dejstva, da so se avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti povečali manj kot avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti (tabela A). Obvezne rezerve so se povečale za 3 milijarde EUR na 167 milijard EUR in so le malenkostno vplivale na spremembo agregatnih likvidnostnih potreb.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju povečali za 61 milijard EUR, k čemur je prispevalo predvsem povečanje drugih avtonomnih dejavnikov. V povprečju so se drugi neto avtonomni dejavniki povečali za 63 milijard EUR. To je bilo predvsem posledica povečanja stanja na računih prevrednotenja za okrog 79 milijard EUR zaradi višje cene zlata (glej odstavek o avtonomnih dejavnikih povečevanja likvidnosti v nadaljevanju), kar je bilo delno odtehtano z zmanjšanjem kapitala in rezerv po izgubah v letu 2024. Vloge države so se rahlo zmanjšale, in sicer za 2 milijardi EUR na 109 milijard EUR. Skupno zmanjšanje te postavke od leta 2022 je posledica normalizacije denarnih rezerv v državnih zakladnicah in sprememb v obrestovanju vlog države pri Eurosistemu, s čimer je postalo finančno privlačnejše plasirati sredstva na trg. Povprečna vrednost bankovcev v obtoku je bila v obravnavanem obdobju stabilna na ravni 1.569 milijard EUR. Povpraševanje po bankovcih je bilo še naprej na splošno stabilno, potem ko je julija 2022 doseglo najvišjo raven.

Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti so se povečali za 133 milijard EUR, kar je bilo predvsem posledica povečanja neto tuje aktive za 85 milijard EUR. Na povečanje neto tuje aktive je vplivala predvsem višja cena zlata. Neto aktiva v eurih se je v obravnavanem obdobju povečala za 48 milijard EUR.

Tabela A
Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva								
(povprečje; v milijardah EUR)								
	Sedanje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. februar–11. marec 2025		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. marec–22. april 2025		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti	2.801	(+61)	2.772	(+16)	2.825	(+53)	2.739	(+54)
Bankovci v obtoku	1.569	(–0)	1.567	(–10)	1.571	(+4)	1.569	(+7)
Vloge države	109	(–2)	119	(+12)	101	(–18)	111	(–7)
Drugi avtonomni dejavniki (neto) ¹⁾	1.122	(+63)	1.086	(+14)	1.152	(+67)	1.059	(+54)
Tekoči računi nad obveznimi rezervami	5	(–0)	6	(–1)	5	(–0)	6	(–1)
Obvezne rezerve ²⁾	167	(+3)	167	(+3)	166	(–0)	164	(+1)
Odperta ponudba mejnega depozita	2.825	(–92)	2.847	(–58)	2.807	(–40)	2.917	(–115)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Vir: ECB.
Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbližjo 1 milijardo EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.
1) Izračunano kot seštevek računov prevrednotenja, drugih terjatev in obveznosti rezidentov euroobmočja ter kapitala in rezerv.
2) Pojasnjevalna postavka, ki je ni v bilanci stanja Eurosistema in se zato ne sme vključiti v izračun skupne pasive.

Aktiva

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. februar–11. marec 2025		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. marec–22. april 2025		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Avtonomni dejavniki povečevanja likvidnosti	1.613	(+133)	1.560	(+32)	1.657	(+97)	1.480	(+93)
Neto tuja aktiva	1.256	(+85)	1.219	(+21)	1.286	(+67)	1.170	(+71)
Neto aktiva v eurih	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Instrumenti denarne politike	4.185	(–162)	4.231	(–73)	4.146	(–84)	4.346	(–154)
Operacije odprtega trga	4.185	(–162)	4.231	(–73)	4.146	(–84)	4.346	(–154)
Kreditne operacije	26	(–14)	27	(–2)	24	(–2)	40	(–37)
- operacije glavnega refinanciranja	9	(–1)	8	(–2)	10	(+2)	10	(+5)
- trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	16	(+2)	18	(+1)	15	(–4)	14	(+5)
- tretja serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja	0	(–16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(–46)
Dokončni portfelj ¹⁾	4.159	(–147)	4.204	(–71)	4.122	(–82)	4.306	(–118)
Odprta ponudba mejnega posojila	0	(+0)	0	(+0)	0	(–0)	0	(+0)

Vir: ECB.

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

1) S prenehanjem neto nakupov vrednostnih papirjev posamezna razčlenitev dokončnih portfeljev ni več prikazana.

Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025						Prejšnje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025	
	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. februar–11. marec 2025		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. marec–22. april 2025		Sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
Agregatne likvidnostne potrebe¹⁾	1.354	(–69)	1.378	(–14)	1.334	(–44)	1.423	(–39)
Neto avtonomni dejavniki²⁾	1.188	(–72)	1.211	(–17)	1.168	(–44)	1.260	(–40)
Presežna likvidnost³⁾	2.830	(–92)	2.852	(–59)	2.812	(–40)	2.923	(–116)

Vir: ECB.

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

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

2) Izračunano kot razlika med avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani pasive in avtonomnimi likvidnostnimi dejavniki na strani aktive. Za namen te tabele so med neto avtonomne dejavnike vključene tudi neporavnane postavke.

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

Gibanja obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih in odstotnih točkah)

	Sedanje obravnavano obdobje: 5. februar–22. april 2025				Prejšnje obravnavano obdobje: 23. oktober 2024–4. februar 2025			
	Prvo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 5. februar–11. marec 2025		Drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. marec–22. april 2025		Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 23. oktober–17. december 2024		Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 18. december 2024–4. februar 2025	
Operacije glavnega refinanciranja	2,90	(–0,25)	2,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)	3,15	(–0,25)
Odperta ponudba mejnega posojila	3,15	(–0,25)	2,90	(–0,25)	3,65	(–0,25)	3,40	(–0,25)
Odperta ponudba mejnega depozita	2,75	(–0,25)	2,50	(–0,25)	3,25	(–0,25)	3,00	(–0,25)
€STR	2,67	(–0,25)	2,42	(–0,25)	3,16	(–0,25)	2,92	(–0,25)
Indeks RepoFunds Rate Euro	2,73	(–0,23)	2,49	(–0,25)	3,23	(–0,26)	2,97	(–0,26)

Viri: ECB, CME Group in Bloomberg.
Opombe: Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo v odstotnih točkah od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv. €STR je eurska kratkoročna obrestna mera.

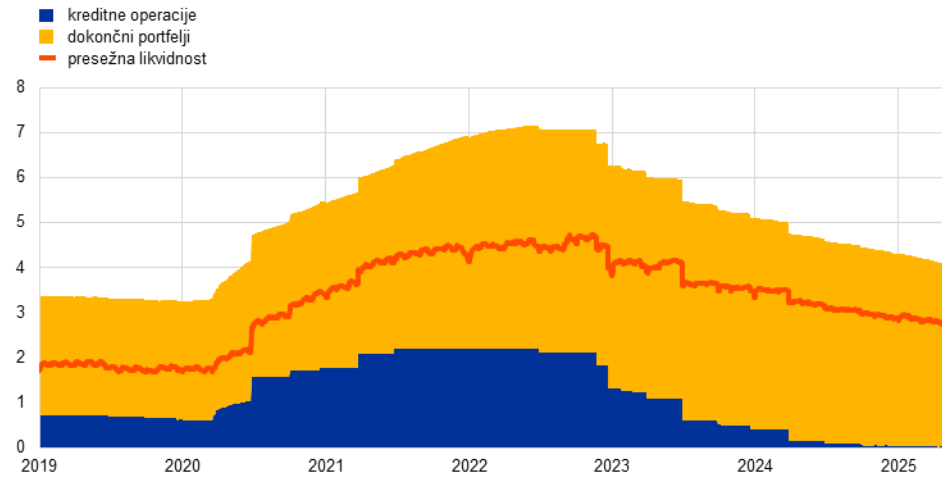
Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z instrumenti denarne politike se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 162 milijard EUR na 4.185 milijard EUR (graf A). Zmanjšanje ponudbe likvidnosti je bilo predvsem posledica zmanjšanja Eurosistemovih dokončnih portfeljev in v manjši meri kreditnih operacij.

Graf A

Spremembe likvidnosti, zagotovljene z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost

(v bilijonih EUR)



Vir: ECB.
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 22. april 2025.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z imetji dokončnih portfeljev, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 147 milijard EUR na 4.159 milijard EUR.

Zmanjšanje je bilo posledica tega, da so ob odsotnosti ponovnega investiranja imetja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji še naprej zapadala.¹

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s kreditnimi operacijami, se je v obravnavanem obdobju zmanjšal za 14 milijard EUR na 26 milijard EUR.

Zmanjšanje je bilo predvsem posledica znižanja obstoječih zneskov v okviru CUODR III zaradi zapadlosti zadnje operacije v okviru CUODR III (29 milijard EUR) 18. decembra 2024. Povprečno stanje operacij dolgoročnejšega refinanciranja se je rahlo zmanjšalo, in sicer za 1 milijardo EUR na 9 milijard EUR, stanje 3-mesečnih operacij dolgoročnejšega refinanciranja pa se je rahlo povečalo, in sicer za 2 milijardi EUR na 16 milijard EUR. Razmeroma omejeno sodelovanje bank v rednih operacijah kljub odplačilom ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kaže, da je skupno njihov likvidnostni položaj dober in da so na voljo alternativni viri financiranja po ugodnih tržnih obrestnih merah in ročnostih.

Presežna likvidnost

Povprečna presežna likvidnost se je v obravnavanem obdobju zmanjšala za 92 milijard EUR in znaša 2.830 milijard EUR (graf A).

Presežna likvidnost je seštevek rezerv bank nad obveznimi rezervami 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, in sicer 4.748 milijard EUR – nato postopoma zmanjševala.

Gibanje obrestnih mer

Svet ECB je v obravnavanem obdobju dvakrat za 25 bazičnih točk znižal vse tri ključne obrestne mere ECB, tudi obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, s katero usmerja naravnost denarne politike.

Zato se je s prvim dnevom po koncu obravnavanega obdobja obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita znižala na 2,25%, za operacije glavnega refinanciranja na 2,40% in za odprto ponudbo mejnega posojila na 2,65%.

Gibanje povprečne eurske kratkoročne obrestne mere (€STR) v obravnavanem obdobju je bilo odraz znižanja obrestnih mer ECB, hkrati pa je ohranjala negativen razmik glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita.

€STR je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 8,4 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita ter je glede na sedmo in osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024 ostala nespremenjena.

¹ Vrednostni papirji v dokončnih portfeljih so izkazani po odplačni vrednosti in prilagojeni ob koncu vsakega četrtletja, kar malenkostno vpliva na spremembe teh portfeljev.

Prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na obrestne mere na nezavarovanem denarnem trgu se je zgodil v celoti in takoj.

Tudi prenos sprememb obrestnih mer denarne politike na repo obrestne mere je bil nemoten in takojšen. Povprečna repo obrestna mera v euroobmočju, merjena z indeksom RFR (RepoFunds Rate) Euro, je ostala na ravni bližje obrestni meri za odprto ponudbo mejnega depozita kot obrestni meri €STR. Repo obrestna mera je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala 1,3 bazične točke manj kot obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita, medtem ko je bila v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2024 od nje v povprečju nižja za 2,6 bazične točke. Nadaljnje postopno zmanjševanje razmika med repo obrestno mero in obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita je odraz vse večje dostopnosti finančnega premoženja, ki se uporablja kot zavarovanje, zaradi večjega neto izdajanja, sprostitev instrumentov zavarovanja iz zapadlih/odplačanih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja in zmanjšanja Eurosistemovih imetij v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in izrednega programa nakupa vrednostnih papirjev ob pandemiji. K pritiskom na zvišanje repo obrestnih mer je dodatno prispevalo večje povpraševanje vlagateljev s finančnim vzvodom za financiranje dolgih pozicij v obveznicah.

Članka

1 The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

1 Introduction

Monetary policy affects consumption via multiple channels, with different effects on households' decisions. By preserving price stability, monetary policy supports consumption in the medium run, as it protects the purchasing power of households. In the short run, however, tighter monetary policy typically dampens private consumption.¹ First, higher interest rates reduce current consumption, as they increase the attractiveness of savings via the "intertemporal substitution channel". Consumption decisions also respond to changes in policy rates as they affect the prices of financial and real assets and generate wealth effects (the balance sheet channel of monetary policy). In parallel, interest rate changes affect the real economy and the evolving labour market conditions, thereby changing income prospects, with consequences for households' consumption decisions. Monetary policy also affects household finances via its impact on cash flows from household debts and assets. Higher interest rates raise interest payments by indebted households, reducing the cash flow available for spending, while increasing the interest revenues on interest-bearing assets, raising the cash flow for asset holders. Given these two counteracting forces, the size and sign of the overall cash flow effects for any individual household depend on their net interest rate position.² This mechanism is referred to as the cash flow channel of monetary policy.

Following policy rate hikes, the cash flow channel of monetary policy may pose persistent headwinds to consumption. This article analyses the impact of monetary policy decisions via changes in debt servicing costs and particularly mortgage payments, while abstracting from other direct channels and general

¹ See, for example, Peersman, G. and Smets, F., "The monetary transmission mechanism in the euro area: evidence from VAR analysis", in Angeloni, I., Kashyap, A.K. and Mojon, B. (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

² Auclert, A., "Monetary Policy and the Redistribution Channel", *American Economic Review*, Vol. 109, No 6, 2019, pp. 2333-67.

equilibrium effects.³ This focus is dictated by the relevance of mortgages for euro area households, as one in four households has a mortgage, as well as by the heterogeneity of the euro area mortgage market across countries and income groups. To this end, we present new evidence using household-level information on the timing of changes in mortgage payments and consumption from the ECB's Consumer Expectations Survey (CES). In particular, we show that due to (i) the higher prevalence of fixed-rate mortgages (FRMs) compared with the past, and (ii) the smaller gap between interest rates on outstanding amounts and interest rates on new loans compared with the start of previous monetary policy tightening cycles, the impact on consumption through the mortgage channel is likely to be more protracted in the 2022-23 monetary policy tightening cycle. We aim to quantify this specific effect. Other factors may act in the opposite direction, such as positive developments in real incomes due to the recovery from the recent crises, and the possible reductions of high savings, which were to some extent driven by uncertainty or income misperceptions.⁴ The rest of this article will abstract from these other channels and focus exclusively on quantifying the delayed tightening effects through the cash flow channel via mortgages.

2 Characterising the euro area mortgage market

Differences in the structure of mortgage contracts across countries shape the timing of the effects. During the 2022-23 tightening period, interest payments on adjustable-rate mortgages (ARMs) reacted quickly. However, for many households the increase in mortgage payments is still to come, as their temporarily fixed rates (e.g. for five or ten years) expire and are repriced at new market rates. The new rates are likely to be higher since many of these loans were contracted in a period of lower mortgage rates. In the euro area, about one-quarter of mortgages are pure ARMs, while a little over one-third have rates that are fixed for longer than ten years. The remaining mortgages are fixed for several years and are then set to be repriced (Chart 1). The distribution of these fixation periods means there will be a staggered series of mortgage rate repricings in the coming years, leading to higher interest rates. In total, about 10% of all loans currently have fixed interest rates that will be adjusted in the next three years, while 20% will be repriced by 2030.⁵ These patterns differ across countries. Among the largest euro area economies, ARMs are traditionally more prevalent in Spain and, to a lesser extent, Italy, while at least some level of interest rate fixation is more common in Germany and France. In a nutshell,

³ Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B.J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A. and Yao, V., "Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging," *American Economic Review*, Vol. 107, No 11, 2017, pp. 3550-88; Floden, M., Kilström, M., Sigurdsson, J. and Vestman, R., "Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel", *Swedish House of Finance Research Paper*, No 16-8, 2017; Kaplan, G., Moll, B. and Violante, G.L., "Monetary Policy According to HANK", *American Economic Review*, Vol. 108, No 3, 2018, pp. 697-743; and Slacalek, J., Tristani, O. and Violante, G.L., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 115, 2020.

⁴ See, for example, the boxes entitled "[What explains the high household saving rate in the euro area?](#)", *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2024, and "[Are real incomes increasing or not? Household perceptions and their role for consumption](#)", *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2025.

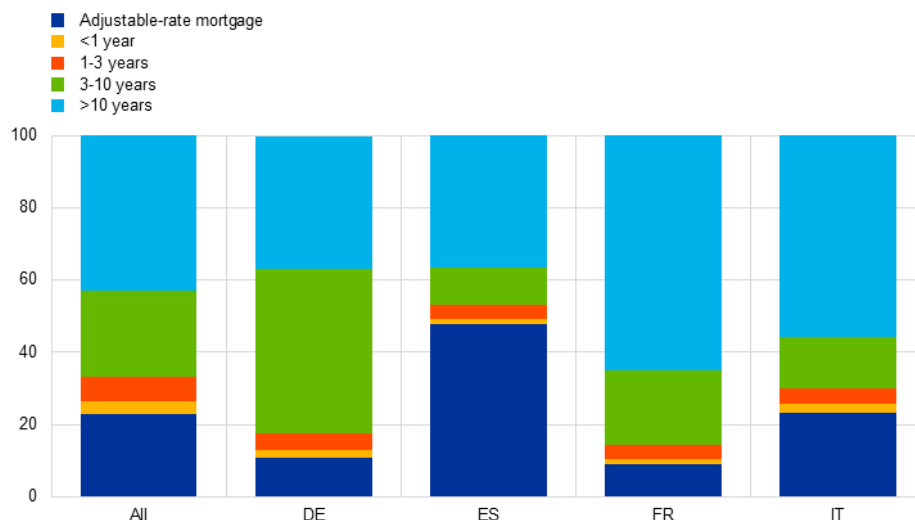
⁵ All numbers reported are weighted by population weights and the size of the loan.

the prevailing loan structure implies that the effect of interest rate changes on mortgage payments is subject to considerable lag.

Chart 1

Remaining interest rate fixation period by country

(percentages of mortgagors)



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.

Notes: The statistics are computed from the CES housing module administered in February 2025. "All" refers to all countries covered in the CES sample: Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, Netherlands, Austria, Portugal and Finland. The shares are computed over respondents who have a mortgage outstanding and represent percentages of respondents rescaled by the annual survey population weights and individual loan outstanding balances. The latest data are for February 2025.

The timing of mortgage repricing also differs within countries, with shorter rate fixation periods more common for lower-income households.

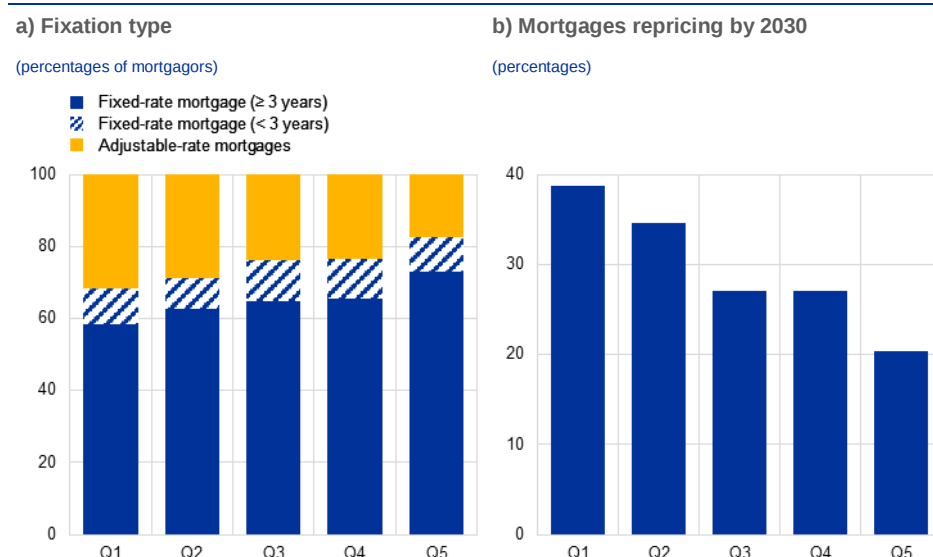
Lower-income households with a mortgage are more likely to have ARMs or FRMs with rate resets due in the next few years. Among the bottom 20% of the within-country income distribution, 32% of mortgages are ARMs, compared with 17% for the highest quintile (Chart 2, panel a). Additionally, among lower-income households, even mortgages set to reprice in more than three years have shorter average fixation than the same type of mortgages held by richer households. As a result, around 39% of all loans to lower-income households are set to reprice by 2030 compared with only around 20% for the highest income quintile (Chart 2, panel b). The share of mortgagors exposed to an increase in mortgage payments in the coming years is thus much higher among the poorest than the richest, as the distribution of mortgage types differs across incomes, even though the reduction in interest rates as from June 2024 will mitigate the impact. Financial constraints, information constraints and financial literacy may explain this. First, it is generally more expensive in the short term to choose an FRM when prevailing market rates are low. This leads poorer or more liquidity-constrained households to opt for contracts that are more attractive in the short term in periods of low interest rates, which are generally ARMs. Second, higher-income households have access to information and services that improve choices (e.g. access to loan brokers or other dedicated services). Finally, higher-income households tend to have higher levels of financial literacy.⁶ This may explain

⁶ See Lusardi, A. and Mitchell, O., "The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence", *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, 2014, pp. 5-44.

why they are more likely to choose mortgages that are fixed for longer periods (during a low interest rate regime), despite the higher up-front cost which partly reflects the cost of hedging against interest rate risk when that risk is costly.

Chart 2

Remaining interest rate fixation period and share of repricing mortgages by income quintile



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.

Notes: The chart shows differences in mortgage fixation patterns across income groups, from Q1 (lowest income quintile) to Q5 (highest income quintile). Panel a) depicts the structure of fixation of mortgage loans for each income quintile – the quintiles are computed among all households in each country. The dashed blue section refers to fixed-rate loans that are set to be repriced within the next three years. The blue section corresponds to the share of FRMs with longer fixation horizons. Panel b) depicts the average share of loans repricing per year (percentage exposed to interest rate risk) across the projected years (2025-30) by income quintile. The latest data are for February 2025.

3 Tightening in the pipeline: simulating the evolution of average mortgage rates on outstanding balances

Since the ECB started cutting its policy rates, the average interest rate on the stock of mortgages has so far remained broadly flat despite the decline in rates on new loans. This is due to two distinct factors. First, the decline in market rates drove the rate on ARMs down, but mortgages with limited fixation periods are still repricing at higher rates than the ones at which they were issued. Second, loans that were issued at especially favourable lending conditions in the past are gradually being paid down, while new mortgages are issued at new conditions. In other words, the pass-through of the lending rate on new loans to the rate on the stock of loans will depend not only on lending rate developments, but also on loan dynamics and the joint distribution of residual maturities, residual fixation periods and average lending rates currently paid on the stock of loans. Given that mortgages have long maturities, this joint distribution will itself depend on the recent history of monetary policy cycles and lending dynamics. Standard time series models estimated over short samples are ill-suited to capture how these different factors play out.

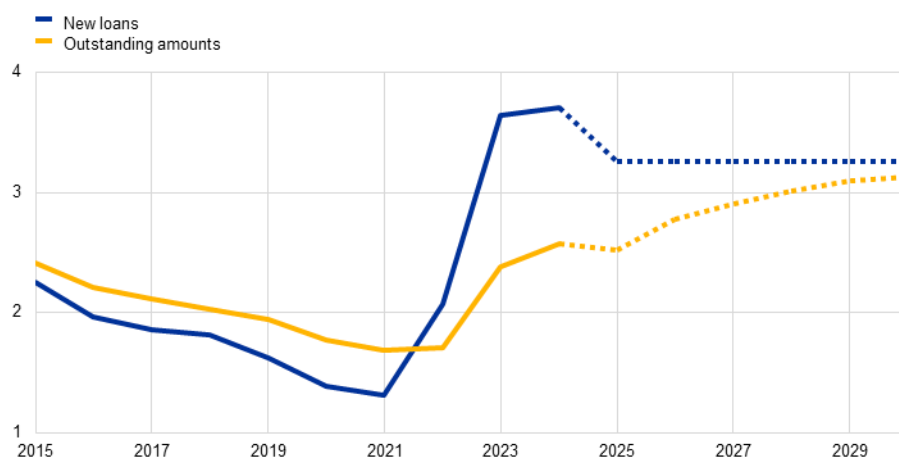
Using detailed CES micro data, we developed a “micro-simulation” approach to project developments of household-level loan interest payments, which can then be aggregated. The micro-simulation approach allows us to simulate rates on the stock of mortgages consistent with the prevailing distribution of mortgages. This approach utilises the complete distribution of household-level loans, including outstanding amounts, interest rates paid, time until the next interest rate reset and maturity. We assume lending rates on new loans remain constant at their latest available level (dashed blue line in Chart 3, panel a). This allows us to abstract from further upward pressure on long-term interest rates that is currently priced in in forward curves. Next, we calculate the trajectory of the lending rate on each individual loan by adjusting the interest rate of existing loans with expiring fixation periods in the year they reprice (while doing so each year for ARMs) with the expected interest rate on new mortgages. Loans that are set to reach maturity by the end of any projection year are removed from the stock. Finally, we add new loans, randomly sampled from the survey, at the simulated rate for new loans, while assuming that lending growth also remains constant at its last observed level. We also calculate a risk premium by income quintile using mortgagors’ income information, calibrate it to the country-level risk premia, and apply it to the country-specific simulations for both new loans and repricing mortgages. The interest rates of adjustable, fixed and new mortgages are then aggregated and weighted by a combination of population weights and outstanding balances.

Chart 3

Lending rate simulations

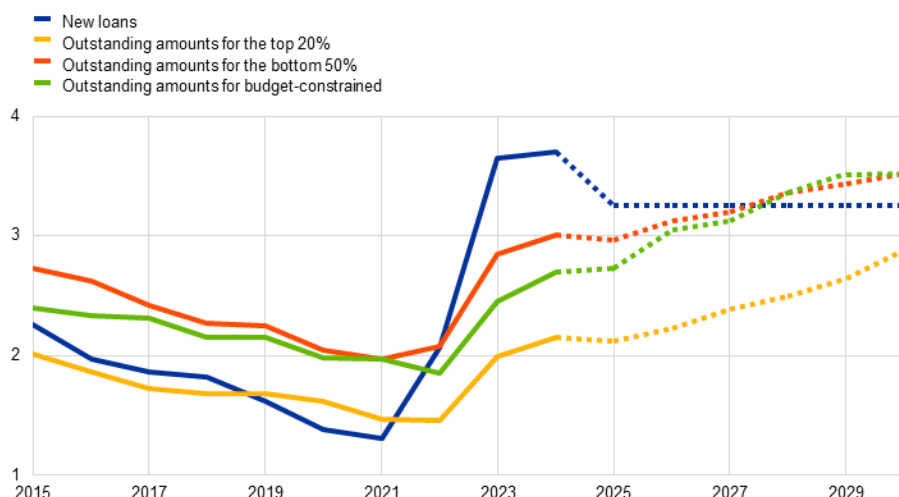
a) Aggregate

(percentages per annum)



b) By income group

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR, BSI, CES) and ECB calculations.

Notes: The chart depicts the interest rate paths for the rate on new loans (yearly average) and the outstanding amounts (end-of-year) of household mortgages. The micro-simulation (panel a: yellow line, panel b: yellow, red and green lines) takes into account the full set of available information at the individual level, and from 2025 to 2030 projects the rate on outstanding amounts using information on the remaining interest rate fixation period of mortgages at the individual level. For each projected year we calculate the interest rate based on the sampled stock of mortgages from February 2025, by adjusting the interest rate of the existing loans with expiring fixation periods in the year they expire, and the ARMs with the latest available country information for the rate on new mortgages. We calculate a risk premium by income quantile using household income information, apply it to the country-specific paths of the rate on new loans, and calibrate it to the macro country risk premia. To generate the backward-looking CES rate on outstanding amounts, we aggregate the reported interest rates on the stock of FRMs of all respondents from the year in which they were created. Budget-constrained households are defined as those with housing and food expenses above 75% of their total household income. The latest data are for February 2025 for the CES mortgage stock and March 2025 for MIR and BSI.

Lending rates on the stock of loans are expected to continue increasing as long as they remain below the rates on new loans.

The exercise shows that starting in mid-2025, lending rates on the stock of loans should increase (dashed yellow line in Chart 3, panel a) even when lending rates on new loans remain constant and the expected rise in long-term market rates is not incorporated. Intuitively, this should continue for as long as the rate on the stock of loans remains below the rate on new loans. Rates on outstanding amounts currently stand at

around 2.4%. They are expected to converge towards the rate on new loans at a steady-state level of around 3.3%. The fact that the rate on the stock of loans is projected to continue increasing, despite the decline of the rate on new loans since its peak, stands in contrast to previous easing cycles and speaks to three factors: (1) a hiking cycle that started after a long period of low rates during which rates on the stock of loans had converged to low levels, (2) a less complete pass-through of rate hikes due to the higher share of fixed-rate mortgages and the pace and magnitude of the tightening cycle, and (3) the fact that the current interest rate cycle is expected to leave interest rates on new loans at higher levels than before 2021. In Box 1 we model the hypothetical effects of the current easing cycle had it occurred against the background of the lending rate configuration prevailing at the onset of the previous easing cycle, in October 2008.

Box 1

The state dependence of monetary policy: differences in pass-through across easing cycles

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

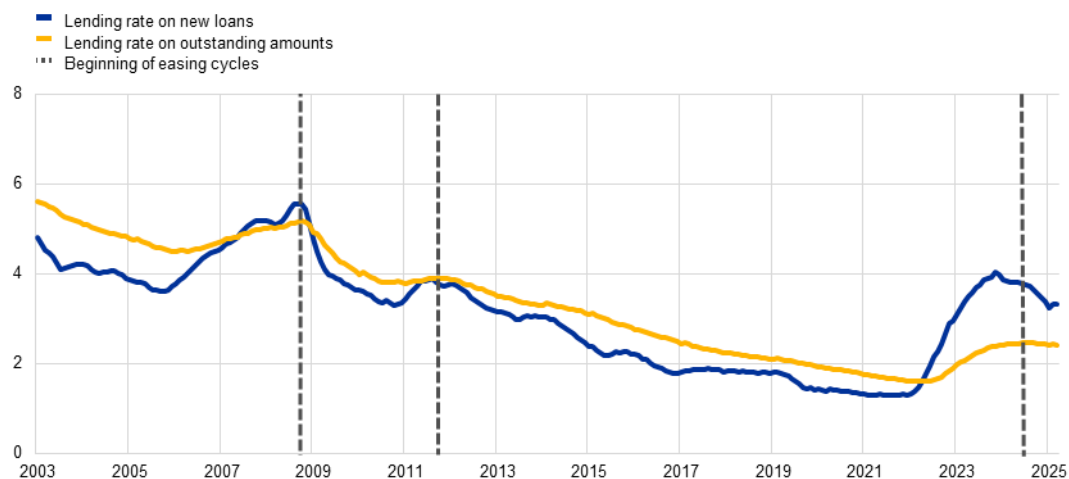
Unlike in previous easing cycles, lending rates on the stock of loans are expected to continue to rise despite the recent rate cuts. This is due to the fact that the pass-through of past policy rate changes to the stock of loans is still less complete than in the past. This can be seen in a simple summary statistic: the gap between the rate that households pay on their stock of loans and the one they would pay on any new loan.⁷ This gap appeared historically elevated at the onset of the current easing cycle: it stood at 1.4 percentage points in May 2024, compared with 0.4 percentage points in October 2008 (Chart A). This is explained by the declining share of adjustable-rate mortgages (ARMs) and the specificities of the period around the latest tightening cycle, as detailed in the text of the article.

⁷ This summary statistic is also put forward as relevant for the refinancing channel of monetary policy in Eichenbaum, M., Rebelo, S. and Wong, A., "State-dependent effects of monetary policy: The refinancing channel", *American Economic Review*, Vol. 112, No 3, 2022, pp. 721-761.

Chart A

Lending rate on new business and on outstanding amounts across easing cycles

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR) and ECB calculations.

Notes: Vertical lines are drawn in the month preceding the first rate cut of any easing cycle. The latest observation is for March 2025.

To assess how these effects dampen the impact of the rate cuts on mortgage payments and consumption, we run a counterfactual simulation of rates on outstanding amounts starting from the gap between rates on new business and outstanding amounts at the onset of the previous easing cycle (Chart B). To this end, we keep the same distribution of loans by residual maturities and fixation periods as in the latest Consumer Expectations Survey, but reset lending rates in each bucket to those that prevailed in October 2008: loans in the ARM bucket are set at the average lending rate on new business with short fixation in October 2008; fixed-rate loans are set at the rate on short or long-term fixation loans that prevailed when the loan was issued.⁸ The same changes in lending rates on new loans and lending volumes as in the baseline simulation are then used to produce a counterfactual simulation of lending rates on outstanding amounts from October 2008, which is finally used to produce a counterfactual simulation from May 2024.

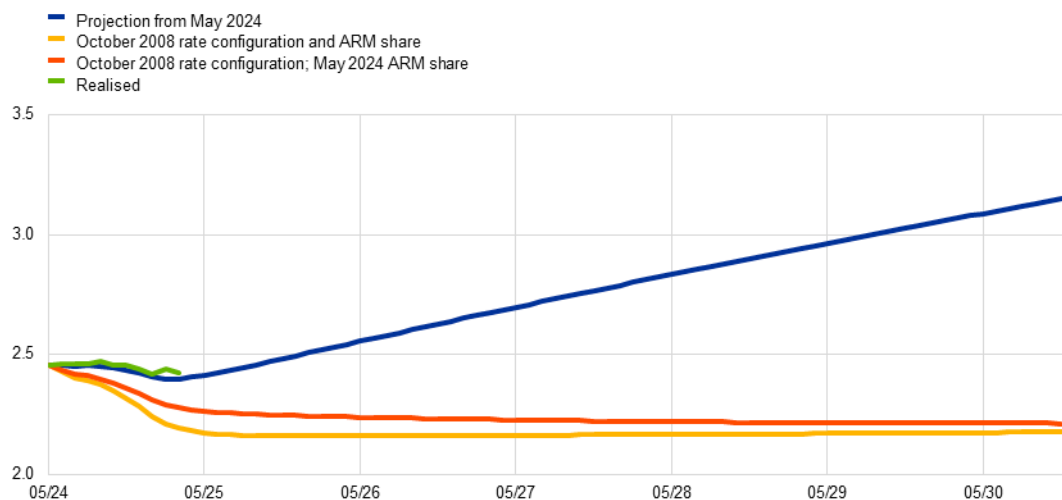
If the October 2008 rate configuration had prevailed in May 2024, the average rate would have declined faster up to mid-2025 and flattened thereafter, instead of resuming its increase (red line in Chart B). The lending rate on the stock of loans would have been around 0.6 percentage points lower as of the end of 2027, and as much as 1.1 percentage points lower by the end of 2030. Running the same counterfactual while also adjusting the share of ARM borrowers to the level seen in October 2008 (yellow line in Chart B) shows that the currently lower share of ARM borrowers explains less than 10% of the higher level of rates on outstanding amounts by the end of 2027. The fact that the rate on the stock of loans would have declined in the counterfactual simulation means that there would have been no further drag on consumption.

⁸ All rates on fixed-rate loans are then adjusted by the same amount to match the aggregate October 2008 rate on outstanding amounts.

Chart B

Counterfactual changes in rates on outstanding amounts

(percentages per annum)



Sources: ECB (MIR, BSI, CES) and ECB calculations.

Notes: The counterfactual simulation from September 2008 is constructed by keeping unchanged the distribution of loans by original maturity, residual maturity and rate type, and shifting the starting lending rates for each bucket backwards. Loans in the ARM bucket are set at the average lending rate on new business with short fixation contracted between August and September 2008; loans in the FRM bucket are set at the rate on short or long-term fixation loans that prevailed when the loan was issued. All FRM loans are adjusted by the same amount to match the aggregate rate on outstanding amounts that prevailed in September 2008. The amount of ARM loans is then rescaled to match the September 2008 aggregate for the counterfactual also accounting for the higher share of ARM in the past. Realised values and projections for lending rate changes and lending growth from May 2024 are then taken from the current Broad Macroeconomic Projection Exercise and used to create a forecast from September 2008 levels. The latest data are for February 2025 for the CES and March 2025 for MIR and BSI.

The average mortgage rate on outstanding amounts has risen more for poorer and more budget-constrained households.

The tightening pushed up the average interest rate in 2024 to about 3% for households who are in the bottom half of the within-country income distribution, and to about 2.7% for those that are budget-constrained⁹ (from already higher than average levels), against an average rate of 2.2% among households in the top quintile of the income distribution (Chart 3, panel b). This is directly linked to the distribution of mortgages by income group: poorer households tend to have lower fixation periods, which means that their interest payments adjust more rapidly. Looking ahead, lending rates are expected to continue increasing across income groups – except for a small decline in 2025 due to the downward repricing of ARMs. The increase is expected to be slightly stronger still among lower-income households in 2025-26 and then accelerate for higher-income households, owing to their higher share of longer fixation period mortgages that will reprice only gradually. Over the entire period of analysis, rates will still have increased slightly more for poorer households – as evident from the higher spread between both categories of mortgagors in 2030 against 2021. This can be linked to two factors. First, stronger outstanding pipeline pressures for high-income households could remain in 2030 due to their longer rate fixation periods. Second, the yield curve was particularly flat at the beginning of the tightening cycle, resulting in a small gap between ARM and FRM rates, which is expected to widen by the end of 2030.

⁹ Budget-constrained households are defined as those with housing and food expenses above 75% of their total household income.

4 Transmission to households and total consumption

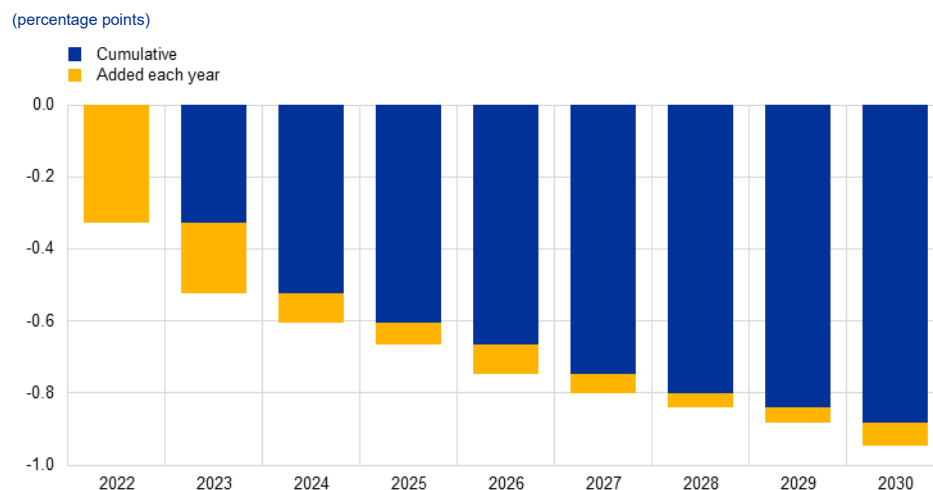
Pipeline pressures are expected to continue weighing on mortgagors' consumption via the cash flow channel in the coming years.

Estimates based on consumption and income data in the CES suggest that the marginal propensity to consume (MPC) decreases by income quintile: ranging from 70% for the lowest income quintile to 36% for the highest.¹⁰ We also account for the effects of income growth on consumption: we adjust income-specific MPCs over the projection period for the projected increases in real income. These MPCs are then multiplied by the changes in disposable income due to the adjustment of the household's mortgage payments based on the simulated mortgage rate changes, in the year in which the mortgage rate of the household is set to reset. In doing so, we assume that households are myopic, meaning that they do not smooth out the effects of expected interest rate increases (Box 2 discusses the effect of relaxing this assumption). The changes in consumption via the cash flow channel, simulated like this at the household level, are then aggregated over time, weighting each household by individual consumption shares. The results of this exercise, summarised in Chart 4, suggest that a large part of the adjustment in consumption through the cash flow channel had already happened during the 2022-24 period when the ECB was increasing its policy rates, which translated into an upward repricing of adjustable-rate loans. However, substantial further adjustment is expected in the next few years. The cumulative impact on aggregate consumption growth from this channel is estimated to reach around 1 percentage point between 2022 and 2030. Around two-thirds of these effects materialised by the end of 2024 but, importantly, another one-third is expected in the coming years. Box 2 shows that accounting for the fact that households anticipate higher interest rate payments and partially smooth consumption over time would not significantly change the picture.

¹⁰ MPCs are estimated by combining the income elasticity of consumption with the mean average propensity to consume (APC) per income quintile. The income elasticity is estimated for the complete sample based on quarterly data on nominal consumption and annual data on household income. The APC is calculated by combining the consumption and income data and aggregating by income quintile. These estimates refer to transitory shocks and are somewhat higher than – but broadly in line with – Ampudia, M., Cooper, R., Le Blanc, J. and Zhu, G., “MPC Heterogeneity and the Dynamic Response of Consumption to Monetary Policy”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 16, No 3, 2024, pp. 343-388. However, they are lower than MPCs of permanent shocks, which are closer to 1. For a comprehensive review of the literature on MPC, see also Kaplan, G. and Violante, G.L., “The marginal propensity to consume in heterogeneous agent models”, *Annual Review of Economics*, Vol. 14, 2022, pp. 747-775.

Chart 4

Impact on aggregate consumption growth, from the start of tightening (no anticipation)



Sources: ECB (BSI, MIR, CES) and ECB calculations.

Notes: The chart illustrates the cumulative impact of increased mortgage payments on consumption under the assumption of no anticipation of consumption effects (myopia). For 2022 and 2023, changes in average consumption primarily reflect the influence of interest rate hikes on ARMs. Using the individual rate adjustments that originate in Chart 3, the new difference in year-on-year rates is multiplied by the depreciated outstanding balance (calculated by deducting principal payments over 12 months), and the resulting monthly payment change is subtracted from the previous year's projected consumption. This adjustment is scaled by income-specific MPCs and an MPC of 1 for hand-to-mouth households. The aggregate consumption for each year is calculated, and the year-on-year change in mean consumption is derived. The latest data are for February 2025 for the CES mortgage stock, April 2025 for CES consumption and for January 2025 for MIR and BSI.

Box 2

The role of anticipation assumptions for the timing of consumption effects

Prepared by Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino and Larissa Zimmermann

Households are aware of changes in interest rates, especially in periods of significant monetary tightening.¹¹ They generally also know the structure of their mortgage and when it is set to reprice. Hence, forward-looking households exposed to interest rate risk could adjust their spending behaviour in anticipation of future rate changes. In this box we present evidence that these anticipation effects are limited and show how the timing of the impact on consumption varies under different assumptions.¹²

Chart A shows the consumption paths of different types of households with a mortgage over the past three years. First, we observe that households with a mortgage whose interest rate was set to change in 2024 (yellow line) started reducing consumption in the last quarter of 2023, and mostly reduced it going into 2024 – in contrast to mortgagors whose rate is not due to reprice in the next three years (blue line), who kept gradually increasing their consumption with no inflection point around 2024. Second, we observe that mortgagors whose mortgage is set to reprice between 2025

¹¹ See, for example, Charalambakis, E., Kouvavas O. and Neves, P., "Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions", *The ECB Blog*, ECB, 15 August 2024.

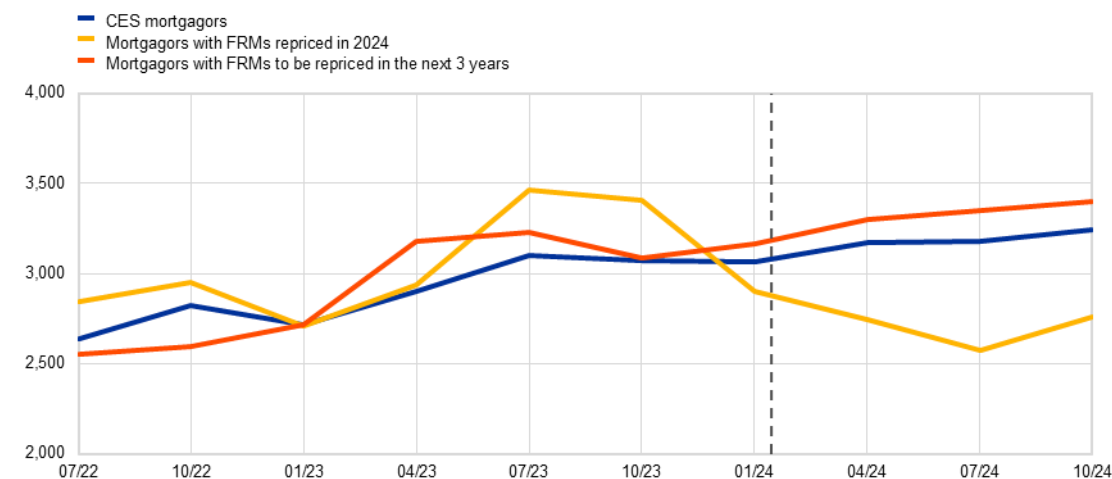
¹² This is consistent with the literature rejecting the permanent income hypothesis. See, for instance, Johnson, S.D., Parker, A.J. and Souleles, N.S., "Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001", *American Economic Review*, Vol. 96, No 5, 2006, pp. 1589-1610.

and 2027 (red line) have not yet shown any sign of reducing consumption and have behaved in a way more similar to the mortgagors whose rate is not set to reprice.

Chart A

Nominal consumption by group of mortgagors around a repricing year

(EUR)



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.

Notes: The chart depicts the backward consumption path of CES mortgagors, those with FRMs that were repriced in 2024, and those with FRMs set to be repriced in the next three years. Consumption in the CES is reported on a quarterly basis and respondents are asked about their expenditure on several items during the previous month. We aggregate these responses for each respondent and report two-quarter moving means.

In an effort to better evaluate the possible bounds of future effects on aggregate consumption, we construct two corner case scenarios – a no-anticipation scenario and a full anticipation scenario – as well as a more realistic one informed by the data: the partial anticipation scenario.

For the no-anticipation scenario, consumption effects are assumed to materialise only when mortgage payments increase (i.e. households are fully myopic or display no consumption-smoothing behaviour). The increased payments are then multiplied by income group-specific marginal propensities to consume (MPCs), which implies that only a percentage of the actual increase in costs is passed through to consumption. This is the scenario considered in the main text (Chart 4). We also assume a full pass-through for budget-constrained households.

Under the permanent income hypothesis and households' preference for consumption smoothing, we can construct the other corner scenario, where households fully smooth out expected interest rate changes even if their lending rate is only due to change in the future. Assuming perfect foresight too, their interest rate expectation exactly matches that of the market. Only households that are budget-constrained to such a degree that they are unable to decrease consumption now are assumed to react only when their individual interest rate changes. For the rest, the accumulated consumption effects are broadly frontloaded to the periods when lending rates on new business adjusted (in 2022 and 2023), reflecting the timing of monetary tightening. The proportion of consumption adjustment in each of the two years is proportional to the size of interest rate increases that happened in each.

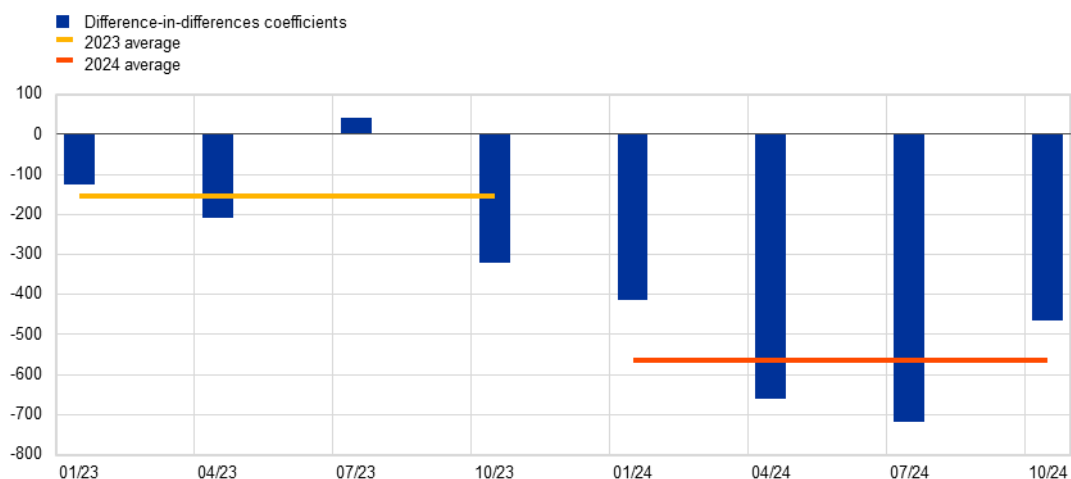
Finally, we also construct a more realistic scenario by estimating the timing and extent of anticipation effects. Leveraging our micro data, we compare the consumption of households with rates set to reprice in 2024 with the consumption of households whose rate is not set to reprice in the next three years. We identify few anticipation effects: the former only start reducing

consumption relative to the latter in October 2023, i.e. with a lead of one quarter. Using a difference-in-differences approach, we estimate that only around 27% of the overall adjustment implied by the change in rates occurs in the year prior to it, with the remaining 73% happening in the year of the interest rate change (Chart B).

Chart B

Estimated impact on consumption of a mortgage rate reset in 2024

(EUR)



Sources: ECB (CES) and ECB calculations.

Notes: The chart depicts the coefficients from a difference-in-differences regression where we estimate the anticipation effect of increased mortgage payments of mortgagors with an FRM repriced in 2024. These results inform our partial anticipation scenario: by comparing the average effects of 2023 with those of 2024, we estimate the one-year-ahead anticipation effect to be approximately one-quarter of the total effect on consumption.

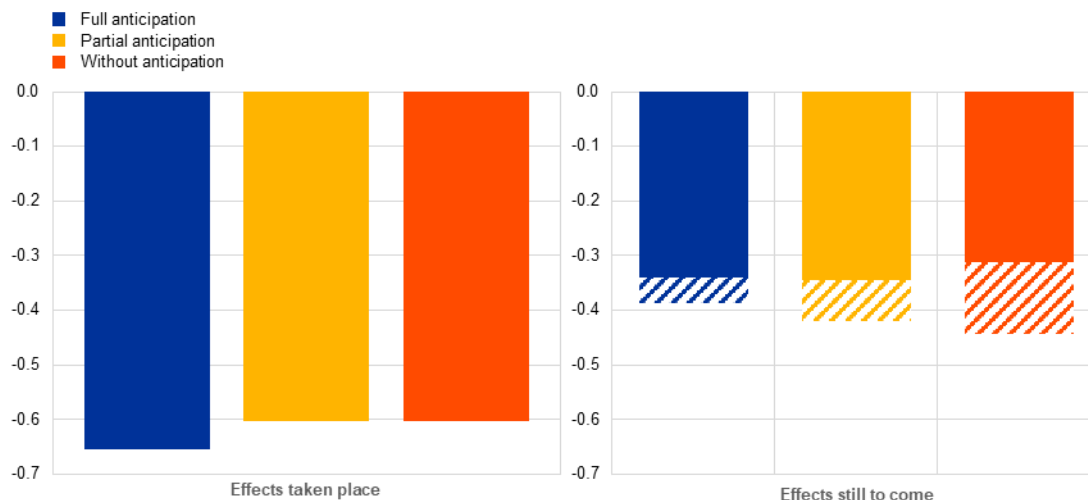
The latest observation is for October 2024.

Chart C illustrates the impact of increased mortgage payments on consumption under the three sets of assumptions. The solid bars reflect our main scenario holding rates on new loans constant at their latest level. The dashed bars show the pipeline effects if rates instead remain constant at their slightly higher end-2024 level. In the full anticipation scenario, the changes in consumption occurring in 2022-24 are around two-thirds of the total. However, about one-third of the total still takes place in 2025-30 due to the presence of (i) budget-constrained households that cannot adjust their consumption immediately, and (ii) new loans that, on average, start at higher interest rates than those that get fully repaid and drop out of the mortgage stock. These two factors imply that the pending consumption effects are still significant for the full anticipation scenario. In the more realistic partial anticipation scenario, 35% of the adjustment is yet to materialise by 2030.

Chart C

Impact on aggregate consumption growth under different anticipation assumptions

(cumulative percentage points)



Sources: ECB (BSI, MIR, CES) and ECB calculations.

Notes: The chart illustrates the cumulative impact of increased mortgage payments on consumption under three scenarios related to the anticipation of consumption effects: no anticipation (myopia), full anticipation (perfect foresight) and partial anticipation. The dashed bars show the conditional on December 2024 simulated results and the solid bars show the May 2025 update. For 2022 and 2023, changes in average consumption primarily reflect the influence of interest rate hikes on ARMs. Using the individual rate adjustments that originate in Chart 3, the new difference in year-on-year rates is multiplied by the depreciated outstanding balance (calculated by deducting principal payments over 12 months), and the resulting monthly payment change is subtracted from the previous year's projected consumption. This adjustment is scaled by income-specific MPCs and an MPC of 1 for hand-to-mouth households. The aggregate consumption for each year is calculated, and the year-on-year change in mean consumption is derived. The latest observations are for February 2025 for the CES and March 2025 for MIR and BSI.

Household income heterogeneity amplifies the effect of rate hikes early in the cycle. Poorer households have a higher share of mortgages due to reprice in the short term, as well as higher MPCs. These households are thus expected to be affected by rate hikes earlier on, with a disproportionate impact on consumption compared with a situation where MPCs are identical across households. Looking ahead, although lower-income households are expected to see a slower increase in their mortgage payments, they may still cut spending more due to this higher sensitivity. At the same time, households in the lower income quantiles hold lower shares of the aggregate stock of loans and represent a smaller share of total consumption, which should mitigate the role of MPC heterogeneity for the aggregate. In a scenario where MPCs are the same for all households, we find that the overall drag on consumption between 2022 and 2030 would be around 15% smaller. The further drag from heterogeneous MPCs persists throughout the entire period because lending rates on the stock of loans are expected to increase more for poorer households over that period.

The drag on consumption that has yet to materialise following the latest tightening cycle is large compared with previous cycles. The easing cycle that started in June 2024 led to a brief stabilisation of the rates paid by households on their stock of mortgages, which are expected to further increase starting in mid-2025. In contrast, and for reasons outlined above, when previous easing cycles began, the rates paid on outstanding balances declined. As detailed in Box 1, the remaining drag on consumption would be nil in our main scenario if the easing cycle had started with the rate configuration of October 2008.

5 Conclusion

In this article we explore how monetary policy affects consumption through changes in mortgage rates. Our simulations using household-level data show that, due to the higher prevalence of fixed-rate mortgages than in the past and the different configurations of interest rates on newly granted loans compared with outstanding loans, the cash flow channel is still expected to exert significant tightening pressure. Other things being equal, this should further dampen consumption through rising mortgage payments, despite the ongoing easing cycle. Our analysis underscores the importance of heterogeneity in monetary policy transmission by highlighting differences in mortgage contracts across countries and income groups. Poorer households tend to have more adjustable-rate mortgages or fixed-rate mortgages with shorter fixation periods, which means they are affected earlier in the cycle. In the current cycle, they will have been the ones experiencing the highest rise in interest payments by the end of 2030, with disproportionate effects on consumption due to their higher marginal propensities to consume.

Overall, the impact of monetary policy on consumption via the mortgage component of the cash flow channel is estimated to be significant. The impact on aggregate consumption amounts to 1 percentage point between 2022 and 2030, with 35% of the effects yet to materialise. However, it is important to note that this analysis focuses on one specific channel of adjustment and does not aim to provide a complete assessment of ongoing consumption developments, which also include positive effects from the recovery of real incomes and consumer confidence, in a context of monetary policy easing.

2. Advancing the capital markets union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading

Prepared by Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega and Hannah Franziska Sowa

1 Introduction

Post-trading is a crucial part of how European capital markets operate. After a trade is made, several important steps follow. These steps involve moving the ownership of financial products, such as bonds, from the seller to the buyer and handling the assets used as security in financial transactions. For example, a bank wishing to borrow money from a central bank needs to provide some of its eligible assets as collateral, akin to a buyer using a house as collateral for a mortgage. Post-trading needs to ensure these processes happen smoothly and securely.¹ Safe and efficient post-trading is the foundation for well-functioning capital markets, supporting their attractiveness and lowering the costs of savings and investments.

A harmonised approach to post-trade processes is essential for an efficient capital market in Europe. The report by Mario Draghi on the future of European competitiveness identifies post-trade fragmentation in Europe as a major barrier to developing a large, integrated capital market.² To achieve European harmonisation in post-trade now and in the future, two aspects are pertinent. First, there must be harmonisation across existing national legal and operational practices.³ Second, it is essential to establish a framework for the development of innovative solutions for a digital capital markets union.⁴ The ECB sees an urgent need to integrate Europe's fragmented capital markets, not only in the area of post-trade but also in supervision and other areas.⁵ This article focuses on the current post-trade environment.

To improve existing post-trade processes, the Eurosystem recommends having a single European rulebook. Improvements are particularly needed in three

¹ Post-trading activities are the steps taken after a trade is executed to ensure its successful completion. These include: (i) clearing, which is the process of reconciling purchase and sales orders, ensuring that both parties have the necessary funds and securities to complete the trade; (ii) settlement, which involves the actual exchange of securities and payment between the buyer and seller, finalising the transfer of ownership; (iii) custody and asset servicing, which involves the safekeeping of securities, along with managing corporate actions such as dividends, interest payments and other events affecting the securities; and (iv) reporting, which involves documenting and communicating the details of the trade to the relevant parties and regulatory bodies to ensure transparency and compliance with regulations.

² Draghi, M., [The future of European competitiveness](#), European Commission, 9 September 2024.

³ The ECB Governing Council has emphasised the need to finalise the harmonisation of key post-trade processes that have not yet been integrated and are therefore inefficient from a European capital markets perspective – such as procedures for handling withholding tax and processing corporate actions – to foster a deeper and more integrated capital markets union. See [“Statement by the ECB Governing Council on advancing the capital markets union”](#), 7 March 2024.

⁴ Cipollone, P., [“Towards a digital capital markets union”](#), keynote speech at the Bundesbank Symposium on the Future of Payments, Frankfurt am Main, 7 October 2024.

⁵ Lagarde, C., [Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order](#), speech at the 34th European Banking Congress, 22 November 2024.

post-trade areas: (i) securities settlement (transfer of securities), (ii) collateral management (processes for managing assets used as collateral in credit operations), and (iii) asset servicing (e.g. managing coupon or dividend payments and redemptions). To this end, the Eurosystem has worked with market participants to create standards for the rulebook which address the barriers for these areas.⁶ The Eurosystem's Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral (AMI-SeCo) has developed these standards and called for the adoption of the single rulebook.⁷

This article reviews the challenges of the existing post-trading ecosystem and provides a roadmap to overcome them. Section 2 provides an overview of the current fragmented European post-trade landscape. Section 3 looks at the role of the central bank in post-trade while Section 4 explores the barriers in securities settlement, collateral management and asset servicing, and the challenges to adopting and implementing European standards in these areas. It also explains the Eurosystem's efforts to overcome these barriers by actively promoting a single European post-trade rulebook to harmonise business processes, data definitions and data exchange. Lastly, Section 5 outlines a proposal for a roadmap to implement the single rulebook in these areas.

2 Europe does not yet have a single financial market

Current European post-trade ecosystem

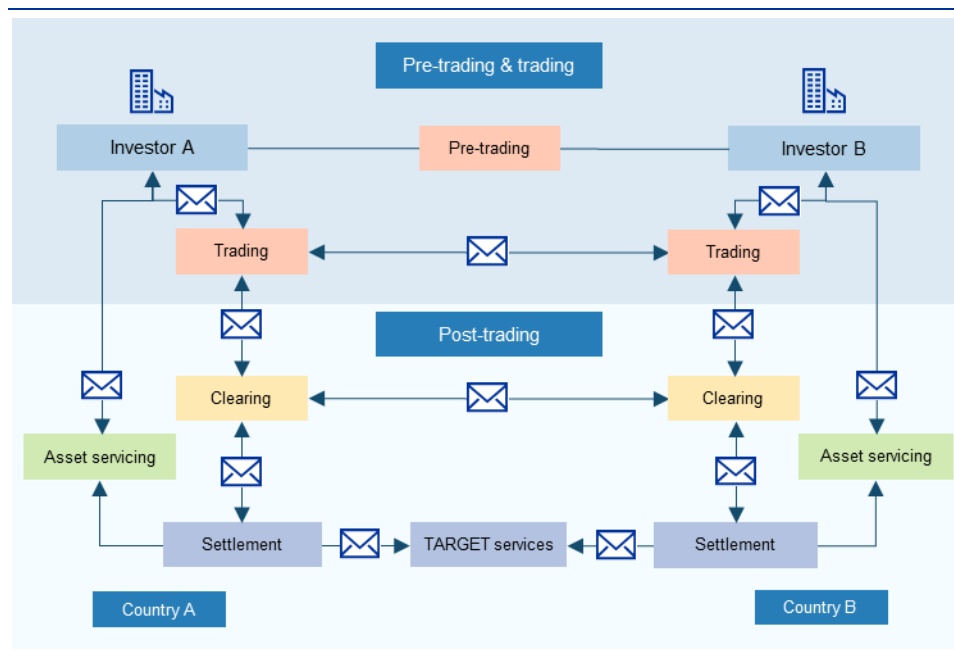
The European financial market relies on country-specific post-trade processes. Historically, markets in Europe operated independently from one another. For this reason, financial assets like bonds or shares are still mostly issued, held, traded and settled on a national basis. All the parties involved in handling these assets within a country communicate effectively throughout the process. However, when financial transactions occur between different countries, the exchange of information becomes complicated and inefficient. Entities have not yet transitioned to using unified approaches across the continent, and cross-border transactions often rely on less effective methods. Except for the TARGET services provided by the Eurosystem, most processes have not yet been fully integrated across Europe (Figure 1).

⁶ Standardisation is the process of implementing and developing technical standards based on the consensus of different parties. Common rules and processes bring efficiency gains. Faster processing and/or automation not only benefit the industry but contribute towards strengthening the financial system, reinforcing competition and increasing the availability and accessibility of investment opportunities, thus helping to broaden capital markets in Europe.

⁷ AMI-SeCo facilitates an active dialogue with market participants on issues related to the clearing and settlement of securities and to collateral management. It assists the Eurosystem in promoting safe and efficient financial market infrastructures.

Figure 1

Capital market value chain, organised along national boundaries



Note: The colours in the figure relate to the same functions. Pink refers to trading and pre-trading, yellow refers to clearing, blue refers to settlement and green refers to asset servicing.

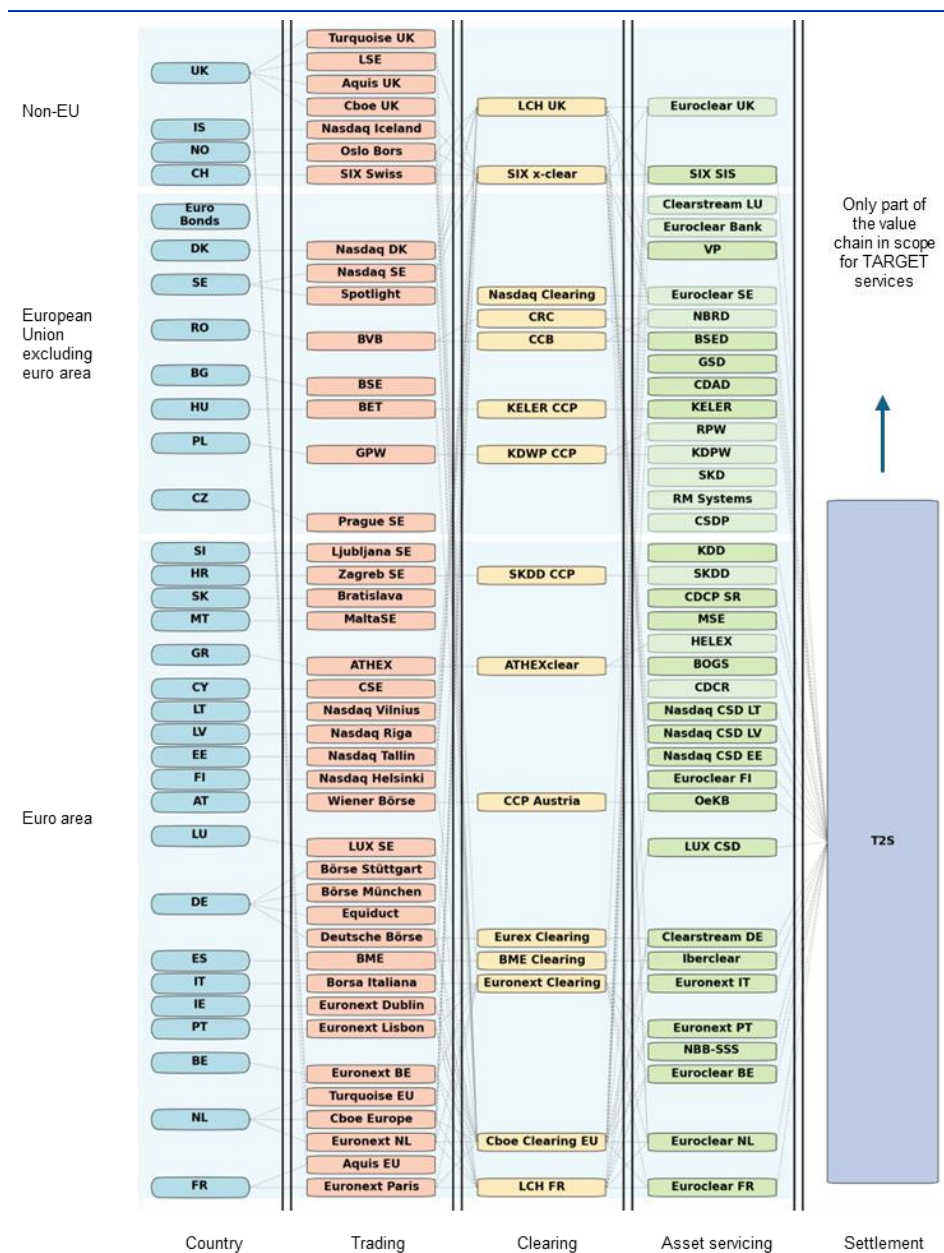
Central securities depositories (CSDs) and custodians are major parties in the national markets. In the post-trading space, they are crucial in two areas: (i) settling securities transactions where the details of the transaction are recorded electronically, ensuring that buyers receive their assets and sellers get paid and (ii) offering collateral management and asset servicing. TARGET services provide a strong European foundation for these parties, offering a streamlined pathway for securities settlement, which is crucial for an integrated value chain in the post-trade sector. However, many securities transactions are settled outside TARGET services, through internalised settlement flows, e.g. within custodians or CSD groups, which weakens this pathway. This mainly reflects the fragmentation in areas such as asset servicing. Additionally, not all CSDs have joined TARGET services or have established links with other CSDs across Europe.⁸

The location of assets has a considerable impact on post-trading, leading to national clusters, otherwise referred to as home bias. Consider a French company that owns German shares and wants to use them as collateral for a loan in Italy. Owing to different rules and systems in each country, handling these shares across borders becomes complicated, making it difficult to use them efficiently in Italy. Country-specific features and asset servicing practices make it difficult for the securities to be used as collateral on a cross-border basis. This creates vertical silos, with the clustering extending to national chains of trading, clearing and settlement. As shown in Figure 2, most layers remain largely confined to national boundaries.

⁸ A link is an account opened by a CSD in the books of another CSD, in order to facilitate the transfer of securities from participants in these CSDs.

Figure 2

A simplified overview of the European securities infrastructure



Source: ECB.

Notes: The European Economic Area (EEA) consists of 90 trading venues along with 14 central counterparties and 34 CSDs. This number includes 27 CSDs from the private sector (for the complete list, please consult the CSD Register published by the European Securities and Markets Authority) and seven CSDs operated by a public body (a central bank in every case but one). The colours in the figure relate to the same functions.

Despite some entities merging into larger groups that cover the value chain, cross-border settlement remains limited. CSDs in many cases are now parts of larger, consolidated groups that encompass trading, clearing, asset servicing and settlement. The three main CSDs in terms of value and volume are in the Euroclear

Group, Euronext Group and Deutsche Börse Group (Chart 1, panel b).⁹ However, securities are still predominantly held and settled within the local CSDs and barely move outside them (Chart 1, panel a). Even in CSDs belonging to the same group, there is a home bias with most settlement volumes occurring within each CSD of the group, with limited cross-border transactions. For 2023, close to 98% of transactions in value and more than 95% of volumes were settled between parties in the same individual CSD (i.e. both the delivering and receiving party belonged to the same CSD).¹⁰

Clusters confine capital within national boundaries. Clusters could limit cross-border investment and reduce the amount of capital available. The absence of harmonised standards and a harmonised operational framework prevents issuers from finding efficient alternative locations. Companies that issue financial assets, like shares or bonds, are often operating (or need to operate) within their own country's rules. Without a unified framework (a single European rulebook), they cannot easily choose to issue their assets in another country that might offer better conditions. This limits their ability to optimise their operations and potentially reduces their access to wider pools of capital. It also makes it harder for investors to take the most efficient decisions based on risk and return, as investors might not have access to the best opportunities or face higher costs when trying to invest across borders. Costs are related to several areas, such as quality of information (estimated at €1.6 to €8 billion per year globally), processing errors (€300 to €700 million per year), delays (€3.4 million) and ineffective processes.¹¹ While financial products like exchange-traded funds (ETFs) can help investors gain exposure to international markets, they do not completely solve the problem. ETFs still depend on the underlying markets being efficient and accessible.

⁹ Settlement is concentrated in three groups of CSDs: Euroclear Group (Euroclear Bank, Euroclear Belgium, Euroclear Finland, Euroclear France, Euroclear Nederland and Euroclear Sweden), Deutsche Börse (Clearstream Banking SA, Clearstream Banking AG and LuxCSD) and Euronext Securities (Euronext Securities Copenhagen, Euronext Securities Milan, Euronext Securities Oslo and Euronext Securities Porto).

¹⁰ [TARGET2-Securities Annual Report 2023](#), ECB. It is noted that cross-CSD settlements are not the sole avenue for cross-border investment. Custodian networks are also utilised to facilitate these transactions, highlighting the complexity of the services required.

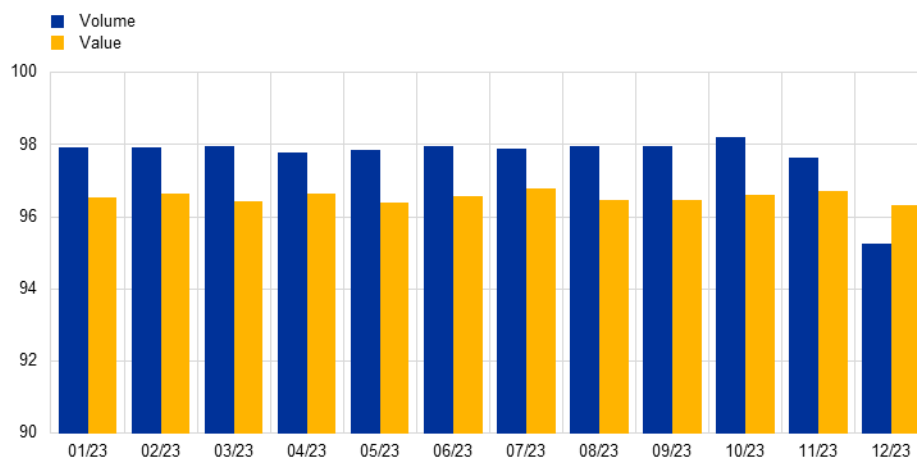
¹¹ Neuhaus, H. and Hanssens, B., "ISO 20022: A migration strategy in the securities market for corporate events and triparty collateral management", *Journal of Securities Operations & Custody*, Vol.16, No 3, 2024.

Chart 1

Intra-CSD settlement in T2S and value of settlement turnover by groups of CSDs in 2023

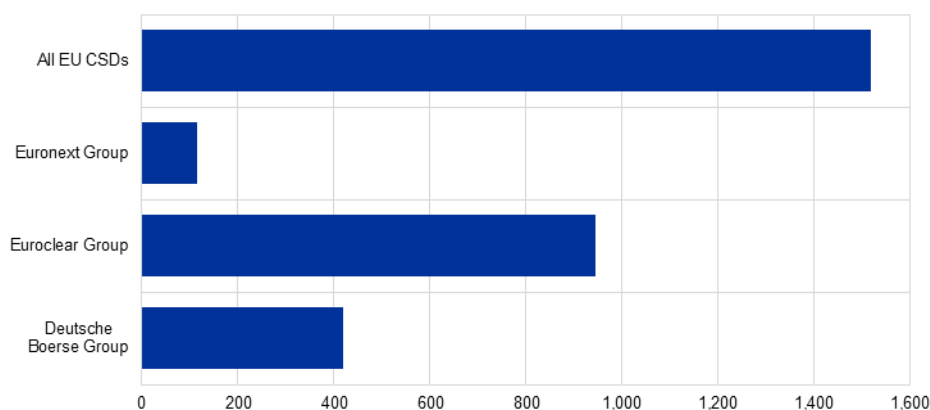
a) Intra-CSD settlement

(percentages, daily averages)



b) CSDs by settlement turnover

(2023 values in EUR trillions)

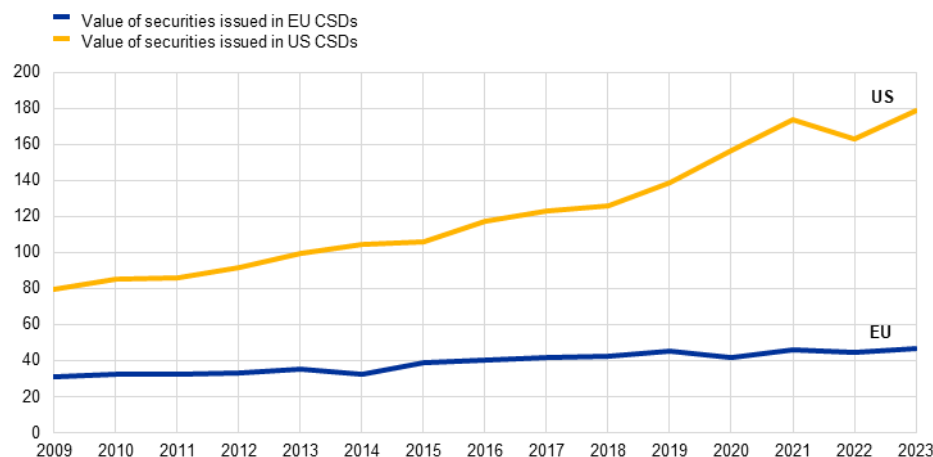


Sources: TARGET2-Securities Annual Report for 2023 and ECB staff calculations.

Expansion of the EU capital market has consistently lagged behind that of the United States due to fragmentation. Over the past 15 years, issuance activity in the United States has doubled, whereas in the EU it has grown by only one third, thereby widening the gap between these two markets (Chart 2 shows the stock of issued securities). The difference is particularly significant given that the EU's population surpasses that of the United States by over 100 million. In the United States, issuers benefit from a unified framework for issuance practices and corporate actions that allows them to reach all potential investors. By contrast, European issuers face a complex landscape of specific national practices and local requirements.

Chart 2**Issuances in the European Union vs the United States**

(EUR trillions)



Source: ECB staff calculations (ECB statistics and BIS Red Book).

Two initiatives, namely the EU Issuance Service (EIS) and the Eurobond market, serve as examples of a more integrated approach. Since January 2024 the EIS offers a pan-European platform for the primary market issuance and initial distribution of EU debt instruments, treating the EU as a single domestic market.¹² This service which is used by the European Commission to issue EU debt securities provides a consistent approach to debt issuance and offers standardised asset servicing (as outlined in the single rulebook described below), facilitating access to a broad investor base within the EU. Although the EIS still has a limited scope and use, it serves as a strong example of a more harmonised and integrated European financial solution.¹³ The Eurobond market is also a solution that is not linked to a national market; it has emerged as a workaround solution aiming to address and overcome various barriers that typically hinder seamless financial activities across national borders.¹⁴

3 The role of the central bank in post-trade

The Eurosystem plays a key role in the infrastructure of the financial markets.

As operator, the Eurosystem provides common platforms and services. TARGET services offer a unified platform for the payment and settlement of securities transactions, thus ensuring safety, efficiency and integration with a single pool of euro liquidity in central bank money. As a catalyst, the Eurosystem promotes harmonisation and explores new technologies for central bank money settlement,

¹² The [EU issuance service](#) consists of the settlement of the issuance and initial distribution of EU debt securities as well as their asset servicing in the form of corporate actions.

¹³ [Advisory report on debt issuance and distribution in the European Union](#), European Central Bank, December 2021.

¹⁴ Eurobonds are defined as a security issued outside the issuer's home market and not subject to the domestic market regulations, domestic bond market conventions or domestic settlement practices of either the issuer or the country of issue. See Chan, D., Fontan, F., Rosati, S. and Russo, D., "[The Securities Custody Industry](#)", *Occasional Paper Series*, No 68, ECB, August 2007.

fostering innovation and preventing re-fragmentation. Lastly, as an overseer, the Eurosystem supports common oversight requirements to enhance resilience and efficiency in Europe's capital markets.

Table 1
The Eurosystem's role in post-trading

Operations (through TARGET Services)	T2	Large value payment system: real-time gross settlement (RTGS) system of payments in euro, which are processed and settled in central bank money, i.e. money held in an account with a central bank.
	T2S	Securities settlement platform: common platform operated by the Eurosystem on which securities and cash can be transferred between investors across Europe using harmonised rules and practices. Banks pay for securities on the platform using the account they have with their central bank, so the money used to settle transactions is central bank money.
	TIPS	Faster payments: market infrastructure service enabling payment service providers to offer fund transfers to their customers in real time and around the clock, every day of the year, irrespective of their local bank's opening hours.
	ECMS	Collateral management system: unified system for Eurosystem central banks to manage assets used as collateral in Eurosystem credit operations. The Eurosystem Collateral Management System will replace the existing euro area national central bank systems currently in use.
Harmonisation	SCoRE and T2S standards	The Single Collateral Management Rulebook for Europe (SCoRE) establishes the common rules for managing collateral in the areas of corporate actions, triparty collateral management and billing. Facilitates collateral management processes for market participants, investors and financial entities. The T2S standards aim to harmonise securities settlement across the European T2S markets.
Oversight		The mandate covers payment systems, electronic payment instruments, T2S, securities settlement systems, critical service providers and correspondent and custodian banks. Responsibilities are shared between the ECB and national central banks.

The Eurosystem facilitates standardisation through market coordination.

Through initiatives such as AMI-SeCo, the Eurosystem is examining the root causes of technical barriers in Europe. To tackle these issues, harmonisation standards are being developed, comprising uniform rules and formats aimed at eliminating discrepancies in post-trading across Europe, thus improving the quality of data for processing securities transactions, including settlement and asset servicing. Harmonisation standards also define how new technologies could be integrated into existing settlement and collateral management processes. These standards are adopted by AMI-SeCo as part of creating a single European rulebook.

The Eurosystem fosters the resilience of capital markets. By offering the TARGET services as a strong and harmonised fundament in Europe, there is a common pathway (highway) for safe and efficient cross-border settlement and to preserve the region's autonomy. The Eurosystem ensures the safe settlement of transactions by using deposits/reserves held by financial institutions at the central bank, known as central bank money settlement. It provides tools for pooling liquidity, which enhances resilience during periods of market stress and improves risk management.

4 Improving the existing European post-trade ecosystem

A holistic approach, with a single set of rules, is necessary to reduce the impediments in securities settlement, collateral management and asset

servicing. Adopting a single European rulebook is essential to remove barriers in operational frameworks, with differing business processes and messaging, which, for example, restrict collateral mobility. While legal and regulatory barriers also affect post-trade arrangements, these are largely addressed by other initiatives, notably the European Commission's savings and investments union efforts (Box 1).

To eliminate operational impediments, the following measures are necessary:

1. Harmonisation to remove technical fragmentation: harmonisation of rules and practices is needed to improve the quality and consistency of data for cross-border transactions. Further harmonisation in several areas would lead to common operational frameworks that would reduce complexity and compliance burdens for market participants involved in cross-border activities.
2. Coordination: an agreement by the financial industry on a roadmap for switching to a single set of rules (rulebook) would allow specific national practices to be brought into line. It would establish a consistent data source and a set of processing requirements for interactions with asset owners across markets.
3. Incentivise: promote European solutions based on harmonisation, which support the interoperability of financial market structures and reduce incentives for internalised settlement. The Eurosystem's TARGET services play a key role as a European pathway, maintaining the stability of central bank money as a settlement asset and ensuring that new technologies are integrated safely and effectively in financial market infrastructures. The focus should be on creating a shared environment with settlement links among all CSDs in Europe, aimed at reducing transaction costs, enhancing market efficiency and fostering financial innovation.

These measures have to be aligned with innovative solutions for digital capital markets to avoid new fragmentation and contain risk. Wholesale (or large value) financial transactions are currently based on the settlement in central bank money via the Eurosystem TARGET services. Market participants are increasingly anticipating that tokenisation and use of distributed ledger technology (DLT) will revolutionise financial transactions by allowing assets to be issued or represented as digital tokens. The Eurosystem is currently broadening its initiatives to settle DLT-based transactions using central bank money.¹⁵ By providing central bank money based on a harmonised rulebook (aligned with the current environment), the Eurosystem aims to mitigate the risks associated with using alternative settlement assets, which could reintroduce credit risk, market fragmentation and reliance on non-European solutions.¹⁶

¹⁵ See [Exploratory work on new technologies for wholesale central bank money settlement on the ECB's website](#).

¹⁶ Cipollone, P., [Harnessing the digital future of payments: Europe's path to sovereignty and innovation](#), speech at the France Payments Forum event "Digital euro and the future of payments in Europe", 15 May 2025.

Box 1

Post-trading activities: areas for harmonisation under the single European rulebook

Harmonisation and use of common standards in the following areas would be particularly beneficial.

- **Barriers in legal and regulatory frameworks:** eliminating specific national practices and frameworks, such as purely national shareholder and bondholder definitions, or restrictions on issuance.
 - **Barriers in operational frameworks**
 - **Securities settlement:** further integrating market practices and architecture for securities issuance and settlement, as well as aligning standards and requirements across jurisdictions to accelerate settlement.
 - **Collateral management:** reducing heterogeneity in processes across European financial markets to increase the efficient use of collateral (collateral mobility).
 - **Asset servicing (corporate events):** adopting a single set of rules for corporate events (as part of the single rulebook), which defines common data elements, business processes and messaging standards for Europe.
-

5 A roadmap to harmonise the existing post-trading landscape

The Eurosystem proposes a clear path forward for the European post-trading sector. Collective action and a migration strategy – roadmap – are needed to collectively implement the single rulebook, detailing the future landscape and the steps required to achieve it. This roadmap is needed for the financial community to coordinate the move to a single set of rules and stop the parallel use of different messaging formats. It should be advanced by the Eurosystem, CSDs, their participants and custodians through existing or, where needed, new national stakeholder groups.

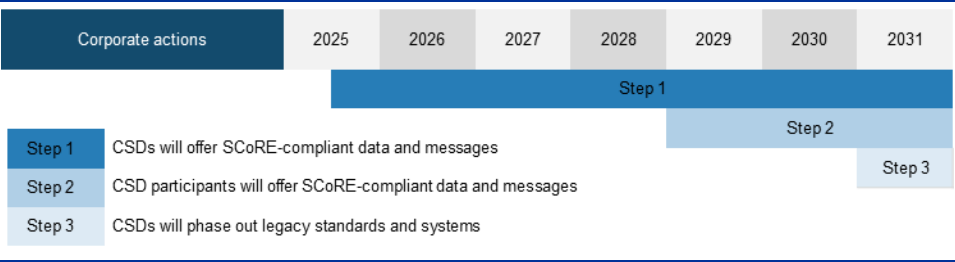
The roadmap should focus on specific areas: initially addressing collateral management and asset servicing. The migration strategy has advanced in AMI-SeCo in respect of collateral management and asset servicing and will be presented for adoption by the financial community. Different waves for adoption allow for a smooth transitioning. From the Eurosystem perspective, a cohesive and ambitious strategy is pertinent, providing momentum, with a clear timeline for transitioning to a single message format, ISO 20022, with plans that include specific milestones to be achieved by 2028 and earlier, and with an aspirational deadline of no later than 2030. The strategy will be most effective if it defines clear dates for stopping the use of different messaging standards.

1. **June 2025: the Eurosystem, CSDs and counterparties are part of the first wave.** The Eurosystem Collateral Management System (ECMS) – a unified system for managing assets used as collateral in Eurosystem credit operations –

will go live in June 2025 and operate according to the core areas of the rulebook, thereby ensuring that the handling of securities eligible as collateral in monetary policy and related collateral operations is standardised through the adoption of rules and practices and the use of ISO 20022 messaging standards. Other parties could join gradually.

2. **End 2028: CSD participants will be able to join.** CSDs participants will be able to use harmonised interactions based on the common rulebook, which includes common data elements, business processes and workflows and ISO 20022 messaging standards. CSD participants also start offering the common messaging to their clients.
3. **End 2030: the remaining parties should have joined.** From that point onward, the implementation of the single rulebook and ISO 20022 messaging standards in these areas should be completed. Transactions will be streamlined, thus reducing costs and boosting the efficiency of Europe's financial markets.

Figure 3
Roadmap



Source: ECB.

6 Conclusion

Integration of post-trade activities at European level is important for developing deeper and broader capital markets serving European citizens and businesses. Harmonised solutions must be applied to enhance cross-border competition and foster efficiency. Building on the advancements of the TARGET services, attention is required for non-harmonised areas related to securities settlement, collateral management and asset servicing.

The single European post-trade rulebook should provide clarity on the future shape of market structures. The single rulebook will minimise uncertainty and stimulate innovation. It should provide clarity on standards for exchanging data to facilitate machine-readable and standardised end-to-end processing from issuers through to investors. Addressing discrepancies in data usage and exchange at their source is critical, as these discrepancies can be propagated throughout the entire transaction chain, underscoring the need for a single rulebook.

An agreed roadmap is essential for making the switch to the single rulebook. A coordinated approach across Europe should be adopted, with a timeline to phase out current national practices and establish a unified standard for processing securities.

Doing so will contribute to achieving truly European capital markets. The roadmap initially focuses on collateral management and asset servicing, with the aim of overcoming these longstanding pain points in the securities industry.

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	OECD countries		United States	United Kingdom (HICP)	Japan	China	Memo item: euro area ²⁾ (HICP)
							Total	excluding food and energy					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3.4	2.5	4.8	0.9	3.0	3.5	9.5	6.8	8.0	9.1	2.5	2.0	8.4
2023	3.5	2.9	0.4	1.4	5.2	0.4	6.9	7.0	4.1	7.4	3.2	0.2	5.4
2024	3.2	2.9	1.1	0.2	5.0	0.9	5.2	5.7	2.9	2.5	2.7	0.2	2.4
2024 Q2	0.7	0.7	0.5	0.9	1.0	0.2	5.7	6.1	3.2	2.1	2.7	0.3	2.5
Q3	0.9	0.8	0.0	0.2	1.4	0.4	4.8	5.2	2.6	2.0	2.8	0.5	2.2
Q4	0.9	0.6	0.1	0.6	1.6	0.2	4.6	5.0	2.7	2.5	2.9	0.2	2.2
2025 Q1	.	-0.1	0.7	-0.2	1.2	0.3	.	.	2.7	2.8	3.8	-0.1	2.3
2024 Dec.	-	-	-	-	-	-	4.7	4.9	2.9	2.5	3.6	0.1	2.4
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	4.7	4.8	3.0	3.0	4.0	0.5	2.5
Feb.	-	-	-	-	-	-	4.5	4.7	2.8	2.8	3.7	-0.7	2.3
Mar.	-	-	-	-	-	-	4.2	4.5	2.4	2.6	3.6	-0.1	2.2
Apr.	-	-	-	-	-	-	4.2	4.6	2.3	3.5	3.6	-0.1	2.2
May ³⁾	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1.9

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

1) Quarterly data seasonally adjusted; annual data unadjusted.

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

3) Flash estimate.

1.2 Main trading partners, Purchasing Managers' Index and world trade

	Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices; s.a.)									Merchandise imports ¹⁾		
	Composite Purchasing Managers' Index						Global Purchasing Managers' Index ²⁾			Global	Advanced economies	Emerging market economies
	Global ³⁾	United States	United Kingdom	Japan	China	Memo item: euro area	Manufacturing	Services	New export orders			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0	4.6	1.6
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.4	-3.7	4.4
2024	52.9	53.7	52.5	51.3	52.1	50.1	50.7	53.1	49.0	4.2	3.5	4.8
2024 Q2	53.2	53.5	53.1	51.5	53.2	51.6	52.1	53.3	50.1	1.2	1.9	0.5
Q3	52.9	54.3	53.1	52.5	50.9	50.3	49.8	53.4	48.4	1.5	1.7	1.2
Q4	53.0	54.8	50.9	50.1	51.8	49.3	49.9	53.3	48.4	1.0	0.9	1.0
2025 Q1	52.0	52.6	50.8	50.6	51.5	50.4	50.9	52.1	49.7	3.6	8.6	-1.0
2024 Dec.	53.2	55.4	50.4	50.5	51.4	49.6	49.2	53.8	48.2	1.0	0.9	1.0
2025 Jan.	52.0	52.7	50.6	51.1	51.1	50.2	50.7	52.2	49.4	1.9	4.1	0.0
Feb.	51.7	51.6	50.5	52.0	51.5	50.2	51.5	51.5	49.6	2.8	6.4	-0.4
Mar.	52.3	53.5	51.5	48.9	51.8	50.9	50.4	52.6	50.1	3.6	8.6	-1.0
Apr.	50.9	50.6	48.5	51.2	51.1	50.4	50.5	50.8	47.3	.	.	.
May	.	52.1	49.4	.	.	50.2	49.1	.	48.0	.	.	.

Sources: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9); CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis and ECB calculations (col. 10-12)

1) Global and advanced economies exclude the euro area. Annual and quarterly data are period-on-period percentages; monthly data are 3-month-on-3-month percentages.

All data are seasonally adjusted.

2) Excluding 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)												
2022	13,724.4	13,448.1	7,232.5	2,943.7	3,015.6	1,557.3	867.7	584.2	256.4	-276.2	7,403.4	7,127.1
2023	14,599.7	14,077.2	7,730.5	3,092.9	3,195.1	1,643.5	923.9	621.4	58.8	-522.5	7,382.0	6,859.5
2024	15,155.6	14,481.3	8,007.3	3,272.2	3,197.8	1,652.0	910.9	628.2	3.9	-674.3	7,513.9	6,839.6
2024 Q1	3,740.6	3,568.6	1,982.3	799.5	801.3	413.8	227.5	158.4	-14.4	-172.0	1,854.6	1,682.6
Q2	3,765.8	3,581.1	1,990.9	813.4	783.2	410.6	229.1	141.8	-6.4	-184.7	1,897.0	1,712.3
Q3	3,802.3	3,643.3	2,008.3	825.8	801.7	411.0	225.9	163.1	7.5	-159.0	1,875.7	1,716.7
Q4	3,844.9	3,687.8	2,026.4	833.6	812.8	416.8	229.4	164.9	14.9	-157.2	1,889.7	1,732.5
as percentage of GDP												
2024	100.0	95.6	52.8	21.6	21.1	10.9	6.0	4.1	0.0	-4.4	-	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q2	0.2	-0.1	0.0	1.1	-2.5	-0.8	0.5	-11.3	-	-	1.5	1.1
Q3	0.4	1.4	0.6	0.9	1.8	-0.4	-2.2	14.8	-	-	-1.3	0.5
Q4	0.2	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	-0.1	-	-	0.0	0.1
2025 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
annual percentage changes												
2022	3.5	3.8	5.0	1.1	2.0	-0.1	3.5	5.1	-	-	7.4	8.4
2023	0.4	0.1	0.5	1.4	1.7	0.7	2.2	3.6	-	-	-0.8	-1.4
2024	0.9	0.5	1.1	2.7	-1.8	-1.4	-2.6	-1.8	-	-	1.1	0.3
2024 Q2	0.5	-0.6	0.6	2.9	-3.2	-2.0	-1.8	-8.7	-	-	1.9	-0.4
Q3	1.0	1.0	1.1	3.0	-1.5	-1.9	-4.4	3.8	-	-	1.6	1.7
Q4	1.2	1.3	1.5	2.7	-2.0	-0.6	-1.3	-6.3	-	-	1.3	1.5
2025 Q1	1.2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in GDP; percentage points												
2024 Q2	0.2	-0.1	0.0	0.2	-0.5	-0.1	0.0	-0.5	0.2	0.2	-	-
Q3	0.4	1.3	0.3	0.2	0.4	0.0	-0.1	0.6	0.5	-0.9	-	-
Q4	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.2	0.0	-	-
2025 Q1	0.3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
contributions to annual percentage changes in GDP; percentage points												
2022	3.5	3.8	2.6	0.3	0.4	0.0	0.2	0.2	0.5	-0.2	-	-
2023	0.4	0.1	0.3	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	-0.9	0.3	-	-
2024	0.9	0.4	0.6	0.6	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3	0.4	-	-
2024 Q2	0.5	-0.6	0.3	0.6	-0.7	-0.2	-0.1	-0.4	-0.8	1.1	-	-
Q3	1.0	1.0	0.6	0.6	-0.3	-0.2	-0.3	0.2	0.1	0.0	-	-
Q4	1.2	1.2	0.8	0.6	-0.4	-0.1	-0.1	-0.3	0.3	0.0	-	-
2025 Q1	1.2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

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)												
2022	12,339.8	217.9	2,422.4	646.3	2,342.4	633.1	544.6	1,340.7	1,490.5	2,324.6	377.3	1,384.6
2023	13,205.2	225.6	2,607.1	720.2	2,437.9	678.4	601.6	1,467.1	1,600.2	2,459.3	408.0	1,394.6
2024	13,641.1	229.5	2,535.8	738.7	2,528.8	720.4	632.7	1,538.2	1,680.8	2,607.3	428.8	1,514.5
2024 Q1	3,370.0	56.6	630.7	184.6	625.0	177.0	155.9	382.2	413.2	639.3	105.5	370.6
Q2	3,392.0	56.9	627.1	184.6	630.6	178.4	157.9	384.3	418.2	647.0	107.0	373.8
Q3	3,420.2	57.2	632.8	184.2	632.9	180.8	159.2	384.8	423.1	657.2	108.2	382.1
Q4	3,456.8	58.7	642.9	185.5	640.3	184.2	159.7	387.0	426.5	663.9	108.2	388.1
as percentage of value added												
2024	100.0	1.7	18.6	5.4	18.5	5.3	4.6	11.3	12.3	19.1	3.1	-
Chain-linked volumes (prices for the previous year)												
quarter-on-quarter percentage changes												
2024 Q1	0.1	0.9	-1.5	0.1	0.7	1.0	1.1	0.9	0.1	0.3	0.8	2.2
Q2	0.2	-1.6	-0.1	-1.0	0.2	0.4	0.1	0.3	0.7	0.3	0.4	0.2
Q3	0.3	-0.5	0.1	-0.6	0.0	1.2	0.1	0.1	0.4	0.7	1.1	1.9
Q4	0.2	0.5	-0.2	0.2	0.4	1.4	-1.0	0.4	0.0	0.5	-1.0	0.5
annual percentage changes												
2022	3.9	-0.9	0.5	0.0	8.1	5.6	-1.8	2.8	6.3	2.9	16.1	0.7
2023	0.7	0.3	-1.3	1.3	-0.1	4.6	-1.3	1.7	1.5	1.1	3.9	-1.9
2024	0.9	-0.6	-1.0	-1.6	0.8	3.9	0.5	1.9	1.9	1.6	1.2	0.8
2024 Q1	0.7	0.6	-1.4	-1.6	0.5	4.1	0.3	1.8	2.1	1.1	1.4	-1.4
Q2	0.7	-1.5	-1.3	-2.1	0.6	3.2	0.2	2.0	2.3	1.5	1.0	-0.9
Q3	1.0	-0.9	-0.2	-2.0	0.6	3.8	0.6	2.0	2.0	1.7	1.0	0.7
Q4	0.8	-0.7	-1.6	-1.3	1.3	4.1	0.3	1.7	1.2	1.8	1.3	4.9
contributions to quarter-on-quarter percentage changes in value added; percentage points												
2024 Q1	0.1	0.0	-0.3	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-
Q2	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	-
Q3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
Q4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	-
contributions to annual percentage changes in value added; percentage points												
2022	3.9	0.0	0.1	0.0	1.5	0.3	-0.1	0.3	0.8	0.6	0.5	-
2023	0.7	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	-
2024	0.9	0.0	-0.2	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-
2024 Q1	0.7	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	-
Q2	0.7	0.0	-0.3	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.3	0.3	0.0	-
Q3	1.0	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.2	0.0	0.2	0.2	0.3	0.0	-
Q4	0.8	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.3	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-ruktion	Trade, transport, accom-modation and food services	Inform-ation and communica-tion	Finance and insur-ance	Real estate	Professional business and support services	Public adminis-tration, education, health and social work	Arts, enter-tainment and other services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Persons employed													
<i>as a percentage of total persons employed</i>													
2022	100.0	86.0	14.0	2.9	14.2	6.4	24.2	3.3	2.3	1.1	14.2	24.9	6.6
2023	100.0	86.1	13.9	2.8	14.1	6.4	24.4	3.4	2.3	1.1	14.2	24.8	6.6
2024	100.0	86.1	13.9	2.8	14.0	6.4	24.4	3.4	2.3	1.0	14.2	25.0	6.5
<i>annual percentage changes</i>													
2022	2.4	2.5	1.9	-0.7	1.2	3.7	3.3	6.1	0.1	3.3	3.8	1.5	1.3
2023	1.4	1.5	0.7	-2.1	0.9	1.3	2.0	3.6	0.5	1.8	1.7	1.3	1.4
2024	1.0	1.0	0.6	0.0	0.2	1.1	1.0	1.7	0.7	-0.8	0.5	1.7	0.5
2024 Q2	1.0	1.0	0.7	0.5	0.5	1.2	0.7	1.7	0.7	-1.3	0.6	1.9	0.7
Q3	1.0	1.0	0.8	0.2	0.3	0.8	1.0	1.4	0.8	-1.9	0.8	1.8	0.7
Q4	0.7	0.8	0.1	-1.0	0.0	0.8	1.1	1.3	0.8	-0.3	-0.1	1.6	0.0
2025 Q1	0.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Hours worked													
<i>as a percentage of total hours worked</i>													
2022	100.0	81.7	18.3	3.8	14.7	7.4	25.1	3.6	2.4	1.1	14.1	22.0	5.9
2023	100.0	81.9	18.1	3.7	14.6	7.3	25.2	3.6	2.4	1.1	14.2	22.0	5.9
2024	100.0	82.0	18.0	3.6	14.5	7.3	25.2	3.7	2.4	1.1	14.2	22.2	5.9
<i>annual percentage changes</i>													
2022	3.6	3.6	3.3	-1.3	1.2	4.2	7.4	6.4	-0.7	5.3	4.4	0.8	4.8
2023	1.3	1.6	0.2	-2.2	0.6	0.9	1.8	3.4	0.1	1.4	1.7	1.5	1.8
2024	1.0	1.2	0.4	-0.5	0.3	1.1	1.0	2.0	0.5	-1.2	1.2	1.8	0.8
2024 Q1	0.8	0.8	0.5	-1.3	-0.4	1.1	1.0	2.2	0.1	-1.1	1.2	1.3	0.1
Q2	0.9	1.0	0.4	0.0	0.4	0.7	0.4	1.8	0.4	-2.1	1.0	1.8	1.0
Q3	0.6	0.8	-0.1	-0.7	-0.1	0.3	0.6	1.2	0.5	-2.4	0.9	1.3	0.5
Q4	1.0	1.3	0.0	-0.9	0.2	1.1	1.2	1.7	0.2	0.1	0.8	1.9	0.9
Hours worked per person employed													
<i>annual percentage changes</i>													
2022	1.1	1.1	1.4	-0.6	-0.1	0.6	4.0	0.3	-0.8	1.9	0.6	-0.7	3.5
2023	-0.1	0.0	-0.6	0.0	-0.3	-0.4	-0.2	-0.2	-0.4	-0.4	0.0	0.2	0.4
2024	0.1	0.2	-0.2	-0.6	0.1	0.0	0.0	0.3	-0.2	-0.5	0.6	0.0	0.3
2024 Q1	-0.4	-0.3	-0.4	-1.7	-0.6	-0.4	-0.4	-0.3	-0.6	-1.5	0.4	-0.3	-0.4
Q2	-0.1	-0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.9	0.4	-0.1	0.3
Q3	-0.4	-0.3	-0.9	-1.0	-0.4	-0.5	-0.4	-0.1	-0.2	-0.5	0.0	-0.5	-0.2
Q4	0.3	0.4	-0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.4	-0.6	0.4	0.9	0.3	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	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% of total in 2020			100.0			80.1		19.9		51.3		48.7		
2022	167.966	3.1	11.400	6.8	2.7	9.148	6.0	2.252	14.6	5.734	6.4	5.666	7.2	3.2
2023	170.280	2.9	11.183	6.6	2.4	8.886	5.8	2.297	14.5	5.651	6.2	5.531	6.9	3.0
2024	171.876	2.8	10.938	6.4	2.1	8.610	5.5	2.328	14.6	5.605	6.1	5.334	6.6	2.6
2024 Q2	171.794	2.8	11.034	6.4	2.1	8.691	5.6	2.342	14.7	5.619	6.2	5.415	6.7	2.6
Q3	171.945	2.8	10.865	6.3	1.9	8.499	5.4	2.366	14.8	5.654	6.2	5.211	6.5	2.5
Q4	172.125	2.8	10.605	6.2	2.0	8.335	5.4	2.269	14.4	5.461	6.0	5.144	6.4	2.5
2025 Q1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.4
2024 Nov.	-	-	10.619	6.2	-	8.323	5.3	2.297	14.5	5.463	6.0	5.156	6.4	-
Dec.	-	-	10.722	6.2	-	8.448	5.4	2.273	14.4	5.493	6.0	5.229	6.5	-
2025 Jan.	-	-	10.813	6.3	-	8.490	5.4	2.324	14.7	5.521	6.0	5.293	6.6	-
Feb.	-	-	10.798	6.3	-	8.458	5.4	2.340	14.7	5.486	6.0	5.312	6.6	-
Mar.	-	-	10.887	6.3	-	8.541	5.5	2.346	14.8	5.572	6.1	5.316	6.6	-
Apr.	-	-	10.680	6.2	-	8.408	5.4	2.272	14.4	5.452	6.0	5.228	6.5	-

Sources: Eurostat and ECB calculations.

1) Where annual and quarterly Labour Force Survey data have not yet been published, they are estimated as simple averages of the monthly data. There is a break in series from the first quarter of 2021 due to the implementation of the Integrated European Social Statistics Regulation. Owing to technical issues with the introduction of the new German system of integrated household surveys, including the Labour Force Survey, the figures for the euro area include data from Germany, starting in the first quarter of 2020, which are not direct estimates from Labour Force Survey microdata, but based on a larger sample including data from other integrated household surveys.

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						Construc- tion production	Retail sales				Services produc- tion ¹⁾	New passenger car regis- trations
	Total (excluding construction)		Main Industrial Groupings					Total	Food, beverages, tobacco	Non- food	Fuel		
	Total	Manu- facturing	Inter- mediate 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													
2022	1.8	2.5	-1.3	3.7	5.9	-3.4	2.1	1.1	-2.7	3.4	4.5	9.9	-4.3
2023	-1.6	-1.2	-6.1	3.2	-1.0	-5.0	1.9	-1.9	-2.6	-1.0	-1.7	2.3	14.6
2024	-3.0	-3.3	-3.9	-5.0	0.0	-0.3	-1.0	1.2	0.5	1.7	0.6	1.7	-0.1
2024 Q2	-4.0	-4.2	-5.4	-6.5	0.6	-0.4	-1.7	0.3	0.3	0.5	0.1	1.5	2.8
Q3	-1.8	-2.0	-3.7	-3.8	2.6	1.0	-2.2	2.1	0.8	2.9	2.3	1.0	-9.0
Q4	-1.6	-1.9	-2.4	-4.2	2.6	0.0	0.0	2.1	0.9	3.0	0.8	2.3	-1.9
2025 Q1	1.5	1.5	-1.4	-1.3	9.2	0.8	-0.5	1.8	1.1	2.4	1.0	.	-2.5
2024 Nov.	-2.0	-2.2	-2.2	-3.1	-0.6	-0.2	0.2	1.8	1.1	2.2	1.2	2.8	0.0
Dec.	-1.8	-2.1	-2.0	-7.3	6.1	0.7	0.3	2.2	0.7	3.5	0.1	2.0	-1.3
2025 Jan.	-0.4	-0.2	-1.3	-3.2	5.8	-1.6	-0.1	1.9	1.2	2.9	0.2	3.0	-3.6
Feb.	1.0	0.5	-2.7	-1.9	7.7	2.2	-0.6	1.9	1.5	2.1	2.0	1.7	1.2
Mar.	3.6	3.8	-0.2	1.0	13.8	2.2	-1.1	1.5	0.6	2.3	0.9	.	-4.9
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4.9
month-on-month percentage changes (s.a.)													
2024 Nov.	0.3	0.4	0.5	0.3	-0.1	2.1	0.9	0.1	0.0	-0.1	1.2	0.4	3.9
Dec.	-0.6	-1.1	-1.2	-1.9	5.5	1.5	0.4	-0.1	-0.4	0.3	-0.4	-0.2	-1.8
2025 Jan.	0.8	1.0	1.0	0.0	-2.1	-1.1	0.3	0.0	0.5	0.0	0.2	0.4	-1.2
Feb.	1.1	1.1	0.6	0.8	1.7	0.6	-1.2	0.2	0.1	0.0	0.4	-0.1	3.4
Mar.	2.6	2.5	0.6	3.2	2.3	-0.5	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.4	.	-1.7
Apr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3.0

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)								Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Economic sentiment indicator (long-term average = 100)	Manufacturing industry		Consumer confidence indicator	Construction confidence indicator	Retail trade confidence indicator	Service industries		Purchasing Managers' Index (PMI) for manu- facturing	Manu- facturing output	Business activity for services	Composite output
		Industrial confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				Services confi- dence indicator	Capacity utilisation (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-20	99.7	-4.2	80.1	-11.0	-12.6	-6.7	6.4	.	-	-	-	-
2022	102.3	5.0	82.4	-21.9	5.2	-3.6	9.3	89.9	-	-	-	-
2023	96.2	-6.1	80.7	-17.4	-1.3	-4.2	6.7	90.4	-	-	-	-
2024	95.7	-11.0	78.4	-14.0	-4.5	-6.9	6.3	90.1	45.9	46.2	51.5	50.1
2024 Q3	96.1	-11.0	78.2	-13.0	-5.0	-8.6	6.1	90.2	45.5	45.4	52.1	50.3
Q4	95.2	-12.7	77.4	-13.4	-3.8	-5.7	5.7	90.4	45.4	45.1	50.9	49.3
2025 Q1	95.5	-11.4	77.3	-14.1	-3.4	-5.8	4.3	90.3	47.6	48.8	51.0	50.4
Q2	.	.	77.5	.	.	.	.	89.8	.	.	.	.
2024 Dec.	93.5	-14.3	.	-14.3	-3.8	-4.6	5.4	.	45.1	44.3	51.6	49.6
2025 Jan.	95.2	-12.4	77.3	-14.1	-2.9	-5.3	5.7	90.3	46.6	47.1	51.3	50.2
Feb.	96.2	-11.0	.	-13.7	-3.5	-5.2	5.0	.	47.6	48.9	50.6	50.2
Mar.	95.1	-10.6	.	-14.5	-3.7	-7.0	2.3	.	48.6	50.5	51.0	50.9
Apr.	93.8	-11.0	77.5	-16.6	-4.1	-8.9	1.6	89.8	49.0	51.5	50.1	50.4
May	94.8	-10.3	.	-15.2	-3.6	-7.0	1.5	.	49.4	51.5	49.7	50.2

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) (col. 1-8) and S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

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
2022	13.6	91.1	0.5	2.2	12.5	2.1	7.7	37.5	5.1	72.9	4.9	9.7	3.4
2023	14.3	85.0	1.2	1.9	3.5	3.8	1.6	35.7	5.1	68.7	1.6	2.2	0.8
2024	15.3	82.1	2.2	2.4	-1.8	4.6	3.4	33.3	3.0	67.2	1.8	-2.9	0.9
2024 Q1	14.6	83.8	2.5	1.9	-3.1	3.7	1.7	34.9	4.5	67.9	1.8	-6.0	0.9
Q2	15.0	83.3	1.7	2.2	-1.7	3.8	2.4	34.2	3.9	67.9	2.0	-8.5	1.0
Q3	15.2	82.6	2.2	2.3	-0.9	5.7	2.9	33.6	3.6	67.6	2.1	2.6	1.0
Q4	15.3	82.1	2.3	2.4	-1.5	4.6	3.4	33.3	3.0	67.2	1.8	1.0	0.9

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
2024 Q2	1,491.9	1,358.5	133.4	713.8	616.3	390.5	338.5	341.2	313.1	46.4	90.6	24.4	22.2
Q3	1,470.6	1,380.5	90.1	704.4	620.3	376.9	341.4	339.1	325.9	50.1	92.9	21.3	16.5
Q4	1,488.3	1,405.1	83.2	708.7	624.4	384.8	338.8	341.7	338.4	53.1	103.4	34.4	23.0
2025 Q1	1,540.9	1,409.1	131.8	766.3	646.0	398.5	359.4	329.5	320.7	46.5	83.0	30.2	26.0
2024 Oct.	488.4	463.0	25.4	231.0	204.8	125.4	110.3	114.8	114.9	17.1	32.9	7.5	4.7
Nov.	495.7	474.1	21.6	239.2	209.4	126.8	114.9	112.7	117.5	17.1	32.3	6.6	5.2
Dec.	504.3	468.0	36.2	238.5	210.2	132.6	113.6	114.3	106.0	18.9	38.2	20.3	13.1
2025 Jan.	506.6	466.4	40.3	248.4	206.7	132.1	120.2	111.1	110.8	15.1	28.6	12.4	11.8
Feb.	516.3	475.7	40.6	253.4	218.3	136.3	121.8	111.0	109.8	15.6	25.8	7.1	6.4
Mar.	517.9	467.0	50.9	264.6	221.0	130.1	117.4	107.5	100.0	15.7	28.5	10.8	7.8
12-month cumulated transactions													
2025 Mar.	5,991.7	5,553.2	438.5	2,893.2	2,507.1	1,550.7	1,378.1	1,351.7	1,298.1	196.1	369.9	110.3	87.7
12-month cumulated transactions as a percentage of GDP													
2025 Mar.	39.5	36.6	2.9	19.1	16.5	10.2	9.1	8.9	8.6	1.3	2.4	0.7	0.6

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)													
2024 Q2	1.5	-4.4	715.7	337.6	137.2	223.9	592.3	671.9	384.1	109.7	163.1	480.9	78.9
Q3	2.2	0.3	711.0	338.9	137.0	219.0	590.2	675.3	380.3	112.5	165.3	490.9	75.0
Q4	1.2	2.1	716.6	336.6	139.4	224.3	594.7	683.4	381.0	111.5	171.3	493.5	70.1
2025 Q1	7.8	7.4	771.1	.	.	.	640.3	706.8	.	.	.	503.1	.
2024 Oct.	2.4	3.4	233.9	111.3	44.5	73.9	195.5	227.7	128.0	36.6	57.4	165.6	23.9
Nov.	-1.7	-0.5	241.3	113.1	47.7	74.8	199.6	229.2	128.2	37.8	57.0	165.2	23.2
Dec.	3.0	3.6	241.4	112.2	47.2	75.7	199.6	226.5	124.8	37.2	56.9	162.7	23.0
2025 Jan.	3.0	7.9	246.1	117.3	47.2	76.4	203.2	232.5	130.9	37.2	58.0	166.1	23.8
Feb.	6.4	5.5	258.7	128.1	47.2	76.8	214.9	236.0	133.6	38.2	58.9	167.9	22.8
Mar.	13.7	8.7	266.3	.	.	.	222.1	238.3	.	.	.	169.1	.
Volume indices (2000 = 100; annual percentage changes for columns 1 and 2)													
2024 Q1	-3.6	-6.7	97.0	90.3	97.0	107.8	96.9	97.5	94.1	94.1	103.8	96.9	129.7
Q2	-1.2	-4.3	95.5	89.4	92.0	108.4	95.4	98.5	94.8	96.9	104.9	98.2	133.1
Q3	-0.6	-1.0	94.5	89.0	90.7	106.1	94.6	98.8	94.8	99.2	105.5	99.7	129.8
Q4	-2.4	1.4	93.9	87.4	90.3	107.2	94.1	99.8	95.1	96.4	109.4	99.9	133.0
2024 Sep.	-2.1	0.0	94.1	88.6	92.0	103.9	94.4	99.0	94.9	98.8	105.8	100.2	129.2
Oct.	-0.5	4.3	92.7	87.5	88.5	104.9	93.3	100.2	96.3	95.2	109.7	100.9	132.1
Nov.	-4.9	-0.9	95.2	88.2	92.7	108.0	95.4	100.3	96.0	97.3	108.4	99.7	134.6
Dec.	-1.8	0.4	93.7	86.3	89.7	108.6	93.8	98.9	93.1	96.6	110.0	99.1	132.3
2025 Jan.	-3.2	2.4	95.7	89.0	92.4	108.8	95.8	99.3	95.2	94.3	108.6	99.1	127.8
Feb.	-1.5	-1.0	98.0	93.7	92.1	107.1	98.3	100.7	96.2	97.9	109.2	100.4	133.8

Sources: ECB and 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: 2015 = 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 2024	100.0	100.0	70.6	55.1	44.9	100.0	15.1	4.3	25.7	9.9	44.9	88.5	11.5
2022	116.8	8.4	3.9	11.9	3.5	-	-	-	-	-	-	8.5	7.8
2023	123.2	5.4	4.9	5.7	4.9	-	-	-	-	-	-	5.5	4.9
2024	126.1	2.4	2.8	1.1	4.0	-	-	-	-	-	-	2.3	3.3
2024 Q2	126.3	2.5	2.8	1.3	4.0	0.5	0.5	-0.4	0.0	-0.5	1.2	2.5	2.8
Q3	126.6	2.2	2.8	0.6	4.0	0.5	0.8	0.9	0.2	-1.4	1.0	1.9	4.0
Q4	126.9	2.2	2.7	0.8	3.9	0.5	0.8	1.7	0.1	-0.6	0.7	2.0	4.3
2025 Q1	127.3	2.3	2.6	1.2	3.7	0.8	0.4	0.5	0.2	2.9	0.8	2.2	3.7
2024 Dec.	127.1	2.4	2.7	1.2	4.0	0.2	0.2	-0.3	0.0	0.6	0.3	2.2	4.4
2025 Jan.	126.7	2.5	2.7	1.4	3.9	0.5	0.1	0.1	0.1	3.0	0.3	2.3	4.4
Feb.	127.3	2.3	2.6	1.2	3.7	0.2	0.2	0.4	0.1	-0.3	0.3	2.2	3.3
Mar.	128.0	2.2	2.4	1.1	3.5	0.0	0.1	0.8	0.0	-1.4	0.3	2.0	3.5
Apr.	128.8	2.2	2.7	0.7	4.0	0.1	0.0	0.7	0.0	-2.3	0.7	2.0	3.3
May ³⁾	128.7	1.9	2.3	.	3.2	-0.1	0.6	-0.3	0.1	-1.2	-0.2	.	.

	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 2024	19.5	15.1	4.3	35.6	25.7	9.9	9.6	5.6	7.4	2.2	16.4	9.3
2022	9.0	8.6	10.4	13.6	4.6	37.0	2.4	1.7	4.4	-0.2	6.1	2.1
2023	10.9	11.4	9.1	2.9	5.0	-2.0	3.6	2.7	5.2	0.2	6.9	4.0
2024	2.9	3.2	1.9	0.0	0.8	-2.2	3.3	2.9	4.2	-0.9	4.9	4.0
2024 Q2	2.6	2.9	1.4	0.6	0.7	0.0	3.3	2.8	3.7	-0.5	5.1	4.0
Q3	2.3	2.7	1.2	-0.3	0.5	-2.7	3.3	3.0	4.5	-0.9	4.8	4.0
Q4	2.7	2.8	2.3	-0.2	0.6	-2.2	3.3	3.0	5.0	-2.2	4.6	4.0
2025 Q1	2.6	2.6	2.9	0.5	0.6	0.4	3.3	2.9	3.9	-1.9	4.2	4.1
2024 Dec.	2.6	2.9	1.6	0.4	0.5	0.1	3.3	3.0	5.1	-2.4	4.7	4.0
2025 Jan.	2.3	2.6	1.4	0.9	0.5	1.9	3.3	2.9	4.4	-1.9	4.6	4.1
Feb.	2.7	2.6	3.0	0.4	0.6	0.2	3.3	2.9	3.9	-2.2	4.3	4.1
Mar.	2.9	2.6	4.2	0.2	0.6	-1.0	3.3	2.9	3.4	-1.7	3.8	4.2
Apr.	3.0	2.4	4.9	-0.6	0.6	-3.6	3.3	3.0	5.7	-1.9	4.4	4.0
May ³⁾	3.3	2.9	4.4	.	0.6	-3.6	.	.	.	.	.	.

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			
2022	132.7	32.7	17.0	13.8	19.8	7.1	12.2	16.6	6.8	81.1	11.9	7.1	0.6
2023	130.0	-2.1	1.9	3.7	-0.2	4.8	8.3	8.4	5.6	-13.3	6.9	-1.2	-8.2
2024	124.6	-4.2	-0.6	-0.1	-2.4	1.6	1.6	0.3	1.2	-12.3	2.2	2.0	-5.9
2024 Q2	122.8	-4.4	-0.2	-0.4	-3.1	1.6	1.1	-0.4	1.1	-12.2	2.5	1.4	-7.2
Q3	124.4	-2.7	-0.6	0.4	-0.9	1.3	1.5	0.5	1.1	-8.9	1.8	2.7	-5.7
Q4	126.2	-1.5	-0.2	0.9	-0.3	1.4	2.0	1.4	1.2	-6.0	0.8	4.2	-2.3
2025 Q1	127.7	2.2	0.7	1.3	0.7	1.7	2.0	1.5	1.5	4.9	0.9	.	.
2024 Oct.	124.6	-3.3	-0.9	0.8	-0.5	1.3	2.1	1.3	1.3	-11.2	-	-	-
Nov.	126.7	-1.2	-0.1	0.9	-0.3	1.4	2.1	1.6	1.1	-5.0	-	-	-
Dec.	127.2	0.0	0.4	1.0	0.0	1.5	2.0	1.4	1.2	-1.7	-	-	-
2025 Jan.	128.2	1.7	1.0	1.3	0.5	1.7	2.1	1.3	1.6	3.3	-	-	-
Feb.	128.5	3.0	0.8	1.4	0.9	1.7	2.0	1.4	1.5	7.6	-	-	-
Mar.	126.4	1.9	0.3	1.3	0.8	1.8	2.0	1.6	1.4	3.8	-	-	-

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).

3.3 Commodity prices and GDP deflators

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	GDP deflators								Oil prices (EUR per barrel)	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 con- sumption	Government con- sumption	Gross fixed capital forma- tion				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
2022	107.3	5.1	7.0	6.7	4.5	8.2	12.8	17.4	95.0	18.3	28.8	9.6	19.3	27.7	10.9
2023	113.7	6.0	4.6	6.4	3.6	4.2	0.6	-2.3	76.4	-12.8	-11.6	-14.0	-13.7	-12.5	-15.0
2024	117.1	2.9	2.4	2.5	3.0	1.9	0.7	-0.6	77.8	9.4	13.6	5.1	9.2	12.2	5.5
2024 Q2	116.6	2.9	2.7	2.7	3.2	1.8	0.8	-0.1	85.0	13.0	16.5	9.4	11.4	13.1	9.4
Q3	117.3	2.7	2.2	2.1	2.9	1.9	1.3	0.1	.	10.0	11.6	8.2	10.9	12.4	9.1
Q4	118.3	2.5	2.0	1.9	2.4	2.0	1.6	0.5	.	17.7	23.5	11.8	17.8	22.0	12.8
2025 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19.8	27.8	11.3	19.1	24.6	12.2
2024 Nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17.6	23.2	12.0	17.9	21.8	13.2
Dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22.0	32.7	11.2	22.6	31.3	12.3
2025 Jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23.8	36.6	10.7	24.1	34.6	11.6
Feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23.1	32.7	12.9	21.4	27.5	13.6
Mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12.8	15.1	10.4	12.1	12.7	11.4
Apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3.6	-1.8	-5.7	-3.2	-1.6	-5.3

Sources: Eurostat, ECB calculations and Bloomberg (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)					Purchasing Managers' Surveys (diffusion indices)			
	Selling price expectations (for next three months)				Consumer price over 12 months trends past months	Input prices		Prices charged	
	Manu- facturing	Retail trade	Services	Construction		Manu- facturing	Services	Manu- facturing	Services
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-20	4.7	5.8	4.0	-3.3	29.0	-	-	-	-
2022	48.5	53.1	27.4	42.1	71.6	-	-	-	-
2023	9.1	28.8	19.6	14.8	74.5	-	-	-	-
2024	6.0	14.5	15.2	4.5	55.1	49.0	59.7	48.8	54.2
2024 Q2	5.9	14.1	14.9	4.3	56.7	49.9	60.5	48.6	54.6
Q3	6.8	13.6	13.8	2.8	50.4	52.0	57.9	50.1	53.0
Q4	7.4	13.9	14.8	4.9	48.8	49.1	58.0	48.2	53.3
2025 Q1	10.3	16.7	14.8	4.7	50.3	52.2	60.1	50.0	54.1
2024 Dec.	7.8	14.3	15.5	6.6	50.3	50.0	59.6	48.6	53.9
2025 Jan.	10.0	17.3	16.7	6.8	51.6	52.0	60.8	50.0	53.9
Feb.	9.9	16.5	14.0	4.1	49.8	52.2	60.8	49.8	54.7
Mar.	11.0	16.5	13.6	3.0	49.5	52.4	58.7	50.4	53.6
Apr.	10.6	17.0	14.5	4.6	48.7	48.9	58.2	51.3	52.9
May	7.9	14.9	14.2	3.0	50.2	47.8	58.3	49.2	52.6

Sources: European Commission (Directorate-General for Economic and Financial Affairs) and S&P Global Market Intelligence.

3.5 Labour cost indices

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	Total (index: 2020=100)	Total	By component		For selected economic activities		Memo Indicator negotiated wages ¹⁾	item: of
			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		
2022	105.7	4.5	3.7	7.0	5.1	3.4	2.9	
2023	110.7	4.7	4.6	4.9	5.0	4.1	4.4	
2024	115.8	4.6	4.6	4.5	4.6	4.6	4.5	
2024 Q2	119.8	5.1	4.9	5.6	5.0	5.3	3.6	
Q3	112.1	4.5	4.3	5.1	4.7	4.2	5.4	
Q4	122.8	3.7	4.1	2.6	3.9	3.3	4.1	
2025 Q1	111.9	3.2	3.3	3.0	3.8	1.9	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												
2022	103.0	3.4	4.2	4.6	8.1	1.4	2.9	5.1	5.7	3.3	2.1	-5.7
2023	109.6	6.4	3.8	7.7	4.9	7.9	4.0	7.4	4.0	6.4	5.0	2.5
2024	114.7	4.7	5.0	5.7	6.7	4.6	2.0	5.2	0.9	3.4	4.9	4.1
2024 Q1	113.2	5.5	4.2	6.5	7.1	5.0	2.4	5.6	2.7	3.9	5.8	5.2
Q2	114.1	5.2	6.1	6.6	6.9	4.9	2.5	6.3	0.2	3.1	5.4	4.6
Q3	114.9	4.5	5.5	4.6	7.2	4.9	1.7	5.2	-0.5	3.5	4.8	3.7
Q4	115.9	3.7	4.6	5.7	6.1	3.8	1.8	4.0	1.3	3.2	3.8	2.9
Compensation per employee												
2022	109.0	4.5	4.0	3.9	4.2	6.1	2.5	3.1	5.2	5.7	3.4	8.1
2023	114.8	5.3	6.4	5.4	4.8	5.7	5.0	5.4	3.8	6.3	4.8	5.0
2024	120.0	4.5	4.4	4.4	3.9	4.4	4.2	4.9	3.6	4.8	4.8	4.8
2024 Q1	118.4	4.8	4.3	4.8	3.7	4.1	3.9	5.2	4.0	5.2	5.3	6.1
Q2	119.5	4.8	4.0	4.7	3.5	4.9	4.0	5.9	3.5	4.8	5.0	5.0
Q3	120.6	4.5	4.4	4.1	4.2	4.5	4.1	5.0	3.4	4.7	4.8	4.1
Q4	121.8	4.1	4.9	4.0	3.9	4.0	4.6	3.5	3.4	4.6	4.1	4.3
Labour productivity per person employed												
2022	105.8	1.1	-0.2	-0.7	-3.6	4.6	-0.4	-1.9	-0.5	2.4	1.4	14.7
2023	104.8	-1.0	2.5	-2.1	0.0	-2.1	1.0	-1.8	-0.1	-0.2	-0.2	2.4
2024	104.6	-0.1	-0.6	-1.2	-2.6	-0.2	2.1	-0.3	2.6	1.4	-0.2	0.7
2024 Q2	104.6	-0.4	-2.0	-1.8	-3.2	0.0	1.5	-0.4	3.3	1.7	-0.4	0.4
Q3	104.8	0.0	-1.1	-0.5	-2.8	-0.3	2.4	-0.1	3.9	1.2	-0.1	0.3
Q4	105.0	0.4	0.3	-1.6	-2.1	0.2	2.8	-0.5	2.0	1.3	0.2	1.3
2025 Q1	105.0	0.4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Compensation per hour worked												
2022	103.6	3.4	5.4	4.0	4.0	2.0	2.5	3.8	3.8	4.6	4.2	5.0
2023	109.1	5.3	6.0	5.7	5.1	5.7	5.1	5.8	4.6	6.0	4.6	4.3
2024	113.8	4.4	3.9	4.3	4.0	4.2	3.8	4.9	3.5	4.0	4.8	4.6
2024 Q1	112.1	5.1	5.8	5.4	4.2	4.5	4.3	5.6	4.5	4.8	5.6	6.7
Q2	113.0	4.8	3.4	4.7	4.2	5.1	3.8	6.0	4.0	4.2	5.1	4.7
Q3	114.1	4.7	3.6	4.6	4.5	4.7	4.2	5.1	2.7	4.5	5.3	4.2
Q4	114.7	3.7	3.3	3.7	3.7	3.5	4.1	3.7	3.6	3.6	3.7	3.7
Hourly labour productivity												
2022	100.1	0.0	0.4	-0.6	-4.1	0.6	-0.7	-1.1	-2.4	1.8	2.1	10.8
2023	99.2	-0.9	2.5	-1.9	0.4	-1.9	1.2	-1.4	0.2	-0.2	-0.4	2.0
2024	99.0	-0.2	0.0	-1.3	-2.6	-0.2	1.8	-0.1	3.1	0.7	-0.2	0.4
2024 Q1	98.8	-0.3	1.8	-1.0	-2.7	-0.5	1.9	0.2	2.9	0.9	-0.2	1.3
Q2	98.8	-0.3	-1.6	-1.7	-2.8	0.2	1.4	-0.1	4.2	1.3	-0.3	0.1
Q3	99.1	0.4	-0.1	-0.1	-2.3	0.0	2.6	0.1	4.4	1.1	0.5	0.5
Q4	98.8	0.1	0.2	-1.9	-2.3	0.1	2.4	0.1	1.6	0.4	-0.1	0.4

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 deposit (EURIBOR)	Secured overnight financing rate (SOFR)	Tokyo overnight average rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0.01	0.09	0.35	0.68	1.10	1.63	-0.03
2023	3.21	3.25	3.43	3.69	3.86	5.00	-0.04
2024	3.64	3.56	3.57	3.48	3.27	5.15	0.12
2024 Dec.	3.06	2.89	2.82	2.63	2.44	4.53	0.23
2025 Jan.	2.92	2.80	2.70	2.61	2.52	4.32	0.29
Feb.	2.69	2.61	2.52	2.46	2.41	4.34	0.48
Mar.	2.50	2.40	2.44	2.39	2.40	4.33	0.48
Apr.	2.34	2.24	2.25	2.20	2.14	4.35	0.48
May	2.17	2.10	2.09	2.12	2.08	4.31	0.48

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	United Kingdom	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
2022	1.71	2.46	2.57	2.45	2.56	0.09	-0.84	-0.24	2.85	2.48	2.47	2.76
2023	3.78	3.05	2.44	1.88	2.08	-0.96	-0.92	-1.20	2.25	1.54	1.76	2.64
2024	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	-0.06	1.86	1.89	2.50	2.91
2024 Dec.	2.58	2.18	2.01	2.13	2.45	0.27	0.41	-0.06	1.86	1.89	2.50	2.91
2025 Jan.	2.45	2.17	2.06	2.21	2.53	0.37	0.38	0.11	1.94	2.00	2.59	3.01
Feb.	2.24	2.06	1.97	2.11	2.47	0.41	0.11	0.53	1.90	1.91	2.50	3.03
Mar.	2.18	2.03	1.99	2.27	2.78	0.75	0.18	0.61	1.92	2.03	2.88	3.52
Apr.	1.88	1.74	1.70	1.99	2.56	0.82	0.35	0.81	1.63	1.74	2.65	3.40
May	1.86	1.78	1.78	2.08	2.61	0.83	0.34	0.78	1.73	1.87	2.70	3.42

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
2022	414.6	3,757.0	937.3	253.4	171.3	110.0	160.6	731.7	748.4	353.4	283.2	825.8	4,098.5	27,257.8
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
2024 Dec.	507.4	4,918.3	932.6	283.1	151.7	118.8	245.5	996.6	1,065.8	381.4	331.4	816.9	6,012.2	39,297.0
2025 Jan.	523.1	5,098.1	939.9	292.0	149.6	123.8	258.2	1,024.4	1,103.1	380.9	334.7	859.5	5,979.5	39,298.0
Feb.	553.7	5,420.0	1,008.0	305.6	155.4	128.1	282.1	1,084.2	1,154.8	387.0	364.1	901.7	6,038.7	38,735.3
Mar.	559.1	5,417.7	1,028.5	283.6	160.4	127.6	306.0	1,133.6	1,078.3	407.9	372.4	885.3	5,684.0	37,311.8
Apr.	520.6	4,994.0	938.6	256.5	158.1	118.1	290.6	1,028.5	972.3	428.7	363.4	799.9	5,369.5	34,343.0
May	562.6	5,358.5	991.5	270.2	165.8	126.5	317.9	1,146.4	1,088.5	446.5	374.1	824.3	5,810.9	37,490.5

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
2024 May	0.39	1.76	3.10	2.81	8.21	17.04	7.65	7.94	8.68	5.26	4.81	3.96	3.62	3.42	4.04	3.81
June	0.38	1.77	3.03	2.84	8.18	17.01	7.41	7.71	8.45	5.15	4.80	3.95	3.63	3.39	4.03	3.78
July	0.38	1.77	3.01	2.77	8.15	17.00	7.55	7.79	8.49	5.03	4.75	3.93	3.64	3.38	4.00	3.75
Aug.	0.38	1.77	2.97	2.69	8.16	16.99	7.85	7.82	8.60	5.03	4.69	3.87	3.62	3.37	3.99	3.73
Sep.	0.37	1.77	3.00	2.73	8.23	17.04	7.55	7.76	8.53	4.89	4.58	3.79	3.55	3.28	3.89	3.64
Oct.	0.36	1.77	2.73	2.63	8.06	16.89	7.24	7.71	8.46	4.65	4.37	3.69	3.47	3.22	3.79	3.55
Nov.	0.35	1.76	2.61	2.52	7.96	16.84	6.52	7.69	8.41	4.58	4.27	3.62	3.43	3.16	3.72	3.47
Dec.	0.35	1.76	2.45	2.51	7.91	16.84	6.77	7.48	8.26	4.36	4.15	3.57	3.36	3.09	3.65	3.39
2025 Jan.	0.34	1.75	2.33	2.42	7.80	16.77	7.16	7.69	8.50	4.40	4.06	3.49	2.88	2.97	3.34	3.25
Feb.	0.32	1.55	2.20	2.37	7.75	16.69	6.79	7.66	8.38	4.45	4.00	3.53	3.37	3.09	3.61	3.33
Mar.	0.31	1.52	2.10	2.26	7.73	16.63	6.96	7.57	8.28	4.35	3.92	3.51	3.36	3.10	3.58	3.32
Apr.	0.29	1.50	1.97	2.33	7.53	16.58	6.94	7.57	8.29	4.29	3.84	3.48	3.32	3.03	3.52	3.27

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
2024 May	0.91	3.65	3.61	5.33	5.37	5.77	5.68	5.40	5.09	4.29	4.99	4.96	4.19	5.12
June	0.87	3.54	3.54	5.25	5.33	5.69	5.67	5.24	4.99	4.22	5.02	5.05	4.14	5.08
July	0.87	3.48	3.28	5.21	5.13	5.44	5.50	5.27	4.93	4.17	5.08	4.99	4.12	5.07
Aug.	0.89	3.42	3.12	5.18	5.14	5.40	5.47	5.17	4.85	4.11	5.03	4.78	4.06	5.01
Sep.	0.88	3.28	2.97	5.12	5.03	5.29	5.49	5.02	4.64	4.04	4.73	4.47	3.85	4.79
Oct.	0.82	3.06	2.96	4.89	4.82	5.10	5.29	4.80	4.39	3.92	4.64	4.29	3.85	4.67
Nov.	0.81	2.92	2.65	4.80	4.80	4.99	5.29	4.62	4.26	3.85	4.42	4.20	3.70	4.52
Dec.	0.77	2.80	2.80	4.64	4.63	4.79	5.08	4.47	4.13	3.76	4.31	4.06	3.62	4.36
2025 Jan.	0.76	2.67	2.58	4.48	4.35	4.60	4.82	4.33	4.02	3.75	4.19	3.87	3.65	4.25
Feb.	0.72	2.50	2.73	4.33	4.37	4.54	4.79	4.22	3.81	3.69	3.98	3.75	3.58	4.11
Mar.	0.67	2.33	2.54	4.21	4.02	4.54	4.81	3.98	3.77	3.68	3.67	3.78	3.65	3.93
Apr.	0.60	2.15	2.66	4.03	3.90	4.23	4.78	3.86	3.59	3.70	3.54	3.51	3.66	3.79

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														
2022	1,386.6	483.4	141.1	51.0	95.1	667.0	621.7	480.2	179.8	115.8	48.3	50.6	133.9	97.1
2023	1,570.6	619.8	162.4	65.1	86.6	701.8	659.1	502.5	211.8	114.1	39.4	49.1	127.5	103.8
2024	1,565.9	564.9	188.4	69.9	71.0	741.6	674.7	470.6	179.7	117.0	44.4	39.3	134.7	108.2
2024 Nov.	1,573.3	576.2	192.1	68.5	80.1	725.0	665.7	490.9	187.1	132.1	48.1	31.7	139.9	125.8
Dec.	1,565.9	564.9	188.4	69.9	71.0	741.6	674.7	447.4	170.9	127.8	51.2	28.9	119.8	91.5
2025 Jan.	1,548.9	582.1	181.7	67.9	79.4	705.6	636.1	596.1	266.2	145.2	54.4	41.7	143.1	116.6
Feb.	1,542.6	577.7	187.4	68.3	83.6	693.9	628.8	524.9	231.5	138.5	54.3	36.9	118.0	97.0
Mar.	1,551.4	587.5	184.9	68.7	78.7	700.3	632.1	526.8	221.4	133.4	53.9	36.7	135.3	110.0
Apr.	1,531.0	552.8	188.1	64.7	88.3	701.9	629.9	553.4	226.2	142.7	53.2	51.5	133.0	109.8
Long-term														
2022	17,698.4	3,896.2	3,107.6	1,321.1	1,421.7	9,272.9	8,560.9	292.1	76.5	68.0	28.1	17.1	130.4	121.0
2023	19,331.5	4,438.7	3,249.8	1,316.9	1,536.9	10,106.1	9,366.2	320.4	92.9	67.7	25.6	21.4	138.4	129.9
2024	20,479.1	4,768.3	3,553.5	1,354.4	1,642.6	10,514.7	9,743.0	349.2	89.3	86.9	24.5	26.8	146.1	135.5
2024 Nov.	20,682.4	4,793.1	3,533.9	1,344.5	1,656.1	10,699.3	9,918.6	317.1	67.7	94.7	32.4	27.5	127.1	120.4
Dec.	20,479.1	4,768.3	3,553.5	1,354.4	1,642.6	10,514.7	9,743.0	253.4	69.0	96.7	31.4	16.9	70.9	64.9
2025 Jan.	20,690.8	4,834.8	3,561.8	1,345.0	1,655.4	10,638.7	9,856.3	487.8	163.5	79.9	20.8	30.0	214.4	190.7
Feb.	20,899.5	4,864.4	3,596.8	1,348.2	1,663.8	10,774.5	9,981.2	394.0	96.9	81.2	20.8	23.0	192.8	177.0
Mar.	20,658.5	4,811.2	3,595.8	1,361.4	1,642.7	10,608.8	9,823.8	398.2	94.8	103.8	39.3	30.1	169.6	153.3
Apr.	20,820.0	4,778.3	3,589.4	1,359.3	1,640.9	10,811.5	10,022.1	345.2	55.4	98.7	27.4	24.5	166.7	159.3

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											
2022	19,085.0	4,379.6	3,248.7	1,372.1	1,516.7	9,939.9	9,182.6	8,698.7	524.9	1,287.4	6,885.7
2023	20,902.0	5,058.5	3,412.1	1,382.1	1,623.5	10,807.9	10,025.4	9,673.2	619.8	1,415.2	7,637.7
2024	22,044.9	5,333.2	3,741.9	1,424.2	1,713.5	11,256.3	10,417.6	10,167.7	750.4	1,589.8	7,827.0
2024 Nov.	22,255.8	5,369.2	3,726.0	1,413.0	1,736.2	11,424.4	10,584.3	10,171.8	721.1	1,586.4	7,863.9
Dec.	22,044.9	5,333.2	3,741.9	1,424.2	1,713.5	11,256.3	10,417.6	10,167.7	750.4	1,589.8	7,827.0
2025 Jan.	22,239.7	5,416.9	3,743.6	1,412.9	1,734.8	11,344.4	10,492.5	10,853.2	829.3	1,683.5	8,339.9
Feb.	22,442.2	5,442.1	3,784.1	1,416.5	1,747.5	11,468.4	10,610.0	11,115.1	933.6	1,744.5	8,436.5
Mar.	22,209.9	5,398.7	3,780.7	1,430.1	1,721.4	11,309.1	10,455.9	10,626.4	936.4	1,721.2	7,968.4
Apr.	22,351.0	5,331.0	3,777.4	1,423.9	1,729.2	11,513.3	10,652.0	10,527.5	930.2	1,714.3	7,882.6
Growth rate ¹⁾											
2024 Sep.	4.6	6.0	4.4	-1.2	3.6	4.2	4.0	-0.2	-2.2	-0.6	0.1
Oct.	4.7	5.5	4.0	-1.3	3.7	4.7	4.6	0.2	-2.3	-0.6	0.6
Nov.	4.5	4.3	5.3	0.6	3.4	4.5	4.5	0.2	-2.0	-0.7	0.6
Dec.	4.3	3.7	6.0	1.1	2.8	4.3	4.1	0.1	-2.6	-0.6	0.5
2025 Jan.	4.3	3.3	4.5	-0.4	3.3	4.8	4.7	0.1	-2.4	-0.6	0.5
Feb.	4.1	2.8	4.8	0.3	3.2	4.7	4.6	0.1	-2.1	-0.6	0.4
Mar.	3.8	1.9	5.9	1.5	3.0	4.2	4.1	0.0	-1.9	-0.7	0.3
Apr.	3.8	1.1	6.8	1.9	2.2	4.4	4.4	-0.2	-1.9	-0.3	0.0

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-18						EER-41	
	Nominal	Real CPI	Real PPI	Real GDP deflator	Real ULCM	Real ULCT	Nominal	Real CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95.3	90.8	93.3	84.4	64.8	83.3	116.1	90.9
2023	98.1	94.0	97.8	88.9	67.5	87.2	121.8	94.7
2024	98.4	94.4	97.9	89.6	68.1	88.4	124.1	95.0
2024 Q2	98.7	94.6	98.2	89.7	68.6	88.7	124.1	95.1
Q3	99.0	95.0	98.5	90.0	68.0	88.9	125.1	95.5
Q4	97.6	93.6	97.0	89.1	66.9	87.8	123.6	94.2
2025 Q1	97.1	93.3	96.4	.	.	.	122.9	93.5
2024 Dec.	96.9	93.0	96.4	-	-	-	122.7	93.5
2025 Jan.	96.7	92.9	95.8	-	-	-	122.3	93.1
Feb.	96.3	92.6	95.5	-	-	-	121.8	92.7
Mar.	98.3	94.4	97.9	-	-	-	124.5	94.7
Apr.	100.5	96.5	100.5	-	-	-	127.7	96.9
May	100.1	96.1	100.4	-	-	-	127.0	96.3
<i>Percentage change versus previous month</i>								
2025 May	-0.4	-0.4	-0.1	-	-	-	-0.5	-0.6
<i>Percentage change versus previous year</i>								
2025 May	1.3	1.4	2.1	-	-	-	2.1	1.1

Source: ECB.

1) For a definition of the trading partner groups and other information see the General Notes to the Statistics Bulletin.

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
2022	7.079	24.566	7.440	391.286	138.027	4.686	0.853	4.9313	10.630	1.005	1.053
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
2024 Q2	7.797	24.959	7.460	391.332	167.773	4.300	0.853	4.9750	11.504	0.974	1.077
Q3	7.870	25.195	7.461	394.101	163.952	4.283	0.845	4.9746	11.451	0.952	1.098
Q4	7.675	25.248	7.459	407.465	162.549	4.307	0.832	4.9754	11.494	0.936	1.068
2025 Q1	7.655	25.082	7.460	405.023	160.453	4.201	0.836	4.9763	11.235	0.946	1.052
2024 Dec.	7.630	25.136	7.459	411.986	161.083	4.270	0.828	4.9749	11.504	0.934	1.048
2025 Jan.	7.556	25.163	7.461	411.725	161.921	4.247	0.839	4.9752	11.480	0.941	1.035
Feb.	7.576	25.075	7.459	403.001	158.104	4.171	0.831	4.9770	11.245	0.941	1.041
Mar.	7.835	25.001	7.460	399.805	161.167	4.182	0.837	4.9768	10.968	0.955	1.081
Apr.	8.185	25.039	7.465	406.437	161.671	4.265	0.854	4.9775	10.974	0.937	1.121
May	8.135	24.923	7.460	403.939	163.144	4.254	0.843	5.0714	10.881	0.936	1.128
<i>Percentage change versus previous month</i>											
2025 May	-0.6	-0.5	-0.1	-0.6	0.9	-0.3	-1.2	1.9	-0.8	-0.1	0.6
<i>Percentage change versus previous year</i>											
2025 May	4.0	0.4	0.0	4.3	-3.2	-0.6	-1.4	1.9	-6.3	-4.8	4.3

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)												
2024 Q1	33,779.6	33,098.8	680.8	12,402.7	9,938.6	13,176.7	15,307.8	-19.9	7,005.0	7,852.3	1,215.1	16,680.2
Q2	34,353.6	33,249.9	1,103.7	12,418.9	9,849.1	13,599.4	15,603.0	-12.8	7,080.5	7,797.9	1,267.7	16,629.3
Q3	34,680.1	33,430.0	1,250.1	12,222.3	9,681.6	13,913.4	15,953.4	-22.3	7,247.6	7,795.1	1,319.1	16,698.1
Q4	35,826.3	34,169.3	1,656.9	12,620.2	9,956.9	14,652.6	16,504.8	-20.3	7,179.7	7,707.7	1,394.2	16,699.0
Outstanding amounts as percentage of GDP												
2024 Q4	236.4	225.5	10.9	83.3	65.7	96.7	108.9	-0.1	47.4	50.9	9.2	110.2
Transactions												
2024 Q2	184.8	54.0	130.8	-26.1	-124.3	175.6	276.7	16.7	14.8	-98.3	3.7	-
Q3	451.4	301.3	150.0	21.1	-9.0	177.2	231.5	-4.6	261.7	78.9	-4.0	-
Q4	22.2	-72.4	94.7	66.1	48.8	207.5	148.8	18.9	-274.0	-270.1	3.7	-
2025 Q1	549.7	475.2	74.5	49.1	-16.6	137.3	125.2	1.9	362.4	366.6	-1.0	-
2024 Oct.	47.2	24.3	22.9	18.6	-16.6	67.4	40.1	16.9	-55.4	0.9	-0.3	-
Nov.	163.5	129.0	34.6	13.0	-12.8	73.2	65.1	-3.4	79.4	76.7	1.3	-
Dec.	-188.5	-225.7	37.2	34.5	78.3	66.9	43.6	5.5	-298.1	-347.6	2.7	-
2025 Jan.	304.4	305.7	-1.3	22.1	-9.3	79.5	62.2	6.2	198.1	252.8	-1.5	-
Feb.	211.8	171.9	39.8	9.4	10.2	42.6	44.2	-0.3	158.8	117.5	1.3	-
Mar.	33.5	-2.5	36.0	17.6	-17.4	15.2	18.7	-4.0	5.6	-3.8	-0.8	-
12-month cumulated transactions												
2025 Mar.	1,208.1	758.1	450.0	110.2	-101.1	697.6	782.1	32.9	364.9	77.1	2.5	-
12-month cumulated transactions as percentage of GDP												
2025 Mar.	8.0	5.0	3.0	0.7	-0.7	4.6	5.2	0.2	2.4	0.5	0.0	-

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												
2022	1,538.9	9,758.1	11,297.0	1,366.9	2,565.3	3,932.2	15,229.2	123.0	646.6	49.4	819.0	16,048.2
2023	1,536.2	8,809.4	10,345.6	2,294.1	2,460.4	4,754.6	15,100.2	184.9	740.0	70.5	995.3	16,095.5
2024	1,556.9	9,021.6	10,578.5	2,528.1	2,469.1	4,997.2	15,575.6	255.8	886.5	28.4	1,170.7	16,746.3
2024 Q2	1,533.9	8,796.3	10,330.3	2,536.0	2,422.7	4,958.7	15,288.9	211.2	814.9	60.3	1,086.3	16,375.2
Q3	1,541.7	8,842.5	10,384.2	2,590.7	2,424.8	5,015.5	15,399.8	238.1	858.4	47.6	1,144.1	16,543.9
Q4	1,556.9	9,021.6	10,578.5	2,528.1	2,469.1	4,997.2	15,575.6	255.8	886.5	28.4	1,170.7	16,746.3
2025 Q1 ^(p)	1,564.3	9,120.0	10,684.3	2,483.0	2,491.0	4,974.1	15,658.3	238.6	909.5	45.6	1,193.6	16,852.0
2024 Nov.	1,550.9	8,996.8	10,547.7	2,560.0	2,433.8	4,993.8	15,541.4	245.6	867.7	37.9	1,151.2	16,692.6
Dec.	1,556.9	9,021.6	10,578.5	2,528.1	2,469.1	4,997.2	15,575.6	255.8	886.5	28.4	1,170.7	16,746.3
2025 Jan.	1,555.8	9,040.9	10,596.8	2,511.9	2,472.0	4,983.9	15,580.7	267.7	889.0	46.2	1,202.9	16,783.6
Feb.	1,559.5	9,098.7	10,658.2	2,491.1	2,475.0	4,966.1	15,624.3	267.8	920.2	35.1	1,223.0	16,847.3
Mar.	1,564.3	9,120.0	10,684.3	2,483.0	2,491.0	4,974.1	15,658.3	238.6	909.5	45.6	1,193.6	16,852.0
Apr. ^(p)	1,559.6	9,196.4	10,755.9	2,446.9	2,494.1	4,941.0	15,696.9	256.6	906.7	41.2	1,204.5	16,901.4
Transactions												
2022	69.9	-57.3	12.6	425.5	55.6	481.1	493.7	3.6	2.5	76.7	82.8	576.5
2023	-4.1	-969.2	-973.3	920.6	-99.5	821.2	-152.1	40.3	93.8	23.5	157.6	5.5
2024	21.3	167.8	189.1	200.9	9.0	210.0	399.1	76.3	136.0	-37.2	175.2	574.3
2024 Q2	7.7	55.5	63.2	71.5	-4.8	66.8	130.0	16.9	25.8	-13.3	29.4	159.3
Q3	7.8	24.5	32.3	59.4	2.1	61.5	93.8	28.2	39.6	-11.7	56.1	149.9
Q4	15.2	162.8	178.0	-74.1	44.0	-30.1	147.9	20.3	24.8	-20.7	24.4	172.3
2025 Q1 ^(p)	7.4	116.7	124.1	-39.7	15.0	-24.7	99.4	-15.8	19.8	11.5	15.5	114.9
2024 Nov.	5.3	97.6	102.9	-1.6	6.0	4.4	107.3	-5.4	8.9	-13.2	-9.7	97.6
Dec.	6.0	20.8	26.8	-34.0	35.3	1.2	28.0	15.0	17.5	-8.3	24.2	52.2
2025 Jan.	-1.1	20.2	19.1	-16.0	1.9	-14.0	5.1	11.7	1.4	12.5	25.6	30.7
Feb.	3.7	57.7	61.4	-21.0	3.5	-17.5	43.9	0.1	30.1	-13.1	17.1	61.0
Mar.	4.8	38.8	43.6	-2.7	9.5	6.8	50.4	-27.6	-11.7	12.1	-27.2	23.2
Apr. ^(p)	-4.8	89.6	84.9	-29.7	3.3	-26.4	58.5	19.7	-3.6	-4.9	11.2	69.7
Growth rates												
2022	4.8	-0.6	0.1	45.9	2.2	14.0	3.4	2.9	0.4	459.5	11.1	3.7
2023	-0.3	-9.9	-8.6	67.0	-3.9	20.9	-1.0	32.7	14.5	44.7	19.3	0.0
2024	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.7	18.3	-57.5	17.7	3.6
2024 Q2	-0.1	-4.0	-3.4	34.8	-3.6	12.7	1.2	62.8	17.0	-28.9	18.9	2.3
Q3	0.5	-1.6	-1.3	22.9	-1.7	9.6	2.0	61.6	19.3	-34.0	21.8	3.2
Q4	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.7	18.3	-57.5	17.7	3.6
2025 Q1 ^(p)	2.5	4.1	3.9	0.7	2.3	1.5	3.1	25.4	13.9	-47.1	11.9	3.7
2024 Nov.	1.1	1.5	1.5	13.3	-0.6	6.1	2.9	39.3	18.7	-49.0	17.8	3.8
Dec.	1.4	1.9	1.8	8.8	0.4	4.4	2.6	41.7	18.3	-57.5	17.7	3.6
2025 Jan.	1.5	2.9	2.7	5.7	1.1	3.3	2.9	47.6	16.0	-50.0	16.6	3.7
Feb.	1.7	3.7	3.4	2.2	1.7	2.0	3.0	49.8	18.4	-60.9	18.2	3.9
Mar.	2.5	4.1	3.9	0.7	2.3	1.5	3.1	25.4	13.9	-47.1	11.9	3.7
Apr. ^(p)	1.8	5.3	4.7	-1.3	2.5	0.6	3.4	27.9	12.3	-52.7	10.8	3.9

Sources: ECB.

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

5 Financing conditions and credit developments

5.2 Deposits in M3 ¹⁾

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾					Financial corporations other than MFIs and ICPFs ²⁾	Insurance corporations and pension funds	Other general government ⁴⁾
	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos	Total	Overnight	With an agreed maturity of up to 2 years	Redeemable at notice of up to 3 months	Repos			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Outstanding amounts													
2022	3,361.5	2,721.2	499.5	134.7	6.2	8,374.2	5,542.6	437.9	2,392.9	0.9	1,282.8	231.5	563.3
2023	3,334.1	2,419.5	771.8	131.3	11.6	8,421.5	5,110.8	1,015.9	2,293.3	1.4	1,223.9	227.0	542.3
2024	3,437.4	2,500.8	791.8	133.7	11.1	8,756.3	5,199.1	1,254.2	2,301.5	1.5	1,300.5	232.1	548.2
2024 Q2	3,381.9	2,410.2	833.8	127.1	10.8	8,529.1	5,062.8	1,203.4	2,261.6	1.3	1,299.7	221.8	533.8
Q3	3,364.9	2,404.7	823.6	125.6	11.0	8,618.7	5,091.3	1,260.2	2,266.2	1.0	1,331.7	230.1	550.8
Q4	3,437.4	2,500.8	791.8	133.7	11.1	8,756.3	5,199.1	1,254.2	2,301.5	1.5	1,300.5	232.1	548.2
2025 Q1 ^(p)	3,413.5	2,475.5	787.4	140.2	10.6	8,788.9	5,256.0	1,216.1	2,315.7	1.1	1,361.9	229.0	539.3
2024 Nov.	3,408.7	2,453.7	812.0	129.8	13.2	8,699.3	5,165.8	1,261.5	2,271.2	0.8	1,335.2	229.4	563.5
Dec.	3,437.4	2,500.8	791.8	133.7	11.1	8,756.3	5,199.1	1,254.2	2,301.5	1.5	1,300.5	232.1	548.2
2025 Jan.	3,430.8	2,472.9	809.0	136.0	12.8	8,752.1	5,203.1	1,245.7	2,301.9	1.3	1,330.9	230.0	548.8
Feb.	3,440.0	2,479.8	811.0	136.4	12.8	8,771.8	5,235.5	1,230.2	2,304.9	1.2	1,348.0	232.7	540.1
Mar.	3,413.5	2,475.5	787.4	140.2	10.6	8,788.9	5,256.0	1,216.1	2,315.7	1.1	1,361.9	229.0	539.3
Apr. ^(p)	3,431.0	2,483.3	794.8	141.4	11.5	8,803.8	5,288.1	1,196.1	2,318.7	0.9	1,379.1	242.5	537.5
Transactions													
2022	122.9	-89.2	207.7	5.9	-1.5	295.8	166.8	74.9	54.0	0.1	-10.2	6.2	12.5
2023	-31.6	-306.8	271.1	-1.4	5.6	18.9	-459.8	572.6	-94.5	0.6	-64.2	-3.0	-27.8
2024	94.1	75.9	15.2	2.9	0.2	297.7	55.7	233.8	8.2	0.1	55.1	4.0	3.2
2024 Q2	42.0	28.9	13.6	-0.3	-0.2	72.6	5.6	70.0	-3.3	0.2	34.0	-1.5	-8.0
Q3	-11.0	-1.7	-8.1	-1.7	0.4	60.5	-1.9	57.9	4.7	-0.3	38.9	9.3	16.5
Q4	61.0	88.9	-35.5	8.1	-0.5	133.1	106.7	-9.3	35.2	0.5	-38.4	0.7	-3.4
2025 Q1 ^(p)	-17.1	-20.6	-2.4	6.2	-0.2	33.6	63.9	-37.4	7.5	-0.4	71.1	-2.2	-9.3
2024 Nov.	26.3	29.0	-5.2	2.3	0.3	38.6	43.7	-8.7	3.8	-0.2	8.8	8.3	14.5
Dec.	25.3	45.0	-21.3	3.9	-2.3	57.0	33.4	-7.4	30.3	0.8	-32.3	2.4	-15.3
2025 Jan.	-6.6	-27.8	17.2	2.3	1.7	-5.2	4.1	-8.5	-0.6	-0.2	31.0	-2.1	0.7
Feb.	9.2	6.9	2.0	0.3	0.0	19.9	32.1	-15.6	3.6	-0.2	17.6	2.8	-9.2
Mar.	-19.6	0.3	-21.6	3.6	-1.9	18.8	27.7	-13.3	4.5	-0.1	22.5	-2.9	-0.8
Apr. ^(p)	24.5	12.2	9.7	1.3	1.3	17.9	33.9	-18.8	3.0	-0.2	28.0	14.3	-1.8
Growth rates													
2022	3.8	-3.2	70.3	4.6	-17.5	3.7	3.1	20.6	2.3	19.9	-0.5	2.8	2.3
2023	-0.9	-11.2	54.2	-1.1	90.8	0.2	-8.3	129.3	-4.0	67.7	-4.9	-1.3	-4.9
2024	2.8	3.1	2.0	2.2	2.0	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.5	1.8	0.6
2024 Q2	1.8	-3.3	21.4	-3.0	-8.9	2.0	-4.8	71.5	-3.6	48.4	6.8	-2.1	-5.5
Q3	1.6	-1.0	11.5	-4.2	-15.0	2.8	-2.7	47.9	-1.4	21.7	6.9	10.0	-1.6
Q4	2.8	3.1	2.0	2.2	2.0	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.5	1.8	0.6
2025 Q1 ^(p)	2.2	4.0	-3.9	9.7	-2.8	3.5	3.4	7.2	1.9	5.4	8.3	2.9	-0.8
2024 Nov.	2.3	1.8	4.5	-1.0	-4.1	3.5	0.2	30.1	-0.4	-3.1	7.8	1.6	4.6
Dec.	2.8	3.1	2.0	2.2	2.0	3.5	1.1	23.0	0.4	6.1	4.5	1.8	0.6
2025 Jan.	2.8	3.5	0.3	6.2	12.1	3.3	1.7	16.5	0.8	19.1	8.2	3.0	3.0
Feb.	3.0	4.1	-0.6	6.6	3.9	3.4	2.7	10.8	1.5	15.7	9.4	4.3	-0.7
Mar.	2.2	4.0	-3.9	9.7	-2.8	3.5	3.4	7.2	1.9	5.4	8.3	2.9	-0.8
Apr. ^(p)	2.6	4.4	-3.8	11.2	7.0	3.4	4.0	3.2	2.2	-9.2	10.1	15.5	1.0

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 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)

	Credit to general government			Credit to 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 ³⁾	To households ⁴⁾	To financial corporations other than MFIs and ICPFs ³⁾	To insurance corporations and pension funds		
	1	2	3	4	Total	Adjusted loans ²⁾	7	8	9	10	11	12
Outstanding amounts												
2022	6,352.0	1,001.3	5,325.7	15,389.8	12,987.5	13,174.9	5,126.5	6,631.8	1,082.5	146.7	1,565.9	836.4
2023	6,305.3	990.6	5,289.3	15,492.9	13,033.8	13,253.1	5,123.2	6,648.1	1,124.5	138.0	1,560.7	898.4
2024	6,258.9	988.5	5,244.4	15,780.1	13,246.6	13,501.9	5,182.6	6,677.2	1,246.7	140.0	1,579.9	953.7
2024 Q2	6,195.6	978.6	5,191.2	15,572.4	13,101.2	13,339.7	5,130.7	6,644.8	1,194.9	130.9	1,553.8	917.3
Q3	6,255.2	975.4	5,254.1	15,633.3	13,143.6	13,377.8	5,139.8	6,661.3	1,209.6	132.8	1,561.0	928.7
Q4	6,258.9	988.5	5,244.4	15,780.1	13,246.6	13,501.9	5,182.6	6,677.2	1,246.7	140.0	1,579.9	953.7
2025 Q1	6,268.3	995.5	5,246.9	15,875.2	13,338.1	13,594.9	5,204.0	6,720.8	1,276.5	136.8	1,560.8	976.3
2024 Nov.	6,276.4	990.4	5,260.2	15,694.0	13,179.3	13,419.7	5,149.5	6,673.8	1,221.5	134.5	1,576.0	938.7
Dec.	6,258.9	988.5	5,244.4	15,780.1	13,246.6	13,501.9	5,182.6	6,677.2	1,246.7	140.0	1,579.9	953.7
2025 Jan.	6,305.2	996.4	5,282.8	15,834.0	13,280.9	13,526.7	5,192.4	6,696.6	1,255.1	136.8	1,577.8	975.3
Feb.	6,299.6	1,001.5	5,272.2	15,890.8	13,334.9	13,572.7	5,202.4	6,711.1	1,285.6	135.7	1,574.3	981.6
Mar.	6,268.3	995.5	5,246.9	15,875.2	13,338.1	13,594.9	5,204.0	6,720.8	1,276.5	136.8	1,560.8	976.3
Apr.	6,307.3	994.8	5,286.5	15,882.6	13,362.8	13,623.2	5,208.0	6,740.5	1,278.2	136.0	1,562.0	957.8
Transactions												
2022	173.8	8.5	163.8	636.4	623.8	680.5	269.0	241.8	126.3	-13.3	18.6	-5.9
2023	-161.1	-17.4	-144.0	53.8	24.5	72.3	-5.7	7.7	30.7	-8.2	-16.0	45.4
2024	-63.3	-1.4	-62.4	287.5	228.9	271.2	77.0	44.8	105.4	1.8	10.6	47.9
2024 Q2	-2.8	2.4	-5.4	18.2	37.6	47.7	16.3	5.2	22.5	-6.5	-15.1	-4.3
Q3	-4.4	-3.2	-1.2	68.2	59.7	53.5	18.7	20.0	19.0	2.1	3.7	4.8
Q4	5.7	11.0	-5.4	139.5	100.5	125.4	44.2	22.3	27.1	6.9	13.5	25.4
2025 Q1	32.0	6.6	25.4	115.7	113.8	114.4	35.0	48.3	33.8	-3.3	-17.9	19.7
2024 Nov.	-6.5	4.8	-11.3	12.4	6.3	-3.1	3.4	14.0	-9.9	-1.2	-1.5	7.6
Dec.	5.4	-2.4	7.7	89.7	72.1	87.4	34.5	8.5	23.7	5.4	3.5	14.1
2025 Jan.	50.1	7.9	42.2	49.8	39.7	29.9	13.8	21.2	7.9	-3.2	-2.8	12.9
Feb.	-14.4	5.1	-19.5	59.1	56.0	48.8	13.1	15.4	29.2	-1.6	-5.4	8.5
Mar.	-3.7	-6.4	2.7	6.8	18.1	35.7	8.2	11.8	-3.4	1.5	-9.7	-1.7
Apr.	11.6	-1.1	12.6	19.4	35.3	37.2	12.1	16.8	6.9	-0.5	2.1	-18.0
Growth rates												
2022	2.7	0.9	3.0	4.3	5.0	5.4	5.5	3.8	13.4	-7.9	1.2	-0.6
2023	-2.5	-1.7	-2.7	0.3	0.2	0.5	-0.1	0.1	2.8	-5.5	-1.0	5.3
2024	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.7	5.3
2024 Q2	-1.4	-0.4	-1.6	0.8	0.9	1.1	0.3	0.3	8.4	-8.5	-1.8	4.6
Q3	-1.2	-0.9	-1.2	1.2	1.3	1.6	0.8	0.6	8.5	-3.7	-1.5	4.2
Q4	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.7	5.3
2025 Q1	0.5	1.7	0.3	2.2	2.4	2.6	2.2	1.4	8.8	-0.7	-1.0	4.9
2024 Nov.	-0.7	0.6	-1.0	1.3	1.2	1.5	1.0	0.5	6.3	0.0	0.2	5.6
Dec.	-1.0	-0.1	-1.2	1.9	1.8	2.0	1.5	0.7	9.4	1.3	0.7	5.3
2025 Jan.	0.3	1.2	0.2	2.1	2.2	2.3	2.0	1.2	9.5	1.7	-0.9	5.9
Feb.	0.4	1.9	0.1	2.3	2.4	2.4	2.2	1.4	9.8	-0.6	-1.1	6.3
Mar.	0.5	1.7	0.3	2.2	2.4	2.6	2.2	1.4	8.8	-0.7	-1.0	4.9
Apr.	0.5	1.9	0.2	2.3	2.6	2.7	2.5	1.7	7.9	-0.2	-0.1	3.5

Source: ECB.

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

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

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

4) Including non-profit institutions serving households.

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	Non-financial corporations ²⁾					Households ³⁾				
	Total		Up to 1 year	Over and to 5 years	Over 5 years	Total		Loans consumption for	Loans for house purchase	Other loans
	Total	Adjusted loans ⁴⁾				Total	Adjusted loans ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	5,126.5	5,126.4	960.0	1,076.9	3,089.6	6,631.8	6,832.5	715.1	5,214.2	702.6
2023	5,123.2	5,138.3	907.2	1,090.3	3,125.8	6,648.1	6,866.2	731.3	5,228.8	688.0
2024	5,182.6	5,203.5	922.4	1,098.1	3,162.1	6,677.2	6,928.7	745.0	5,255.2	676.9
2024 Q2	5,130.7	5,148.1	902.5	1,088.0	3,140.2	6,644.8	6,880.6	737.5	5,227.1	680.1
Q3	5,139.8	5,161.9	912.5	1,089.7	3,137.7	6,661.3	6,899.1	742.3	5,245.1	674.0
Q4	5,182.6	5,203.5	922.4	1,098.1	3,162.1	6,677.2	6,928.7	745.0	5,255.2	676.9
2025 Q1	5,204.0	5,227.6	922.9	1,114.7	3,166.4	6,720.8	6,973.1	750.8	5,293.1	676.9
2024 Nov.	5,149.5	5,165.8	919.2	1,087.1	3,143.2	6,673.8	6,918.6	741.3	5,250.4	682.1
Dec.	5,182.6	5,203.5	922.4	1,098.1	3,162.1	6,677.2	6,928.7	745.0	5,255.2	676.9
2025 Jan.	5,192.4	5,205.7	925.1	1,101.1	3,166.2	6,696.6	6,941.9	747.3	5,272.5	676.8
Feb.	5,202.4	5,213.8	926.1	1,104.5	3,171.9	6,711.1	6,956.1	747.3	5,286.0	677.8
Mar.	5,204.0	5,227.6	922.9	1,114.7	3,166.4	6,720.8	6,973.1	750.8	5,293.1	676.9
Apr.	5,208.0	5,230.7	930.3	1,108.5	3,169.2	6,740.5	6,991.2	753.6	5,311.4	675.5
Transactions										
2022	269.0	308.3	78.0	77.3	113.7	241.8	250.0	23.2	217.7	0.9
2023	-5.7	24.2	-44.0	10.3	27.9	7.7	26.5	18.9	10.1	-21.3
2024	77.0	88.1	21.9	14.2	40.9	44.8	77.0	26.6	28.3	-10.1
2024 Q2	16.3	19.0	17.1	-0.6	-0.2	5.2	10.9	0.4	5.9	-1.1
Q3	18.7	22.7	13.6	4.5	0.6	20.0	20.7	7.1	17.9	-5.1
Q4	44.2	45.5	7.8	10.9	25.6	22.3	36.3	10.7	10.6	1.1
2025 Q1	35.0	35.8	2.3	21.6	11.1	48.3	50.4	8.9	39.2	0.2
2024 Nov.	3.4	1.0	-2.7	-1.0	7.1	14.0	12.2	1.9	9.1	3.0
Dec.	34.5	39.3	4.0	12.7	17.8	8.5	14.8	5.4	4.6	-1.6
2025 Jan.	13.8	5.7	2.6	4.7	6.5	21.2	15.3	2.8	17.7	0.7
Feb.	13.1	11.0	1.3	5.0	6.8	15.4	15.9	2.0	13.6	-0.3
Mar.	8.2	19.2	-1.5	11.9	-2.2	11.8	19.2	4.1	7.9	-0.2
Apr.	12.1	9.9	7.4	-2.5	7.2	16.8	15.4	2.8	14.6	-0.5
Growth rates										
2022	5.5	6.4	8.8	7.7	3.8	3.8	3.8	3.3	4.4	0.1
2023	-0.1	0.5	-4.6	1.0	0.9	0.1	0.4	2.6	0.2	-3.0
2024	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2024 Q2	0.3	0.7	-0.8	0.0	0.7	0.3	0.3	2.7	0.4	-2.5
Q3	0.8	1.3	1.9	0.7	0.4	0.6	0.6	2.7	0.6	-2.2
Q4	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2025 Q1	2.2	2.4	4.6	3.4	1.2	1.4	1.7	3.7	1.4	-0.7
2024 Nov.	1.0	1.2	2.4	0.4	0.7	0.5	0.9	3.2	0.4	-1.5
Dec.	1.5	1.7	2.4	1.3	1.3	0.7	1.1	3.7	0.5	-1.5
2025 Jan.	2.0	2.0	4.3	1.6	1.4	1.2	1.3	3.9	1.1	-1.1
Feb.	2.2	2.1	4.6	2.2	1.5	1.4	1.5	3.8	1.3	-0.9
Mar.	2.2	2.4	4.6	3.4	1.2	1.4	1.7	3.7	1.4	-0.7
Apr.	2.5	2.6	5.8	3.3	1.3	1.7	1.9	4.0	1.6	-0.5

Source: ECB.

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

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

3) Including non-profit institutions serving households.

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

5 Financing conditions and credit developments

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

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

	MFI liabilities						MFI assets			
	Central government holdings ²⁾	Longer-term financial liabilities vis-à-vis 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 counter-parties ³⁾	Reverse repos to central counter-parties ³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Outstanding amounts										
2022	639.4	6,731.2	1,783.0	45.7	2,109.0	2,793.4	1,332.5	344.5	137.2	147.2
2023	447.4	7,327.2	1,827.5	90.2	2,413.8	2,995.6	1,858.1	213.8	152.1	152.6
2024	377.9	7,837.7	1,844.0	116.5	2,588.3	3,288.9	2,693.3	229.5	140.4	135.9
2024 Q2	410.5	7,526.1	1,828.2	109.9	2,526.1	3,061.9	2,243.8	300.1	182.6	176.5
Q3	402.8	7,679.4	1,833.1	114.3	2,541.1	3,190.9	2,490.4	247.2	184.9	188.5
Q4	377.9	7,837.7	1,844.0	116.5	2,588.3	3,288.9	2,693.3	229.5	140.4	135.9
2025 Q1 ^(p)	366.8	7,939.1	1,834.3	121.1	2,573.6	3,410.1	2,811.4	203.0	182.9	161.3
2024 Nov.	424.2	7,805.9	1,839.8	115.9	2,575.6	3,274.6	2,642.5	309.9	176.8	164.0
Dec.	377.9	7,837.7	1,844.0	116.5	2,588.3	3,288.9	2,693.3	229.5	140.4	135.9
2025 Jan.	404.5	7,928.1	1,839.5	117.4	2,593.1	3,378.1	2,765.6	211.4	163.2	146.6
Feb.	425.3	7,953.6	1,842.6	118.5	2,599.8	3,392.8	2,826.9	208.9	196.1	159.7
Mar.	366.8	7,939.1	1,834.3	121.1	2,573.6	3,410.1	2,811.4	203.0	182.9	161.3
Apr. ^(p)	447.0	7,909.7	1,830.0	123.4	2,536.5	3,419.7	2,870.2	198.1	194.7	173.4
Transactions										
2022	-93.4	51.9	-88.8	-4.6	13.2	132.2	-68.9	-206.2	10.4	18.0
2023	-198.2	323.8	25.2	40.0	227.1	31.5	456.1	-217.7	17.1	9.0
2024	-69.1	288.7	16.4	26.2	164.1	81.9	570.8	-1.0	-11.7	-16.7
2024 Q2	15.7	42.7	-0.8	6.0	31.8	5.7	149.6	52.8	4.6	2.3
Q3	-7.7	63.0	7.5	4.4	38.3	12.9	173.0	-31.5	2.4	12.0
Q4	-25.4	72.7	5.6	2.2	5.6	59.3	110.5	-36.1	-44.5	-52.6
2025 Q1 ^(p)	-10.7	27.9	-6.5	5.7	10.7	18.0	8.5	-24.1	42.4	25.3
2024 Nov.	-21.5	6.5	5.5	0.2	-0.5	1.4	12.2	64.6	7.2	-8.2
Dec.	-46.5	54.3	3.1	0.6	0.8	49.7	55.3	-90.2	-36.3	-28.1
2025 Jan.	26.5	25.0	-4.4	1.8	6.7	20.9	-6.7	-10.9	22.8	10.6
Feb.	21.1	4.2	3.4	1.1	5.4	-5.6	35.6	6.1	32.9	13.2
Mar.	-58.3	-1.4	-5.5	2.8	-1.3	2.7	-20.4	-19.2	-13.3	1.6
Apr. ^(p)	80.3	-17.2	-0.9	2.4	-5.5	-13.2	91.4	10.4	11.8	12.2
Growth rates										
2022	-12.7	0.8	-4.8	-13.0	0.5	4.6	-	-	7.8	12.7
2023	-30.8	4.7	1.4	80.3	10.7	1.1	-	-	12.4	6.0
2024	-15.5	3.9	0.9	29.1	6.8	2.6	-	-	-7.7	-10.9
2024 Q2	-16.1	4.4	0.7	78.5	9.8	0.9	-	-	9.6	4.3
Q3	-11.2	3.8	0.0	54.7	9.2	0.5	-	-	20.5	15.4
Q4	-15.5	3.9	0.9	29.1	6.8	2.6	-	-	-7.7	-10.9
2025 Q1 ^(p)	-7.1	2.7	0.3	17.6	3.5	3.0	-	-	2.7	-7.4
2024 Nov.	0.2	3.4	0.7	37.4	7.6	0.9	-	-	5.7	1.2
Dec.	-15.5	3.9	0.9	29.1	6.8	2.6	-	-	-7.7	-10.9
2025 Jan.	-10.0	3.3	0.6	23.5	5.5	2.4	-	-	0.0	-8.2
Feb.	-1.0	3.1	0.7	19.0	5.0	2.5	-	-	18.5	-7.9
Mar.	-7.1	2.7	0.3	17.6	3.5	3.0	-	-	2.7	-7.4
Apr. ^(p)	1.8	2.3	0.4	16.8	2.3	2.9	-	-	19.0	-2.3

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
2021	-5.1	-5.1	0.0	0.0	0.0	-3.7
2022	-3.5	-3.7	0.0	0.0	0.3	-1.8
2023	-3.5	-3.5	-0.2	-0.2	0.4	-1.8
2024	-3.1	-2.7	-0.3	-0.2	0.1	-1.2
2024 Q1	-3.5	.	.	.	.	-1.7
Q2	-3.5	.	.	.	.	-1.6
Q3	-3.3	.	.	.	.	-1.4
Q4	-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
2021	46.9	46.2	13.0	13.2	15.0	0.8	52.0	46.9	10.3	6.0	1.4	23.7	5.1
2022	46.5	45.8	13.3	12.9	14.6	0.8	50.0	44.8	9.8	5.9	1.7	22.4	5.2
2023	46.0	45.1	13.2	12.4	14.5	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.7	22.3	5.3
2024	46.5	45.7	13.4	12.4	14.8	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0
2024 Q1	46.0	45.2	13.2	12.3	14.6	0.8	49.5	44.2	9.8	5.9	1.8	22.4	5.3
Q2	46.2	45.5	13.3	12.4	14.7	0.8	49.7	44.4	9.9	5.9	1.8	22.6	5.3
Q3	46.4	45.6	13.4	12.4	14.7	0.8	49.7	44.6	10.0	6.0	1.9	22.8	5.1
Q4	46.5	45.8	13.4	12.4	14.8	0.8	49.6	44.6	10.0	6.0	1.9	22.9	5.0

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
2021	93.9	2.9	13.9	77.1	54.4	40.9	39.4	9.8	84.1	17.3	29.8	46.8	92.5	1.4
2022	89.5	2.6	13.2	73.7	52.5	39.6	37.0	8.7	80.9	16.0	28.4	45.2	88.6	0.9
2023	87.3	2.4	12.2	72.7	49.3	35.9	38.1	7.8	79.5	15.0	28.1	44.3	86.5	0.8
2024	87.4	2.2	11.8	73.5	46.9	33.9	40.6	7.7	79.7	14.5	28.4	44.5	86.7	0.8
2024 Q1	87.8	2.3	12.0	73.6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q2	88.1	2.2	11.8	74.0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q3	88.1	2.2	11.8	74.1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Q4	87.5	2.2	11.8	73.5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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
2021	-2.7	3.7	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	-0.1	-0.6	-6.2	5.1
2022	-4.3	1.8	-0.2	-0.2	-0.7	0.3	0.1	0.1	0.6	-0.6	-5.9	2.7
2023	-2.2	1.8	-0.3	-0.4	-0.5	-0.2	0.1	0.1	0.6	-0.5	-3.7	2.6
2024	0.1	1.2	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-1.3	3.1
2024 Q1	-1.5	1.7	-0.5	-0.6	-0.7	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.3	-2.7	2.6
Q2	-0.7	1.6	-0.3	-0.5	-0.5	-0.1	0.1	0.1	0.4	-0.2	-2.0	2.8
Q3	-0.2	1.4	0.0	-0.2	-0.3	-0.1	0.1	0.0	0.3	-0.1	-1.6	2.9
Q4	0.1	1.2	0.2	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.1	0.3	0.0	-1.3	3.1

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
2022	12.9	11.7	4.1	1.2	0.3	8.0	1.6	1.2	0.4	1.9	2.0	1.1	0.5
2023	12.9	11.6	4.1	1.4	0.3	8.1	2.0	1.2	1.9	2.0	1.6	3.6	1.9
2024	12.5	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2024 Q2	12.6	11.2	3.5	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	2.1	2.1	1.6	3.8	2.8
Q3	12.5	11.1	3.8	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.3	2.1	1.6	3.7	2.9
Q4	12.5	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025 Q1	12.4	11.0	3.8	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.8	2.2	1.9	3.3	2.9
2024 Nov.	12.6	11.2	3.6	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	2.0	2.1	1.8	3.6	2.9
Dec.	12.5	11.0	4.1	1.4	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
2025 Jan.	12.5	11.0	4.0	1.5	0.4	8.2	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.5	2.9
Feb.	12.6	11.2	4.1	1.4	0.4	8.3	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.4	2.9
Mar.	12.4	11.0	3.8	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.8	2.2	1.9	3.3	2.9
Apr.	13.1	11.6	3.8	1.5	0.4	8.3	2.1	1.3	1.9	2.2	1.9	3.3	2.9

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	Germany	Estonia	Ireland	Greece	Spain	France	Croatia	Italy	Cyprus
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-5.4	-3.2	-2.6	-1.4	-7.1	-6.7	-6.6	-2.6	-8.9	-1.6
2022	-3.6	-2.1	-1.1	1.7	-2.5	-4.6	-4.7	0.1	-8.1	2.7
2023	-4.1	-2.5	-3.1	1.5	-1.4	-3.5	-5.4	-0.8	-7.2	1.7
2024	-4.5	-2.8	-1.5	4.3	1.3	-3.2	-5.8	-2.4	-3.4	4.3
2024 Q1	-4.0	-2.7	-3.1	1.3	-0.7	-3.6	-5.4	-0.8	-6.6	3.3
Q2	-4.1	-2.8	-3.6	1.7	0.1	-3.2	-5.4	-1.8	-6.3	4.0
Q3	-4.4	-2.8	-3.0	4.6	0.8	-3.0	-5.6	-2.1	-5.3	4.0
Q4	-4.5	-2.8	-1.5	4.3	1.3	-3.2	-5.8	-2.4	-3.4	4.3
Government debt										
2021	108.5	68.1	18.4	52.6	197.3	115.7	112.8	78.2	145.8	96.5
2022	102.7	65.0	19.1	43.1	177.0	109.5	111.4	68.5	138.3	81.1
2023	103.2	62.9	20.2	43.3	163.9	105.1	109.8	61.8	134.6	73.6
2024	104.7	62.5	23.6	40.9	153.6	101.8	113.0	57.6	135.3	65.0
2024 Q1	106.6	62.6	24.1	42.5	161.8	106.3	110.7	62.0	134.9	72.5
Q2	106.6	62.0	23.8	42.8	160.1	105.3	112.3	60.0	136.7	70.2
Q3	105.7	62.4	24.0	42.3	158.3	104.4	113.7	59.6	136.2	69.2
Q4	104.7	62.5	23.6	40.9	153.6	101.8	113.1	57.7	135.3	65.0

	Latvia	Lithuania	Luxembourg	Malta	Netherlands	Austria	Portugal	Slovenia	Slovakia	Finland
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Government deficit (-)/surplus (+)										
2021	-7.2	-1.2	1.0	-7.0	-2.2	-5.7	-2.8	-4.6	-5.1	-2.7
2022	-4.9	-0.7	0.2	-5.2	0.0	-3.4	-0.3	-3.0	-1.7	-0.2
2023	-2.4	-0.7	-0.8	-4.7	-0.4	-2.6	1.2	-2.6	-5.2	-3.0
2024	-1.8	-1.3	1.0	-3.7	-0.9	-4.7	0.7	-0.9	-5.3	-4.4
2024 Q1	-2.5	-0.6	0.0	-3.9	-0.4	-2.8	0.8	-1.9	-4.8	-3.4
Q2	-4.7	-0.9	0.5	-3.5	-0.4	-3.3	1.0	-1.9	-4.9	-3.8
Q3	-2.7	-1.4	0.3	-3.0	-0.3	-3.8	0.7	-1.7	-4.9	-4.4
Q4	-1.8	-1.3	1.0	-3.7	-0.9	-4.7	0.7	-0.9	-5.3	-4.4
Government debt										
2021	45.9	43.3	24.2	49.8	50.5	82.4	123.9	74.8	60.2	73.2
2022	44.4	38.1	24.9	49.5	48.4	78.4	111.2	72.7	57.7	74.0
2023	44.6	37.3	25.0	47.9	45.2	78.5	97.7	68.4	55.6	77.5
2024	46.8	38.2	26.3	47.4	43.3	81.8	94.9	67.0	59.3	82.1
2024 Q1	45.9	39.1	26.4	47.5	44.0	80.9	99.1	70.0	60.6	78.4
Q2	45.9	37.4	26.1	46.5	43.3	82.9	100.3	69.4	60.4	80.4
Q3	47.2	38.4	25.8	45.9	42.2	83.2	97.1	66.7	60.3	82.0
Q4	46.8	38.2	26.3	47.4	43.3	81.8	94.9	67.0	59.7	82.1

Source: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2024

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 4. junij 2025.

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

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-01-25-079-SL-N (pdf)