



EVROPSKA CENTRALNA BANKA

EUROSISTEM

# Ekonomski bilten

Številka 8 / 2015



# Kazalo

## Ekonomska in denarna gibanja

Povzetek	3
1 Zunanje okolje	7
2 Finančna gibanja	12
3 Gospodarska aktivnost	15
4 Cene in stroški	20
5 Denar in krediti	24
6 Javnofinančna gibanja	28

## Okvirji

1 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. julija do 21. oktobra 2015	31
2 Kaj povzroča nizke investicije v euroobmočju? Anketni odgovori velikih podjetij iz euroobmočja	36
3 Vloga baznih učinkov v prihodnjem gibanju inflacije	39
4 Togost plač navzdol in vloga strukturnih reform v euroobmočju	41
5 Plače, produktivnost in konkurenčnost: pristop na podlagi podrobnih podatkov	45
6 Ustanovitev odborov za konkurenčnost v okviru prizadevanj za pravo ekonomsko uni-jo	48
7 Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2016	51

## Članki

1 What is behind the recent rebound in euro area employment?	56
2 New features in monetary and financial statistics	74

<b>Statistični podatki euroobmočja</b>	<b>S1</b>
--	-----------

# Ekonomska in denarna gibanja

## Povzetek

**Svet ECB je na seji o denarni politiki 3. decembra 2015 ponovno preučil stopnjo spodbujevalne naravnosti denarne politike. Analiza je potrdila, da so potrebni nadaljnji spodbujevalni ukrepi, da bi se inflacija zanesljivo vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje.** Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema so pokazale, da še naprej obstajajo navzdol usmerjena tveganja za inflacijo in da je dinamika inflacije rahlo šibkejša, kot je bilo pričakovano v prejšnjem obdobju. Popravki navzdol so bili opravljeni že v prejšnjih projekcijah. Svet ECB je ugotovil, da inflacija na nizki ravni vztraja zaradi precejšnjega neizkoriščenega gospodarskega potenciala, kar zmanjšuje domače cenovne pritiske, pa tudi zaradi zaviralnih učinkov iz mednarodnega okolja, vendar projekcije odražajo tudi ugodna gibanja na finančnih trgih po oktobrski seji o denarni politiki. Glavna gospodarska gibanja v času decembrske seje Sveta ECB so povzeta v nadaljevanju, nato pa sledi še podrobnejša predstavitev sklepov, ki jih je Svet sprejel na tej seji.

## Ocena gospodarskih razmer v času seje Sveta ECB na dan 3. decembra 2015

### **Svetovna gospodarska aktivnost še naprej postopno in neenakomerno okreva.**

Obete v razvitih gospodarstvih podpirajo nizke cene nafte, še vedno ugodni pogoji financiranja, izboljševanje razmer na trgu dela, krepitev zaupanja ter popuščanje zaviralnih vplivov, ki so posledica razdolževanja zasebnega sektorja in konsolidacije javnih financ. Nasprotno bodo rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih predvidoma še naprej zavirale strukturne ovire in makroekonomska neravnovesja. V nekaterih te dejavnike dodatno stopnjuje zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja in zniževanje cen primarnih surovin. Svetovni inflacijski pritiski bodo zaradi nedavnega padca cen nafte in še vedno obsežnih neizkoriščenih svetovnih zmogljivosti predvidoma ostali omejeni.

**V obdobju pred decembrsko sejo Sveta ECB so na pogoje financiranja v euroobmočju vplivala pričakovanja, da bo Svet ECB še dodatno popustil denarno politiko.** Zaradi teh pričakovanj se je v mnogih državah euroobmočja močno zmanjšala donosnost državnih obveznic. Delniški trgi v euroobmočju so občutno zrasli. Euro je depreciral, k čemur so prav tako deloma prispevala tržna pričakovanja v zvezi z denarno politiko.

**H gospodarskemu okrevanju v euroobmočju vse močneje prispeva domače povpraševanje.** BDP euroobmočja se je v tretjem četrtletju 2015 medčetrtletno realno zvišal za 0,3%, potem ko je v prejšnjem četrtletju rast znašala 0,4%. Glavno gonilo rasti je ostala potrošnja, medtem ko so bila gibanja pri naložbah in izvozu prav tako pozitivna, a manj izrazita. Najnovejši anketni kazalniki kažejo, da se je rast nadaljevala tudi v zadnjem četrtletju tega leta.

**Glede gibanj v prihodnje se pričakuje, da se bo gospodarsko okrevanje nadaljevalo, čeprav tveganja ostajajo usmerjena navzdol.** Domače

povpraševanje bodo predvidoma še naprej podpirali ukrepi denarne politike ECB in njihovi pozitivni učinki na pogoje financiranja, pa tudi napredek, ki je bil v prejšnjih obdobjih že dosežen pri javnofinančni konsolidaciji in strukturnih reformah. Poleg tega bi se zaradi nizkih cen nafte morala povečati realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev in dobičkonosnost podjetij, kar bo posledično okrepilo zasebno potrošnjo in naložbe. V nekaterih delih euroobmočja se bodo verjetno zvišali tudi javnofinančni odhodki, ki bodo potrebni za pomoč beguncem. Vseeno gospodarsko rast v euroobmočju še naprej zavirajo dejavniki, kot so šibka rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih, razmeroma počasna rast svetovne trgovinske menjave, bilančno prilagajanje, ki je še vedno potrebno v številnih sektorjih, ter počasno izvajanje strukturnih reform. Tveganja za gospodarsko rast euroobmočja so še naprej usmerjena navzdol, povezana pa so predvsem s povečano negotovostjo glede gibanj v svetovnem gospodarstvu, pa tudi s širšimi geopolitičnimi tveganji. Ta tveganja bi lahko upočasnjevala svetovno gospodarsko rast in zunanje povpraševanje po izvozu iz euroobmočja, gledano širše pa lahko prizadenejo tudi zaupanje.

**Po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2015 znašala 1,5%, v letu 2016 1,7% in v letu 2017 1,9%.**

V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB iz septembra 2015 so obeti za realno rast BDP ostali večinoma nespremenjeni.

**Inflacija, merjena z indeksom HICP, se je nekoliko zvišala, vendar ostaja nizka.** Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju novembra 2015 znašala 0,1%, kar je enako kot oktobra, vendar manj, kot je bilo pričakovano. Inflacija brez hrane in energentov se je novembra upočasnila na 0,9%, potem ko je oktobra znašala 1,1%.

**Medletna inflacija se bo v prihodnjem obdobju po pričakovanjih zviševala.**

Predvidoma se bo povečala ob prelomu leta, k čemur bodo največ prispevali bazni učinki, povezani s padcem cen nafte proti koncu leta 2014. V letih 2016 in 2017 se bo inflacija predvidoma še naprej zviševala, pri čemer jo bodo podpirali ukrepi denarne politike, ki jih je ECB sprejela v preteklosti, ob dodatni podpori ukrepov, ki so bili objavljeni decembra 2015. Poleg tega bosta k zvišanju inflacije prispevala tudi pričakovano gospodarsko okrevanje ter prenos preteklega znižanja tečaja eura. Svet ECB bo v prihodnjem obdobju natančno spremljal inflacijska gibanja.

**Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra 2015 pripravili strokovnjaki Eurosistema, bo medletna inflacija v letu 2015 znašala 0,1%, v letu 2016 1,0%, v letu 2017 pa 1,6%.** V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB so bili obeti za inflacijo rahlo popravljeni navzdol.

**Ukrepi denarne politike, ki jih je ECB sprejela v preteklosti, so prispevali k ugodnejšim gibanjem denarnih in kreditnih kazalnikov ter s tem bolj splošno vplivali na transmisijo denarne politike.** Rast širokega denarja ostaja okrepljena,

rast posojil pa okreva, čeprav počasi. Stroški financiranja za banke so se stabilizirali blizu dolgoročno najnižjih ravni in banke postopno prenašajo znižanje stroškov na nižje posojilne obrestne mere. Ugodnejši pogoji za posojila so še naprej podpirali okrevanje kreditne rasti, razlike v obrestnih merah za bančna posojila med posameznimi državami pa so se še dodatno zmanjšale.

## Sklepi o denarni politiki in obveščanje javnosti

**Na decembrski seji je Svet ECB temeljito preučil, kako močni in vztrajni so dejavniki, ki v srednjeročnem obdobju preprečujejo vrnitev inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje.** Analiza je potrdila, da so potrebni nadaljnji spodbujevalni ukrepi denarne politike, da bi se inflacija vrnila na raven, ki je skladna s tem ciljem.

**Zato je Svet ECB v skladu s ciljem cenovne stabilnosti sprejel naslednje sklepe.**

Prvič, kar zadeva ključne obrestne mere ECB, je Svet ECB sklenil znižati obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita za 10 bazičnih točk na  $-0,30\%$ . Obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja in odprto ponudbo mejnega posojila sta ostali nespremenjeni na ravni  $0,05\%$  oziroma  $0,30\%$ .

Drugič, kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB sklenil podaljšati program nakupa vrednostnih papirjev. Mesečni nakupi v višini 60 milijard EUR v okviru tega programa se bodo tako nadaljevali do konca marca 2017 in po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne oceni, da se je gibanje inflacije vzdržno vrnilo na raven, ki je skladna s ciljem doseganja inflacije pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju.

Tretjič, Svet ECB je sklenil, da bo ob zapadlosti ponovno investiral glavnico vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, in sicer tako dolgo, kot bo potrebno. To bo prispevalo tako k ugodnim likvidnostnim razmeram kot tudi k ustrezni naravnosti denarne politike.

Četrto, Svet ECB je sklenil, da bo v okviru programu nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja na seznam premoženja, ki je primerno za redne nakupe s strani pristojnih nacionalnih centralnih bank, vključil eurske tržne dolžniške instrumente, ki so jih izdale regionalne ali lokalne ravni države iz euroobmočja.

Petič, Svet ECB je sklenil, da se bodo operacije glavnega refinanciranja in 3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja še naprej izvajale v obliki avkoj s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo, in sicer tako dolgo, kot bo potrebno, vsekakor pa vsaj do konca zadnjega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017.

**Ti sklepi so bili sprejeti z namenom, da se zagotovi vrnitev inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, ter da se s tem zasidrajo srednjeročna inflacijska pričakovanja.** Novi ukrepi bodo vzpostavili spodbujevalne pogoje financiranja in dodatno okrepili delovanje ukrepov, sprejetih od junija 2014, ki so imeli velik pozitiven vpliv na pogoje financiranja, posojilno aktivnost in realno gospodarstvo.

Hkrati sprejeti sklepi krepijo tudi zagon gospodarskega okrevanja v euroobmočju ter povečujejo njegovo odpornost proti nedavnim globalnim gospodarskim šokom.

**Svet ECB bo skrbno spremljal obete glede cenovne stabilnosti ter je pripravljen in sposoben ukrepati z vsemi instrumenti, ki so mu na voljo v okviru mandata, če bo to potrebno za ohranitev ustrezne stopnje spodbujevalno naravnane denarne politike.** Svet ECB zlasti opozarja, da program nakupa vrednostnih papirjev omogoča zadostno prožnost glede obsega, sestave in trajanja nakupov.

## 1 Zunanje okolje

Svetovna gospodarska aktivnost še naprej postopno in neenakomerno okrevaja. K pozitivnim obetom za razvita gospodarstva prispevajo nizke cene nafte, še vedno ugodni pogoji financiranja, izboljševanje razmer na trgu dela, krepitev zaupanja ter popuščanje zaviralnih vplivov iz razdolževanja zasebnega sektorja in konsolidacije javnih financ. Nasprotno obete za rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih še naprej omejujejo strukturne ovire in makroekonomska neravnovesja. V nekaterih te dejavnike še dodatno stopnjujeta zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja in korekcija cen primarnih surovin. Inflacijski pritiski bodo zaradi padca cen nafte in še vedno obsežnih prostih zmogljivostih na svetovni ravni predvidoma ostali omejeni.

### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

#### Svetovna gospodarska aktivnost še naprej postopno in neenakomerno okrevaja.

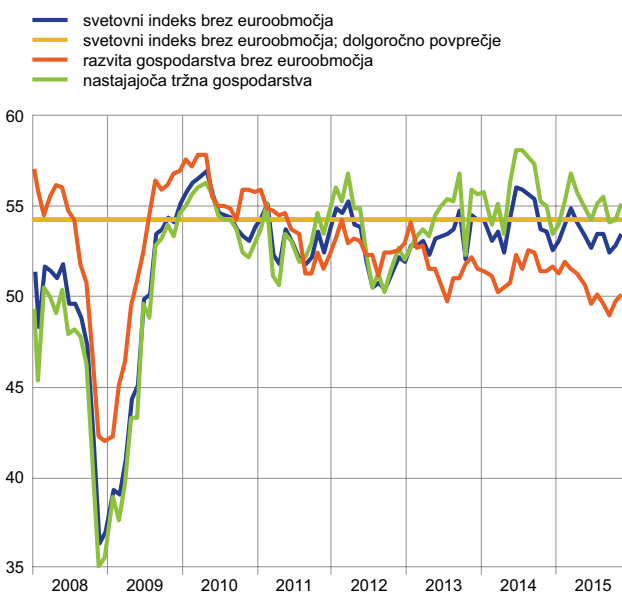
Tekom leta se je rast v večini razvitih gospodarstev zunaj euroobmočja – zlasti v ZDA in Združenem kraljestvu – na splošno okrepila. Nasprotno je v nastajajočih tržnih gospodarstvih večinoma ostala šibka, z vztrajnimi razhajanjem med regijami, ki so deloma povezana s tem, kako je popravek cen primarnih surovin vplival na uvoznice in izvoznice surovin. Medtem ko je aktivnost v nastajajočih tržnih gospodarstvih v Aziji – vključno s Kitajsko in Indijo – ter v državah srednje in vzhodne Evrope ostala razmeroma robustna, je bila regija Konfederacije neodvisnih držav v prvi polovici leta

v globoki recesiji. V epicentru upada je Rusija, ki je na udaru zaradi nizkih cen nafte, omejitev pri dostopu do zunanje financiranja in šibkega zaupanja podjetij. Tudi v Latinski Ameriki je rast tekom leta 2015 postala negativna, kar ni le posledica poslabševanja pogojev menjave zaradi upadanja cen primarnih surovin, ampak tudi domačih neravnovesij, ozkih grl na strani ponudbe in politične negotovosti, še zlasti v Braziliji.

#### Graf 1

#### Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za proizvodnjo

(indeks razpršitve)



Viri: Markit in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2015.

#### Kazalniki svetovne aktivnosti in razpoložljivi podatki za posamezne države kažejo, da se je zrna gospodarska rast na svetovni ravni proti koncu leta 2015 nadaljevala.

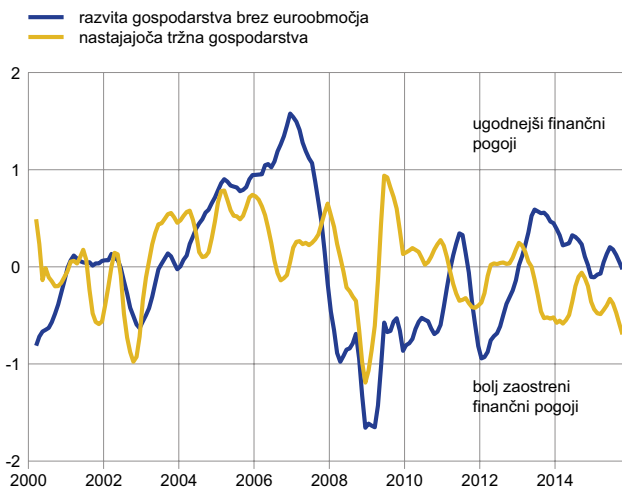
Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za proizvodnjo (brez euroobmočja) se je novembra še zvišal, čeprav je ostal pod svojim dolgoročnim povprečjem, kar kaže, da je svetovna gospodarska aktivnost ohranila zagon. V četrtem četrtletju je indeks v povprečju ostal približno na ravni prejšnjega četrtletja, iz česar sledi, da pogoji za svetovno gospodarsko rast ostajajo večinoma nespremenjeni. Izrazito razhajanje v gibanju ustreznih indeksov za razvita in nastajajoča tržna gospodarstva prav tako izraža divergentno dinamiko svetovne gospodarske rasti (glej graf 1). Tudi sestavljeni vodilni



## Graf 2

### Indeksi finančnih pogojev

(standardni odklon, aritmetična sredina 0; mesečni podatki)



Viri: Haver Analytics in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na oktober 2015. Nastajajoča tržna gospodarstva so agregat, ki združuje Kitajsko, Rusijo, Brazilijo, Indijo in Turčijo. Agregat razvita gospodarstva vključuje ZDA, Združeno kraljestvo in Japonsko.

kazalniki organizacije OECD še naprej napoveduje stabilno rast v območju OECD in na Kitajskem, medtem ko se za Rusijo pričakuje, da bo rast izgubljala zagon.

### Denarna politika ostaja v razvitih gospodarstvih zelo spodbudljiva in podpira ugodne pogoje financiranja, medtem ko se je v večini nastajajočih tržnih gospodarstev še naprej zaostrovala.

Tržna pričakovanja, da bo ZDA decembra dvignila ključne obrestne mere, so se novembra še okrepila. Zunanji pogoji financiranja so se v večini nastajajočih tržnih gospodarstev zaostri, kot je razvidno iz nekoliko višjih donosov obveznic, ki jih spremljajo popravki cen delnic, zmanjšanje portfeljskih prilivov in obnovljeni depreciacijski pritiski na devizni tečaj večjega števila držav (glej graf 2). Depreciacija zvišuje vrednost dolga v tuji valuti, zaradi česar se krepijo napetosti v bilancah stanja in pri financiranju. Hkrati sta Kitajska in Indija popuščali denarno politiko. Čez poletje se je sredi turbulenc na delniških trgih in prilagajanja režima deviznega tečaja na Kitajskem strmo povečala

negotovost glede denarne politike. Ta je prispevala tudi k temu, da se je začasno močno povečala svetovna finančna volatilitnost.

### V prihodnjem obdobju bo svetovna gospodarska aktivnost predvidoma še naprej postopno in neenakomerno okrevala, poganjala pa jo bo še vedno trdna rast v večini razvitih gospodarstev.

K ugodnim obetom za razvita gospodarstva prispevajo nizke cene nafte, še vedno ugodni pogoji financiranja, izboljševanje razmer na trgu dela, krepitev zaupanja ter popuščanje zaviralnih vplivov iz razdolževanja zasebnega sektorja in konsolidacije javnih financ.

### Po precejšnji okrepitvi rasti v drugem četrletju je gospodarska aktivnost v ZDA v tretjem četrletju izgubila nekaj zagona.

Motor okrevanja je ostala visoka potrošnja gospodinjestev, ki so jo podpirali višja stopnja zaposlenosti, rast nominalnih plač in realnega razpoložljivega dohodka v kontekstu nižjih cen nafte in inflacije, pa tudi ugodni pogoji financiranja in izboljševanje finančnega stanja gospodinjestev. Po drugi strani nižje cene nafte nekoliko zmanjšujejo zagon zasebnih naložb v črpanje nafte iz skrilavcev, zaradi močnejšega dolarja pa bi aktivnost lahko upočasnjeval tudi neto izvoz.

### Tudi v Združenem kraljestvu se je po močnem drugem četrletju gospodarska aktivnost v tretjem nekoliko upočasnila.

Rast je poganjala predvsem potrošnja, saj nizke cene energentov in rast plač še naprej podpirajo realni razpoložljivi dohodek, medtem ko bo fiskalna konsolidacija po pričakovanjih tudi v prihodnje zavirala rast. Hkrati izboljševanje kreditnih pogojev podpira podjetniške naložbe.

### Na Japonskem aktivnost le s težavo pridobiva zagon, čeprav popravek rasti navzgor v tretjem četrletju kaže, da se je gospodarstvo izognilo tehnični recesiji.

Proti koncu leta bo rast po pričakovanjih ostala zmerna, poganjala pa jo bo predvsem zasebna potrošnja, ki se še naprej izboljšuje na račun višjih realnih



dohodkov, ki izhajajo iz višjih plač in nižjih cen nafte. K rasti bo poleg tega prispeval izvoz, ki se bo predvidoma povečeval zaradi močnejšega zunanjega povpraševanja in šibkejšega jena.

**Obeti za nastajajoča tržna gospodarstva so bolj mešani in glede na dolgoročno povprečje še vedno šibki.** Krepitev povpraševanja v razvitih gospodarstvih bo verjetno podpirala gospodarsko aktivnost v teh državah, vendar se obeti zanje zaradi strukturnih težav in makroekonomskih neravnovesij še vedno niso izboljšali. Hkrati se nekatere od teh držav prilagajajo na nižje cene surovin in bolj zaostrene pogoje zunanjega financiranja, ki obstajajo v obdobju pred normalizacijo denarne politike v ZDA. V nekaterih državah še vedno obstaja tudi velika politična negotovost.

**Proces ponovnega uravnovešanja kitajskega gospodarstva se izraža v postopnem upočasnjevanju rasti, saj močnejša potrošnja gospodinjstev ne zmore v celoti nadomestiti zniževanja naložb.** V tretjem četrtletju je rast ostala dokaj močna, v prihodnjem obdobju pa jo bodo predvidoma podpirale nizke cene nafte in robustna potrošnja. Na povpraševanje bi morali v prihodnje pozitivno vplivati tudi nedavna znižanja ključne obrestne mere, skromen paket fiskalnih spodbud, ki ga je sprejela centralna vlada, in prizadevanja, da bi se nekoliko sprostile omejitve na področju financ lokalnih oblasti. Vseeno bi na srednji rok vse večji poudarek na obvladovanju krhkosti v finančnem sistemu ter makroekonomska neravnovesja lahko upočasnjevala tempo gospodarske rasti. V Indiji se je v drugem četrtletju rast sicer nekoliko umirila, vendar so spodbujevalno naravnana denarna politika, okrepitev naložb na račun podjetniško naravnanih reform in robustna zasebna potrošnja močno okrepili zaupanje in izboljšali obete za rast v prihodnjem obdobju.

**Realna gospodarska aktivnost v državah srednje in vzhodne Evrope bo po projekcijah ostala robustna, čeprav v vseh državah ne bo enako močna.** Glavno gonilo rasti v prihodnjem obdobju bosta po pričakovanjih še naprej močna rast naložb, ki jo podpirajo strukturni skladi EU, in dinamična zasebna potrošnja, ki se krepi zaradi zviševanja realnega razpoložljivega dohodka.

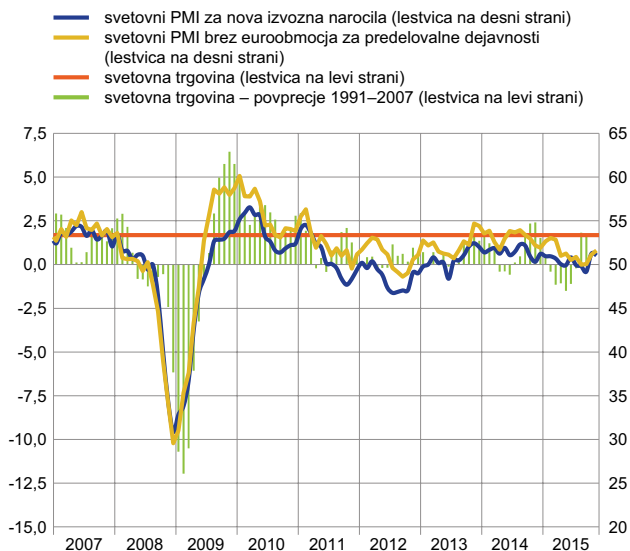
**Po drugi strani se države izvoznice v skupini nastajajočih tržnih gospodarstev še vedno soočajo s posledicami konca surovinskega cikla, in sicer v glavnem preko poslabševanja pogojev menjave.** V Rusiji so stroški financiranja ostali povišani, negotovost je velika in zaupanje podjetij šibko. Obenem nižji prihodki od nafte omejujejo javno porabo. Med latinskoameriškimi državami se je v Braziliji gospodarski upad silovito zaostрил, saj aktivnost hromijo politična negotovost, poslabševanje pogojev menjave ter zaostrovanje denarne politike in pogojev financiranja.

**Svetovna trgovinska menjava je bila v prvi polovici leta 2015 izjemno šibka.** Podatki za prvo polletje so bili močno popravljeni navzdol in zdaj – prvič od prvega polletja 2009 – kažejo na krčenje svetovne trgovine. Glavna razloga za zmanjšanje svetovnega agregata sta bila precejšnja upočasnitev v nekaterih glavnih nastajajočih tržnih gospodarstvih in volatilitet podatkov v nekaterih razvitih gospodarstvih, zlasti v Združenem kraljestvu. V Rusiji se je uvoz v prvi polovici leta sesedel za skoraj 25%, v Braziliji pa v drugem četrtletju za okrog 9%. V obeh gospodarstvih je silovito zmanjšanje uvoza mogoče deloma pojasniti z zmanjševanjem domačega

### Graf 3

#### Svetovna blagovna menjava

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



Viri: Markit, CPB in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2015 za indeksa PMI in na september 2015 za svetovno trgovino.

povpraševanja in strmo deprecijacijo deviznega tečaja, vendar je bilo zmanjšanje v obeh primerih bistveno večje, kot bi bilo mogoče pričakovati iz preteklih primerov. Uvoz je bil presenetljivo šibek tudi na Kitajskem in v Indiji.

#### Sodeč po razpoložljivih trgovinskih podatkih in anketah je svetovna trgovinska rast dosegla obrat, tako da se je svetovna trgovina vrnila v pozitivno območje.

Kot kažejo nedavni podatki za Kitajsko, Japonsko in Združeno kraljestvo, je uvoz dosegel močan odboj in v tretjem četrtletju zabeležil pozitivno rast. V Braziliji se trgovinska menjava še vedno zmanjšuje, vendar se je tempo zmanjševanja upočasnilo, tako da je Brazilija podpirala splošno povečanje svetovne trgovine v tretjem četrtletju. Krepitev zagona v svetovni trgovini sta dodatno potrdila tudi povečanje svetovne blagovne menjave ter vrnitev svetovnega indeksa PMI za nova izvozna naročila v pozitivno območje v oktobru in novembru (glej graf 3). Na daljši rok se bo svetovna trgovina predvidoma krepila zelo počasi, skladno z okrevanjem svetovne aktivnosti, kljub temu pa še zdaleč ne bo dosegla

visokih ravni iz obdobja pred krizo. Na splošno se v primerjavi s svetovnim BDP dinamika svetovnega uvoza in zunanjšega povpraševanja euroobmočja po napovedih v obdobju projekcij ne bo bistveno izboljšala. Po skromnem okrevanju v letih 2015 in 2016 se bo svetovni uvoz po projekcijah povečeval skladno s svetovnim BDP. Tako bo elastičnost trgovine bistveno nižja kot pred finančno krizo.

#### Na splošno se pričakuje, da bo svetovno gospodarstvo še naprej okrevalo počasi in neenakomerno.

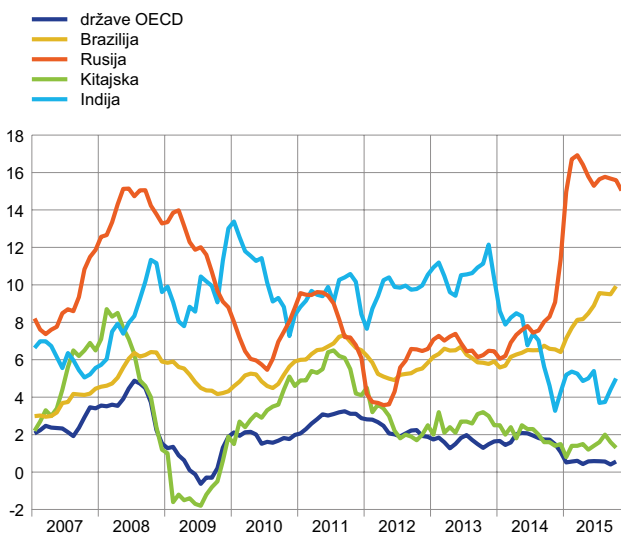
Po decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema, v katerih je bil presečni datum za predpostavke o cenah surovin in financiranje 12. november, se bo rast svetovnega realnega BDP brez euroobmočja postopno povečevala s 3,1% v letu 2015 na 3,6% v letu 2016 in 3,9% v letu 2017. Zunanje povpraševanje euroobmočja se bo po projekcijah v letu 2015 povečalo za -0,1%, v letu 2016 za 2,7% in v letu 2017 za 3,8%. V primerjavi s septembrskimi projekcijami to predstavlja popravek navzdol za svetovno gospodarsko rast, kar odraža predvsem slabše obete za večino nastajajočih tržnih gospodarstev. Popravki za zunanje povpraševanje euroobmočja so bolj izraziti, in sicer predvsem na račun popravkov podatkov v prvi polovici leta 2015.

#### Tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost so še vedno na strani upočasnjevanja, in sicer bolj izrazito za nastajajoča tržna gospodarstva.

Glavna navzdol usmerjena tveganja so povezana z morebitno večjo upočasnitvijo na nastajajočih trgih, vključno s Kitajsko. Zaostrovanje pogojev financiranja, povečana politična negotovost in zniževanje cen primarnih surovin bi lahko zaostriili obstoječa makroekonomska neravnovesja, oslabili zaupanje in rast upočasnili bolj, kot se pričakuje zdaj. Obete še naprej bremenijo tudi geopolitična tveganja in stopnjevanje napetosti, zlasti na Bližnjem vzhodu, bi lahko imelo negativne posledice za svetovno

**Graf 4****Inflacija cen življenjskih potrebščin**

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Nacionalni viri in OECD.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na november 2015 za Rusijo in na oktober 2015 za ostale države.

gospodarsko rast. Tudi umikanje spodbud denarne politike v ZDA v okolju divergentnih svetovnih politik predstavlja navzdol usmerjeno tveganje. Kar zadeva navzgor usmerjena tveganja, so nižje cene nafte po ocenah predvsem posledica dobrih novic s strani ponudbe. Zato bi morale na splošno pozitivno vplivati na svetovno gospodarsko rast, saj bo okrepitev aktivnosti v državah uvoznicah nafte po pričakovanjih več kot odtehtala zmanjšanje aktivnosti v državah izvoznicah nafte.

**Svetovna cenovna gibanja**

**Skladno s padcem cen nafte je svetovna inflacija ostala zelo nizka.** Medletna inflacija cen življenjskih potrebščin v državah OECD se je oktobra povečala na 0,6%, z 0,4% v prejšnjem mesecu, k čemur sta največ prispevala zmerno zvišanje cen hrane in manj negativen prispevek cen energentov (glej graf 4). Cene energentov so oktobra še naprej padale, in sicer že

trinajsti mesec zapored, tako da so se v tem mesecu medletno znižale za 11,6%, medtem ko se je inflacija cen hrane okrepila na 1,5%. Medletna inflacija brez hrane in energentov v območju OECD je oktobra ostala nespremenjena na ravni 1,8%. Med največjimi nečlanicami OECD je skupna inflacija ostala zelo visoka v Braziliji in Rusiji, čeprav se je v slednji znižala, medtem ko je na Kitajskem upadla na 1,3%.

**Po stabilizaciji v septembru in oktobru so se cene nafte od začetka novembra naprej spet zniževale.** Svetovna proizvodnja nafte ostaja povišana in svetovni trg nafte je še vedno prezasičen, čeprav je bilo svetovno povpraševanje po nafti v tretjem četrtletju 2015 najmočnejše v zadnjih petih letih. Članice OPEC še vedno proizvajajo na skoraj rekordni ravni, velika pa ostaja tudi proizvodnja v državah nečlanicah OPEC, saj je nižjo proizvodnjo ameriške nafte iz skrilavcev nadomestila rekordno visoka proizvodnja v Rusiji. OPEC-ove zaloge nafte so se še nadalje povečale in so bile ob koncu tretjega četrtletja 2015 blizu rekordnih ravni, kar je dodatno okrepilo pritisk na zniževanje cen nafte. Cene primarnih surovin razen nafte so se od oktobra nekoliko znižale, večinoma na račun nižjih cen kovin.

**Svetovna inflacija se bo v prihodnjem obdobju po pričakovanjih zviševala.**

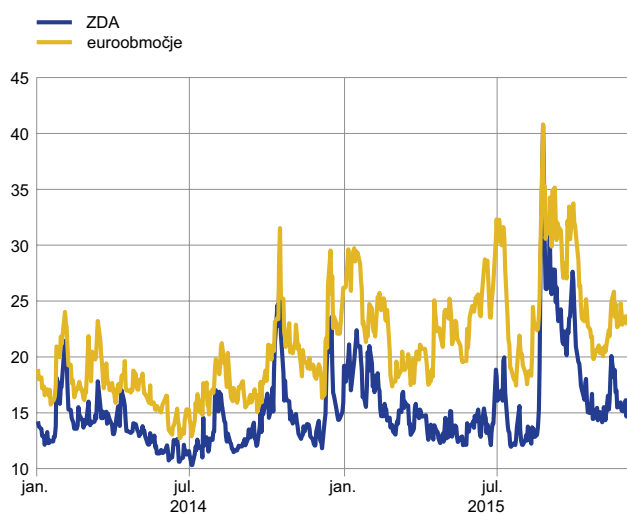
Pretekla znižanja cen nafte in drugih surovin bodo v bližnji prihodnosti še naprej omejevala inflacijske pritiske. Kasneje bi se negativni prispevek energetske komponente moral zmanjševati, saj bodo negativni učinki preteklih znižanj nafte začeli popuščati. Poleg tega navzgor usmerjena krivulja terminskih pogodb z nafto implicira, da se bo svetovna skupna inflacija postopno prav tako zviševala. Po drugi strani počasno zapiranje proizvodne vrzeli v razvitih gospodarstvih in njeno odpiranje v več nastajajočih tržnih gospodarstvih še vedno kaže, da na svetovni ravni obstajajo velike neizkoriščene zmogljivosti, ki bodo po pričakovanjih v srednjeročnem obdobju še naprej zavirale rast svetovne inflacije.

## 2 Finančna gibanja

Po obdobju velike volatilnosti, povezane z dogajanjem na Kitajskem, so se med začetkom septembra in začetkom decembra razmere na finančnih trgih v euroobmočju postopno izboljšale. Na izboljšanje so spodbudno vplivala tržna pričakovanja glede obsežnejših spodbujevalnih ukrepov denarne politike v

**Graf 5**  
Implicitna volatilnost delniških trgov

(v odstotkih na leto)

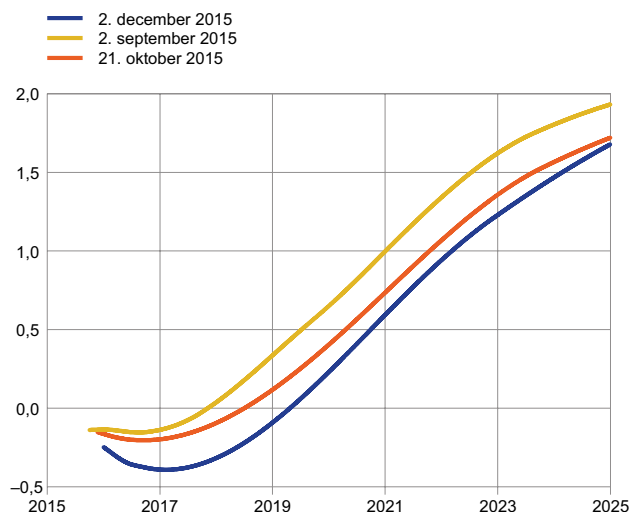


Vir: Bloomberg.

Opombe: Za euroobmočje je uporabljen indeks VSTOXX, ki meri implicitno volatilnost opcij na delniški indeks EURO STOXX 50. Za ZDA je uporabljen indeks VIX, ki meri implicitno volatilnost opcij na delniški indeks S&P 500. Zadnji podatki se nanašajo na 2. december 2015.

**Graf 6**  
Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

euroobmočju, ki so se po oktobrski seji Sveta ECB še okrepila. Pričakovanja glede nadaljnega popuščanja denarne politike so prispevala k precejšnjemu zmanjšanju donosnosti državnih obveznic v državah euroobmočja, pri čemer se je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, zmanjšala za več kot 40 bazičnih točk in je na začetku decembra znašala 1,02%. Delniški trgi v euroobmočju in ZDA so se precej okrepili, s čimer so pokrili velik delež izgubljene vrednosti iz poletnih mesecev. Euro je od začetka septembra do začetka decembra močno padel zaradi tržnih pričakovanj glede razhajanja med denarno politiko v euroobmočju in ZDA.

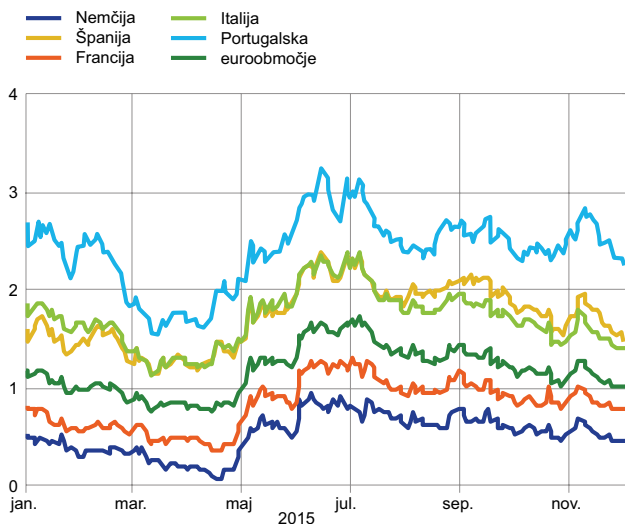
**Razmere na finančnih trgih v euroobmočju so se med začetkom septembra in začetkom decembra ob tržnih pričakovanjih glede razhajanja med denarno politiko v euroobmočju in ZDA postopno izboljšale.** Velika negotovost v avgustu, povezana z zaskrbljenostjo glede dogajanj na Kitajskem, se je v obravnavanem obdobju zmanjšala. Zato so se razmere na finančnih trgih postopno izboljšale, pri čemer so se merila volatilnosti delniških trgov (tj. pokazatelj negotovosti na finančnih trgih) izrazito znižala z visoke ravni, dosežene ob koncu avgusta (glej graf 5). Splošno izboljšanje razmer na finančnih trgih v euroobmočju se je še okrepilo, ko so se po oktobrski seji Sveta ECB povečala tržna pričakovanja glede močnejšega popuščanja denarne politike v euroobmočju.

**Krivulja terminkih obrestnih mer EONIA se je usmerila zavzdol pri vseh ročnostih, pri čemer se je njen krajši konec spustil precej pod obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita.** Od začetka septembra do seje Sveta ECB 22. oktobra se je krivulja terminkih obrestnih mer EONIA izravnala, saj so se dolgoročnejshe terminske obrestne mere znižale za do 25 bazičnih točk, medtem ko so kratkoročnejshe terminske obrestne mere ostale na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, ki znaša -0,20% (glej graf 6). Od takrat so se povečala tržna pričakovanja, da se bo obrestna mera za odprto

## Graf 7

### Donosnost 10-letnih državnih obveznic v izbranih državah euroobmočja

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombi: Postavka »euroobmočje« označuje povprečno donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtano z BDP. Zadnji podatki se nanašajo na 2. december 2015.

ponudbo mejnega depozita v prihodnje znižala, zato so se kratkoročne terminske obrestne mere EONIA precej znižale.

**EONIA se je med začetkom septembra in začetkom decembra ob postopnem povečevanju presežne likvidnosti na splošno znižala.** Potem ko se je EONIA v septembru postopno znižala z okrog  $-0,12\%$  na okrog  $-0,14\%$ , se je med začetkom oktobra in začetkom decembra stabilizirala na povprečni ravni  $-0,14\%$ . Do takega gibanja obrestne mere EONIA je prihajalo ob postopnem povečevanju presežne likvidnosti, ki je bilo predvsem posledica nakupov v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, ki ga izvaja ECB. Likvidnostne razmere v euroobmočju in operacije denarne politike so podrobneje obravnavane v okvirju 1.

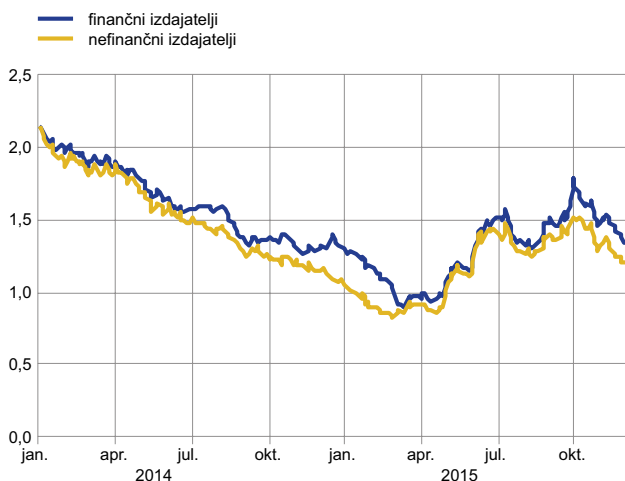
**Donosnost državnih obveznic v euroobmočju se je zmanjšala zaradi pričakovanj glede nadaljnega popuščenja denarne politike ECB.** Povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic v euroobmočju, tehtana z BDP, se je od začetka septembra do začetka decembra na splošno zmanjšala za več kot 40

bazičnih točk in je 2. decembra znašala  $1,02\%$ . S tem je bila le malenkostno višja od doslej najnižje vrednosti, dosežene pred prevrednotenjem državnih obveznic v aprilu (glej graf 7). Močnejše zmanjšanje donosnosti so zabeležile obveznice držav euroobmočja z nižjimi bonitetami, zaradi česar se je razmik v donosnosti državnih obveznic glede na nemške državne obveznice dodatno zmanjšal.

## Graf 8

### Donosnost podjetniških obveznic v euroobmočju

(v odstotkih na leto)



Vira: iBoxx in ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. december 2015.

## Graf 9

### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(1. januar 2014 = 100)

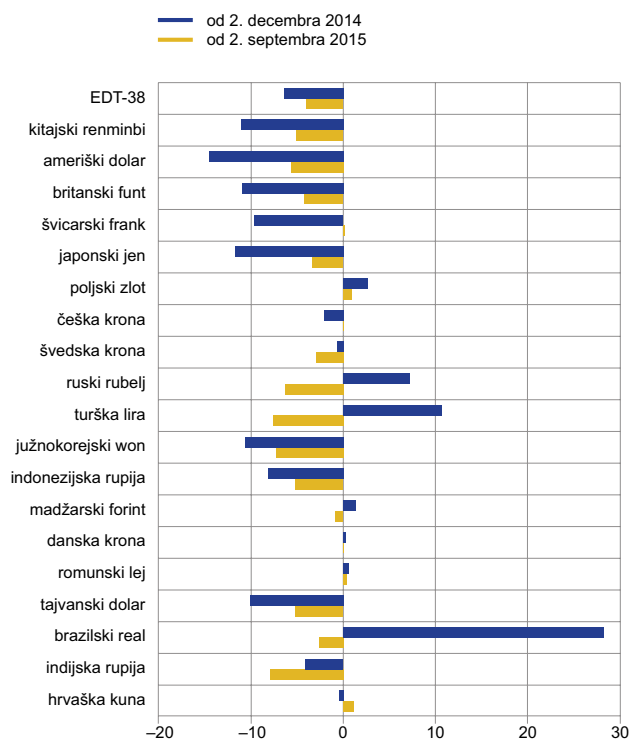


Vir: Thomson Reuters.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 2. december 2015.

**Graf 10****Spremembe deviznega tečaja eura v razmerju do izbranih valut**

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombi: Odstotne spremembe glede na 2. december 2015. EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja.

**Pogoji financiranja so se za finančna in nefinančna podjetja v euroobmočju izboljšali, pri čemer se je donosnost podjetniških obveznic zmanjšala.**

Donosnost podjetniških obveznic se je septembra povečala, nato pa se je v preostanku obravnavanega obdobja zmanjševala, pri čemer je donosnost podjetniških obveznic finančnega in nefinančnega sektorja skupno upadla za okrog 20 bazičnih točk (glej graf 8).

**Delniški trgi v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju precej okrepili, s čimer so pokrili velik delež izgubljenih vrednosti iz poletnih mesecev.**

Tečaji delnic v euroobmočju, merjeni s širšim indeksom EURO STOXX, so se v obravnavanem obdobju zvišali za 9% zaradi manjše zaskrbljenosti glede nastajajočih trgov in zaradi pričakovanj glede nadaljnega popuščenja denarne politike ECB (glej graf 9). Medtem so se tečaji delnic v ZDA, merjeni z indeksom S&P 500, zvišali za okrog 7%.

**Euro je med začetkom septembra in začetkom decembra, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, izgubil 4,0% vrednosti (glej graf 10).**

Do depreciacije eura je prišlo po oktobrski seji Sveta ECB pod vplivom tržnih pričakovanj glede sklepov o prihodnji denarni politiki. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro v primerjavi z ameriškim dolarjem izgubil 5,7% vrednosti. Oslabel je tudi v razmerju do kitajskega renminbija, britanskega funta, japonskega

jena in švedske krone in tudi do valut številnih nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti ruskega rublja, ki si je po prejšnji močni depreciaciji nekoliko opomogel, ter do valut držav izvoznic surovin. V razmerju do valut srednje- in vzhodnoevropskih držav je bil euro še naprej večinoma stabilen. Z dansko krono se je še naprej trgovalo blizu centralnega tečaja v ERM II.

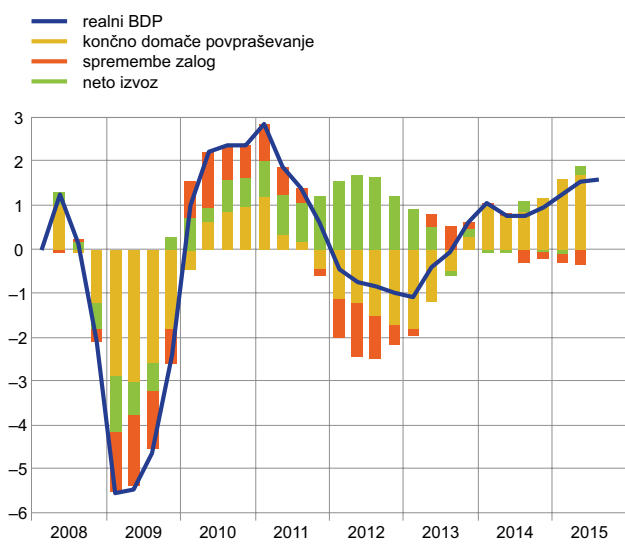


### 3 Gospodarska aktivnost

Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se postopoma še krepi ob vse večji podpori domačega povpraševanja. BDP v euroobmočju se je v tretjem četrletju 2015

**Graf 11**  
Realni BDP euroobmočja in komponente

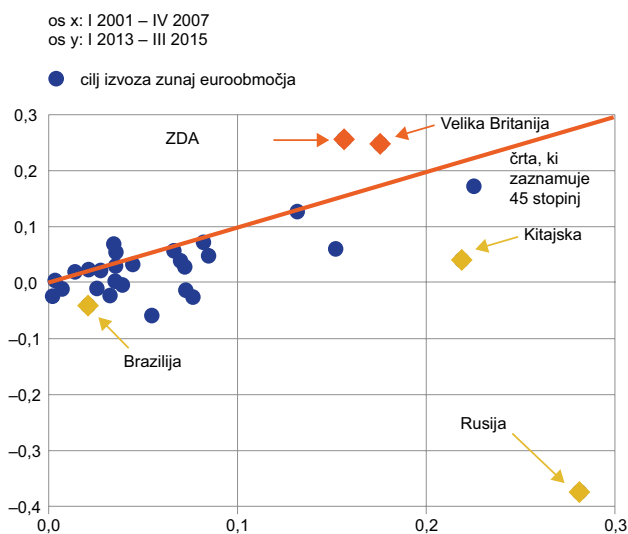
(medletna spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat

**Graf 12**  
Prispevek k blagovnemu izvozu euroobmočja po državah

(prispevki v odstotnih točkah na leto)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombi: Najnovejši podatki so za tretje četrletje 2015 in se nanašajo na celotno četrletje, razen v primeru Velike Britanije in drugih držav EU zunaj euroobmočja. Modre pike predstavljajo skupni izvoz v glavne trgovinske partnerice zunaj euroobmočja.

medčetrletno realno povečal za 0,3%, kar pomeni, da gospodarska aktivnost zaporedoma narašča že dve leti in pol. Najnovejši kratkoročni kazalniki pričajo o nadaljnji kratkoročni zmerni rasti BDP, okrevanje gospodarske aktivnosti pa se bo še nadaljevalo, pri čemer bodo ugodne razmere podpirale domače povpraševanje. Učinki ukrepov spodbujevalno naravnane denarne politike ECB se še naprej prenašajo v realno gospodarstvo z nadaljnjo blažitvijo kreditnih pogojev, kar bo spodbudilo podjetniške investicije. Nizka raven cen nafte, ki je povečala kupno moč gospodinjstev in dobičkonosnost podjetij, spodbuja zasebno potrošnjo in investicije. Gospodarsko okrevanje v euroobmočju vseeno še naprej zavirata pričakovana umirjena rast v nastajajočih tržnih gospodarstvih in umirjena svetovna trgovinska menjava. Ob teh nasprotujočih se dejavnikih ostajajo letošnje decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje približno nespremenjene glede na septemrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

#### BDP euroobmočja je v tretjem četrletju 2015

#### realno še naprej naraščal, in sicer le malo

#### počasneje kot v drugem četrletju.

Prve ocene Eurostata kažejo, da se je BDP v tretjem četrletju 2015 medčetrletno realno zvišal za 0,3%, potem ko je rast v drugem četrletju znašala 0,4%. Medletno je bila to najvišja stopnja rasti od drugega četrletja 2011 (glej graf 11). Kratkoročni kazalniki in podatki na ravni posameznih držav kažejo nadaljnji pozitivni četrletni prispevek domačega povpraševanja, zlasti zasebne potrošnje. Rast so zavirale nekoliko šibkejše gradbene investicije in neto izvoz, pri čemer lahko po slednjem sklepamo o rahli oslavitvi zunanjega okolja.

#### Nastajajoča tržna gospodarstva so med

#### zdajšnjim okrevanjem k rasti izvoza prispevala

#### manj kot pred krizo.

#### Domače povpraševanje v

razvitih gospodarstvih, kot so ZDA in Velika Britanija,



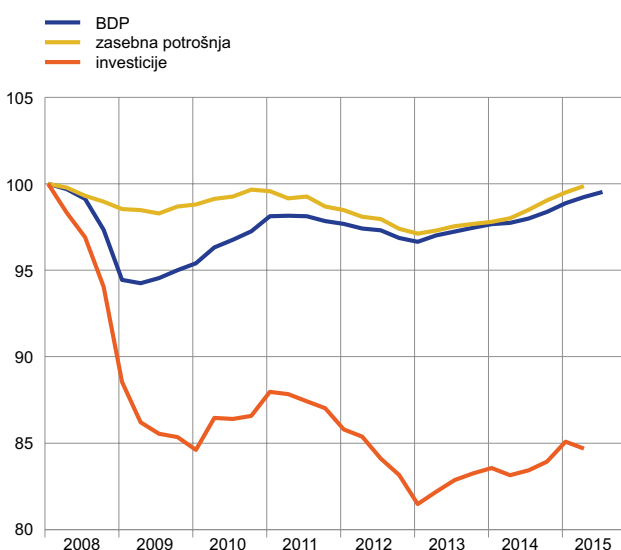
je bilo od leta 2013 razmeroma močno in je v kombinaciji z gibanjem deviznega tečaja od sredine leta 2014 omogočilo večji prispevek iz gospodarstev teh držav k rasti izvoza euroobmočja (glej graf 12). Hkrati se je aktivnost v velikih nastajajočih tržnih gospodarstvih, kot sta Kitajska in Rusija, ki so pred krizo

veliko prispevala k rasti izvoza euroobmočja, upočasnila, tako da je bil njihov prispevek k rasti izvoza med okrevanjem le neznaten – ali negativen.

### Graf 13

#### Realni BDP, zasebna potrošnja in investicije v euroobmočju

(indeks I 2008 = 100)

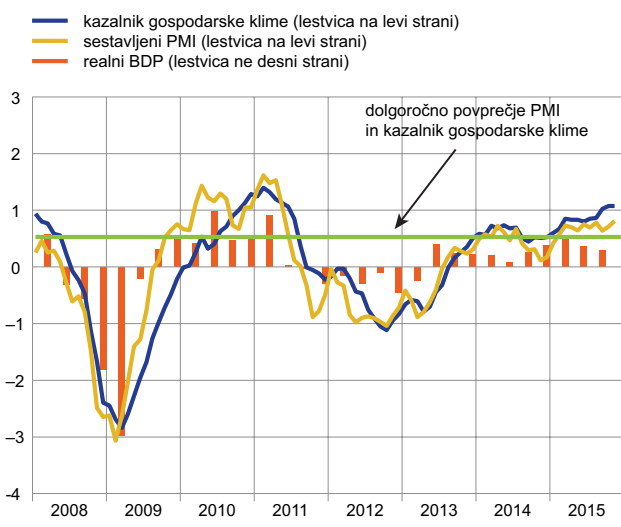


Vir: Eurostat.

### Graf 14

#### Realni BDP, sestavljeni indeks PMI in kazalnik gospodarske klime v euroobmočju

(lestvica na levi strani: difuzijski indeks in ravnotežja v odstotkih; lestvica na desni strani: medčetrletne stopnje rasti)



Viri: Markit, GD ECFIN in Eurostat.

Opomba: PMI in kazalnik gospodarske klime sta normalizirana.

**Izvoz euroobmočja naj bi se v prihodnje povečal ob podpori postopnega okrevanja zunanega povpraševanja.** Šibek zagon rasti v številnih

nastajajočih tržnih gospodarstvih bo verjetno še naprej zaviral izvoz euroobmočja, medtem ko ga bo krepitev rasti v razvitih gospodarstvih še naprej podpirala. Mesečni podatki o blagovni menjavi za avgust in september potrjujejo šibko rast izvoza

v tretjem četrtletju 2015 z negativnim prispevkom Braziliije, Kitajske in Rusije k medletnemu izvozu euroobmočja. Hkrati je ostal izvoz v razvita gospodarstva visok. Poleg tega anketni kazalniki nakazujejo rahlo kratkoročno povečanje izvozne

aktivnosti, saj se je svetovna blagovna menjava v tretjem četrtletju 2015 povečala po dveh četrtletjih negativne rasti. Ob tem, da svetovna gospodarska

aktivnost in trgovinska menjava postopoma okrevata, lahko v kombinaciji z deprecijacijo eura pričakujemo okrepitev rasti izvoza euroobmočja.

**Potem ko je gospodarska aktivnost dve leti in pol zaporedoma naraščala, je raven realnega BDP zdaj blizu ravni, zabeležene v prvem četrtletju 2008.** K sedanjemu okrevanju še naprej prispeva

domače povpraševanje, zlasti zasebna potrošnja, ki je bila glavno gonilo okrevanja (glej graf 13). Investicije so še vedno za približno 15% nižje od najvišje predkrizne vrednosti iz prvega četrtletja 2008.

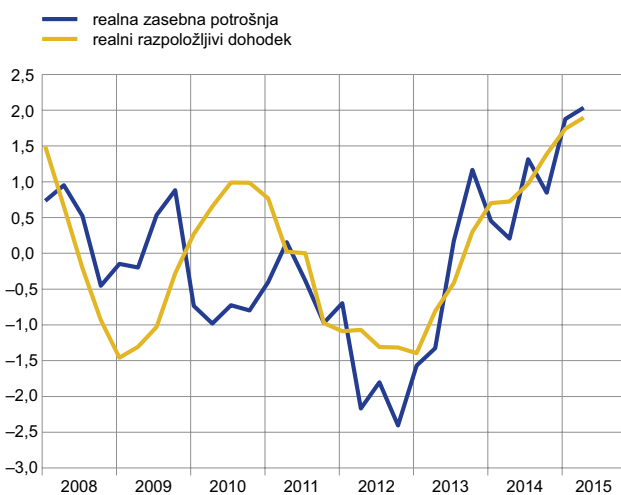
**Kratkoročni kazalniki kažejo, da se je okrevanje gospodarstva nadaljevalo s podobno dinamiko kot v tretjem četrtletju.** Razpoložljivi anketni

podatki do novembra nakazujejo nadaljnjo zmerno

## Graf 15

### Zasebna potrošnja in realni razpoložljivi dohodek v euroobmočju

(medletne stopnje rasti)

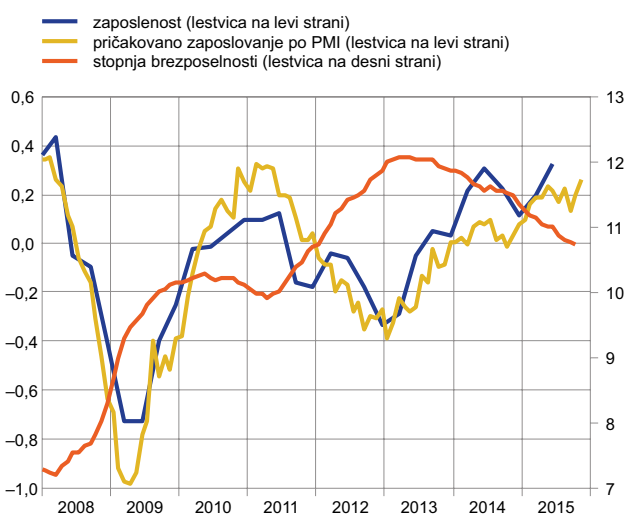


Vir: Eurostat.

## Graf 16

### Zaposlenost v euroobmočju, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost

(lestvica na levi strani: medčetrletne stopnje rasti; lestvica na desni strani: odstotek delovne sile)



Vir: Eurostat.

kratkoročno rast. Tako kazalnik gospodarske klime Evropske komisije kot tudi sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta se med septembrom in novembrom rahlo izboljšala (glej graf 14). Oba kazalnika sta novembra presešla dolgoročne povprečne vrednosti. Drugi razpoložljivi mesečni podatki do tretjega četrletja, na primer o industrijski proizvodnji (brez gradbeništva), so šibki, kazalnik ECB o novih naročilih v industriji pa se je septembra znižal, kar je verjetno povezano z oslabitvijo izvoza euroobmočja v tretjem četrletju.

**Zasebna potrošnja je ključno gonilo okrevanja, nanjo pa pozitivno vpliva izboljšanje na trgih dela v euroobmočju.** Ugodna gibanja realnega

razpoložljivega dohodka gospodinjstev podpirajo zasebno potrošnjo že od začetka okrevanja na začetku leta 2013 (glej graf 15). Medtem ko gospodinjstva v številnih državah še vedno prilagajajo svoje bilance in se razdolžujejo, se zdi, da te prilagoditve manj omejujejo zasebno potrošnjo kot prej. Prodaja v trgovini na drobno in število registracij novih osebnih vozil sta septembra še naprej naraščala (za 0,6% v primerjavi z drugim četrletjem), zaupanje potrošnikov, ki se je novembra povečalo, pa nakazuje nadaljnjo vztrajno rast zasebne potrošnje v prihodnjem obdobju. Od sredine leta 2014 je k rasti realnega razpoložljivega dohodka prispevalo upadanje cen nafte, čeprav je mogoče večino povečane kupne moči gospodinjstev pripisati visoki rasti dohodkov od dela po postopnem izboljšanju na trgih dela v euroobmočju. Do drugega četrletja 2015 se je zaposlenost od začetka okrevanja povečala za več kot dva milijona,<sup>1</sup> septembra pa je stopnja brezposelnosti znašala 10,8%, kar je najnižja raven od začetka leta 2012. Več zgodnjih kazalnikov, na

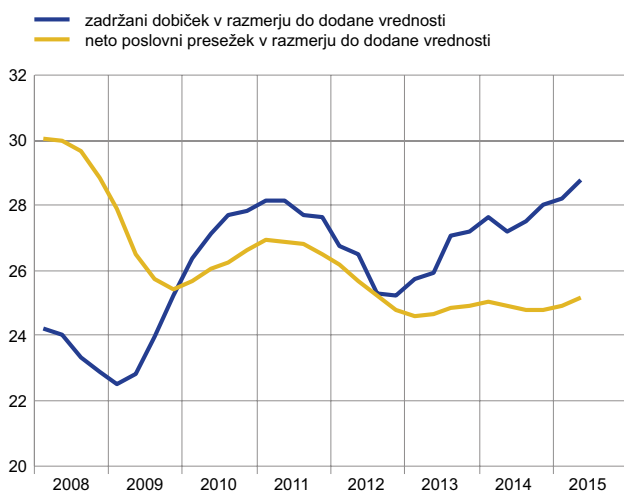
primer ankete, kaže nadaljnje kratkoročno izboljšanje na trgih dela v euroobmočja (glej graf 16).

<sup>1</sup> Pregled gibanj zaposlenosti v euroobmočju je v članku z naslovom »What is behind the recent rebound in euro area employment« v tej številki Ekonomskega biltena.

## Graf 17

### Neto poslovni presežek in zadržani dobiček nefinančnih družb v euroobmočju

(odstotek dodane vrednosti)

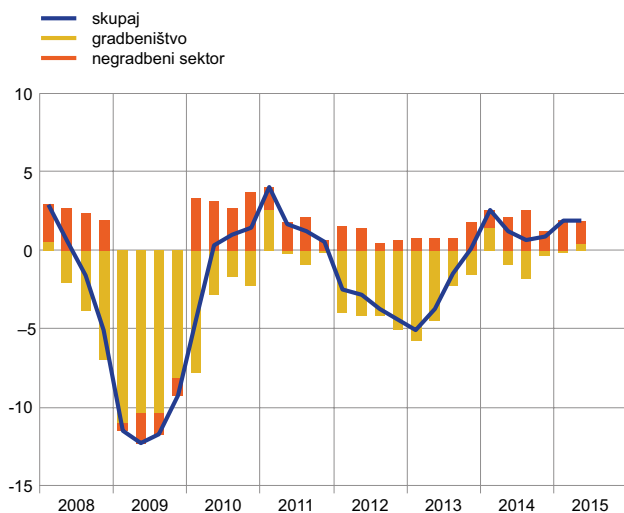


Vir: Eurostat.

## Graf 18

### Rast skupnih investicij v euroobmočju

(medletne stopnje rasti; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

### Stopnja brezposelnosti v euroobmočju ostaja kljub pozitivnim gibanjem visoka in se ob sedanji dinamiki upadanja še dolgo ne bo vrnila na predkrizno raven. Medtem ko se je stopnja brezposelnosti v euroobmočju od sredine leta 2013 zelo znižala, so širša merila neizkoriščenega potenciala na trgu dela – tista, ki upoštevajo segmente prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom ali so se umaknili s trga dela – še vedno visoka. Ob približno sedmih milijonih oseb (5% delovne sile), ki trenutno neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom zaradi pomanjkanja zaposlitev za poln delovni čas, in ob več kot šestih milijonih odvrnjenih iskalcev zaposlitve (tistih, ki so prenehali iskati zaposlitev in so se umaknili s trga dela), je trg dela v euroobmočju še vedno precej šibkejši, kot bi lahko sklepali po stopnji brezposelnosti.

Stopnja brezposelnosti v euroobmočju ostaja kljub pozitivnim gibanjem visoka in se ob sedanji dinamiki upadanja še dolgo ne bo vrnila na predkrizno raven. Medtem ko se je stopnja brezposelnosti v euroobmočju od sredine leta 2013 zelo znižala, so širša merila neizkoriščenega potenciala na trgu dela – tista, ki upoštevajo segmente prebivalstva, ki neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom ali so se umaknili s trga dela – še vedno visoka. Ob približno sedmih milijonih oseb (5% delovne sile), ki trenutno neprostovoljno delajo s krajšim delovnim časom zaradi pomanjkanja zaposlitev za poln delovni čas, in ob več kot šestih milijonih odvrnjenih iskalcev zaposlitve (tistih, ki so prenehali iskati zaposlitev in so se umaknili s trga dela), je trg dela v euroobmočju še vedno precej šibkejši, kot bi lahko sklepali po stopnji brezposelnosti.

### Rast investicij ne prispeva veliko k sedanjemu okrevalju. Medtem ko podjetniške investicije od prvega četrletja 2013 naraščajo, pa so bile v drugem četrletju 2015 šibke in zelo verjetno tudi v tretjem četrletju. Prisotnih je nekaj spodbudnih znakov, na primer postopoma boljši pogoji kreditiranja, manj omejujoče povpraševanje in naraščanje dobičkov podjetij. Zadržani dobički in neto poslovni presežek kažejo nadaljnje izboljšanje dobičkonosnosti podjetij (glej graf 17), kar bo v okolju zelo spodbudno naravnane denarne politike še naprej podpiralo podjetniške investicije, saj kreditni pogoji postajajo blažji, povpraševanje pa se povečuje.

Rast investicij ne prispeva veliko k sedanjemu okrevalju. Medtem ko podjetniške investicije od prvega četrletja 2013 naraščajo, pa so bile v drugem četrletju 2015 šibke in zelo verjetno tudi v tretjem četrletju. Prisotnih je nekaj spodbudnih znakov, na primer postopoma boljši pogoji kreditiranja, manj omejujoče povpraševanje in naraščanje dobičkov podjetij. Zadržani dobički in neto poslovni presežek kažejo nadaljnje izboljšanje dobičkonosnosti podjetij (glej graf 17), kar bo v okolju zelo spodbudno naravnane denarne politike še naprej podpiralo podjetniške investicije, saj kreditni pogoji postajajo blažji, povpraševanje pa se povečuje.

### Ekonomski kazalniki nakazujejo postopno krepitev podjetniških investicij v prihodnjem obdobju. Ob nadaljnji rasti industrijske proizvodnje investicijskega blaga (0,3% medčetrletno v tretjem četrletju) in ob kazalnikih zaupanja v sektorju investicijskega blaga,

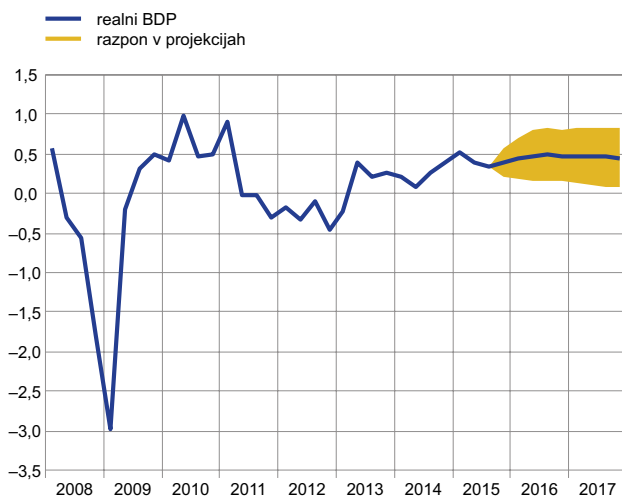
Ekonomski kazalniki nakazujejo postopno krepitev podjetniških investicij v prihodnjem obdobju. Ob nadaljnji rasti industrijske proizvodnje investicijskega blaga (0,3% medčetrletno v tretjem četrletju) in ob kazalnikih zaupanja v sektorju investicijskega blaga,

ki presegajo dolgoročne poprečne ravni, se povpraševanje izboljšuje, čeprav z nizkih izhodišč. Večja izkoriščenost zmogljivosti in potreba po modernizaciji osnovnega kapitala po več letih upočasnjene investicijske aktivnosti bosta spodbudili investicijske izdatke. Medtem ko se povpraševanje postopoma izboljšuje, še vedno pomeni glavno omejitev za podjetniške investicije ter v kombinaciji z negotovostjo glede ekonomskih politik in drugimi strukturnimi ovirami trenutno zavira investicijske izdatke podjetij (glej okvir 2 o rezultatih ankete ECB med večjimi podjetji, ki poslujejo

## Graf 19

### Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(medčetrletne stopnje rasti)



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

v euroobmočju). Z naraščanjem dobičkov, nadaljnjo blažitvijo pogojev financiranja in naraščanjem zaupanja bodo podjetniške investicije postopno okrevale.

### Gradbene investicije, ki že od krize zavirajo rast skupnih investicij, bodo postopoma okrevale.

Gradbene investicije ostajajo umirjene po velikih popravkih na številnih stanovanjskih trgih v euroobmočju po krizi (glej graf 18). V drugem četrtletju so se še dodatno upočasnile in ostale daleč pod predkriznimi ravnmi, kratkoročno pa bodo verjetno še naprej umirjene, saj se je gradbena aktivnost septembra le zmerno povečala (medčetrletno za 0,1%). Vendar bi morali zelo ugodni pogoji financiranja in nizke hipotekarne obrestne mere skupaj z rastjo razpoložljivega dohodka gospodinjstev spodbuditi povpraševanje po stanovanjskih nepremičninah v prihodnjem obdobju. Takšno sliko namreč potrjujejo znaki krepitve stanovanjskega trga in povečano število vlog za izdajo gradbenih dovoljenj v nekaterih državah.

### Gospodarsko okrevanje v euroobmočju se bo

**v naslednjih dveh letih po napovedih postopno krepilo, pri čemer bodo številne ugodne razmere podpirale okrevanje, katerega gonilo bo domače povpraševanje.**<sup>2</sup> Učinki ukrepov spodbujevalno naravnane denarne politike ECB

se še naprej prenašajo v realno gospodarstvo, kar je razvidno iz nadaljnje ublažitve kreditnih pogojev, nedavnega preobrata v obsegu posojil in učinkovitega tečaja eura. Zasebno potrošnjo in investicije spodbujajo nizke cene nafte, kar je povečalo kupno moč gospodinjstev in dobičkonosnost podjetij. Poleg tega bo popuščanje javnofinančne politike predvidoma spodbudilo dodatno državno potrošnjo in transferje gospodinjstvom. Domače povpraševanje se bo predvidoma še okrepilo, saj se potrebe po razdolževanju gospodinjstev in podjetij postopno zmanjšujejo, razmere na trgih dela pa se še naprej izboljšujejo. Gospodarsko okrevanje v euroobmočju pa hkrati še naprej zavirajo pričakovana umirjena rast nastajajočih tržnih gospodarstev, zmerna svetovna trgovinska menjava, nujno prilagajanje bilanc v številnih sektorjih in počasno izvajanje strukturnih reform. Ob teh nasprotujočih se dejavnikih bo po letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje letna rast BDP v letu 2015 znašala 1,5%, v letu 2016 1,7% in v letu 2017 1,9% (glej graf 19). To ostaja približno nespremenjeno v primerjavi z letošnjimi septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB.

**Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti.** Navzdol usmerjena tveganja se nanašajo predvsem na povečano negotovost glede svetovnega gospodarstva in na širša geopolitična tveganja. Ta tveganja lahko zaviralno vplivajo na svetovno gospodarsko rast in zunanje povpraševanje po izvozu euroobmočja ter širše na zaupanje.

<sup>2</sup> Glej članek z naslovom »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. decembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

## 4 Cene in stroški

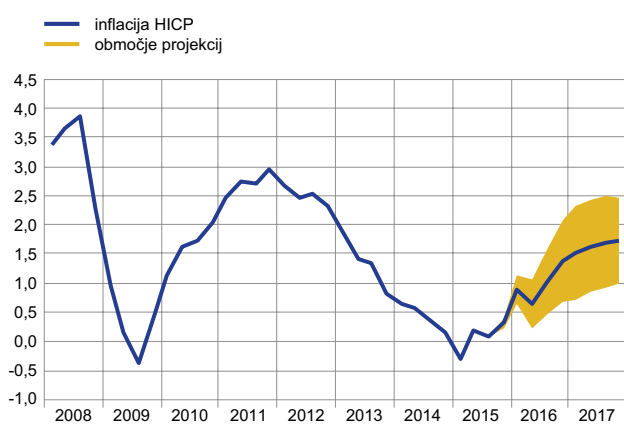
Inflacija, merjena z indeksom HICP, se je v zadnjih dveh mesecih vrnila na rahlo pozitivno raven. Glede na razpoložljive informacije in sedanje terminske cene nafte se bo medletna inflacija ob prelomu leta predvidoma precej zvišala, in sicer predvsem zaradi baznih učinkov, povezanih s padcem cen nafte proti koncu leta 2014. Pričakovati je, da se bo stopnja inflacije v letih 2016 in 2017 še naprej

krepila, saj jo bodo podpirali ukrepi denarne politike ECB, pričakovano gospodarsko okrevanje in prenos pretekle deprecijacije tečaja eura. Po makroekonomskih projekcijah za euroobmočje, ki so jih decembra pripravili strokovnjaki Eurosistema, naj bi medletna inflacija v letu 2015 znašala 0,1%, v letu 2016 1,0% in v letu 2017 1,6%. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB je bila projekcija inflacije rahlo popravljena navzdol.

**Graf 20**

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



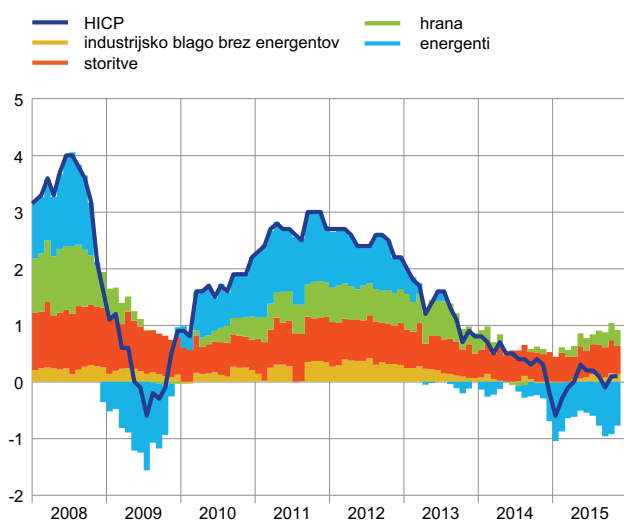
Vira: Eurostat in članek z naslovom »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. decembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.  
Opomba: Zadnji podatki so za tretje četrtletje 2015.

**Skupna inflacija, merjena s HICP, je bila celo leto zelo nizka ali negativna, kar je posledica padca cen nafte konec leta 2014.** Zaradi dinamike cen nafte je inflacija dvakrat zdrsnila v negativno območje, tj. v začetku leta 2015 in nato še enkrat jeseni. V zadnjih dveh mesecih se je vrnila na rahlo pozitivno raven. Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija novembra znašala 0,1%, tj. enako kot oktobra in več kot septembra, ko je znašala -0,1% (glej graf 20).

**Graf 21**

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opomba: Zadnji podatki so za november 2015 (prva ocena).

**Gibanje cen energentov je zaviralo rast inflacije.**

Zaradi ponovnega zniževanja cen nafte od junija naprej je medletna stopnja rasti cen energentov še naprej padala. Prispevek energentov k indeksu HICP je bil skozi celo leto 2015 močno negativen (glej graf 21). Oktobra in novembra pa so veliki mesečni padci iz prejšnjih 12 mesecev izpadli iz izračuna medletne stopnje in povzročili navzgor usmerjene bazne učinke, ki so več kot odtehtali nadaljnje zniževanje cen energentov. Če se cene nafte v prihodnje ne bodo bistveno znižale, bodo bazni učinki v naslednjih mesecih najverjetneje povzročili precejšnje zvišanje rasti cen energentov (glej okvir 3).

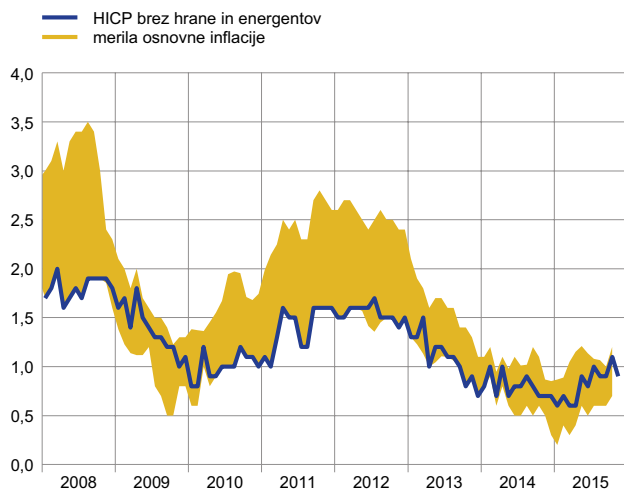
**Rast cen hrane narašča od začetka leta 2015.**

Naraščanje gre v zadnjem času pripisati cenam nepredelane hrane, ki so se med januarjem in oktobrom zvišale za 4,0 odstotne točke. Strma rast vse do oktobra je najbrž posledica učinkov nenavadno vročega poletja na cene zelenjave in

## Graf 22

### Merila osnovne inflacije

(medletne spremembe v odstotkih)



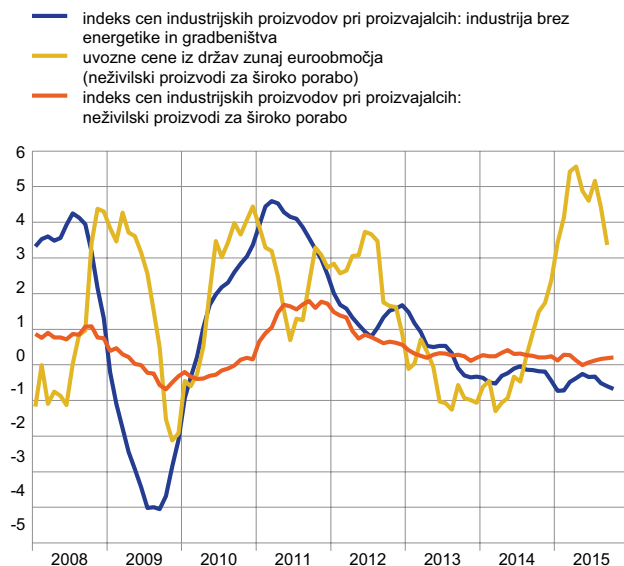
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombi: Med merili osnovne inflacije so: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez hrane in energentov; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP; merilo na podlagi dinamičnega faktorjskega modela. Zadnji podatki so za november 2015 pri inflaciji brez hrane in energentov (prva ocena) in za oktober 2015 pri vseh drugih kazalnikih.

## Graf 23

### Cene pri proizvajalcih in uvozne cene

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za oktober 2015 (indeks cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih) in september 2015 (uvozne cene).

sadja. Novembra so se cene nepredelane hrane sicer rahlo znižale, a so ostale še naprej visoke. Nasprotno so cene predelane hrane ostale na splošno stabilne, saj so rast zavirale nižje cene mlečnih izdelkov.

**Osnovna inflacija je po najnižji točki, ki jo je dosegla v začetku leta 2015, začela naraščati, nato pa se je stabilizirala.**

Inflacija brez hrane in energentov je novembra znašala 0,9%, potem ko se je od avgusta 2015 brez očitnega trenda gibala okoli te ravni. Druga merila osnovne inflacije<sup>1</sup> so v zadnjih nekaj mesecih ostala razmeroma stabilna (glej graf 22). Pri ocenjevanju najnovjših podatkov o inflaciji brez hrane in energentov je treba upoštevati, da lahko na medletno stopnjo spremembe cen storitev in industrijskega blaga razen energentov vpliva tudi visoka mesečna volatilitnost, kar je denimo posledica s potovanji povezanih postavk oziroma oblačil in obutve, kjer so lahko cene zelo volatilne. Še bolj bistveno je, da so nedavna gibanja osnovne inflacije posledica navzgor usmerjenih učinkov tečaja eura, ki je nižji kot v začetku leta, in rahle okrepitve domačega povpraševanja. Navzgor usmerjeno dinamiko pa vseeno vsaj delno slabijo posredni učinki nedavnega nadaljnega znižanja cen nafte.

**Uvozne cene ostajajo glavni vir pritiskov na rast cen iz proizvodne verige.**

Uvozne cene neživilskih proizvodov za široko porabo že od začetka leta izkazujejo okrepljeno medletno stopnjo rasti, čeprav je povečanje medletne stopnje rasti uvoznih cen v zadnjem času malce manjše, kar je posledica navzdol usmerjenega pritiska apreciacije eura med majem in koncem oktobra 2015 (glej graf 23). Na domačem trgu kazalniki pritiskov iz proizvodne verige na cene proizvodov za široko porabo brez energentov še vedno kažejo na šibko dinamiko v cenovni verigi. Medletna stopnja rasti cen proizvodov pri domačih proizvajalcih v sektorju neživilskih proizvodov za široko porabo je bila vse leto le nekoliko višja od nič. Tudi medletna stopnja rasti skupnih cen pri proizvajalcih brez energentov in gradbeništva je v zadnjem času oslabela, kar je predvsem posledica padca proizvajalčevih cen proizvodov za vmesno porabo na najnižjo raven od marca 2014. Anketni podatki o lastnih in prodajnih

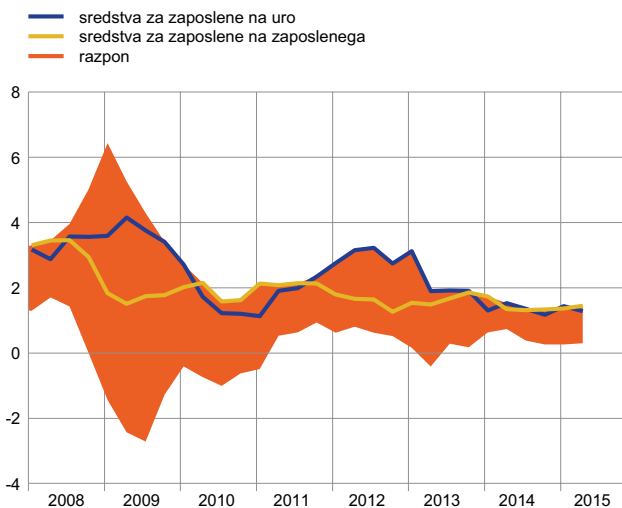
<sup>1</sup> Širok nabor kazalnikov osnovne inflacije je bil predstavljen v okvirju 4 z naslovom »Has underlying inflation reached a turning point?«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, julij 2015.



## Graf 24

### Nominalne plače in druga merila stroškovnih pritiskov iz domačega okolja

(medletne spremembe v odstotkih)



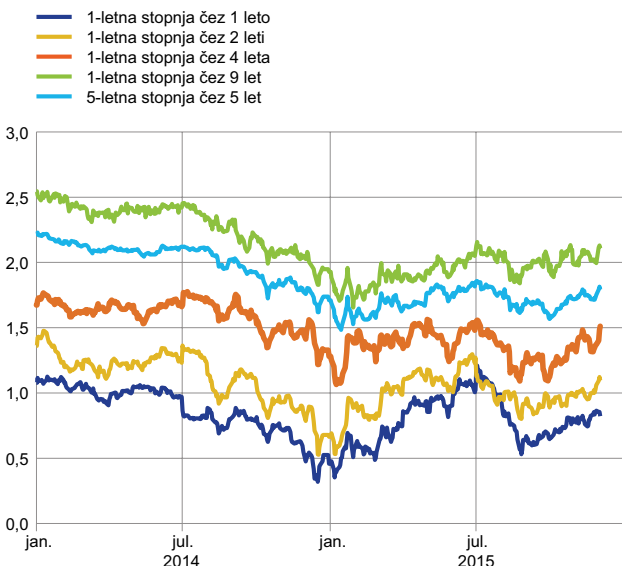
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombi: Zadnji podatki so za drugo četrtletje 2015. Razpon zajema nominalna sredstva za zaposlene na uro; nominalna sredstva za zaposlene na zaposlenega; stroške dela na enoto proizvoda; deflator BDP; indeks cen storitev pri proizvajalcih.

## Graf 25

### Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za 2. december 2015.

cenah do novembra kažejo, da bodo domači cenovni pritiski na ravni proizvajalcev še naprej ostali umirjeni. V prihodnje bi lahko depreciacija eura začela povzročati pritiske na dvig uvoznih cen, od novembra naprej pa tudi na dvig cen pri proizvajalcih.

### Rast plač je ostala umirjena (glej graf 24).

Okrevanje rasti plač v zadnjih četrtletjih je bilo šibko, kar je najbrž še vedno posledica precejšnjega neizkoriščenega potenciala v gospodarstvu in na trgu dela ter dejstva, da je dejanska kupna moč plač zaradi nižje inflacije višja (glej okvirja 4 in 5). Drugače kot stroški dela so profitne marže v prvi polovici leta 2015 prispevale h krepitvi domačih stroškovnih pritiskov. K temu so najbrž prispevali umirjeni stroški plač in izboljšani pogoji menjave, povezani s šibko dinamiko uvoznih cen. V celoti gledano se je rast deflatorja BDP, ki je splošni pokazatelj inflacijskih pritiskov iz domačega okolja, v drugem četrtletju 2015 okrepila.

### Tržna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj so se od oktobra okrepila, anketna merila pa so v glavnem ostala stabilna.

Med poletjem so se tržna merila inflacijskih pričakovanj znižala, tako da se je konec septembra obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez 5 let znižala na 1,56% (glej graf 25). Od začetka oktobra so se tržna merila inflacijskih pričakovanj precej povečala, kar je tudi posledica tržnih pričakovanj glede nadaljnega popuščanja denarne politike v euroobmočju. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez 5 let se je od konca septembra zvišala za okoli 25 bazičnih točk in je v začetku decembra znašala približno 1,8%. Anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj iz sredine oktobra, na primer iz ankete ECB o napovedih drugih strokovnjakov in napovedi Consensus Economics, so v zadnjih mesecih ostala v glavnem stabilna.

### Inflacija v euroobmočju naj bi v prihodnje še naprej rasla (glej graf 20).

Glede na podatke, ki so bili na voljo sredi novembra, bo inflacija v letu 2015 v skladu z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje v povprečju znašala 0,1%, nato se bo še okrepila v letih 2016 in 2017, ko bo znašala



1,0% oziroma 1,6%.<sup>2</sup> Na profil inflacije v obdobju projekcij bo predvidoma močno vplivalo gibanje komponente energentov v indeksu HICP (glej okvir 3). Močni bazni učinki ob prelomu leta ter v drugi polovici leta 2016 bodo skupaj s predpostavljenim naraščanjem cen nafte (glede na terminske cene) po projekcijah do leta 2017 povzročili, da se bo rast cen energentov v indeksu HICP precej zvišala s sedanje negativne ravni. Rast inflacije podpira tudi postopno okrevanje osnovne inflacije, ki je posledica nadaljnjega izboljšanja razmer na trgu dela in krepitve moči podjetij pri oblikovanju cen, saj gospodarsko okrevanje pridobiva zagon. K višji inflaciji bo poleg tega prispeval tudi zakasneli vpliv sprememb tečaja na cene življenjskih potrebščin. V primerjavi s septembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov ECB za euroobmočje je bila projekcija inflacije rahlo popravljena navzdol.

---

<sup>2</sup> Glej članek z naslovom »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. decembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

## 5 Denar in krediti

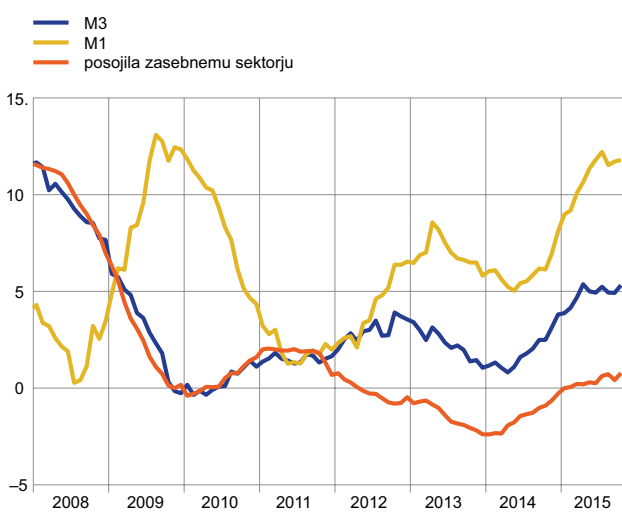
Rast denarja je še naprej okrepljena, rast posojil pa le postopoma okreva. K izboljšanju denarnih in kreditnih kazalnikov ter k transmisiji denarne politike na splošno so prispevali nizke obrestne mere, ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja ECB in razširjeni program nakupa vrednostnih papirjev. Stroški bančnega financiranja so se umirili blizu najnižjih vrednosti,

potem ko so se več let zmanjševali. Banke so zmanjšanje stroškov postopoma prenašale naprej v obliki nižjih posojilnih obrestnih mer. Ugodni posojilni pogoji še naprej podpirajo okrevanje rasti posojil, razlike med obrestnimi merami za posojila med državami pa so se še zmanjšale. Skupni letni tok zunanjega financiranja nefinančnim družbam se je po ocenah v tretjem četrtletju 2015 stabiliziral.

**Graf 26**

### Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



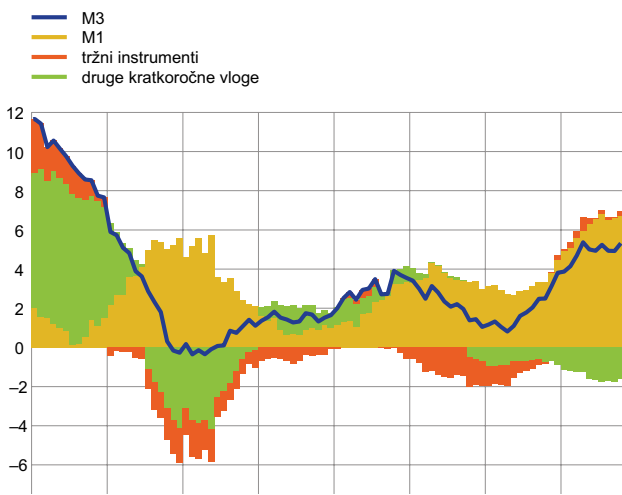
Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za oktober 2015.

**Graf 27**

### M3 in komponente

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



Vir: ECB.

Opomba: Zadnji podatki so za oktober 2015.

### Zadnji denarni podatki potrjujejo, da je dinamika rasti denarja okrepljena.

Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 je oktobra 2015 znašala 5,3%, v primerjavi s 5,0% v tretjem četrtletju (glej graf 26). Rast agregata M3 je še naprej podpiral ožji denarni agregat M1, katerega medletna stopnja rasti je bila oktobra še naprej enako močna kot v tretjem četrtletju (11,8%). Novejša gibanja ožjega denarja podpirajo možnost nadaljnega okrevanja gospodarske aktivnosti.

### Nedenarni sektorji se osredotočajo na vloge čez noč.

Agregat M1 je oktobra precej pripomogel k rasti agregata M3, tako kot v vsem tretjem četrtletju (glej graf 27). Okolje zelo nizkih obrestnih mer še vedno spodbuja vlaganje v vloge čez noč v okviru agregata M3. To je tudi odraz prilivov, povezanih s prodajo obveznic javnega sektorja, kritih obveznic in listinjenih vrednostnih papirjev s strani nedenarnega sektorja v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so se nasprotno še naprej zmanjševale in zavirale rast agregata M3. Medletno rast agregata M3 so podpirali tudi tržni instrumenti (M3 minus M2), katerih prispevek je bil oktobra majhen, vendar pozitiven. Obe gibanji sovpadata z nizkimi stopnjami obrestovanja manj likvidnih denarnih sredstev. Gibanje tržnih instrumentov odraža okrevanje imetij enot/delnic skladov denarnega trga od sredine leta 2014, kar je sovpadlo z izboljšanjem njihove donosnosti glede na drugo kratkoročno premoženje s podobnimi lastnostmi.

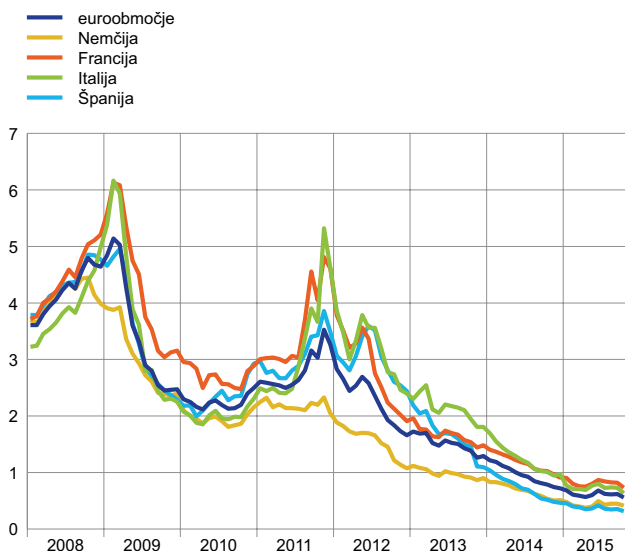
## Rast širokega denarja še naprej spodbujajo predvsem domači viri ustvarjanja denarja.

Deloma je to mogoče razložiti z nestandardnimi ukrepi denarne politike ECB. Z vidika protipostavk je videti, da dinamiko agregata M3 spodbujata zlasti umikanje iz dolgoročnejših finančnih obveznosti in povečanje prispevka kreditov denarnih finančnih institucij (DFI), oba dejavnika pa sta povezana z ukrepi denarne politike ECB. Medletna stopnja rasti dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (brez kapitala in rezerv) je bila oktobra še naprej močno negativna (-6,7%), enako kot v tretjem četrtletju. Zmanjšanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI je deloma posledica privlačnosti ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja kot alternative dolgoročnemu tržnemu financiranju bank ter posledica nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Krediti širše opredeljeni državi so se oktobra ponovno povečali zaradi nadaljevanja Eurosistemovih nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (tudi zato, ker se Eurosistem šteje kot DFI euroobmočja). Precejšen delež tega premoženja je od drugih DFI odkupil Eurosistem. To pomeni odmik od dinamike do septembra, ko so bili glavni prodajalci Eurosistemu nerezidenti. Oktobra se je ponovno povečal tudi prispevek kreditov zasebnemu sektorju, ki so bili glavna ovira za rast denarja v zadnjih letih. (Medletni) prispevek neto tuje aktive sektorja DFI k rasti agregata M3 je bil še naprej negativen, ker so kapitalski odlivi – tudi tisti, povezani s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja – odtehtali precejšen presežek tekočega računa euroobmočja.

### Graf 28

#### Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke

(skupni stroški financiranja z vlogami in z nezavarovanim tržnim dolžniškim financiranjem; v odstotkih na leto)



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

Opombi: Skupni stroški vlog se izračunajo kot povprečje novih obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom, tehtano z njihovim stanjem. Zadnji podatki so za oktober 2015.

## Stroški financiranja za banke so še naprej blizu najnižjih vrednosti.

Skupni stroški bančnega dolžniškega financiranja se že več let zmanjšujejo (glej graf 28) v okolju neto odplačil dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI. Sveženj ECB za ublažitev kreditnih razmer in program nakupa vrednostnih papirjev sta precej prispevala k znižanju stroškov financiranja za banke. Po spremembi obrestnih mer maja 2015 so se stroški financiranja za banke v tretjem četrtletju stabilizirali na nizki ravni. Banke so v okviru ankete o bančnih posojilih v euroobmočju oktobra 2015 poročale, da se je dostop do financiranja v tretjem četrtletju izboljšal pri vseh glavnih tržnih instrumentih, razen pri vlogah komitentov, kjer se je pojavilo rahlo poslabšanje financiranja s pomočjo vlog. Do zdaj ni nobenih večjih znakov, da bi se stroški bančnih vlog pomikali v negativno območje zaradi negativne obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita.

## Obrestne mere bank za posojila so se v tretjem četrtletju stabilizirale na nizki ravni.

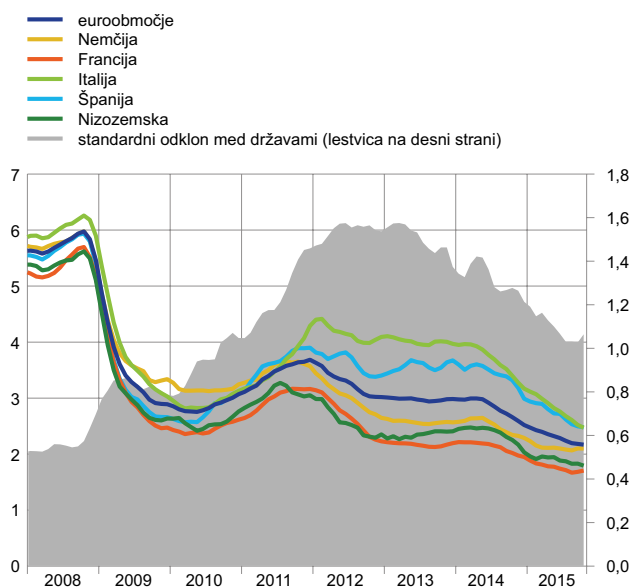
Nominalni stroški bančnih posojil so se za nefinančne družbe in gospodinjstva od sredine leta 2014 precej zmanjšali.

Odkar je ECB junija 2014 objavila sveženj za ublažitev

kreditnih razmer so banke prenašale zmanjšanje stroškov svojega financiranja naprej v obliki nižjih posojilnih obrestnih mer. Zaradi tega so se skupni stroški zadolževanja gospodinjstev in nefinančnih družb v euroobmočju zmanjšali za okrog

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

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

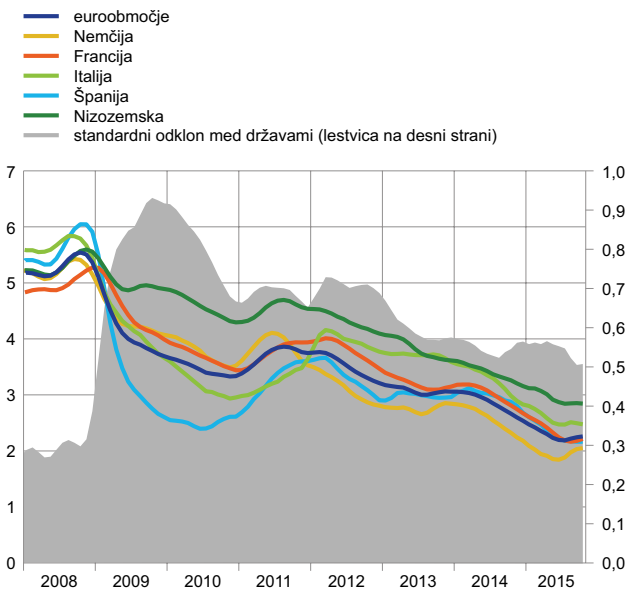


Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2015.

**Graf 30****Sestavljeni kazalnik stroškov stanovanjskih posojil za gospodinjstva**

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

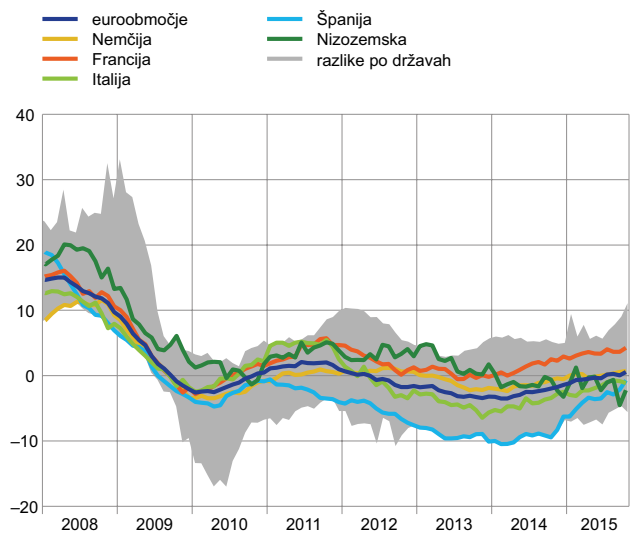


Vir: ECB.

Opombe: Kazalnik skupnih stroškov bančnih posojil je izračunan z agregiranjem kratkoročnih in dolgoročnih obrestnih mer z uporabo 24-mesečne drseče sredine obsega novih poslov. Standardni odklon med državami je izračunan na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2015.

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

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi najnižjih in najvišjih vrednosti na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2015.

79 oziroma 65 bazičnih točk (glej grafa 29 in 30). Zadnji podatki za september in oktober kažejo, da so se bančne obrestne mere za posojila stabilizirale na nizki ravni.

**Razlike v obrestnih merah za posojila so se med državami še zmanjšale, vendar so še vedno večje kot pred krizo.**

V zvezi s tem sta program nakupa vrednostnih papirjev in sveženj ukrepov ECB za izboljšanje kreditnih razmer prispevala k precejšnjemu zmanjšanju razlik v stroških zadolževanja med državami. Posojilne obrestne mere bank so se najbolj zmanjšale v ranljivih državah euroobmočja. Kljub določenemu spodbudnemu izboljšanju na področju pogojev kreditiranja v euroobmočju kot celoti ostajajo kreditni standardi po državah in sektorjih različni.

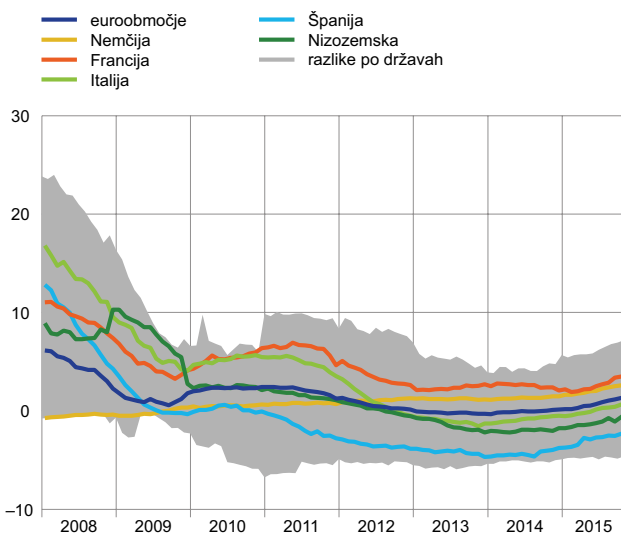
**Rast posojil zasebnemu sektorju postopoma okrevaja, vendar ostaja šibka.**

Medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju se je v tretjem četrtletju in oktobra še povečala (glej graf 26), zabeleženo pa je bilo tudi postopno izboljšanje kreditne dinamike pri podjetjih in gospodinjstvih. Od začetka leta 2015 je medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam

## Graf 32

### Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike med državami so izračunane na podlagi najnižjih in najvišjih vrednosti na fiksnem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za oktober 2015.

(prilagojena za prodajo in listinjenje) počasi okrevala in je oktobra dosegla 0,6% (glej graf 31). V tretjem četrtletju in oktobra se je izboljšala tudi medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom (prilagojena za prodajo in listinjenje) (glej graf 32). Kot omenjeno, sta k takšnim gibanjem prispevala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju, ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Kljub takšnim ugodnim gibanjem pa ponudbo posojil še vedno zavirajo nizka gospodarska rast, konsolidacija bančnih bilanc in razmeroma strogi posojilni pogoji v nekaterih delih euroobmočja.

**Skupni letni tok zunanega financiranja nefinančnim družbam se je po ocenah v tretjem četrtletju stabiliziral, potem ko se je v prvi polovici leta še okreplil.** Zunanje financiranje nefinančnih družb je v tretjem četrtletju doseglo podobne ravni kot v prvi polovici leta 2012 (ali leta 2004), preden se je začela močna rast kreditov. Okrevanje zunanega financiranja nefinančnih družb, zabeleženo od začetka leta 2014, so spodbujali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjšanje stroškov bančnih posojil, ublažitev bančnih

posojilnih pogojev in zelo nizki stroški tržnega dolžniškega financiranja. Hkrati so se v tretjem četrtletju denarna imetja nefinančnih družb še povečala in dosegla rekordno visoke ravni, kar je bilo povezano z morebitnim nadaljnjim povečanjem zadržanih dobičkov, nizkimi oportunitetnimi stroški in pojavni negotovosti na finančnih trgih.

**Mesečni podatki kažejo, da se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb avgusta in septembra po začasnem okrevanju julija spet umirilo.** To je verjetno spodbudilo nedavno povečanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja in verjetno tudi nadaljnja rast zadržanih dobičkov (kar naj bi zmanjšalo potrebo nefinančnih družb po zunanem financiranju). Novejša umiritev izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev je sledila močnemu izdajanju s strani nefinančnih družb in njihovih prehodnih družb, ki je bilo zabeleženo v prvem četrtletju po začetku izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Nefinančne družbe so avgusta in septembra precej umirile tudi neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, potem ko je bilo to v preteklih mesecih precej močno.

**Skupni nominalni stroški zunanega financiranja za nefinančne družbe so se po ocenah oktobra in novembra zmanjšali, potem ko so se v tretjem četrtletju povečali.** Zmanjšanje je bilo predvsem posledica okrevanja tečajev delnic, zaradi česar so se znižali stroški financiranja z izdajo lastniških vrednostnih papirjev, in v manjši meri umirjanja stroškov dolžniškega financiranja. Stroški lastniškega in tržnega dolžniškega financiranja za nefinančne družbe so bili oktobra in novembra povprečno okoli 20 oziroma 55 bazičnih točk višji od ravni v februarju, ko so dosegli najnižje ravni.

## 6 Javnofinančna gibanja

*Proračunski saldo euroobmočja naj bi se po napovedih zaradi ugodnih cikličnih gibanj in nizkih obrestnih stroškov izboljšal, vendar le rahlo. Hkrati naj bi javnofinančna politika v letu 2016 postala ekspanzivna, v letu 2017 pa naj bi bila približno nevtralna, predvsem zaradi znižanja davkov, predvidenega v številnih državah za podporo gospodarski rasti in zaposlenosti, ter zaradi vpliva pritoka beguncev v nekaterih državah. V prihodnje bodo v številnih državah potrebna dodatna prizadevanja na področju konsolidacije, da bi se raven javnega dolga začela odločno zniževati.*

**Povprečni javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v naslednjih dveh letih le rahlo zmanjšal.** Strokovnjaki Eurosistema v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 2,0% BDP leta 2015 na 1,8% BDP leta 2017 (glej tabelo 1). Do konca obdobja projekcij se bo v skoraj vseh državah euroobmočja proračunski primanjkljaj verjetno spustil pod referenčno vrednost 3% BDP. Obeti glede skupnega primanjkljaja za naslednji dve leti se v primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami večinoma niso spremenili, čeprav naj bi bil fiskalni položaj od leta 2016 nekoliko bolj ekspanziven.

**Tabela 1**  
Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
a. Skupaj prihodki	46,1	46,6	46,8	46,5	46,1	45,8
b. Skupaj odhodki	49,7	49,6	49,4	48,5	48,1	47,7
od tega:						
c. Obrestni odhodki (b – c)	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3	2,2
d. Primarni odhodki (b – c)	46,7	46,8	46,7	46,1	45,8	45,5
Proračunski saldo (a – b)	-3,7	-3,0	-2,6	-2,0	-2,0	-1,8
Primarni proračunski saldo (a – d)	-0,6	-0,2	0,1	0,4	0,3	0,3
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-3,5	-2,3	-1,9	-1,7	-1,9	-1,9
Strukturalni saldo	-3,2	-2,2	-1,8	-1,7	-1,9	-1,9
Bruto dolg	89,3	91,1	92,1	91,1	90,1	88,9
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	-0,8	-0,2	0,9	1,5	1,7	1,9

Viri: Eurostat in decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

Opombi: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju, vključno z Litvo (tudi za obdobje pred letom 2015). Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.

**K pričakovanemu zmanjšanju primanjkljaja prispevajo predvsem ugodna ciklična gibanja in nižji obrestni stroški.** V nekaterih državah bo k izboljšanju proračunskega položaja prispeval tudi iztek enkratnih dejavnikov v letu 2015, ki so med drugim povezani s pomočjo finančnemu sektorju. Dejavnike zmanjševanja primanjkljaja delno odtehtajo svežnji javnofinančnih spodbud, vključno s precejšnjim znižanjem davkov v letu 2016, ki je v številnih državah predvideno za podporo gospodarski rasti in zaposlenosti. Na Nizozemskem vlada na primer predvideva sveženj spodbud, ki vključuje nižje neposredne davke za gospodinjstva. V Italiji bo vlada z letom 2016 ukinila nepremičninski davek za lastniška stanovanja, znižala davek od dohodkov pravnih oseb in začasno znižala prispevke za socialno varnost, pri čemer bo te ukrepe delno izravnala z manjšo državno potrošnjo. V Španiji bodo

v letih 2015 in 2016 precej znižali davke od dohodkov fizičnih in pravnih oseb. Znižanje neposrednih davkov, ki jih plačujejo gospodinjstva, z letom 2016 načrtujejo tudi v Avstriji po sprejetju davčne reforme, ki predvideva tudi zvišanje DDV. Tudi belgijska vlada z letom 2016 uvaja znižanje dohodnine in socialnih prispevkov, ki pa ga bodo več kot odtehtali konsolidacijski ukrepi zmanjšanja porabe in dviga posrednih davkov. Na Irskem naj bi ekspanzivni fiskalni ukrepi, vključeni v osnutek proračuna za leto 2016, v povezavi z ugodnim makroekonomskim okoljem upočasnili zmanjševanje primanjkljaja.

#### **Pritok beguncev naj bi vplival na javnofinančni položaj v nekaterih državah.**

Vpliv pritoka beguncev na neposredne proračunske stroške bo predvidoma izrazit v najbolj prizadetih državah, medtem ko bo v drugih državah euroobmočja, prek katerih begunci grejo do zelenega končnega cilja, verjetno majhen. S tem povezani javnofinančni stroški so predvsem posledica denarnih transferjev beguncem in državne potrošnje, vključno z višjimi stroški plač in stroški nastanitve. Ocene potencialnih stroškov v zvezi s tem so bile za nekatere države objavljene v kontekstu osnutkov proračunskih načrtov za leto 2016, vendar znajo biti precej negotove. Za leto 2016 se gibljejo od 0,35% BDP v Avstriji, do 0,2% v Italiji in Nemčiji ter 0,1% v Belgiji in Sloveniji.<sup>1</sup>

**Izboljševanje strukturnega salda naj bi se ustavilo.** V euroobmočju bo naravnost javnofinančne politike, merjena kot sprememba ciklično prilagojenega salda brez učinka državne pomoči finančnemu sektorju, v letu 2016 predvidoma popustila, nato pa bo v letu 2017 postala približno nevtralna. Glede na letošnje decembrske projekcije Eurosistema se bo zaradi znižanja davkov in prispevkov za socialno varnost v več državah ter zaradi izdatkov v zvezi s prilivom beguncev strukturni primanjkljaj euroobmočja v letu 2016 zvišal za 0,2 odstotne točke na 1,9% BDP in v letu 2017 ostal na tej ravni. To med drugim kaže na bolj ekspanzivno javnofinančno politiko v letu 2016 v primerjavi z letošnjimi septembrskimi projekcijami, ko je bilo napovedano, da bo približno nevtralna.

#### **Povprečni javni dolg v euroobmočju se zmanjšuje, čeprav je še vedno velik.**

Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se z najvišje ravni, dosežene v letu 2014 (92,1% BDP), do konca leta 2017 postopno zmanjšal na 88,9% BDP. Predvideno zmanjšanje javnega dolga, ki je nekoliko večje kot v letošnjih septembrskih projekcijah, podpirajo ugodna gibanja na področju razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter primarni presežki. Poleg tega bodo k spodbudnejšim obetom glede dolga prispevale tudi negativne prilagoditve med primanjkljajem in dolgom, ki so med drugim odraz prihodkov iz privatizacije in uporabe gotovinskih rezerv. Kljub temu se bo v nekaterih državah raven dolga v obdobju projekcij verjetno še povišala. Ker raven dolga v številnih državah euroobmočja ostaja visoka, so potrebna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se raven dolga začela odločno zniževati. Obvladovanje tveganj za vzdržnost dolga je zlasti pomembno glede na precejšnje dolgoročne izzive zaradi staranja prebivalstva in naraščanja stroškov za zdravstvo in dolgotrajno nego.

<sup>1</sup> Glej tudi okvir z naslovom »Posledice priliva beguncev za gospodarstvo euroobmočja« v publikaciji Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje.



**Zaradi pričakovanih nezadostnih strukturnih prizadevanj naj bi se povečala vrzel glede na zahteve iz Pakta za stabilnost in rast.** Vlade morajo naravnost svoje javnofinančne politike natančno določiti tako, da bo vzpostavljeno primerno ravnotežje med zniževanjem visoke ravni dolga in podpiranjem gospodarskega okrevanja, hkrati pa zagotavljati skladnost z zahtevami iz Pakta za stabilnost in rast. Vendar pa je iz osnutkov proračunskih načrtov za leto 2016, objavljenih 18. novembra, razvidno, da je strukturna prilagoditev v številnih državah euroobmočja nezadostna. Zelo pomembno je, da se instrumenti zgodnjega opozarjanja in korektivni instrumenti, ki jih uvaja okrepljeni javnofinančni okvir, izvajajo v celoti in dosledno (glej okvir 7). Močno zadolžene države bi tako morale doseči napredek pri doseganju svojih srednjeročnih proračunskih ciljev.

**Finančno disciplino morajo dopolnjevati strukturne reforme za krepitev gospodarske rasti.** Da bi izboljšali obete za potencialno rast gospodarstev v euroobmočju in prispevali k zmanjšanju dolga, je treba izvesti daljnosežne strukturne reforme trga dela in trga proizvodov. Poleg tega je treba v številnih državah euroobmočja zagotoviti, da bo davčni sistem še bolj prijazen do rasti, na primer z zmanjšanjem davčne obremenitve dela, ki ima lahko pozitivne učinke na rast in zaposlenost, zlasti v kratkoročnem obdobju. Vendar to ne more v celoti nadomestiti strukturnih reform trga dela. Poziv k zmanjšanju davčne obremenitve dohodkov od dela in k reformi trga dela je redna tema priporočil Evropske komisije posameznim državam, a je bil napredek glede tega do zdaj precej omejen.

# Okvir 1

## Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 22. julija do 27. oktobra 2015

**V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2015, ki sta trajali od 22. julija do 8. septembra 2015 oziroma od 9. septembra do 27. oktobra 2015.** V obravnavanem obdobju so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,05%, 0,30% oziroma –0,20%.<sup>1</sup> Dne 30. septembra 2015 je bila izvedena peta ciljno usmerjena operacija dolgoročnejšega refinanciranja, v kateri je bilo dodeljenih 15,5 milijarde EUR, v primerjavi s 73,8 milijarde EUR v prejšnji operaciji, izvedeni v juniju. V prvih petih ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja je bilo tako skupaj dodeljenih 399,6 milijarde EUR.<sup>2</sup> Poleg tega je Eurosistem še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice in listinjene vrednostne papirje v okviru razširjenega programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec.<sup>3</sup>

### Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštev ek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 646,5 milijarde EUR, kar je za 38,4 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. tretjem in četrtem letošnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv).** Povečanje je bilo predvsem posledica zvišanja povprečnih avtonomnih dejavnikov za 36,7 milijarde EUR na 533,5 milijarde EUR (glej tabelo).

**K rasti povprečnih avtonomnih dejavnikov je prispevalo predvsem zmanjšanje povprečnih dejavnikov povečevanja likvidnosti – neto tuje aktive in neto aktive v eurih.** Neto tuja aktiva je v povprečju znašala 623,2 milijarde EUR, kar je 26,5 milijarde EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Zaradi apreciacije eura v razmerju do ameriškega dolarja v obravnavanem obdobju se je vrednost neto tuje aktive zmanjšala. Poleg tega je neto aktiva v eurih v povprečju znašala 519,3 milijarde EUR, kar je 24,8

<sup>1</sup> Operacije glavnega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero in polno dodelitvijo. Enak postopek se je še naprej uporabljal v 3-mesečnih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja. Obrestna mera v vsaki operaciji dolgoročnejšega refinanciranja je bila določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja med trajanjem posamezne operacije dolgoročnejšega refinanciranja. Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja so se še naprej izvajale kot avkcije s fiksno obrestno mero, enako obrestni meri v operacijah glavnega refinanciranja.

<sup>2</sup> Informacije o dodeljenih zneskih v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja so predstavljene v okvirjih v prejšnjih številkah Ekonomskega biltena in na spletni strani ECB: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html).

<sup>3</sup> Podrobne informacije o razširjenem programu nakupa vrednostnih papirjev so na spletni strani ECB: [www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html).

## Tabela

### Likvidnostna situacija v Eurosistemu

	22. julij do 27. oktober 2015		22. april do 21. julij 2015		6. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv		5. obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	
<b>Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
<b>Avtonomi likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.675,7</b>	<b>(-14,6)</b>	<b>1.690,3</b>	<b>1.692,8</b>	<b>(+34,2)</b>	<b>1.658,6</b>	<b>(-37,6)</b>	
Bankovci v obtoku	1.053,9	(+19,4)	1.034,5	1.052,4	(-2,9)	1.055,3	(+12,6)	
Vloge države	79,3	(-6,3)	85,6	95,2	(+31,8)	63,4	(-32,9)	
Drugi avtonomi dejavniki	542,5	(-27,7)	570,2	545,2	(+5,4)	539,8	(-17,3)	
<b>Instrumenti denarne politike</b>								
Tekoči računi	446,9	(+107,5)	339,4	465,3	(+36,9)	428,4	(+47,0)	
Obvezne rezerve	113,0	(+0,9)	111,2	113,2	(+0,5)	112,7	(+0,5)	
Mejni depozit	150,4	(+49,1)	101,3	152,8	(+4,7)	148,0	(+45,0)	
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
<b>Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
<b>Avtonomi likvidnostni dejavniki</b>	<b>1.142,5</b>	<b>(-51,3)</b>	<b>1.193,8</b>	<b>1.135,7</b>	<b>(-13,6)</b>	<b>1.149,3</b>	<b>(-33,9)</b>	
Neto tuja aktiva	623,2	(-26,5)	649,8	619,1	(-8,3)	627,4	(-15,5)	
Neto aktiva v eurih	519,3	(-24,8)	544,1	516,7	(-5,2)	521,9	(-18,4)	
<b>Instrumenti denarne politike</b>								
Operacije odprtega trga	1.130,4	(+193,2)	937,2	1.175,5	(+90,2)	1.085,3	(+87,8)	
Avkcijski postopki	533,4	(+20,2)	513,2	532,3	(-2,2)	534,5	(+8,8)	
Operacije glavnega refinanciranja	71,3	(-18,4)	89,7	70,2	(-2,2)	72,4	(-10,1)	
Operacije refinanciranja s posebno zapadlostjo	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
3-mesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	73,6	(-16,9)	90,5	69,2	(-8,9)	78,1	(-5,7)	
3-letni operaciji dolgoročnejšega refinanciranja	0,0	(+0,0)	0,0	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	
Ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja	388,5	(+55,5)	333,0	393,0	(+8,9)	384,1	(+24,6)	
Dokončni portfelji	597,0	(+173,0)	424,0	643,2	(+92,4)	550,8	(+79,0)	
Prvi program nakupa kritih obveznic	22,2	(-2,2)	24,4	21,9	(-0,6)	22,5	(-0,8)	
Drugi program nakupa kritih obveznic	10,5	(-0,6)	11,1	10,4	(-0,3)	10,7	(-0,1)	
Tretji program nakupa kritih obveznic	114,9	(+27,8)	87,1	122,3	(+14,8)	107,6	(+12,4)	
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	128,5	(-8,2)	136,6	127,1	(-2,7)	129,8	(-4,8)	
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	11,9	(+4,4)	7,5	13,2	(+2,5)	10,7	(+1,9)	
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	308,9	(+151,6)	157,4	348,3	(+78,6)	269,6	(+70,5)	
Mejno posojilo	0,4	(+0,2)	0,2	0,1	(-0,5)	0,6	(+0,3)	
<b>Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)</b>								
Agregatne likvidnostne potrebe	646,5	(+38,4)	608,0	670,7	(+48,5)	622,2	(-3,4)	
Avtonomi dejavniki <sup>1)</sup>	533,5	(+36,7)	496,8	557,5	(+48,0)	509,5	(-3,8)	
Presežna likvidnost	483,9	(+154,7)	329,2	504,8	(+41,6)	463,1	(+91,3)	
<b>Gibanja obrestnih mer (v odstotkih)</b>								
Operacije glavnega refinanciranja	0,05	(+0,00)	0,05	0,05	(+0,00)	0,05	(+0,00)	
Mejno posojilo	0,30	(+0,00)	0,30	0,30	(+0,00)	0,30	(+0,00)	
Mejni depozit	-0,20	(+0,00)	-0,20	-0,20	(+0,00)	-0,20	(+0,00)	
Povprečje EONIA	-0,130	(-0,022)	-0,107	-0,139	(-0,018)	-0,121	(-0,002)	

Vir: ECB.

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

1) Vključuje »neporavnane postavke«.

milijarde EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju. Vrednost neto aktive v eurih se je zmanjšala zaradi padca vrednosti finančnih sredstev, ki so v imetju Eurosistema za druge namene razen denarne politike, in zaradi povečanja obveznosti, ki jih imajo tuje institucije pri nacionalnih centralnih bankah. Pred tem so te tuje institucije, da bi se izognile negativnim obrestnim meram, precej zmanjšale svoja denarna imetja pri Eurosistemu, vendar so jih v obravnavanem obdobju znova povečale, verjetno zaradi upada privlačnih alternativ na trgu.

**Dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju zmanjšali zaradi upada drugih avtonomnih dejavnikov, to pa je le delno odtehtalo običajno sezonsko povečanje bankovcev v obtoku med poletjem.** Drugi avtonomi dejavniki so v povprečju

znašali 542,5 milijarde EUR, kar je 27,7 milijarde EUR manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju predvsem zaradi zmanjšanja stanja na računih prevrednotenja. Poleg tega je k zmanjšanju likvidnostnih potreb prispevala tudi povprečna raven vlog države, ki se je zmanjšala za 6,3 milijarde EUR na 79,3 milijarde EUR. Z zmanjšanjem vlog države se je nadaljeval trend upadanja, ki traja od septembra 2014 (ko je bila obrestna mera ECB za odprto ponudbo mejnega depozita znižana na  $-0,20\%$ ), kar je delno odtehtalo povečanje iz prejšnjega obravnavanega obdobja, ko so imele nacionalne zakladnice na razpolago malo alternativ za investiranje svojih denarnih sredstev na trgu. Zmanjšanje obsega vlog države v obravnavanem obdobju je bilo povezano z znižanjem obrestnih mer, ki so jih bile nekatere zakladnice pripravljene sprejeti pri investiranju presežne likvidnosti na trg. Po drugi strani se je skladno z običajnimi sezonskimi gibanji obseg bankovcev v obtoku poleti povečal, s čimer se je delno izravnalo zmanjšanje drugih dejavnikov umikanja likvidnosti. Povprečni obseg bankovcev v obtoku je v obravnavanem obdobju znašal 1.053,9 milijarde EUR, kar je 19,4 milijarde EUR več od povprečja v prejšnjem obravnavanem obdobju.

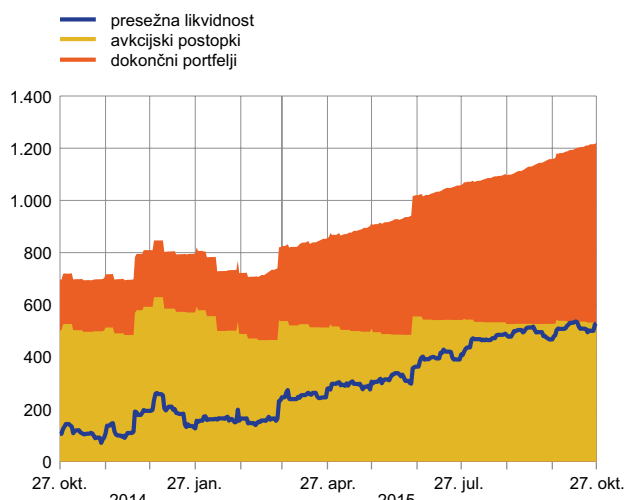
**Volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila v obravnavanem obdobju še vedno velika.** Velika volatilnost je bila predvsem posledica močnih nihanj obsega vlog države ter četrletnega prevrednotenja neto tuje aktive in neto aktive v eurih. Vendar pa je bila volatilnost manjša kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, raven avtonomnih dejavnikov pa se je še naprej zviševala.

**Povprečna absolutna napaka v tedenskih napovedih avtonomnih dejavnikov je ostala v obravnavanem obdobju nespremenjena na ravni 6,4 milijarde EUR, predvsem zaradi napak pri napovedovanju gibanja vlog države.** Čeprav so se napake pri napovedovanju gibanja vlog države rahlo zmanjšale, so bile še vedno glavni vir napak, saj je bilo v razmerah vse bolj negativnih kratkoročnih obrestnih mer denarnega trga in visoke ravni presežne likvidnosti napovedovanje naložbenih aktivnosti zakladnic še vedno težko.

## Graf

### Gibanje instrumentov denarne politike in presežne likvidnosti

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtega trga (tj. avkcijskimi postopki in dokončnimi nakupi vrednostnih papirjev) se je povečal za 193,2 milijarde EUR na 1.130,4 milijarde EUR (glej graf).** Dokončni nakupi so k povečanju prispevali 90% in so bili predvsem rezultat programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja

**Povprečna likvidnost, zagotovljena z avkcijskimi postopki, se je povečala za 20,2 milijarde EUR na 533,4 milijarde EUR, k čemur so prispevale ciljno usmerjene operacije dolgoročnejšega refinanciranja.** Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami glavnega refinanciranja in 3-mesečnima operacijama dolgoročnejšega refinanciranja se

je zmanjšal za 18,4 milijarde EUR oziroma 16,9 milijarde EUR, vendar pa je zmanjšanje več kot odtehtala povprečna likvidnost, dodeljena v ciljno usmerjenih operacijah dolgoročnejšega refinanciranja, ki se je povečala za 55,5 milijarde EUR na 388,5 milijarde EUR. K povečanju te likvidnosti je največ prispevalo peto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv, saj je bila uporaba operacije, dodeljene v juniju, precej večja od uporabe operacije, dodeljene v septembru.

**Povprečna likvidnost, zagotovljena prek dokončnih portfeljev, se je predvsem zaradi programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja povečala za 173,0 milijarde EUR na 597,0 milijarde EUR.** Rast povprečne likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (za 151,6 milijarde EUR), tretjim programom nakupa kritih obveznic (za 27,8 milijarde EUR) in programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev (za 4,4 milijarde EUR), je več kot odtehtala unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic.

## Presežna likvidnost

**Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju povečala za dodatnih 154,7 milijarde EUR na 483,9 milijarde EUR (glej graf).** Najbolj se je povečala v petem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, in sicer za 91,3 milijarde EUR, ker so avtonomni dejavniki ostali skoraj nespremenjeni. V šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv se je presežna likvidnost povečala manj, in sicer za 41,6 milijarde EUR. K temu razmeroma šibkemu povečanju je prispevalo predvsem zvišanje avtonomnih dejavnikov, ki je delno absorbiralo povečanje stanja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, kar dodatno dokazuje, da volatilitnost avtonomnih dejavnikov vpliva na gibanja presežne likvidnosti.

**Povečanje presežne likvidnost se je odrazilo predvsem v povečanju povprečnih imetij na tekočih računih v obravnavanem obdobju, in sicer za 107,5 milijarde EUR na 446,9 milijarde EUR.** Povečanje povprečnih imetij je bilo dokaj enakomerno porazdeljeno med obe obdobji izpolnjevanja obveznih rezerv, pri čemer so se ta v petem obdobju povečala za 47,0 milijarde EUR in v šestem za 36,9 milijarde EUR. Povečala se je tudi povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita, čeprav manj, in sicer za 49,1 milijarde EUR na 150,4 milijarde EUR.

## Gibanja obrestnih mer

**Tako kot v prejšnjem obravnavanem obdobju so se obrestne mere denarnega trga zaradi nadaljnega povečanja presežne likvidnosti in dejstva, da so bili udeleženci na trgu vse bolj pripravljeni trgovati po negativnih obrestnih merah, dodatno znižale.** Na nezavarovanem trgu je EONIA povprečno znašala  $-0,130\%$  in se je znižala glede na povprečje v prejšnjem obravnavanem obdobju ( $-0,107\%$ ). Znižanje je bilo najizrazitejše v šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, ko

je EONIA povprečno znašala  $-0,139\%$  in je bila za  $0,018$  odstotne točke nižja kot v prejšnjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Obrestne mere čez noč na zavarovanem trgu so se znižale na raven blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Obrestne mere za nekatere posebne vrednostne papirje, ki se uporabljajo kot zavarovanje,<sup>4</sup> so namreč padle celo pod raven obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita. Povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling<sup>5</sup> so se pri standardni košarici premoženja za zavarovanje terjatev znižale na  $-0,187\%$ , pri razširjeni košarici pa na  $-0,184\%$ , kar je  $0,007$  oziroma  $0,014$  odstotne točke manj kot v prejšnjem obravnavanem obdobju.

---

<sup>4</sup> Glej na primer »RepoFunds Rate«: [www.repofundsrate.com](http://www.repofundsrate.com).

<sup>5</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice premoženja za zavarovanje terjatev.

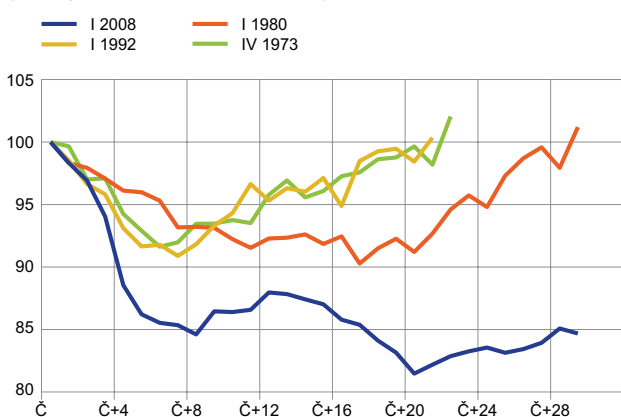


## Okvir 2

### Kaj povzroča nizke investicije v euro-območju? Anketni odgovori velikih podjetij iz euroobmočja

**Graf A**  
Investicije v euroobmočju v obdobjih okrevanja

(indeks: predkrizna rekordna vrednost = 100)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombi: Č se nanaša na predkrizno rekordno vrednost v posameznem časovnem obdobju. Četrletja na osi x, ki sledijo, kažejo, koliko četrletij je bilo zgodovinsko potrebnih, da je bila ponovno dosežena predkrizna rekordna vrednost, kar omogoča primerjavo z nedavno krizo.

**Tabela A**  
Statistični povzetek o priložnostni anketi o investicijah

	Anketiranci		Delež celotnega gospodarstva
Zaposlenost (v tisočih)	3.770		2,5%
Investicije (v milijonih EUR)	35.145		3,0%
Razčlenitev po sektorjih	Število	Delež v anketi	Delež dodane vrednosti
Industrija brez gradbeništva	31	42%	28%
Gradbeništvo <sup>1)</sup>	13	18%	23%
Storitve	30	41%	49%
od tega:			
podjetja za podjetja	11	15%	22%
podjetja za potrošnike	19	26%	27%

Viri: Anketa o investicijah, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Podatke o številu zaposlenih in investicijskih proračunih za leto 2014 so navedli sami anketiranci. Delež dodane vrednosti se nanaša na nefinančno menjalno gospodarstvo ter izključuje finančni in javni sektor ter kmetijstvo. Industrija brez gradbeništva vključuje predelovalce hrane in kmetijske pridelovalce.

1) Gradbeništvo vključuje nepremičnine.

**Kljub sedanjemu okrevanju gospodarstva v euroobmočju ostaja raven investicij v primerjavi s predkrizno ravnijo nizka, medtem ko je rast v primerjavi s preteklimi epizodami zelo šibka (glej graf A).** Počasno okrevanje investicij v euroobmočju je do neke mere pokazatelj trajanja krize, saj gospodarska aktivnost še ni dosegla predkrizne ravni. Daljše okrevanje pa je tudi pokazatelj drugih dejavnikov, ki so v različnem obsegu in v različnih obdobjih prispevali k omejevanju investicij v euroobmočju. Ti dejavniki se nanašajo na dostopnost posojil, splošnejšo negotovost v podjetjih zaradi slabega povpraševanja, gospodarske obete in širše omejitve v podjetjih, kar vse po vrsti zavira investicijske spodbude. V tem okvirju so povzeti rezultati enkratne priložnostne ankete med vodilnimi podjetji v euroobmočju v zvezi s stanjem in omejitvami investicij v euroobmočju.

#### V tabeli A sta predstavljena razčlenitev in reprezentativnost 74 prejetih odgovorov.<sup>1</sup>

31 anketirancev spada v širši industrijski sektor (vključno s tremi proizvajalci in predelovalci kmetijskih proizvodov), 13 jih deluje v gradbeništvu in sorodnih dejavnostih, 30 pa v storitvenem sektorju (vključno s prodajo v trgovini na drobno, prevoznimi dejavnostmi, poslovnimi in potrošniškimi storitvami). Primerjava njihove velikosti s podatki iz nacionalnih računov kaže, da teh 74 podjetij skupaj predstavlja približno 2,5% skupne zaposlenosti in 3% vseh nestanovanjskih investicijskih odhodkov zasebnega sektorja v letu 2014.

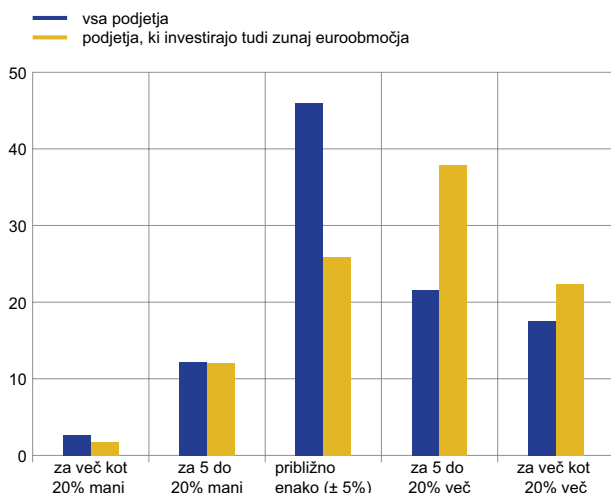
**Glede na odgovore teh anketirancev so se proračuni za investicije med letoma 2014 in 2015 na splošno povečali (glej graf B).** Kljub temu je proračun za investicije v okolju sedanje zmerne rasti v

<sup>1</sup> Anketa o investicijah je bila izvedena v papirni obliki, ki so jo po elektronski pošti neposredno prejeli glavni finančni direktorji vzorčnega števila velikih podjetij v euroobmočju. Z zaprtimi in odprtimi vprašanji smo iskali odgovore na vprašanja o investicijskih načrtih in strategiji 2015, sedanjih in prihodnjih načrtovanih investicijah ter o vpogledih v obstoječe omejitve in ukrepe politik, ki bi lahko pomagali podpreti/spodbuditi nadaljnje dolgoročne investicije v euroobmočju.

## Graf B

### Investicijski načrti velikih podjetij v letu 2015 v primerjavi z letom 2014

(odstotek poročevalskih podjetij)



Viri: Anketa o investicijah in izračuni ECB.

## Tabela B

### Razčlenitev investicijskih odhodkov po kategorijah

(odstotek poročevalskih podjetij)

	<30%	30%-60%	>60%
Kapitalski izdatki	10%	19%	71%
Raziskave in razvoj	72%	22%	7%
Drugo (npr. neopredmetena sredstva)	84%	12%	4%

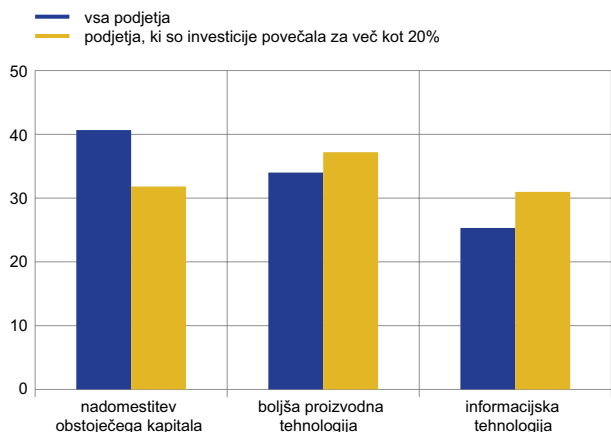
Viri: Anketa o investicijah in izračuni ECB.

Opomba: Zaradi zaokroževanja seštevke vrstic ni nujno enak 100%.

## Graf C

### Razčlenitev kapitalskih izdatkov po vrsti investicij

(povprečni odstotni delež izdatkov v poročevalskih podjetjih)



Viri: Anketa o investicijah in izračuni ECB.

euroobmočju ostal približno nespremenjen pri skoraj polovici anketirancev. V podskupini anketirancev, ki investirajo tudi zunaj euroobmočja (več kot dve tretjini), so bile stopnje naložb – zlasti velikih multinacionalnih podjetij, ki delujejo v predelovalnih dejavnostih in v gradbeništvu – prav tako tipično višje zunaj euroobmočja (glej rumene stolpce v grafu B). Na vprašanje o glavnih destinacijah investicij zunaj euroobmočja so ti anketiranci navadno navedli nastajajoča tržna gospodarstva in razvita gospodarstva zunaj EU, kar kaže na vztrajno negotovost glede potencialne donosnosti investicij v euroobmočju in širše v EU.

**V proračunih za investicije je bil daleč največji delež namenjen kapitalskim izdatkom, veliko manjši delež pa je bil namenjen bodisi raziskavam in razvoju (R&R) bodisi investicijam v neopredmetena sredstva (glej tabelo B).** Na vprašanje o razčlenitvi investicijskih odhodkov je 71% anketiranih podjetij poročalo, da so več kot 60% svojega investicijskega proračuna namenili za kapitalske izdatke, v primerjavi s pičlimi 7% podjetij, ki so investirala pretežno v R&R ali neopredmetena sredstva. Tista podjetja, ki so veliko investirala v R&R, so navadno razvijala novo tehnologijo za izboljšanje proizvodnih zmogljivosti kot odziv na stroge okoljske ali regulatorne zahteve ali za zaščito pravic intelektualne lastnine.

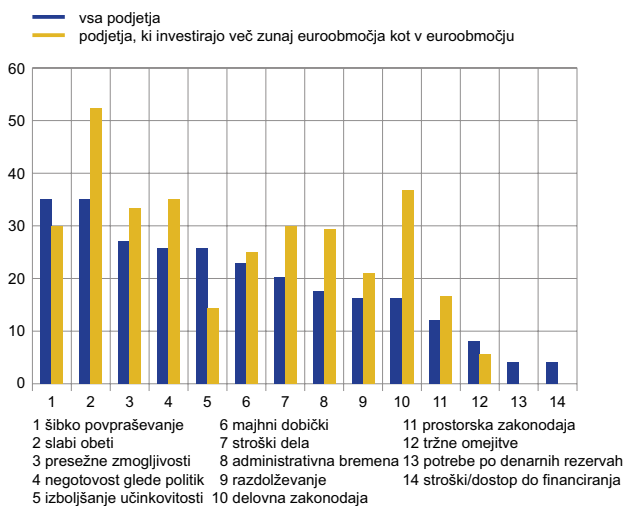
**V okviru kapitalskih izdatkov so se investicije na splošno osredotočale na nadomeščanje opreme in ne toliko na napredne tehnologije (glej graf C).** Graf C prikazuje, da je bilo približno 41% vseh kapitalskih izdatkov namenjenih nadomeščanju obstoječega osnovnega kapitala, ne pa investicijam v nove ali napredne tehnologije. Med podjetji z visokimi investicijami (glej rumene stolpce v grafu C, ki prikazujejo podjetja, katerih investicije so se leta 2015 medletno povečale za najmanj 20%) je bil delež kapitalskih izdatkov za »napredne tehnologije« in IT-opremo navadno nekoliko večji. Vendar je bil vzrok povečanega trošenja za napredne tehnologije v številnih primerih bolj težnja po zniževanju stroškov in po večji rasti produktivnosti kot pa razvoj izdelkov ali prilagoditev proizvodnje.

**Finančne omejitve v zvezi s stroški ali dostopom do financiranja so se le redko omenjale kot**

## Graf D

### Dejavniki omejevanja investicij v euroobmočju

(odstotek poročevalskih podjetij)



Viri: Anketa o investicijah in izračuni ECB.

### bistvene omejitve (glej graf D).<sup>2</sup> Dejavniki

povpraševanja oziroma šibko tekoče povpraševanje in šibki gospodarski obeti so se na splošno dosledno omenjali kot trenutno glavne omejitve za investicije v euroobmočju. Kot veliko zavoro so podjetja navajala tudi negotovost glede strukturne in fiskalne politike v nekaterih državah euroobmočja. Anketiranci so kot dejavnike, ki trenutno omejujejo investicije v euroobmočju, izpostavili tudi strukturne togosti in regulatorne omejitve, vključno z visokimi stroški dela, delovno zakonodajo, »birokracijo«, prostorsko zakonodajo<sup>3</sup> in togostjo na trgih proizvodov. Podjetja, ki več investirajo zunaj euroobmočja kot v euroobmočju, so poleg slabih gospodarskih obetov in politične negotovosti kot največje omejitve pogosto navajala predpise o trgu dela, stroške dela in »birokracijo«.

### Na vprašanje o spremembah v usmeritvah politik, ki bi bile nujne za spodbuditev nadaljnjih investicij v euroobmočju, so anketiranci večinoma navajali

#### reforme na trgu dela in trgu proizvodov v posameznih državah ter večjo fiskalno harmonizacijo.

Anketiranci so predlagali, da so v razmerah povečane volatilitnosti povpraševanja vse bolj potrebne politike, katerih namen je povečati fleksibilnost zaposlitve in zmanjšati tveganja (in stroške), povezana z zaposlovanjem za nedoločen čas. Tri od osmih najpogosteje navedenih priporočil so se nanašala na reforme trga dela v smislu povečane fleksibilnosti zaposlitve, nižjih stroškov dela in večjega poudarka na dokvalifikaciji. Visoke stroške dela so izpostavili kot škodljive za konkurenčnost euroobmočja in več anketirancev je zagovarjalo spremembe, s katerimi bi znižali socialne prispevke ali stroške odpuščanja ter tako prispevali k obnovi konkurenčnosti euroobmočja in s tem spodbudili večje investicije. Med pogostimi predlogi so bile tudi reforme trga proizvodov, s katerimi bi povečali konkurenčnost v EU in omogočili podjetjem, da bi izkoristila vse večje ekonomije obsega in izbora, s čimer bi se povečala potencialna donosnost investicij. Več anketirancev je poudarilo, da morajo za konkurente zunaj EU veljati enaka pravila kot za podjetja s sedežem v EU, zato da dobavitelji in proizvajalci iz EU niso v podrejenem položaju. Kot sredstvo za hitrejšo rast produktivnih podjetij, da bi ta lahko izkoristila na novo razširjene trge, kar bi še povečalo investicije, so zagovarjali tudi poenostavitev fiskalnih sistemov in harmonizacijo davčnih predpisov.

<sup>2</sup> Medtem ko manjša podjetja kot omejitve za investicije že dolgo omenjajo večje težave pri dostopu do financiranja, zadnja anketa o dostopu podjetij do financiranja (SAFE) razkriva, da so te omejitve leta 2015 izrazito popustile. Glej *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area – April to September 2015*, ECB, Frankfurt na Majni, december 2015, na spletnem mestu <http://www.ecb.europa.eu>.

<sup>3</sup> Navadno gre za prostorsko načrtovanje, ki omejujejo število, velikost ali področje delovanja podjetij na določenem območju.

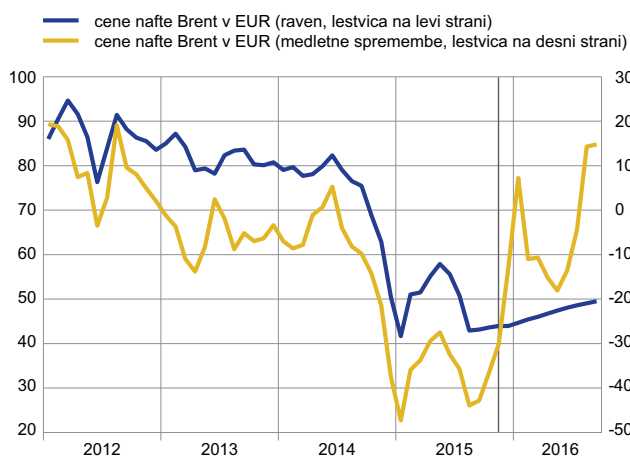
# Okvir 3

## Vloga baznih učinkov v prihodnjem gibanju inflacije

**Graf A**

Cene nafte: dejanske in termske

(medletne spremembe v odstotkih; EUR/sod)



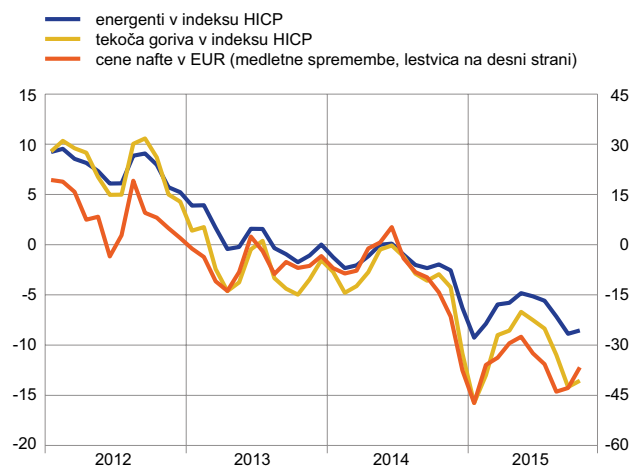
Viri: Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Navpična črta razmejuje dejanske podatke iz terminkih pogodb in se nanaša na 12. november 2015, tj. presečni datum za predpostavke v »Decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«.

**Graf B**

Cene nafte in rast cen energentov

(medletne spremembe v odstotkih; mesečni podatki)



Viri: Bloomberg, Eurostat in izračuni ECB.

**Bazni učinki bodo imeli kratkoročno velik vpliv na prihodnje gibanje skupne inflacije, merjene z indeksom HICP.** Letošnje decembrske

makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje napovedujejo znatno zvišanje inflacije ob prelomu leta, čemur bo sledilo začasno umirjanje do sredine leta 2016.<sup>1</sup> Takšna dinamika kaže vpliv baznih učinkov na medletne stopnje rasti cen energentov, ki so najbolj volatilna komponenta inflacije.

**Cene nafte od sredine leta 2014 močno nihajo, kar se bo pokazalo v medletni stopnji rasti ob predpostavki, da se bodo cene nafte v prihodnjem obdobju gibale enakomerno.** Cene nafte so od

sredine leta 2014 do januarja 2015 padale, med februarjem in majem 2015 so se začasno zvišale, od junija 2015 pa spet padajo (glej graf A). Kar zadeva prihodnja gibanja, bo krivulja cen naftnih terminkih pogodb predvidoma dokaj enakomerna in zmerno usmerjena navzgor.<sup>2</sup> To pomeni, da bo pričakovana dinamika medletne stopnje rasti cen energentov, če se bodo cene nafte gibale po napovedih terminkih pogodb, predvsem odraz preteklih nihanj cen nafte. Takšna dinamika medletne stopnje rasti cen nafte (in energentov) je torej posledica baznih učinkov, tj. »netipičnih« medmesečnih gibanj indeksa cen energentov pred dvanajstimi meseci. Če ni večjih sprememb davkov oziroma rafinerijskih in distribucijskih marž, se gibanje cen surove nafte v eurih praktično v celoti prenese na gibanje cen goriv za potrošnike (ki predstavljajo največji del potrošniških cen energentov) in s tem na skupne cene energentov (glej graf B).

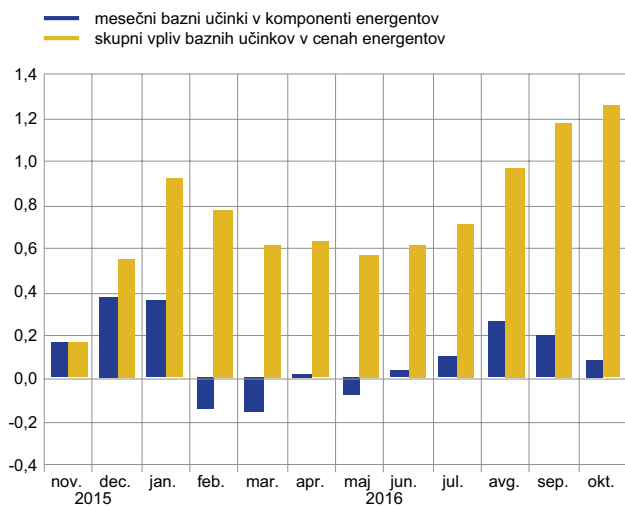
<sup>1</sup> Glej članek z naslovom »Decembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje«, ki je bil 3. decembra 2015 objavljen na spletnem mestu ECB.

<sup>2</sup> Pri pretvorbi dolarskih terminkih cen nafte v eurske cene se predpostavlja, da ostane tečaj USD/EUR nespremenjen na povprečni ravni, zabeleženi v dvotedenskem obdobju do 12. novembra 2015 (tj. presečni datum v letošnjih decembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema za euroobmočje).

## Graf C

### Bazni učinki, ki izhajajo iz cen energentov

(prispevki k spremembi skupne inflacije v odstotnih točkah)



Vir: izračuni ECB.

### Kvantificiranje baznih učinkov je nekoliko negotovo.

Ne obstaja en sam način kvantificiranja vpliva, ki ga imajo »netipične« medmesečne spremembe cen izpred dvanajstih mesecev na spremembe medletne stopnje inflacije. V preteklih analizah, objavljenih v biltenu ECB, se je ta učinek izračunaval za vsak mesec z odštetjem dejanskega medmesečnega gibanja od ocenjenega vpliva sezone in »trends«, tj. povprečne medmesečne spremembe od sredine 1990-ih let.<sup>3</sup> V primeru rasti cen energentov, kjer serija ne kaže stabilnih vplivov sezone, to privede zgolj do primerjave s trendom (ki kaže učinek dolgoročne rasti cen nafte). Nihanja cen nafte od jeseni 2014 nakazujejo velike pozitivne bazne učinke ob prelomu leta 2015/2016, čemur naj bi sledilo izmenjevanje negativnih in pozitivnih baznih učinkov, ki bodo v naslednjih 12 mesecih oblikovali predvideno dinamiko rasti cen energentov in s tem inflacijo (glej graf C), če bodo cene nafte sledile pričakovanemu

gibanju terminskih pogodb. Skupni vpliv, ki ga imajo bazni učinki v gibanju cen energentov na skupno inflacijo, znaša približno 1,3 odstotne točke od novembra 2015 do oktobra 2016. Ocena tega učinka je nekoliko nižja ob predpostavki, da cene nafte ne sledijo nobenemu trendu (tj. v razponu 0,9 odstotne točke v naslednjih dvanajstih mesecih).<sup>4</sup>

**Dinamiko skupne inflacije v naslednjih dvanajstih mesecih v glavnem določajo bazni učinki, ki izhajajo iz komponente energentov.** Ti bazni učinki implicirajo veliko zvišanje inflacije do januarja 2016 in manjši začasni padec inflacije v prvi polovici leta 2016 ob predpostavki, da se bodo cene nafte dejansko gibale tako, kot predvidevajo terminske pogodbe.

<sup>3</sup> Glej na primer okvir z naslovom »Base effects from the volatile components of the HICP and their impact on HICP inflation in 2014«, *Monthly Bulletin*, ECB, februar 2014. Trend znaša približno 0,3 odstotne točke.

<sup>4</sup> Kar bi veljalo tudi v primeru običajno razmeroma ploske krivulje cen naftnih terminskih pogodb.

## Okvir 4

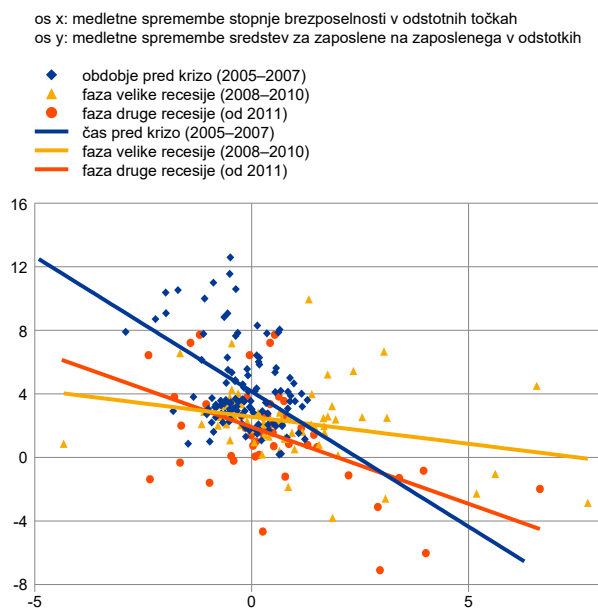
# Togost plač navzdol in vloga strukturnih reform v euroobmočju

**V tem okvirju obravnavamo vlogo strukturnih reform in institucij trga dela pri prilagajanju plač v euroobmočju, s poudarkom na togosti plač navzdol.**

Poleg tega, da lahko produktivnost delavcev trpi zaradi nižjih plač (kakor trdi teorija učinkovitosti plač), ima tudi togost plač navzdol druge pomembne makroekonomske posledice. Empirični podatki podpirajo stališče, da so prilagoditve na trgu dela počasnejše, kadar so plače toge, in da lahko strukturne reforme spodbujajo proces prilagajanja.

### Graf A

Spremembe sredstev za zaposlene in spremembe stopnje brezposelnosti v državah euroobmočja



Vir: »Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets«, graf 50 (ažuriran), *Occasional Paper Series*, št. 159, ECB, Frankfurt na Majni, februar 2015.

**Plače se na stopnjo brezposelnosti v euroobmočju v različnih obdobjih očitno odzivajo zelo različno.**

Kot je razvidno iz grafa A, je bilo v obdobju močne rasti BDP pred krizo odzivanje plač na spremembe v stopnji brezposelnosti dokaj izrazito. V prvi fazi krize, tj. v »veliki recesiji«, pa je to razmerje precej oslabilo, kar je bilo najbrž posledica togosti plač navzdol. Močnejše so se spet odzivale v drugi fazi krize (med recesijo, ki se je začela proti koncu leta 2011), vendar še vedno občutno šibkeje kot v času pred krizo.

**Razlike v odzivanju plač na brezposelnost v različnih fazah poslovnega cikla lahko delno pojasnimo s togostjo plač navzdol v posameznih državah euroobmočja.** Podatki o togosti plač na

mikroravni so razmeroma dobri in podpirajo ugotovitev, da je težko nižati plače.<sup>1</sup> To potrjujejo tudi nedavni rezultati tretjega kroga ankete na ravni podjetij, ki je bila opravljena v okviru mreže za raziskovanje dinamike plač (Wage Dynamics Network). Na makroravni Heinz in Rusinova (2011)<sup>2</sup> dokazujeta, da se plače manj odzivajo na brezposelnost, če obstaja pozitivna vrzel brezposelnosti. To potrjuje nedavna študija Andertona in

<sup>1</sup> Glej, na primer, Babecký, J., Du Caju, P., Kosma, T., Lawless, M., Messina, J. in Rõdm, T., »Downward Nominal and Real Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms«, *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, zv. 112(4), str. 884–910, december 2010. Glej tudi Boeri, T. in Jimeno, J. F., »Unemployment in Europe: What does it take to bring it down?«, maj 2015 (na voljo na naslovu <http://economyinfo.com/wp-content/uploads/2015/05/Boeri.pdf>). Iz razpoložljivih podatkov izhaja, da zamrznitev plač deluje kot spodnja meja za fleksibilnost plač. Tako denimo v ekonomskem biltenu Banco de España iz decembra 2014 poročajo, da je bilo leta 2008 v Španiji med vsemi plačnimi dogovori 5% zamrznjenih plač, leta 2013 pa sta bili v zasebnem sektorju zamrznjeni skoraj dve tretjini plač.

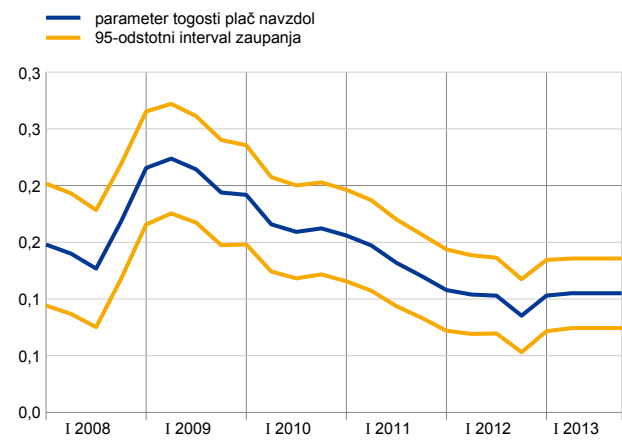
<sup>2</sup> Heinz, F. F. in Rusinova, D., »How flexible are real wages in EU countries? A panel investigation«, *Working Paper Series*, št. 1360, ECB, Frankfurt na Majni, julij 2011.



## Graf B

### Časovno gibanje parametra togosti plač navzdol za euroobmočje

(drseča regresija; v odstotnih točkah)



Vir: Anderton in Bonthuis (2015).

Opombe: Parameter kaže, v kolikšni meri je odzivnost nominalne rasti plač na spremembe zaposlenosti oslabiljena v času gospodarskega upada (na podlagi panelnih regresij, v katerih so združeni podatki iz držav v euroobmočju). Bolj ko je parameter pozitiven, šibkejša je odzivnost plač na brezposelnost v času gospodarskega upada. Časovno gibanje parametra je izpeljano iz drsečih regresij.

Bonthuisa (2015),<sup>3</sup> iz katere je razvidna manjša navzdol usmerjena odzivnost plač na višjo brezposelnost v času upočasnjene gospodarske aktivnosti. V grafu B je prikazano časovno gibanje parametra togosti plač, kot je bilo ugotovljeno v Anderton in Bonthuis (2015). Omenjeno gibanje se sklada tudi s podatki iz grafa A, saj iz obeh izhajajo dokazi za to, da je togost plač navzdol s trajanjem krize slabela.

### Institucije trga dela igrajo pomembno vlogo pri prilagajanju plač.

Tabela, v kateri so prikazane značilnosti plačnih pogajanj na trgih dela v euroobmočju, potrjuje, da pri institucijah trga dela obstajajo precejšnje razlike med državami euroobmočja. Nekatere med njimi, kot so baltske države, običajno označujemo kot »fleksibilne«, saj imajo decentraliziran proces plačnih pogajanj in razmeroma nizek delež članstva v sindikatih. Za mnoge druge države euroobmočja so nasprotno značilni močni sindikati (npr. Belgija, Malta in Finska),

## Tabela

### Značilnosti plačnih pogajanj v državah euroobmočja leta 2014 in spremembe po letu 2007

Država	Delež članstva v sindikatih	Koordiniranost plačnih pogajanj	Raven, na kateri večinoma potekajo plačna pogajanja	Določanje minimalne plače
Belgija	55* ↗	5 ↔	5 ↔	3 ↔
Nemčija	18* ↘	4 ↔	3 ↔	1 ↔
Estonija	7** ↘	1 ↘	1 ↔	3 ↔
Irska	34* ↗	1 ↘	1 ↘	6* ↔
Grčija	22* ↘	2 ↘	2 ↘	8 ↗
Španija	17* ↗	3 ↘	3 ↔	8 ↗
Francija	8* ↗	2 ↔	3 ↔	8 ↔
Italija	37* ↗	3 ↔	3 ↔	1 ↔
Ciper	45* ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Latvija	13** ↘	1 ↔	1 ↔	8 ↗
Litva	9** ↘	1 ↔	1 ↔	5 ↔
Luksemburg	33** ↘	2 ↔	2 ↔	7 ↔
Malta	53** ↘	2 ↔	1 ↔	7 ↔
Nizozemska	18* ↘	4 ↔	3 ↔	7 ↔
Avstrija	27* ↘	4 ↔	3 ↔	2 ↗
Portugalska	19** ↘	2 ↔	3 ↔	8* ↔
Slovenija	21* ↘	3 ↘	3 ↘	7 ↔
Slovaška	13* ↘	3 ↗	2 ↔	8 ↗
Finska	69* ↘	5 ↗	4 ↗	2 ↘

Viri: Jelle Visser, ICTWSS: Database on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts in 51 countries between 1960 and 2014, različica 5.0, Amsterdam Institute for Advanced Labour Studies (AIAS), oktober 2015; in izračuni ECB.

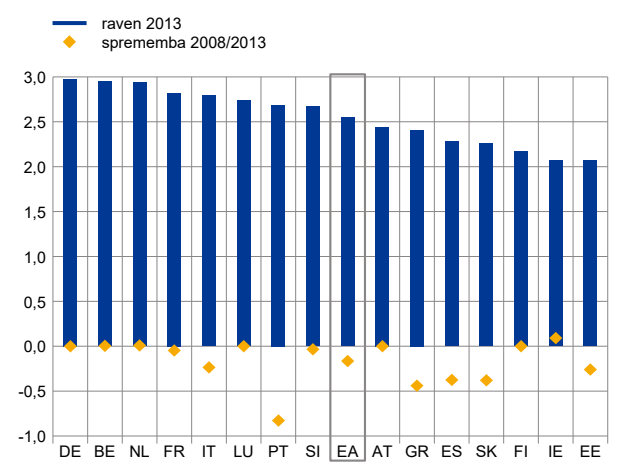
Opombe: Če ni drugače označeno, se podatki nanašajo na leto 2014 (podatki, označeni z \*, se nanašajo na leto 2013, podatki, označeni z \*\*, pa na leto 2012). Več podrobnosti je v kodirni knjigi na naslovu <http://www.uvaaias.net/208>. Puščice kažejo smer sprememb glede na leto 2007. Delež članstva v sindikatih je neto delež članov sindikata glede na vse zaposlene, ki prejemajo plačo. Koordiniranost plačnih pogajanj se giblje od 5 = centralizirana plačna pogajanja do 1 = razdrobljena plačna pogajanja, večinoma na ravni podjetij. Raven, na kateri večinoma potekajo plačna pogajanja, se giblje od 5 = pogajanja na osrednji oz. medsektorski ravni do 1 = lokalna pogajanja oz. pogajanja na ravni podjetij. Določanje minimalne plače se giblje od 0 = ni z zakonom določene minimalne plače, ni sektorskih ali državnih dogovorov do 8 = minimalno plačo določa vlada brez fiksnega pravila.

<sup>3</sup> Anderton, R. in Bonthuis, B., »Downward Wage Rigidities in the Euro Area«, *GEP Research Paper Series*, št. 15/09, University of Nottingham, julij 2015.



## Graf C

### Zakonodaja o varstvu zaposlitve



Vir: OECD.

Opombe: Države so razvrščene glede na mesto, ki so ga zasedale leta 2013. Podatki temeljijo na sintetičnih kazalnikih, iz katerih je razvidno, kako strogo so regulirani trgi dela (npr. odpovedni roki, odpravnine in uporaba pogodb za določen čas). Čeprav kazalnik ne zajema vseh dejavnikov, ki lahko vplivajo na regulativo, precej dobro pokaže togost po posameznih državah, ki jih je možno primerjati med seboj. Višja vrednost pomeni strožjo regulativo. Povprečje euroobmočja je sestavljeno iz držav, ki so članice OECD in za katere so na voljo vrednosti.

velika koordiniranost plačnih pogajanj (npr. Belgija, Nemčija, Nizozemska, Avstrija in Finska) in določanje minimalne plače (npr. Grčija, Španija, Francija, Latvija, Portugalska in Slovaška). To lahko v povezavi z indeksacijo plač na ravni posameznega gospodarstva in s strogo zakonodajo o varstvu zaposlitve (glej graf C) privede do togosti plač navzdol.

#### Države euroobmočja, zlasti tiste, ki jih je kriza bolj prizadela, so izvedle celovite strukturne reforme.

To potrjujejo spremembe zakonodaje o varstvu zaposlitve (glej graf C), saj so reforme trga dela izvedle predvsem države v težavah. V okviru teh reform so decentralizirali kolektivna plačna pogajanja in uvedli pogajanja na ravni podjetij, znižali avtomatsko indeksacijo plač, zmanjšali število kolektivnih pogodb, povečali fleksibilnost delovnega časa ter znižali stroške zaposlovanja in odpuščanja (glej tudi članek 1, okvir 2).

#### Z reformami trga dela je mogoče okrepiti odzivnost

**plač na obseg neizkoriščenega gospodarskega potenciala.** Anderton in Bonthuis (2015) denimo ugotavljata, da se plače v situacijah, ko je zakonodaja o varstvu zaposlitve stroga in so sindikati močni, manj odzivajo na brezposelnost. Z nižjimi vrednostmi teh kazalnikov v času krize lahko torej delno pojasnimo manjšo togost plač navzdol v grafih A in B.<sup>4</sup> Font et al. (2015)<sup>5</sup> denimo pojasnjujejo, da se je odzivnost realnih plač na brezposelnost v Španiji zvišala po izvedbi reform trga dela v obdobju 2012–2013. Ugotavljajo tudi, da je procikličnost plač nižja pri posameznikih z daljšim stažem, pri osebah s pogodbo za nedoločen čas in starejših delavcih, ki so bolj zaščiteni proti prilagajanju plač v času, ko gospodarska aktivnost upada. Martin in Scarpetta (2012)<sup>6</sup> predstavita tudi dokaze o tem, da predpisi o trgu dela vplivajo tudi na več drugih kanalov širjenja, kot je premeščanje delovne sile in celo produktivnost (glej tudi okvir 5), kar lahko na gibanje plač vpliva posredno.

**Pridobivanje tehtnih empiričnih podatkov o učinkih nekaterih vrst reform je težavno, še posebej če opazujemo gibanje skupnih podatkov o plačah.** Težave nastopijo še posebej takrat, ko želimo učinek, ki ga imajo reforme na plače, ločiti od učinka sprememb v strukturi zaposlenih in javnofinančne konsolidacije.

<sup>4</sup> Iz grafov A in B je razvidno, da se je togost plač navzdol zmanjševala s trajanjem krize. To bi bila lahko delno tudi posledica cele vrste reform trga dela, ki jih je v času krize izvedlo več držav euroobmočja – v več primerih je šlo za ohlapnejšo zakonodajo o varstvu zaposlitve itd. – in ki bi lahko povečale pritiske na zniževanje plač. Nekaj so najbrž prispevali tudi drugi dejavniki, kot je javnofinančna konsolidacija.

<sup>5</sup> Font, P., Izquierdo, M. in Puente, S., »Real wage responsiveness to unemployment in Spain: asymmetries along the business cycle«, *IZA Journal of European Labor Studies*, Springer, 4:13, junij 2015.

<sup>6</sup> Martin, J.P. in Scarpetta, S., »Setting it Right: Employment Protection, Labour Reallocation and Productivity«, *De Economist*, Springer, zv. 160(2), str. 89–116, junij 2012.

Za temeljitejše razumevanje dejavnikov, ki vplivajo na prilagajanje plač v euroobmočju v kriznem obdobju, bo torej treba opraviti še več analiz.<sup>7</sup>

**Če želimo okrepiti odpornost gospodarstva proti šokom, morajo plače ustrezno odražati razmere na trgu dela in gibanje produktivnosti, to pa kaže, kako pomembne so reforme, ki prispevajo k večji fleksibilnosti plač in večjim razlikam med delavci, podjetji in sektorji.** Poleg zgoraj omenjenih dejavnikov bosta k zmanjšanju poklicnega neskladja med ponudbo in povpraševanjem ter k znižanju strukturne brezposelnosti pripomogli tudi večja učinkovitost aktivne politike zaposlovanja in povečana mobilnost delovne sile v državah euroobmočja in med njimi, s tem pa se bo okrepila odzivnost plač na brezposelnost.

---

<sup>7</sup> Za poglobljeno analizo kanalov, po katerih reforme trga proizvodov in trga dela vplivajo na gospodarstvo, glej članek z naslovom »Progress with structural reforms across the euro area and their possible impacts«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, Frankfurt na Majni, marec 2015.

## Okvir 5

# Plače, produktivnost in konkurenčnost: pristop na podlagi podrobnih podatkov

**Podatki na ravni podjetij, ki so dostopni šele v zadnjih nekaj letih, kažejo, da zgolj primerjava gibanj povprečnih plač in produktivnosti verjetno ne zadostuje za natančno analizo konkurenčnosti države.**<sup>1</sup> Podrobni podatki so namreč razkrili, da se produktivnost dela zelo razlikuje ne le med sektorji, ampak tudi med podjetji v istem sektorju. To pomeni, da bi lahko tudi v primeru, ko je povprečna medletna rast plač v državi usklajena s povprečnim gibanjem produktivnosti, veliko število podjetij z nizko rastjo produktivnosti izgubljalo konkurenčnost. Zato je pomembno analizirati, ali se v rasti plač kaže dinamika produktivnosti vsakega posameznega podjetja.

Ta okvir s podatki, agregiranimi na mikroravni, kaže, da sta se v obdobju pred krizo rast plač in rast produktivnosti na ravni podjetij v nekaterih gospodarstvih euroobmočja precej razhajali, kar je še okrepilo padanje konkurenčnosti, ter da je bila razsežnost tega razhajanja povezana z nekaterimi vidiki organizacije institucij trga dela, ki vpliva na oblikovanje plač.

**Dinamika plač in dinamika produktivnosti se v ozko opredeljenih sektorjih razhajata.** Graf A prikazuje korelacijo med povprečno medletno stopnjo rasti produktivnosti in rastjo stroškov dela na zaposlenega v vsaki predelovalni dejavnosti v Nemčiji, Španiji, Franciji in Italiji v obdobju pred krizo od leta 2001 do leta 2007.<sup>2</sup> V grafu B so isti podatki za storitvene panoge.<sup>3</sup> V obdobju pred krizo je rast plač v Španiji in Italiji presegala rast produktivnosti v skoraj vseh predelovalnih in storitvenih sektorjih (prikazano nad črto, ki v grafu zaznamuje 45 stopinj), kar je skladno z vztrajnim padanjem konkurenčnosti v obeh državah. V Franciji, in v manjši meri tudi v Nemčiji, se slika precej razlikuje, odvisno od obravnavanega sektorja. V predelovalnih dejavnostih je bila rast plač na splošno sorazmerna z rastjo produktivnosti ali celo manjša, medtem ko v številnih storitvenih panogah ni bilo tako, zlasti v Franciji.

<sup>1</sup> V tem okvirju se konkurenčnost razume v ozkem smislu, to pomeni stroški dela na enoto proizvoda ali nominalni stroški dela na enoto proizvoda.

<sup>2</sup> Podatki v tem okvirju so vzeti iz mreže za raziskovanje konkurenčnosti (CompNet), ki jo je ustanovil Evropski sistem centralnih bank leta 2012 za izčrpano in večdimenzionalno analizo gibanja konkurenčnosti. Eden od glavnih rezultatov mreže je gradnja baze podatkov, agregiranih na mikroravni, iz katerih se lahko izpeljejo številni kazalniki konkurenčnosti za številne države članice ali sektorje EU za več let. Več informacij je v Lopez-Garcia, P., in di Mauro, F., »Assessing European competitiveness: the new CompNet micro-based database«, Working Paper Series, št. 1764, ECB, Frankfurt am Main, marec 2015.

<sup>3</sup> Podatki veljajo za gospodarske panoge, opredeljene na dvomestni ravni v sistemu klasifikacije gospodarskih dejavnosti NACE Rev.2, kar ustreza približno 20 predelovalnim dejavnostim in 30 storitvenim dejavnostim.

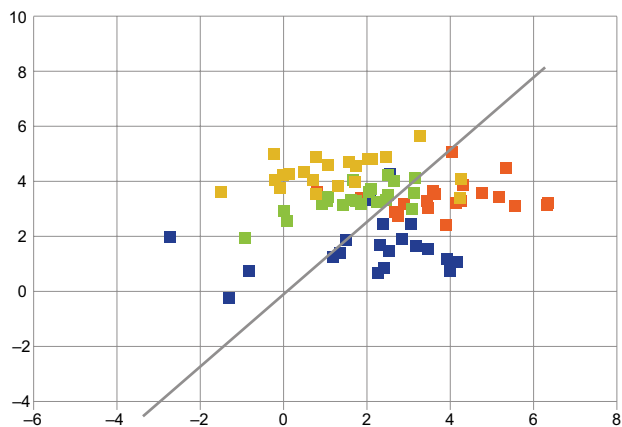
## Graf A

Rast produktivnosti in plač na dvomestni ravni  
klasifikacije predelovalnih dejavnosti v Nemčiji, Španiji,  
Franciji in Italiji: 2001–2007

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

os x: medletna rast produktivnosti  
os y: medletna rast plač

— Nemčija  
— Španija  
— Francija  
— Italija



Viri: CompNet in avtorjevi izračuni.

Opombe: Stopnja rasti plač na ravni sektorja je izračunana kot tehtano povprečje rasti stroškov dela na zaposlenega v vseh podjetjih z najmanj 20 zaposlenimi, ki poslujejo v posamezni panogi. Enak postopek je bil uporabljen pri rasti produktivnosti v sektorju. V sektorjih nad črto, ki zaznamuje 45 stopinj, je rast plač presegala rast produktivnosti.

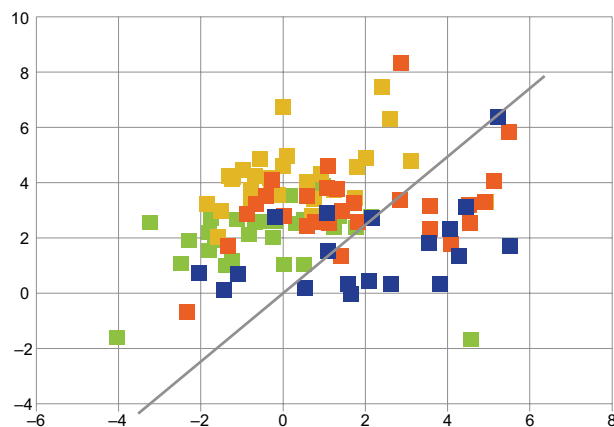
## Graf B

Rast produktivnosti in plač na dvomestni ravni  
klasifikacije storitvenih dejavnosti v Nemčiji, Španiji,  
Franciji in Italiji: 2001–2007

(povprečne medletne spremembe v odstotkih)

os x: medletna rast produktivnosti  
os y: medletna rast plač

— Nemčija  
— Španija  
— Francija  
— Italija



Viri: CompNet in avtorjevi izračuni.

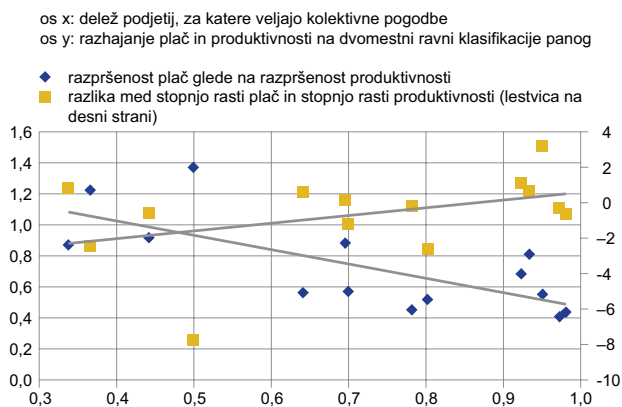
Opombe: Stopnja rasti plač na ravni sektorja je izračunana kot tehtano povprečje rasti stroškov dela na zaposlenega v vseh podjetjih z najmanj 20 zaposlenimi, ki poslujejo v posamezni panogi. Enak postopek je bil uporabljen pri rasti produktivnosti v sektorju. V sektorjih nad črto, ki zaznamuje 45 stopinj, je rast plač presegala rast produktivnosti.

**Ker so podjetja zelo različna celo znotraj sektorjev, bi se moralo gibanje plač razlikovati med podjetji, ki poslujejo v istem sektorju, če so med njimi razlike glede gibanja produktivnosti.** Kot kažeta grafa A in B, je razmerje med rastjo produktivnosti in plač med sektorji zelo različno, pogosto pa je prikrito z agregatnimi merili. Za ocenjevanje usklajenosti plač in produktivnosti v posameznih državah je torej bolje uporabiti sektorska gibanja kakor državna povprečja. Za konkurenčnost je namreč bistveno, da sta rast plač in rast produktivnosti usklajeni na ravni posameznega podjetja. Podatki na ravni sektorja bi bili lahko preveč agregirani za takšno ocenjevanje, glede na dokazano veliko heterogenost med podjetji tudi v ozko opredeljenih sektorjih. Ta heterogenost je tako velika, da po podatkih CompNet podjetja, ki so po produktivnosti med 10% najboljših podjetij na dvomestni ravni klasifikacije predelovalnih dejavnosti, tri- do štirikrat bolj produktivna kakor podjetja med spodnjimi 10%. Ta razpršenost je še večja na področju storitev, kjer so v nekaterih državah najboljša podjetja celo petkrat bolj produktivna. Zaradi tako velike heterogenosti je razumno pričakovati različna gibanja produktivnosti in zato tudi različno plačno dinamiko v podjetjih v ozko opredeljenih sektorjih. Dokazano je, da se razhajanje pojavlja zaradi togosti na trgu dela, ki je posledica strukture institucij trga dela (glej tudi okvir 4).

**Struktura institucij trga dela bi lahko preprečevala usklajenost rasti plač in produktivnosti na ravni podjetij.** Primer takih institucij so kolektivne pogodbe, podpisane na ravni sektorja, regije ali države. V teh pogodbah je rast plač določena glede na povprečno rast produktivnosti v regiji ali sektorju ali celo glede na rast

## Graf C

### Razhajanje plač in produktivnosti ter centralizirana kolektivna pogajanja v širših sektorjih: 2005–2007



Viri: podatki CompNet, anketa med podjetji, ki jo je izvedla mreža za raziskovanje dinamike plač, in avtorjevi izračuni.

Opombe: Razpršenost je merjena kot razlika med 80. decilom in 20. decilom distribucije spremenljivke v posamezni panogi. Podatke je zagotovila mreža CompNet in se nanašajo na podjetja z najmanj enim zaposlenim v štirih državah euroobmočja, za katera so na voljo odgovarjajoči podatki iz mreže za raziskovanje dinamike plač, in sicer so to Španija, Italija, Avstrija in Portugalska. Obe merili razhajanja se nanašata na obdobje 2005–2007. Delež podjetij, ki jih zavezujejo kolektivne pogodbe, se nanašata na leto 2007.

produktivnosti največjih podjetij (ki so ponavadi tudi produktivnejša). Podjetja, katerih rast produktivnosti je nižja, morajo izpolnjevati te pogodbe, ki navadno določajo tudi minimalno rast plač. Konkurenčnost teh podjetij bo zato padala. Brez kompenzacijskih ukrepov za povečanje cenovne oziroma necenovne konkurenčnosti bi lahko to pomenilo, da se bodo morala ta podjetja skrčiti, da bodo lahko uskladila rast produktivnosti z rastjo plač. Graf C prikazuje korelacijo med dvema meriloma razhajanja plač in produktivnosti v dani državi in sektorju ter delež podjetij, ki morajo izpolnjevati centralizirane kolektivne pogodbe (na nacionalni, sektorski ali regionalni ravni) v državi in sektorju. Razhajanje se meri kot razmerje med razpršenostjo plač in razpršenostjo produktivnosti v panogi ter kot razlika med mediano rasti plač in mediano rasti produktivnosti. Oba kazalnika se nanašata na podjetja, ki poslujejo v ozko opredeljenih predelovalnih in storitvenih panogah.<sup>4</sup> Manjše ko je razmerje, večje je razhajanje – ker to pomeni, da so plače kljub velikim razlikam v produktivnosti med

podjetji podobne – in večja je razlika med stopnjami rasti plač in produktivnosti. Ne glede na uporabljeno merilo razhajanja graf C daje enako sporočilo: v državah ali sektorjih, kjer plač ne določajo podjetja, je razhajanje plač in produktivnosti večje, zato bo večje tudi zmanjšanje stroškovne konkurenčnosti.

Če povzamemo, zaradi velike heterogenosti med uspešnostjo podjetij v ozko opredeljenih sektorjih je za stroškovno konkurenčnost bolj pomembna konsistentnost rasti plač in produktivnosti na ravni podjetja kot usklajenost povprečne rasti plač in produktivnosti. To konsistentnost lahko omejuje struktura nekaterih institucij trga dela, ki posebnosti podjetij ne upoštevajo dovolj.

<sup>4</sup> V obeh primerih se razhajanje meri na dvomestni ravni klasifikacije gospodarskih dejavnosti, nato pa se agregira na širše sektorje (predelovalne dejavnosti, gradbeništvo, trgovina na debelo in na drobno ter druge storitve) z uporabo uteži dodane vrednosti, s čimer se lahko podatki združijo s podatki mreže za raziskovanje dinamike plač (*Wage Dynamics Network*).

## Okvir 6

# Ustanovitev odborov za konkurenčnost v okviru prizadevanj za pravo ekonomsko unijo

**Evropska komisija je 21. oktobra 2015 sprejela sporočilo o krepitvi okvira upravljanja v EU,<sup>1</sup> da bi nadalje razvila kratkoročne predloge iz poročila petih predsednikov.<sup>2</sup>** Ta okvir se osredotoča na predloge, ki se posebej nanašajo na krepitev ekonomske unije. Cilj ekonomske unije je zagotoviti, da so nacionalne ekonomske politike z izvajanjem potrebnih strukturnih ukrepov usmerjene v povečanje odpornosti nacionalnih gospodarstev in v podporo nemotenega delovanja celotne ekonomske in monetarne unije (EMU).<sup>3</sup> Komisija je v svojem sporočilu napovedala izboljšave v uporabi postopka evropskega semestra za usklajevanje politik, predlagala pa je tudi priporočilo Sveta za ustanovitev nacionalnih odborov za konkurenčnost v vseh državah članicah euroobmočja.<sup>4</sup>

**Komisija namerava zagotoviti bolj transparentno uporabo evropskega semestra in večje upoštevanje »dimenzije euroobmočja« v tem postopku, da bi s tem podprla politike, ki zagotavljajo nemoteno delovanje EMU.** Kot kaže, se bo to v praksi pokazalo v večji teži, ki jo bo dobilo priporočilo euroobmočju, ki ga bo Svet izdal kot usmeritev skupaj z letnim pregledom rasti v zvezi s priporočili posameznim državam, ki se objavijo pozneje v teku postopka. Komisija je tudi napovedala, da bo postopoma predlagala referenčne vrednosti po področjih politik in tako spodbudila izvajanje strukturnih reform na nacionalni ravni, s čimer bo spodbudila približevanje odpornejši gospodarski strukturi. Poleg tega si bo prizadevala za boljše izvajanje postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji z večjo transparentnostjo in ustreznim spremljanjem ugotovljenih čezmernih neravnotežij. Komisija je v zvezi s tem napovedala, da bo objavila povzetek s podrobnim pojasnilom, kako se ta postopek uporablja. Izvajanje strukturnih reform bo spodbudila tudi z boljšo uporabo strukturnih skladov EU in tehnično podporo s strani služb Komisije. Spremembe evropskega semestra se že izvajajo z nedavno objavo priporočila euroobmočju, kot ga je predlagala Komisija, poročila o opozorilnem mehanizmu in letnega pregleda rasti 2016. Predlagano priporočilo Sveta za ustanovitev odborov za konkurenčnost bo moral Svet preučiti v naslednjih mesecih, kar omogoča nekaj prostora, da se predlog Komisije razjasni in okrepi.

<sup>1</sup> Evropska komisija, »On Steps Towards Completing Economic and Monetary Union«, 21. oktober 2015.

<sup>2</sup> Poročilo »Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije« je objavljeno na naslovu [http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report\\_sl.pdf](http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_sl.pdf).

<sup>3</sup> V zvezi s finančno, fiskalno in politično unijo glej okvir z naslovom »Creation of a European Fiscal Board«, *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

<sup>4</sup> K ustanovitvi podobnih organov so spodbujene tudi države EU zunaj euroobmočja.

**Predlagano priporočilo Sveta kaže potrebo po ponovnem zagonu reform, ki so v monetarni uniji ključne za okrepitev odpornosti gospodarstva in zagotovitev zadostne zmogljivosti za gospodarske prilagoditve.** Nedavna kriza je dokazala, da neugodna gibanja konkurenčnosti in strukturne rigidnosti povečujejo ranljivost držav ter omejujejo njihovo sposobnost prilagajanja na šoke. Toda okvir ekonomskega upravljanja v EU do zdaj še ni sprožil zadostnega izvajanja nacionalnih strukturnih reform. V tem duhu je poročilo petih predsednikov zahtevalo ustanovitev odborov za konkurenčnost v vseh državah euroobmočja, kot zdaj predlaga Komisija.

**Nacionalni odbori za konkurenčnost lahko pomagajo izboljšati prizadevanja držav, da izvedejo strukturne reforme na področju konkurenčnosti.** V ta namen si predlagano priporočilo Sveta prizadeva povečati neodvisno strokovno znanje o politikah na nacionalni ravni ter okrepiti dialog o politikah med EU in državami članicami euroobmočja. Za učinkovitost tega Komisija predlaga, da bi bilo treba odborom za konkurenčnost zagotoviti neodvisno delovanje in širok mandat. Skladno s predlaganim priporočilom Sveta bi se morali odbori za konkurenčnost opirati na širok koncept konkurenčnosti, ki zajema dinamiko stroškov in cen ter necenovne dejavnike. Zlasti slednji vključujejo dejavnike produktivnosti in bolj na splošno dejavnike, povezane z inovacijami in privlačnostjo gospodarstva za podjetja.<sup>5</sup> Naloga odborov za konkurenčnost bi bila priskrbeti bistvene podatke vpletenim v postopke oblikovanja plač na nacionalni ravni, čeprav v sam postopek ne bi posegali. V zvezi z organizacijsko strukturo pa predlagano priporočilo Sveta predvideva, da bi morali biti neodvisni od vlade. Odbori za konkurenčnost bi morali izvajati svoje dejavnosti redno ter svoje analize in nasvete objaviti v letnem poročilu. Predlagano priporočilo Sveta pojasnjuje tudi, da bi obstoječi nacionalni organi lahko prevzeli vlogo odbora za konkurenčnost, če izpolnjujejo zahteve z vidika mandata in organizacijske strukture.

**Predlagano priporočilo Sveta predvideva, da bi Komisija usklajevala dejavnosti odborov za konkurenčnost.** Namen takega usklajevanja je podpreti cilje, ki pokrivajo celotno euroobmočje. Komisija bi upoštevala podatke iz sistema odborov za konkurenčnost, objavljene v letnih poročilih, ko bi določala ukrepe, ki jih je treba sprejeti v sklopu okvira upravljanja.

**Nekatere vidike bi lahko revidirali, da bi še dodatno podkrepili predlagano priporočilo Sveta.** Kot predlaga Komisija, bi nacionalni odbori za konkurenčnost lahko dejansko omogočili boljše razumevanje gibanj konkurenčnosti in vnesli nov zagon v izvajanje strukturnih reform pod pogojem, da bi imeli širok mandat in bi delovali popolnoma neodvisno. Priporočilo Komisije za ustanovitev odborov za konkurenčnost vključuje več pomembnih varoval, kar zadeva njihovo neodvisnost. Toda v tem trenutku izrecno ne zahteva, da bi morali imeti odbori za konkurenčnost možnost javnega objavljanja, razen objave letnega poročila, tudi če bi bil to bistveni sestavni del njihove neodvisnosti in zaveze, da delujejo transparentno. Prav tako bo treba zagotoviti, da bodo nacionalni odbori za konkurenčnost popolnoma samostojno odločali o tem, s katerimi deležniki, kdaj in kako pogosto bodo komunicirali, da se bodo lahko odzivali na nacionalna gibanja in pobude, ki jih bodo predlagali nacionalni

<sup>5</sup> Priporočilo ostaja odprto, kar zadeva obseg podatkov za analizo. Odvisno od vrste analize bi ti podatki lahko obsegali agregatne podatke na ravni gospodarstva, sektorja ali po potrebi na ravni podjetij.



organi, ter tako vplivali na razprave na nacionalni ravni. Pomembno merilo v zvezi s tem so pravna podlaga in izkušnje, pridobljene z vzpostavitvijo nacionalnih fiskalnih svetov.

**Poleg tega ostaja predlagano priporočilo Sveta nekoliko nejasno glede koncepta mreže nacionalnih odborov za konkurenčnost v euroobmočju.**

Zagotoviti bo treba, da bo taka mreža, kot jo predlaga poročilo petih predsednikov, omogočala izmenjavo najboljših praks in izražanje neodvisnih stališč o ukrepih, ki jih je treba sprejeti z vidika okvira makroekonomskega upravljanja v EU.

**Gledano v celoti bi lahko odbori za konkurenčnost vnesli nov zagon v izvajanje strukturnih reform v državah euroobmočja, vendar bo ključna ustrezna struktura na nacionalni ravni in tudi na ravni euroobmočja.** Poleg tega bo nujnih še več daljnosežnih ukrepov, da bi omogočili pravo unijo. Predlogi Komisije so prvi korak k nadaljnjemu izboljšanju okvira upravljanja, vendar ne bi smeli pozabiti na srednje- in dolgoročno dimenzijo dokončanja EMU. Začeti bi se moral nov proces približevanja odpornejši gospodarski strukturi ob nadaljnji delitvi suverenosti nad ekonomsko in javnofinančno politiko. To bi moral spremljati postopen premik z usklajevanja na podlagi pravil k skupnemu odločanju.

# Okvir 7

## Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2016

**Evropska komisija je 17. novembra 2015 objavila svoje mnenje o osnutkih proračunskih načrtov držav euroobmočja za leto 2016.** Vključene so tiste države, ki niso v programu finančne pomoči.<sup>1</sup> Mnenje vključuje oceno, v kolikšni meri vladni načrti izpolnjujejo zahteve iz Pakta za stabilnost in rast (PSR) ter sledijo usmeritvam Sveta EU iz priporočil posameznim državam glede javnofinančne politike, ki jih je Ekonomsko-finančni svet sprejel 14. julija 2015 v okviru evropskega semestra 2015.<sup>2</sup>

**Po oceni Komisije je samo pet od 16 osnutkov proračunskih načrtov v celoti skladnih s Paktom za stabilnost in rast.** Komisija v svojem mnenju ocenjuje, da so načrti Nemčije, Estonije, Luksemburga, Nizozemske in Slovaške (vse so v preventivnem delu pakta) »skladni« z določbami pakta, vendar vseeno opozarja, da bo Nizozemska v letih 2015 in 2016 precej odstopala od svojega srednjeročnega proračunskega cilja ter da bo Slovaška dosegla majhen napredek pri zmanjšanju še vedno visokega strukturnega primanjkljaja. Po mnenju Komisije so osnutki proračunskih načrtov sedmih držav »večinoma skladni«,<sup>3</sup> in sicer Belgije, Irske, Latvije, Malte, Slovenije in Finske, ki so v preventivnem delu pakta, ter Francije, ki je v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Proračunski načrti štirih držav po mnenju Komisije »tvegajo neskladnost« s paktom. V to skupino spadajo Španija, ki je še vedno v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem z rokom v letu 2016, ter Italija, Avstrija in Litva, ki so v preventivnem delu pakta in so iz postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem izstopile leta 2012 (Italija) oziroma leta 2013 (Litva in Avstrija). Komisija poziva tiste države, katerih načrti niso v celoti skladni, da sprejmejo potrebne ukrepe, s katerimi bodo zagotovile skladnost svojega proračuna z določbami pakta. Tveganje neskladnosti s paktom obstaja tudi na Portugalskem, ki do roka sredi oktobra ni predložila osnutka proračunskega načrta zaradi tega, ker po splošnih volitvah še ni bila sestavljena vlada. Euroskupina je zahtevala, da se kodificira način, kako obravnavati zgodnjo ali pozno predložitev osnutka proračunskega načrta.

**V tokratni oceni osnutkov proračunskih načrtov se je zopet pokazalo, da je okvir javnofinančnega nadzora zelo kompleksen in premalo transparenten, zaradi česar je Euroskupina v svoji izjavi z dne 23. novembra 2015 izrecno**

<sup>1</sup> Osnutki proračunskih načrtov so bili predloženi do sredine oktobra 2015 v skladu z Uredbo (EU) št. 473/2013 (del »dvojčka«). Španski osnutek proračunskega načrta je bil Komisiji poslan že 11. septembra 2015.

<sup>2</sup> Glej okvir z naslovom »Priporočila posameznim državam za javnofinančno politiko v okviru evropskega semestra 2015«, Ekonomski bilten, številka 6, ECB, september 2015.

<sup>3</sup> Mnenje Komisije o državah, ocenjenih kot »večinoma skladnih« s paktom, ne odraža v celoti različnih sopenj skladnosti. Za tri države, ki so v preventivnem delu pakta – Belgijo, Malto in Slovenijo (ki bi bila v preventivnem delu, če bi bil postopek v zvezi s čezmernim primanjkljajem pravočasno ustavljen do roka v letu 2015) – napoved Komisije nedvomno nakazuje tveganje neskladnosti, saj referenčna vrednost odhodkov kaže na precejšnje odstopanje od zahtev, medtem ko strukturni saldo beleži odstopanje, ki je tik pod pragom pomembnosti.

### **pozvala Komisijo, naj poveča transparentnost in predvidljivost postopka.**

Kompleksnost izhaja iz soobstoja več različnih pravil. V okviru preventivnega dela pakta je bila s »šesterčkom« uredb iz leta 2011 iz utemeljenih razlogov uvedena »referenčna vrednost odhodkov« kot dodaten kazalnik javnofinančnih prizadevanj. Namen tega kazalnika je zagotoviti, da se dodatni prihodki, ki prispevajo k izboljšanju strukturnega salda, ne štejejo kot javnofinančno prizadevanje, pač pa se v celoti porabijo za zmanjšanje dolga. Če kazalnika strukturnega salda in referenčne vrednosti odhodkov dajeta nasprotujoče si signale glede skladnosti z zahtevanimi strukturnimi prizadevanji v okviru pakta, Komisija izvede »splošno oceno«, da bi ugotovila, kateri od teh dveh javnofinančnih kazalnikov je primernejši za zaključno oceno. Toda način izvedbe takšne splošne ocene še vedno ni popolnoma transparenten, zaradi česar je težko presoditi, ali se uporablja konsistentno. Poleg tega lahko »zamrznitev« zahtevanih prilagoditev na podlagi prejšnjih napovedi Komisije izkrivi oceno, ali so javnofinančne politike skladne s paktom.<sup>4</sup> Ta metoda je bila uvedena zato, da se vladam zagotovijo zanesljive ex-ante usmeritve, saj so ocene proizvodne vrzeli in strukturnega salda volatilne. Vendar lahko to privede do nekonsistentnosti med državami ali celo do tega, da je država, ki precej odstopa od svojega srednjeročnega proračunskega cilja, ocenjena, kot da je na ravni svojega cilja in v celoti skladna s pravili (tak je bil primer Nizozemske v tem krogu priprave osnutkov proračunskih načrtov; glej tabelo).

**S klavzulo o strukturnih reformah in naložbah, ki jo je Komisija uvedla januarja 2015, se lahko precej zmanjšajo zahtevana strukturna prizadevanja celo pri državah, ki niso na ravni svojega srednjeročnega proračunskega cilja in imajo zelo visok delež dolga.** Italiji je bilo na primer spomladi 2015 z uporabo klavzule o strukturnih reformah odobreno, da zmanjša zahtevana strukturna prizadevanja v letu 2016, medtem ko osnutek proračunskega načrta predvideva uporabo dodatnega manevrskega prostora v kontekstu klavzule o strukturnih reformah in naložbah.<sup>5</sup> Tako pri več državah prihaja do vse večje nekonsistentnosti med zahtevanimi strukturnimi prizadevanji v okviru preventivnega dela pakta in med tistimi v okviru pravila o zadolženosti, pri čemer napoved Komisije kaže precejšnje odstopanje od zahtev glede zadolženosti pri Belgiji in Italiji.<sup>6</sup>

**Pri državah, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, prihaja do asimetrije, saj so ocenjene kot »večinoma skladne« s paktom, če ne uresničijo zahtevanih strukturnih prizadevanj, vendar se od njih vseeno pričakuje, da dosežejo skupni ciljni primanjkljaj.** Takšni proračunski načrti so tvegani, saj bi Komisija morala priporočiti pospešitev postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem, če je država ex post ocenjena, da je zgrešila skupni letni ciljni primanjkljaj, kot izhaja iz priporočila Sveta.

<sup>4</sup> Pomembno je opozoriti, da metodologija »zamrznitve« predvideva, da se zahteve za leto t določijo na podlagi podatkov iz pomladanske napovedi Evropske komisije v letu t-1. Zahteve, ki temeljijo na najbolj ugodni napovedi od leta t-1 dalje, pa bodo imele prednost pred zamrznjenimi zahtevami, na primer če kažejo, da je država že dosegla svoj srednjeročni proračunski cilj.

<sup>5</sup> Komisija je ocenila, da italijanski osnutek proračunskega načrta tvega neskladnost s paktom zaradi nezadostnih strukturnih prizadevanj v primerjavi s priporočilom Sveta iz julija 2015, ter bo preverila upravičenost Italije, da spomladi 2016 še naprej uživa fleksibilnost v okviru pakta.

<sup>6</sup> Glej okvir z naslovom »Flexibility within the Stability and Growth Pact«, *Economic Bulletin*, številka 1, ECB, 2015.

## Tabela

### Osnutki proračunskih načrtov za leto 2016

Mnenje Komisije o skladnosti osnutka proračunskega načrta 2016 s PSR	Srednjeročni proračunski cilj (SPC)	Strukturni saldo 2016 (napoved Komisije, jesen 2015)	Dejanska strukturna prizadevanja 2016 (napoved Komisije, jesen 2015)	Zaveza k strukturnim prizadevanjem 2016 v okviru PSR (v odstotnih točkah)
<b>»Skladen«</b>				
Estonija (preventivni del)	0,0	0,2	-0,1	na ravni SPC
Nemčija (preventivni del)	-0,5	0,7	-0,2	na ravni SPC
Luksemburg (preventivni del)	0,5	0,9	0,2	na ravni SPC
Nizozemska (preventivni del)	-0,5	-1,4	-0,3	-0,2
Slovaška (preventivni del)	-0,5	-2,0	0,0	0,25
<b>»Večinoma skladen«</b>				
Belgija (preventivni del)	0,75	-2,1	0,4	0,6
Finska (preventivni del)	-0,5	-1,5	0,2	0,5
Latvija (preventivni del)	-1,0	-1,9	0,2	0,3
Malta (preventivni del)	0,0	-1,7	0,4	0,6
Francija (rok PČP 2017)	-0,4	-2,4	0,3	0,8
Irska (rok PČP 2015)	0,0	-2,1	0,8	0,6
Slovenija (rok PČP 2015)	0,0	-2,5	0,2	0,6
<b>»Tvegane neskladnosti«</b>				
Avstrija (preventivni del)	-0,45	-1,0	-0,4	0,1
Italija (preventivni del)	0,0	-1,5	-0,5	0,1
Litva (preventivni del)	-1,0	-1,4	-0,2	0,1
Španija (rok PČP 2016)	0,0	-2,6	-0,1	1,2
Portugalska (rok PČP 2015) <sup>1)</sup>	-0,5	-2,3	-0,5	0,6

Viri: Evropska komisija in AMECO.

Opombe: Pri državah, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem (PČP), Komisija oceni, da so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če napoved Komisije predvideva, da bo skupni ciljni primanjkljaj dosežen, vendar so proračunska prizadevanja opazno manjša v primerjavi s priporočeno vrednostjo, s čimer se izpolnjevanje priporočila v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem postavlja pod vprašaj. Komisija v okviru postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem oceni države, da »tvegajo neskladnost«, če bi napoved Komisije za leto 2016 (pod pogojem, da se ex post potrdi) lahko privedla do pospešitve postopka, ker niti priporočena javnofinančna prizadevanja niti priporočeni skupni ciljni primanjkljaj predvidoma ne bodo doseženi. Kar zadeva države, ki so v preventivnem delu pakta, Komisija oceni, da so osnutki proračunskih načrtov »večinoma skladni«, če bi načrt po napovedi Komisije privedel do določenega odstopanja od srednjeročnega proračunskega cilja (SPC) ali od zahtevane poti prilagoditev v smeri cilja, pri čemer pa nezadostna prizadevanja ne predstavljajo precejšnjega odstopanja od zahtevanih prilagoditev. Odstopanje od javnofinančnih ciljev v okviru preventivnega dela pakta je ocenjeno kot »precejšnje«, če presega 0,5% BDP v enem letu ali v povprečju 0,25% BDP v dveh zaporednih letih. Obenem so države članice ocenjene, da so skladne z referenčno vrednostjo znižanja dolga, »kjer je to relevantno«. Po drugi strani Komisija v okviru preventivnega dela pakta oceni, da osnutek proračunskega načrta »tvega neskladnost s paktom«, če napoved Komisije predvideva precejšnje odstopanje od srednjeročnega proračunskega cilja ali od zahtevane poti prilagoditev v smeri cilja v letu 2016 oziroma neskladnost z referenčno vrednostjo znižanja dolga, »kjer je to relevantno«.

1) Portugalska ni predložila osnutka proračunskega načrta za leto 2016.

**Mnenje Komisije na splošno izraža pričakovanje, da bodo strukturna prizadevanja v letu 2016 v številnih državah euroobmočja najverjetneje še naprej nezadostna v primerjavi z zavezami iz pakta.** Po eni strani to izhaja iz pomanjkljivega napredka v smeri srednjeročnih proračunskih ciljev držav v okviru preventivnega dela pakta. Po drugi strani pa je povezano z nezadostnimi strukturnimi prizadevanji v okviru korektivnega dela, tj. postopka v zvezi s čezmernim primanjkljajem. Po letošnji jesenski napovedi Komisije in merjeno kot sprememba v strukturnem saldu je predvideno, da bodo države, ki v okviru preventivnega dela pakta po ocenah še niso dosegle svojega srednjeročnega proračunskega cilja, popustile naravnost javnofinančne politike v povprečju za 0,2% BDP, čeprav preventivni del pakta terja zaostritev za 0,3% BDP.<sup>7</sup> Obenem bodo države, ki so v postopku v zvezi s čezmernim primanjkljajem, po napovedih konsolidirale svoj proračun za 0,2% BDP, čeprav zaveze iz pakta terjajo javnofinančna prizadevanja v višini 0,9% BDP. Hkrati države, ki bodo po ocenah Komisije na začetku leta 2016 na ravni svojega srednjeročnega proračunskega cilja, načrtujejo popustiti naravnost javnofinančne politike v povprečju za 0,2 odstotne točke BDP. To deloma odraža dejstvo, da bo Nemčija del nabranih rezerv uporabila za pokritje proračunskih stroškov v zvezi s sedanjim prilivom beguncev.<sup>8</sup>

**Nezadostna strukturna prizadevanja so v skladu z agregatno naravnostjo javnofinančne politike v euroobmočju, ki bo naslednje leto postala rahlo ekspanzivna.** Če izločimo učinek poslovnega cikla in nizkih obrestnih mer, postane sprememba v ciklično prilagojenem primarnem saldu euroobmočja v letu 2016 negativna za 0,3% BDP, kot kaže letošnja jesenska napoved Komisije.

**Komisija obenem ugotavlja, da sestava javnofinančnih odhodkov še naprej nezadostno podpira gospodarsko rast.** Čeprav grejo novejši ukrepi za zmanjšanje davčne obremenitve dela v številnih državah euroobmočja v pravo smer, pa je iz sestave odhodkov razviden omejen napredek v smeri spodbujanja gospodarske rasti, saj se bodo kapitalski odhodki kot delež BDP predvidoma še naprej zmanjševali.

**Euroskupina je 23. novembra 2015 pozvala tiste države članice, katerih načrti tvegajo neizpolnjevanje pravil iz preventivnega dela pakta, da pravočasno sprejmejo dodatne ukrepe, s katerimi bodo odpravile tveganje glede ustreznega približevanja srednjeročnim proračunskim ciljem in glede izpolnjevanja pravila o zadolženosti.** Po drugi strani bi morale države, ki so v korektivnem delu pakta, pravočasno odpraviti čezmerni primanjkljaj in se zatem ustrezno približevati svojim srednjeročnim proračunskim ciljem ter izpolnjevati pravilo o zadolženosti. S tega vidika je Euroskupina ponovno poudarila pomen strukturnih prizadevanj in prilagoditvenih ukrepov (»od spodaj navzgor«) v okviru preventivnega dela pakta ter ugotavljala, da »zgolj doseganje splošnih ciljev najbrž ne bo zadostovalo za zagotovitev trajne odprave čezmernega primanjkljaja«. V

<sup>7</sup> Za dve državi, ki sta v preventivnem delu pakta (Belgijo in Italijo), so trenutno zavezujoče zahteve, ki izhajajo iz pravila o zadolženosti. Po mnenju Komisije vrzel pri izpolnjevanju pravila o zadolženosti v letu 2016 znaša 1,5 odstotne točke BDP v primeru Belgije in 3,7 odstotne točke BDP v primeru Italije, kar precej zaostaja za zahtevano strukturno prilagoditvijo v smeri približevanja srednjeročnemu proračunskemu cilju. Pri obeh državah bo Komisija ponovno ocenila, ali je treba spomladi 2016 začeti postopek v zvezi z zadolženostjo.

<sup>8</sup> Po napovedi Komisije bodo ti stroški znatno manjši, kot so predvideni v nemškem osnutku proračunskega načrta.

skladu s temi usmeritvami o javnofinančni politiki so se Italija, Avstrija in Litva v okviru preventivnega dela pakta in Španija v okviru korektivnega dela pakta zavezale, da bodo sprejele potrebne ukrepe za zaprtje vrzeli, ki jih je ugotovila Komisija, s čimer bodo zagotovile skladnost s paktom. Poleg tega je Euroskupina pozvala države članice, katerih osnutek proračunskega načrta je večinoma skladen z določbami pakta, da v okviru priprave proračuna zagotovijo izpolnjevanje teh določb, ter pozdravila njihovo zavezo, da sprejmejo vse potrebne ukrepe.

**Euroskupina bo aprila 2016 ocenila nadaljnje ukrepanje po oceni osnutkov proračunskih načrtov in zavez držav.** Predvsem poziva Komisijo, naj poveča transparentnost in predvidljivost postopka ocenjevanja. To je namreč potrebno za to, da bo ocena osnutkov proračunskih načrtov postala učinkovit mehanizem zgodnjega opozarjanja, s katerim se bodo odkrivala in odpravljala javnofinančna neravnovesja v državah euroobmočja.

## Articles

# What is behind the recent rebound in euro area employment?

*Euro area headcount employment has increased by over 2.2 million since the post-crisis low in the middle of 2013. This article investigates the sources and characteristics of this rebound, finding that it is heavily concentrated in some of the worst-hit labour markets, to a considerable extent in low productivity sectors. While most of the net employment created over recent quarters has been high-skilled, full-time and waged (as opposed to self-employment), slightly more than half is based on temporary contracts. Part-time work also features strongly in several economies. Women and older workers in particular have benefited from the increase, reflecting longer-term trends in euro area employment developments.*

## 1 Introduction

**After almost five years of virtually uninterrupted employment losses amounting to over 5.5 million people, euro area employment stabilised in the second quarter of 2013 and has since increased by over 2.2 million.**

Although this increase provides a much-needed boost to euro area labour markets, employment remains some 2% below its level before the recent economic crisis.

**This article investigates the sources of the increase in employment seen across the euro area since the post-crisis low in the middle of 2013, focusing in particular on developments in the largest euro area economies.** In the absence of up-to-date data on employment flows,<sup>1</sup> the article examines the features behind the recent rebound in employment levels, in order to provide insights into the changing composition of employment. Section 2 provides an overview of employment developments across the euro area, examining the drivers of the recent increases at the national level. Box 1 compares post-crisis employment developments in the euro area and the United States. Box 2 looks at the impact of recent structural reforms on employment developments in some of the labour markets worst hit by the economic crisis. Section 3 examines the sectoral distribution of the rebound in euro area employment. Section 4 examines the worker and job characteristics of the employment created. Section 5 concludes with policy recommendations.

---

<sup>1</sup> The latest EU statistics directive foresees the release of these data by the end of 2017, though some Member States envisage earlier publication on a voluntary basis.



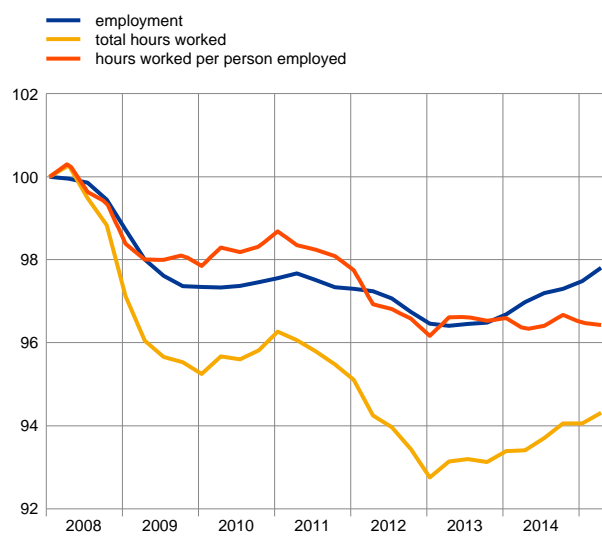
## 2 Recent euro area employment developments

**Over the course of the economic crisis between the second quarter of 2008 and the first quarter of 2013, euro area employment levels fell by almost 4% from their pre-crisis peak (see Chart 1), reflecting a decline of more than**

**Chart 1**

Euro area employment and hours worked since the start of the economic crisis

(index: Q1 2008=100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**5.5 million in headcount employment.** Total hours worked fell even further, however, and remain around 6% below their pre-crisis peak more than seven years later, reflecting considerable labour shedding and a marked and persistent reduction in hours worked per person. The stronger decline in hours worked in part reflects the changing sectoral composition of employment (see Section 3).

**Since hitting a post-crisis low in the second quarter of 2013, euro area employment has shown continued quarter-on-quarter expansion: by the summer of 2015 an additional 2.2 million people were employed across the euro area.** If the current rates of employment growth (of just under 0.2% quarter on quarter since the start of the rebound) continue, euro area headcount could reach pre-crisis levels by the middle of 2018. Nevertheless, the employment recovery seen in the euro area to date has been considerably more muted than the marked expansion in US headcount (see Box 1).

### Box 1

A tale of two crises: recent developments in euro area and US employment

**The crisis took a heavy toll on employment levels in both the euro area and the**

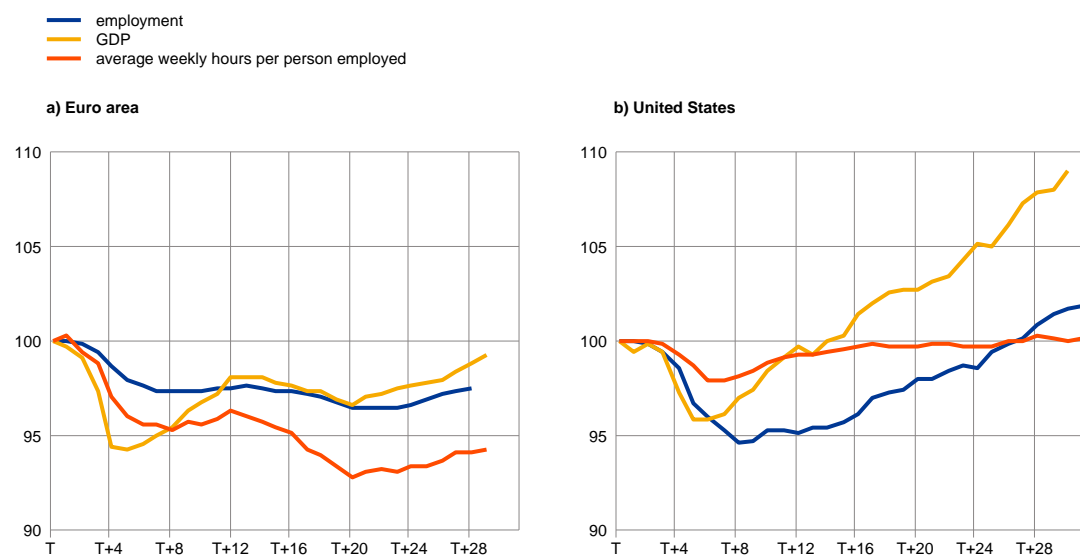
**United States.** At their worst points, the United States lost almost 8 million jobs (i.e. around 5.5% of the total prior to the recession), while euro area lost around 5.5 million (almost 4%). Chart A shows that the cyclical dynamics of euro area and US employment after the start of the 2008-09 recession (which began one quarter earlier in the United States than in the euro area) were rather different.<sup>2</sup> After a much swifter and stronger decline in the immediate aftermath of the recession, US employment has rebounded strongly since the start of 2011. More than 10 million jobs have been created, thus outstripping pre-crisis employment levels by almost 2%. In the euro area on the other hand, headcount employment remains 2% below pre-crisis levels, following a more protracted crisis period which included the global recession and a second euro area recession between the fourth quarter of 2011 and the first quarter of 2013. This is despite the addition of 2.2 million jobs observed since the employment trough, which was only reached in the middle of 2013.

<sup>2</sup> US employment data refer to the total number of jobs held (and thus may include a small proportion of people with more than one job). For the euro area, data refer to total headcount employment.

## Chart A

### Development of employment and average weekly hours since the onset of the global recession in 2008

(pre-crisis peak in GDP=100; quarters since GDP peak (T))



Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB staff calculations.

Notes: The euro area pre-crisis peak in GDP was in the first quarter of 2008 and the US peak in the fourth quarter of 2007. For the United States, average weekly hours per person refers to total private industries.

**The stronger labour market reaction seen in the United States is not a reflection of a sharper cyclical downturn.** In fact, real GDP declined more strongly in the euro area as a result of the global economic and financial crisis than in the United States, with output falling by 5.8% peak-to-trough in the euro area, compared with 4.2% in the United States. In part, the more muted headcount adjustment seen in the euro area, particularly over the course of the 2008-09 recession, is likely to reflect the greater emphasis placed on adjustments to average working hours.<sup>3</sup> Chart A shows that average weekly hours per person declined more sharply in the euro area than in the United States following the onset of the 2008-09 recession, and are still far below pre-crisis levels.

**Different labour cost dynamics in the euro area and the United States are likely to have contributed to the different developments in employment (see Chart B).** Euro area labour costs rose strongly in the first part of the crisis on the back of contracting productivity, reflecting stronger labour hoarding than in the United States. Wage growth in the euro area (as measured by the annual growth rate of compensation per employee<sup>4</sup>) has averaged around 1.9% since the onset of the global recession – albeit with some slowing in the rate of growth following the start of the second euro area recession in the fourth quarter of 2011 – compared with 2.3% in the United States. Taken together with the impact of adverse productivity developments as a result of

<sup>3</sup> In both economies, firms responded to the recession by reducing employees' average working hours. However, in the United States this effect was dwarfed by the much greater contribution of job shedding to the reduction in total hours worked, while in the euro area (particularly in the industrial sector) a greater proportion of the reduction in total hours worked was achieved through reductions to the average weekly hours of employees – often as a result of publicly-funded short-time working schemes. See also the box entitled "Labour market developments in the euro area and the United States since the beginning of the global financial crisis", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2013.

<sup>4</sup> Profiles are similar regardless of whether persons employed or hours worked are used.

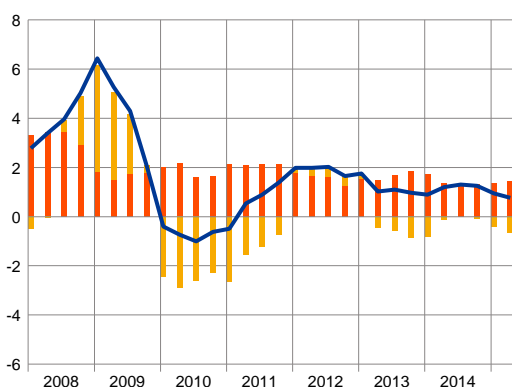
## Chart B

### Development of labour costs, productivity and compensation since the onset of the global recession in 2008

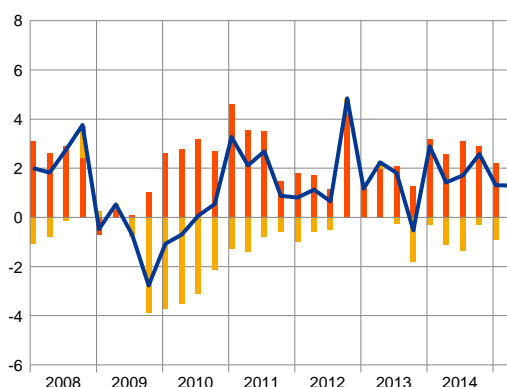
(annual percentage changes; inverted productivity data)

— unit labour costs  
— productivity per person employed  
— compensation per employee

a) Euro area



b) United States



Sources: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics and ECB staff calculations.

Notes: The euro area pre-crisis peak in GDP was in the first quarter of 2008 and the US peak in the fourth quarter of 2007. Productivity growth is inverted, since positive productivity growth helps contain unit labour cost growth.

strong labour hoarding (particularly at the beginning of the crisis) however, this helps to explain the stronger overall growth in unit labour costs in the euro area since the onset of the crisis. Unit labour costs have increased on average by around 1.7% year-on-year in the euro area, compared with

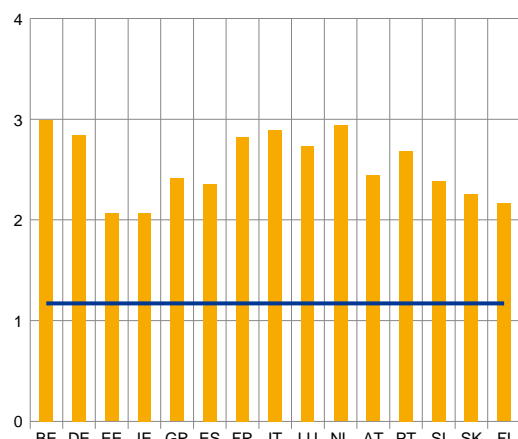
1.3% in the United States. Meanwhile, in the United States, stronger growth in compensation per employee has been offset to a greater extent than in the euro area by stronger productivity developments, which have helped contain growth in unit labour costs.

## Chart C

### Levels of employment protection

(six point scale, 0 = least restrictive, 6 = most restrictive)

— EPL for permanent workers in the United States  
— EPL for permanent workers across euro area countries



Sources: OECD and ECB calculations.

Notes: EPL summary indicators are from the 2013 update to the OECD/IDB Employment Protection Database. Data for Slovenia refer to 2014. Cyprus, Latvia, Lithuania and Malta are not shown, owing to a lack of EPL data. "EPL for permanent workers" refers to the degree of protection afforded to (and dismissal costs for) workers on permanent (open-ended) contracts against individual and collective dismissal. A similar picture emerges when coverage for temporary workers is considered (although the differential is greater still).

**Institutional factors are also likely to explain part of the markedly stronger rebound in employment seen in the United States since the global recession.** In addition to the widely-cited greater reliance on publicly-supported short-time working in the euro area, employment protection legislation (EPL) afforded to US workers is markedly weaker than that given to euro area workers. Using the OECD summary indicators of EPL for the 15 euro area countries for which data are available, Chart C shows that even the euro area countries with the lowest levels of EPL (Estonia, Ireland and Finland) offer considerably more protection to permanent workers than the United States. The EPL metric

of these three euro area countries falls just outside one standard deviation away from a synthetic euro area average, while for the United States it falls three standard deviations away.<sup>5</sup> EPL is likely to dampen the employment response during temporary downturns. However, if it impedes firm-level restructuring in the face of longer-lasting changes in activity or reduces firms' incentives to hire (owing to potentially high costs of adjustment<sup>6</sup>), EPL may prolong the adjustment period, resulting in a slower and lower rebound in aggregate employment.

**In the euro area, the stronger employment protection given to workers and broader reliance on job-saving short-time working schemes helped dampen the loss of employment during the early phase of the crisis.** However, high levels of EPL and the protracted use of short-time working in some euro area economies may have also slowed labour market adjustment in the euro area<sup>7</sup> and further hindered the structural reallocation of labour towards stronger growing firms and sectors in the recovery.<sup>8</sup>

**Overall, the typically more flexible US labour market helped to bring about considerably faster employment adjustment over the crisis and a more rapid rebound in employment growth than that seen in the euro area.** The swifter post-crisis adjustment in the United States appears to reflect the combination of the stronger and faster rebound in economic activity, proportionally smaller adjustments in hours worked per employee, the lower level of employment protection and a stronger contribution of productivity developments as a means of containing labour cost growth. Consequently, US employment is now 2% above its pre-crisis levels, weekly hours per person have started to rebound and labour cost growth remains contained.

---

**Two large euro area economies – Germany and Spain – have contributed almost two-thirds to the total increase in euro area headcount since the second quarter of 2013 (see Chart 2 and Table 1), with increases in employment levels of 592,000 and 724,000 people respectively.** This reflects more than large country effects – over the same period, employment levels in France and Italy rose by only 190,000 and 127,000 people respectively, accounting for around 15% of the total euro area increase. The other countries contributed a further 252,000 in total, following strong cyclical rebounds in employment in many of the countries hardest hit by the crisis.

**A notable feature of the recent rebound has been the marked increases in employment in several of the formerly stressed economies, where employment had been particularly hard hit by the crisis.** While, in terms of net job creation, the

---

<sup>5</sup> Similar results can also be arrived at using EPL for those employed on temporary contracts, despite considerable cross-country heterogeneity and marked efforts to improve employment flexibility in many euro area countries in recent years.

<sup>6</sup> See Blanchard, O. and Wolfers, J., "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence", *The Economic Journal*, Vol. 110, No 462, Conference Papers, 2000, pp. C1-C33.

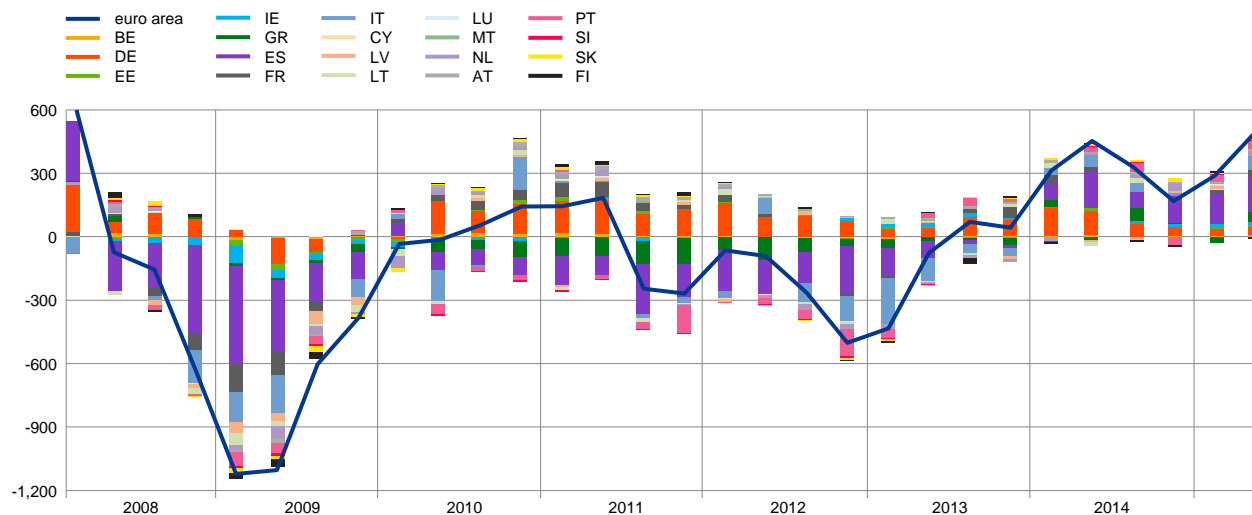
<sup>7</sup> As suggested by Mario Draghi in his speech, "Unemployment in the euro area" at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium, Jackson Hole, 22 August 2014.

<sup>8</sup> See, for instance, Bartelsman, E.J., Gautier, P.A. and de Wind, J., "Employment Protection, Technology Choice, and Worker Allocation", *De Nederlandsche Bank Working Paper*, No 295, May 2011.

## Chart 2

### Evolution of euro area headcount and country contributions since the start of the economic crisis

(quarter-on-quarter changes in thousands)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

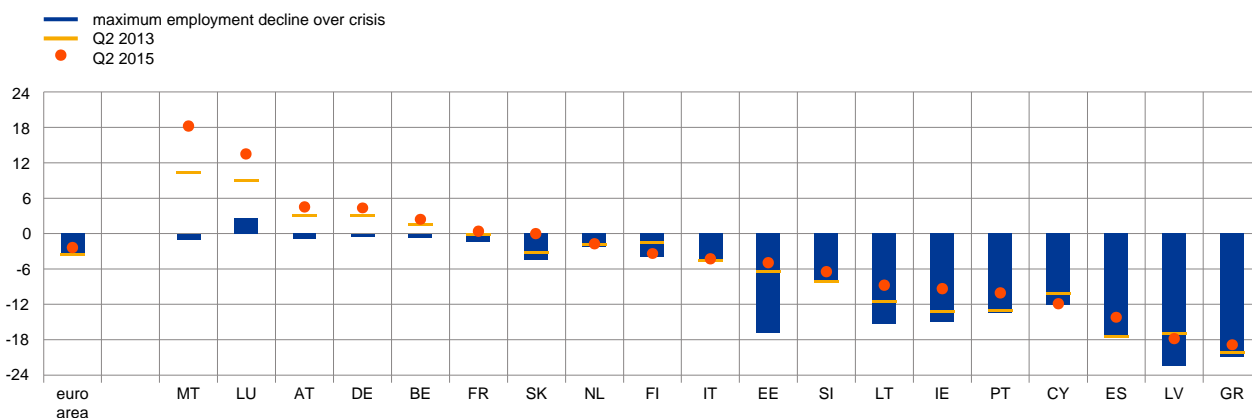
Note: The crisis begins after the euro area peak in GDP.

recent rebound in Spain appears particularly strong (generating just over one-third of the total euro area increase observed between the second quarters of 2013 and 2015),<sup>9</sup> the headcount increase offsets less than one-fifth of the total employment loss incurred over the course of the crisis in that economy (see Chart 3).<sup>10</sup>

## Chart 3

### Deviation of employment from its pre-crisis peak and changes since the second quarter of 2013

(percentage deviation from pre-crisis peak in employment; countries ranked by size of rebound by Q2 2015)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Pre-crisis peaks are country-specific and lie between the first quarter of 2007 and the second quarter of 2009, to allow for an earlier or lagged impact of crisis. The latest data for Luxembourg refer to the first quarter of 2015.

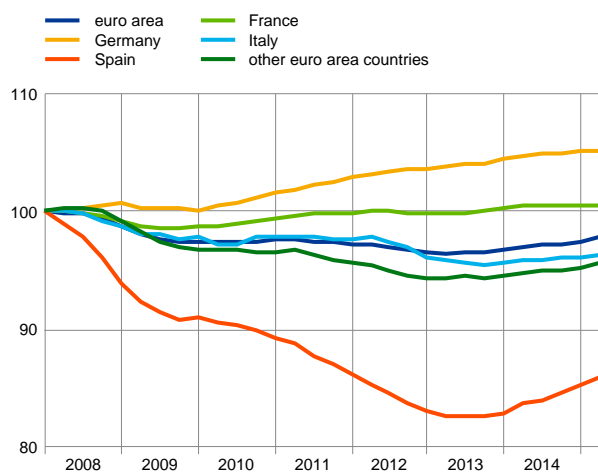
<sup>9</sup> As such, the recent Spanish expansion outstrips even the strong net increase observed in Germany over the same period, despite the considerable difference in size between the German and Spanish labour markets. Germany's labour force and working age population are around double the size of Spain's.

<sup>10</sup> See, for example, the article entitled "The impact of the economic crisis on euro area labour markets", *Monthly Bulletin*, ECB, October 2014.

## Chart 4

### Employment developments in selected euro area countries

(index: Q1 2008=100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: The latest observations are for the second quarter of 2015.

**As well as Spain, the euro area employment rebound has also been boosted by significant headcount increases in Ireland, Greece and Portugal.** Together, these three economies have

contributed around 15% of the growth in euro area headcount seen since the second quarter of 2013. This magnitude is similar to the combined rise generated by the two much larger economies of France and Italy over this period, albeit following very different employment growth profiles over the course of the crisis.

**Chart 4 shows distinct employment profiles for the four largest euro area economies since the start of the crisis.**

Whereas German headcount has increased almost uninterrupted since the onset of the recession in 2008, Spain suffered ongoing job losses until the recent turnaround. Consequently, employment in Germany is now 5% above pre-crisis levels (outpaced only by Luxembourg and Malta), while in Spain it remains 15% below its pre-crisis peak despite the recent strong recovery. In France, headcount has

surpassed pre-crisis levels slightly, in large part supported by considerable increases in public sector employment (see Table 1). In Italy, the crisis has had a significantly more persistent adverse impact on total employment, which has remained largely unchanged, in contrast to both aggregate euro area developments and those in many of the smaller euro area economies.

## Box 2

### Labour market reforms in Ireland, Spain and Portugal

**This box takes stock of the main labour market reforms undertaken in Ireland, Spain and Portugal in the period 2011-14.** In all three countries – and particularly in Spain and Portugal, which had more rigid labour markets than Ireland – the reforms were designed to improve the functioning of labour markets and enhance employability.

**Although it is not yet possible to draw firm conclusions, these reforms may be linked to the recent positive labour market developments observed in these countries, as reflected in the swift reaction of employment and unemployment to GDP growth (see chart).**

Nevertheless, some of the pre-crisis problems in Spain and Portugal still largely persist, for example significant labour market segmentation, evidenced by the larger share of temporary jobs among the employment created. At the same time, the unemployment level remains very high. While the current signs of employment recovery are encouraging, further policy actions are needed in these countries to address the remaining rigidities and inefficiencies.

## Ireland

**The reform effort in Ireland over this period had two main aims: improving the efficiency of the wage-setting system and strengthening active labour market policies.**

**The reform of the collective bargaining system mostly concerned the revision of regulations setting minimum wages and working conditions in some sectors by means of Employment Regulation Orders (EROs) and Registered Employment Agreements (REAs).** The reform streamlined the number of sectoral minimum wages and limited their scope of application. It also increased the adaptability of the agreements to changing economic conditions. These reforms were overtaken by judicial developments in 2011 and 2013, when EROs and REAs were ruled unconstitutional.

**Active labour market policy measures were implemented with a view to improving activation of the unemployed and increasing employability.** The objectives of the measures included better profiling of the unemployed. A single point of contact for all employment and income support matters was created in 2012 and this scheme has since been gradually rolled out.

**Compared with Ireland, the reform efforts of Spain and Portugal encompassed a much larger spectrum of labour policies, which was necessary in order to address significantly greater inefficiencies and rigidities in the labour market.** In Spain and Portugal, labour market reforms were mainly aimed at improving hiring on open-ended contracts, increasing efficiency in the collective bargaining system, increasing working time flexibility, strengthening active labour market policies and reducing distortions in the unemployment benefits system.

## Spain

**Many measures designed to facilitate hiring on open-ended contracts were introduced in Spain.** The definition of fair dismissal for economic reasons was clarified, and collective dismissals were eased by eliminating prior administrative authorisation. Severance payments for those on permanent contracts were also reduced. The maximum duration of fixed-term contracts was reduced and a new type of employment contract with a one-year trial period was introduced. To address segmentation and improve hiring on open-ended contracts, temporary fiscal measures were introduced. In 2014 the government introduced a flat rate of €100 for employers' social security contributions for all new employees on permanent contracts, subject to net job creation. In 2015 a new measure replaced the flat rate, which exempts the first €500 earned from employers' social security contributions.

**Working time flexibility was improved by removing the administrative authorisation needed to reduce working time for technical, economic and organisational reasons.** Measures were also introduced to allow a more irregular distribution of working hours throughout the year.



**The reform of the collective bargaining system removed the favourability clause in higher-level collective agreements.** Firm-level collective agreements were given priority over any sectoral or regional agreements. The reform also widened the applicability of opt-out clauses from a sectoral agreement and discontinued the indefinite survival of collective agreements that had expired but were not renewed (*ultraactividad*).

**In terms of active labour market policies, job search conditionality was strengthened and access to apprenticeship contracts was made easier.** Temporary work agencies were allowed to work as recruitment and placement agencies. Financial assistance to the long-term unemployed was increased and activation enhanced. Employment measures were implemented to facilitate employment on open-ended contracts.

## Portugal

**The strictness of employment protection legislation was reduced by cutting severance payments and relaxing the definition of individual dismissal.** The definition of legal dismissal based on economic reasons and competency was also relaxed. Severance payments were reduced, with accrued rights being protected in order to limit potential negative effects of the reform during the crisis.

**The level of unemployment benefits was reduced, while coverage was increased in order to strengthen social safety nets.**

**Working time flexibility was enhanced by reducing overtime premiums and introducing time accounts agreed between employer and employee.** Working time was increased by eliminating four national holidays and three annual leave days, which were previously accumulated on the basis of a low absence record.

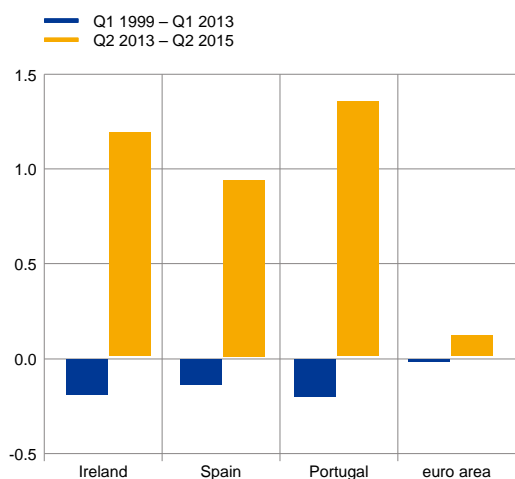
**Wage-setting measures were implemented in 2012 and 2014.** Extensions of collective agreements were limited in 2012 by the introduction of a representativeness criterion that had to be fulfilled for an agreement to be considered for extension. Other measures implemented in 2012 to promote collective bargaining at the firm level include the possibility for sectoral collective agreements to set out the conditions under which deviations from the agreement can occur at the firm level, and the widening of the scope for unions to delegate to works councils the possibility of concluding collective agreements. In 2014 the survival of collective agreements was shortened. The measures concerning extensions of collective agreements were partly reversed in 2014.

**Measures to revamp the role of public employment services and improve the effectiveness of active labour market policies were also implemented.** Training programmes were streamlined, focusing on short-term modules and covering more unemployed people. Hiring incentives were introduced and internship programmes were created to support the employment of young people.

## Chart

Residuals from the relationship between changes in the employment rate and GDP growth before and after the crisis

(residuals)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Based on a static relationship between changes in the employment rate and percentage changes in GDP for the period between the first quarter of 1999 and the second quarter of 2015.

**Overall, these measures show that reform efforts in these three countries were significant, particularly in Spain and Portugal.**

It is likely that the implemented measures are having an impact on the pace of employment creation. The chart shows that the residual of a simple employment rate and GDP regression was largely positive on average between the second quarters of 2013 and 2015. While it is not possible to draw any firm conclusions from this partial analysis, the large positive residual could be linked to some extent to the impact of the reforms. At this point in time, what appears important is that implementation of reforms continues apace. The impact of labour market reforms should be significant in the medium term if further policy measures, in particular those which address segmentation and remaining distortions in wage setting, continue to be implemented in a credible and irreversible manner.

## 3 Sectoral drivers of the employment increase

**By far the largest sectoral contributor to the euro area's overall employment increase since 2013 has been the services sector.** The market services sector alone has added over 1.5 million to total euro area employment (see Table 1). The

**Table 1**

Breakdown of euro area net employment creation by sector and country from the second quarter of 2013 to the second quarter of 2015

(thousands)

	euro area	Germany	Spain	France	Italy	other euro area countries
Net change	2,158.0	592.0	724.0	190.0	127.0	525.0
as a percentage of the euro area increase	100.0	27.4	33.5	8.8	5.9	24.3
Industry excluding construction	68.3	58.0	90.0	-71.6	-39.4	31.3
Construction	-84.3	2.0	49.0	-81.3	-42.0	-12.0
Market services	1,541.6	317.0	458.0	118.6	116.0	532.0
of which:						
Trade and transport	623.8	128.0	302.0	17.1	-50.8	227.5
ICT services	69.0	-13.0	8.0	6.0	12.7	55.3
Finance and insurance	-63.1	-8.0	-11.0	8.3	-10.3	-42.1
Real estate	38.9	7.0	16.0	-4.1	7.7	12.3
Business services	873.0	203.0	143.0	91.3	156.7	279.0
Non-market services	441.9	206.0	102.0	190.2	-5.3	-51.0
Other services	151.9	21.0	35.0	20.1	66.9	8.9

Sources: Eurostat (national accounts data) and ECB calculations.

dominance of market services is also evident at the national level, with the four largest euro area economies all showing strong headcount increases in this sector. Within the market services sector, the expansion has been heavily concentrated in the larger “business services” and “trade and transport” segments, where activity typically expanded somewhat earlier and more strongly than in other segments. Moreover, at the sub-sectoral level, there appear to be further marked differences in the demand drivers of the recent strong employment growth in Spain compared with Germany and, to a lesser extent, France and Italy. Spain’s expansion is concentrated more in the consumer-driven trade and transport segment (a pattern also seen in Estonia, Greece, Latvia, Lithuania and Portugal over the recent rebound), while expansion in the other large economies looks to be tilted towards the business-led, professional, technical and support services sub-sectors. Meanwhile, the finance and insurance sector – which was hit particularly hard over the course of the crisis – continues to act as a drag on euro area employment growth. The majority of countries, including three of the four largest, had lower employment levels in this sector in the second quarter of 2015 than in the second quarter of 2013, despite some small improvements in some countries over recent quarters.

**The non-market services sector and the acyclical other services sector have also made significant contributions to the recent expansion of euro area employment.** Increases in the largely publicly-provided non-market services sector (which includes defence, health and education and other public sector activities) account for around 15% of the total euro area headcount expansion seen since the middle of 2013, and have been particularly large in Germany and France. The change is notably smaller in Spain and even negative in Italy (as well as in Cyprus, Latvia, the Netherlands, Portugal and Finland), reflecting a stronger degree of fiscal consolidation and a reduction in public sector employment in these economies.

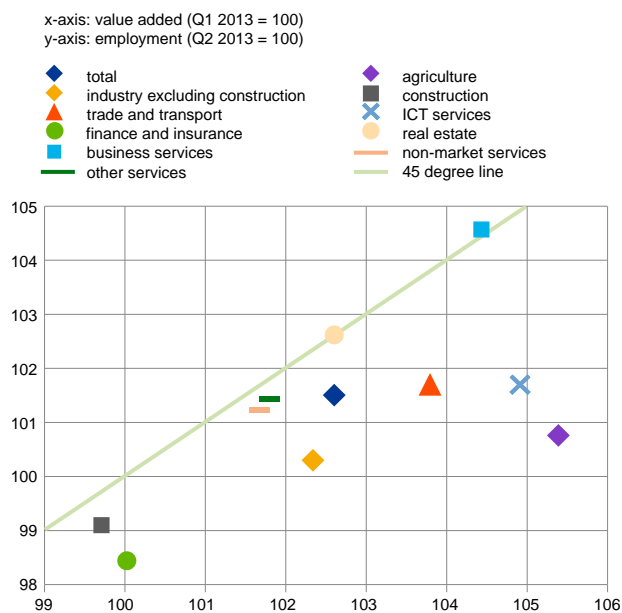
**In the industrial sector (excluding construction), the headcount expansion seen over recent quarters marks a notable reversal of the longer-term downsizing seen before the crisis.** At the country level, the rebound reflects a strong resurgence in Spain, while even the more modest increases in Germany more than offset ongoing declines in other euro area economies (including France and Italy, but also Belgium, Latvia and Finland to a marked degree). The Spanish recovery reflects a notable, but likely short-lived, rebound in industrial hiring following heavy downsizing in manufacturing segments over the course of the crisis.

**Ongoing declines in employment in the construction sector at the euro area level obscure significant differences at the country level, partly related to the unwinding of earlier imbalances in the housing sector in some countries.** To some extent, recent developments reflect a correction of markedly different country-level employment dynamics since the onset of the recession in 2008. The sharp expansion in employment in the construction sector seen in Spain over recent months is likely in part to reflect a strong cyclical rebound following five years of virtually uninterrupted job losses. Over the course of the crisis, construction employment in Spain declined by almost two-thirds. To a lesser extent, similar patterns are evident in Estonia, Ireland, Latvia and Lithuania, following smaller overall declines in construction employment in these countries over the course of the crisis. Conversely, in Germany – where until recently construction employment

## Chart 5

### Cumulative growth in euro area value added and employment from the second quarter of 2013 to the second quarter of 2015

(index: value added in Q1 2013=100; employment in Q2 2013=100)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

had continued to grow virtually uninterrupted after only a brief contraction in 2008 – a levelling-off means that by the middle of 2015, it was broadly unchanged from its 2013 level. Meanwhile, at the aggregate euro area level, ongoing job losses in construction in some countries (most notably Belgium, France and the Netherlands) have more than offset the recent Spanish employment rebound in this sector, albeit to a declining degree in recent quarters.

### The sectoral composition of the observed employment growth partly reflects the earlier and stronger growth in activity in the sectors which have driven the rebound.

Chart 5 shows the cumulative growth in sectoral activity (as measured by the increase in value added) between the post-crisis trough reached in 2013 and 2015, compared with cumulative employment growth over this period. Observations above 100 on the horizontal axis show sectors in which employment expanded (i.e. all sectors except construction, and finance and insurance, while employment in industry increased only modestly).

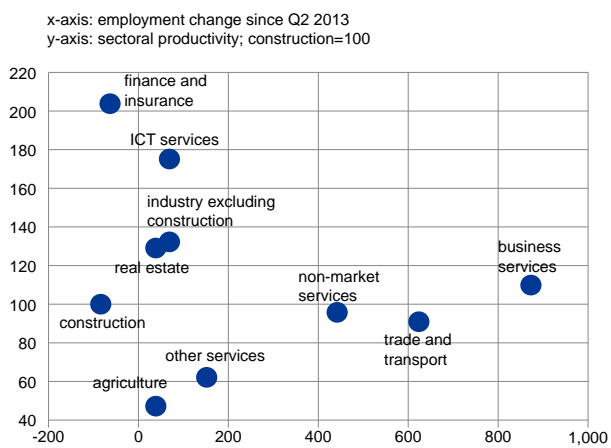
The heavy clustering of observations below the 45 degree line in part reflects an expected positive trend in

productivity growth, but is also likely to reflect the typical cyclical patterns seen in the aftermath of a recession – whereby firms may take some time to adjust their hiring strategies to match higher demand for output – as well as the reversal of earlier protracted periods of labour hoarding.

## Chart 6

### Changes in euro area employment by sector from the second quarter of 2013 to the second quarter of 2015 and relative productivity levels before the crisis

(change in employment in thousands; sectoral productivity index relative to construction)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: Productivity levels are averages for each sector between the first quarter of 2000 and the first quarter of 2008, according to data availability.

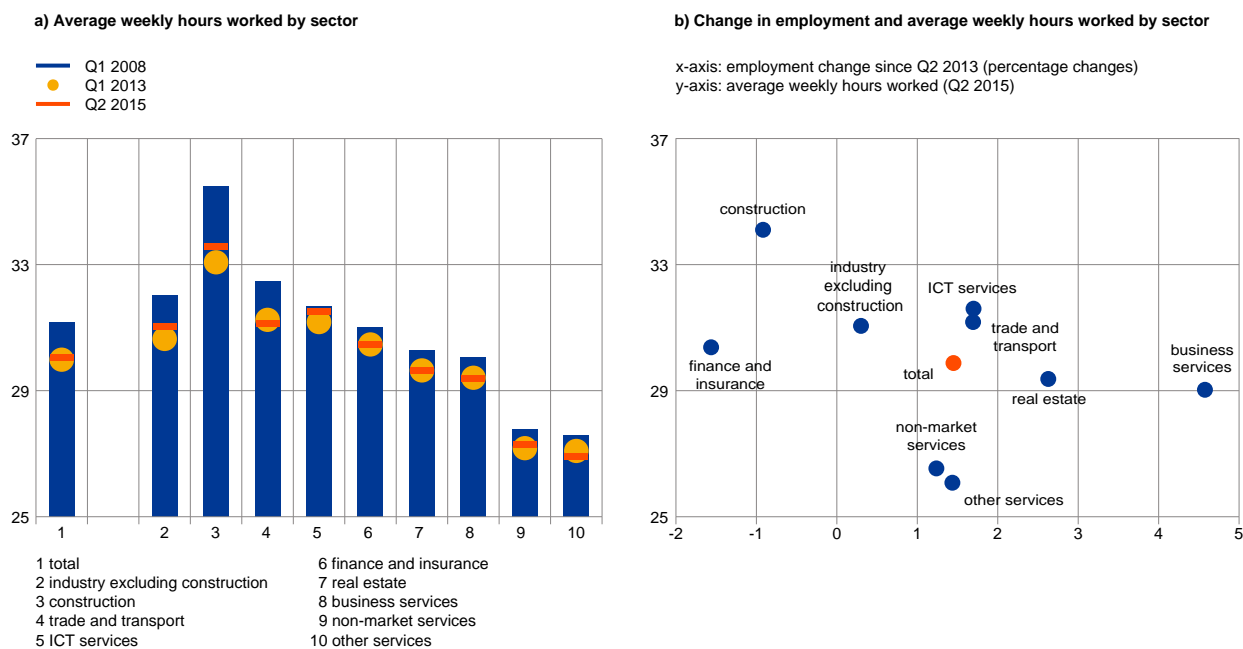
### From a broader perspective, much of the recent employment growth seen across the euro area appears to have been concentrated in sectors with relatively low productivity levels (see Chart 6).

Comparing the expansion in employment by sector since the second quarter of 2013 with average productivity levels before the crisis (in order to abstract from artificially high productivity levels due to significant labour shedding in some sectors), Chart 6 shows that little of the recent increase in euro area employment has been concentrated in higher productivity sectors such as finance and insurance, or information and communication technology (ICT) services. Similar patterns are evident across most euro area economies. This pattern, which in many respects reflects the secular trend of structural change (towards a larger share of employment in services sectors) common to many advanced industrial economies, offers little prospect of a swift turnaround in the euro area's low productivity growth.

## Chart 7

### Variation in euro area average weekly hours worked over the crisis and in the post-crisis period

(average weekly hours per person employed)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Average weekly hours worked are shown at their pre-crisis peak in the first quarter of 2008 and post-crisis trough in the first quarter of 2013. Data for the agriculture sector are not shown, owing to a low degree of data reliability.

**The significant sectoral changes observed over the course of the crisis also help to explain some of the marked reduction in total hours worked.** As Chart 7 shows, average weekly hours worked by people in employment fell markedly (by around 4%) over the crisis period and have barely recovered since. Reductions were particularly large in the construction sector, as well as in the industry excluding construction and trade and transport sectors, where average weekly hours were typically higher than in other sectors of the economy (see Chart 7, panel a). However, the recent rebound in employment has tended to be strongest in sectors where weekly hours are typically lower than average (see Chart 7, panel b), leading to an ongoing sluggish recovery in total hours worked across the economy (see Chart 1).

## 4 Worker and job characteristics behind the rebound in employment

**The majority of the net employment created across the euro area over the past two years has been concentrated among the higher-skilled, full-time and waged (as opposed to self-employed), with new temporary (i.e. limited duration) contracts slightly outnumbering permanent (i.e. open-ended) contracts – albeit with considerable cross-country heterogeneity (see Charts 8 to 13).** Women and older workers have been the main beneficiaries of the recent

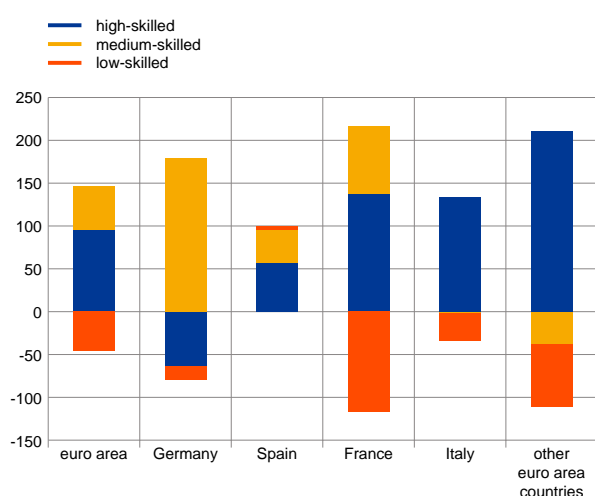
employment increases, in keeping with broader employment trends also seen before the crisis. Recent data from the EU Labour Force Survey suggest that over 2 million new high-skilled positions have been created over the past two years.<sup>11</sup> Full-time employment remains ahead of part-time employment in terms of net employment creation by a ratio of two to one. Temporary contracts are a larger contributor than permanent contracts to employment growth in the euro area (accounting for 52% and 48% of net employment creation respectively since the second quarter of 2013), but there are considerable cross-country differences. As discussed below, while

declining overall at the euro area level, self-employment has become an important engine of job growth in some euro area countries.

## Chart 8

### Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015 by level of skill

(percentages of total net employment increase)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Low, medium and high skill levels relate to the highest educational attainments of workers, where low-skilled refers to basic, if any, school-leaving qualifications; medium-skilled refers to higher secondary school qualifications (typically attained at ages 18-19); and high-skilled refers to tertiary (degree-level) qualifications.

**According to the latest EU Labour Force Survey, much of the net euro area employment created in recent quarters has been concentrated among the higher-skilled and tertiary-educated, with a (further) marked decline among those with few or basic school-leaving qualifications (see Chart 8).**

Increases in employment are strongly concentrated among the higher-skilled, often at the expense of the lower-skilled. This could be explained by a number of factors, not least ongoing structural changes in workplace demands necessitating higher skills as well as likely temporal variations in screening patterns among employers as skill levels increase among those seeking work.<sup>12</sup>

**Germany is an exception to the broader euro area trend, with net employment growth tilted more towards medium-skilled workers.** Recent

employment patterns observed in Germany thus appear

to contradict prevailing notions of a “hollowing out” of middle-skilled jobs.<sup>13</sup> However, they are likely in part to reflect the broader specialisation of the German economy in manufacturing (and thus a typically stronger reliance on intermediate craft and technician-level certification, as opposed to university-level qualifications), as well as the greater prevalence of vocational education and training (via the dual system), which can provide an alternative entry route into many professional occupations in Germany.<sup>14</sup>

<sup>11</sup> Computed by applying the change in the shares of high, medium and lower-skilled workers between the second quarters of 2013 to 2015 to national accounts data on changes in employment levels.

<sup>12</sup> See, for example, Modestino, A.S., Shoag, D. and Ballance, J., “Upskilling: Do Employers Demand Greater Skill When Skilled Workers Are Plentiful?”, *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper*, No 14-17, 2015.

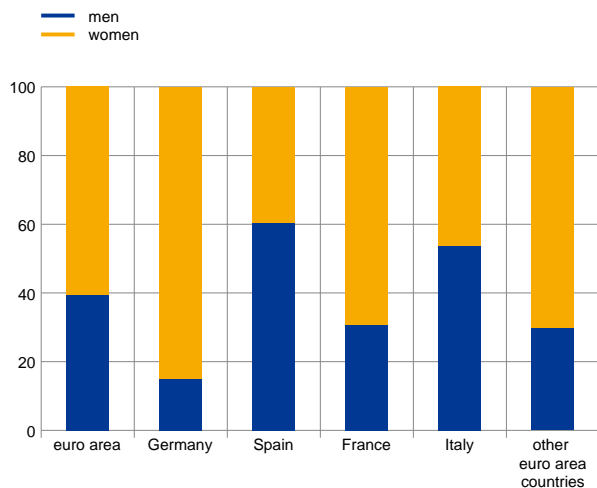
<sup>13</sup> See, for example, Acemoglu, D. and Autor, D., “Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings,” *Handbook of Labor Economics*, Vol. 4, Part B, 2014, pp. 1043-1171.

<sup>14</sup> See Prais, S.J., *Productivity, education and skills: an international perspective*, Cambridge University Press, 1995, and Jarvis, V., O’Mahony, M. and Wessels, H., “Product Quality, Productivity and Competitiveness”, *NIESR Occasional Paper Series*, No 55, National Institute of Economic and Social Research, 2002.

**Chart 9**

Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015 by gender

(percentages of total net employment increase)

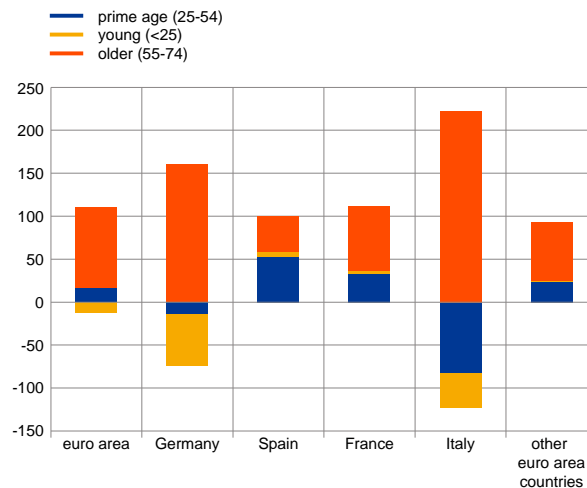


Sources: Eurostat and ECB calculations.

**Chart 10**

Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015 by age

(percentages of total net employment increase)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**The recent growth in employment has been heavily concentrated among women and older workers (see Charts 9 and 10), in part reflecting longer-term trends in employment growth also seen before the crisis.** The recently stronger increase in employment growth among women at the euro area level is broad-based and visible in all countries except Spain and Italy. In large part, this pattern reflects the ongoing secular rise in female participation in the labour market, which did not diminish over the crisis. It also in part reflects the concentration of recent employment growth in sectors which typically have higher proportions of women among headcount totals.

**Significant ongoing increases in the employment of older workers have been noted throughout the crisis.**<sup>15</sup> The trend reflects several underlying factors, not least earlier structural reforms to pension and benefits systems designed to delay retirement ages, as well as changes in the composition of the group of older workers, with rising educational levels increasing the returns from longer working lives. In addition, recent developments may also reflect increased financial needs following losses in household wealth or income as a result of the financial crisis. Moreover, while younger workers were certainly severely hit over the course of the crisis, it is unclear to what extent recent modest declines in euro area employment of under 25-year-olds primarily reflect broader labour demand trends towards increased skill requirements, as outlined above, or secular supply-side trends towards younger cohorts staying in education for longer.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> See, for example, the 2012 Structural Issues Report entitled "Euro area labour markets and the crisis", ECB, October 2012 as well as "All in it together? The experience of different labour market groups following the crisis", in *OECD Employment Outlook 2013*, OECD.

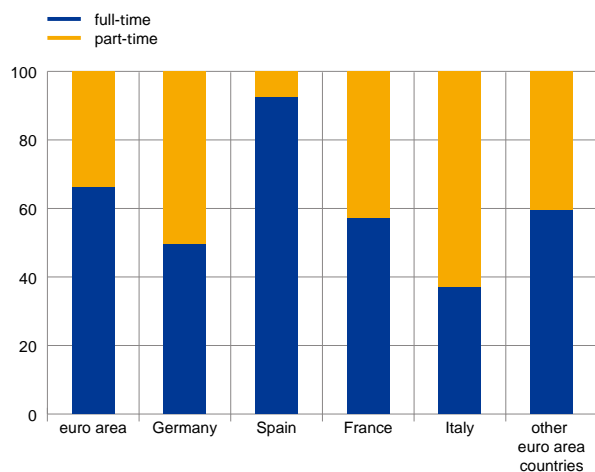
<sup>16</sup> One conclusion which cannot be drawn from Chart 9 is that the low employment creation for young people seen over the past two years reflects a rationing of jobs in favour of older workers. Two recent careful microeconomic studies suggest that for many local labour markets, youth employment is often a complement to the additional employment of older workers. See, for instance, the box entitled "The lump of labour fallacy: a reassessment for the euro area" in "Comparisons and contrasts of the impact of the crisis on euro area labour markets", *Occasional Paper Series*, No 159, ECB, February 2015, and Böheim, R., "The effect of early retirement schemes on youth employment" *IZA World of Labor*, 2014: 70.



**Chart 11**

Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015: full and part-time employment

(percentages of total net employment increase)

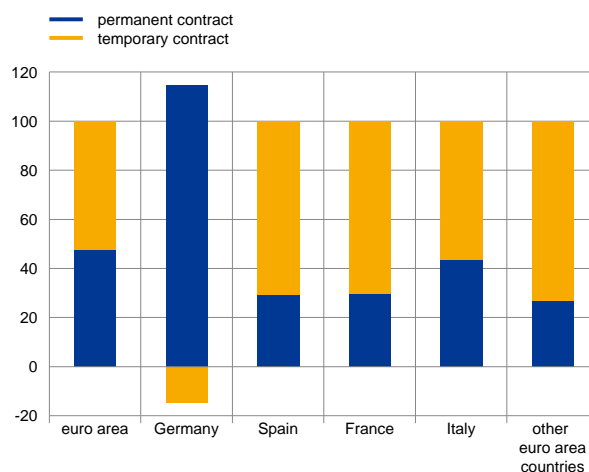


Sources: Eurostat and ECB calculations.

**Chart 12**

Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015 by contract status

(percentages of total net employment increase)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**66% of the recent net euro area employment growth is a result of full-time employment, although cross-country differences are substantial (see Chart 11).** The latest data show that between the second quarters of 2013 and 2015, full-time employment accounted for just under 50% of the total net headcount increase in Germany and 57% in France. In Spain it accounted for almost 93%, reflecting in part the proportionately stronger sectoral concentration of the employment increase in industry and construction. In Italy, around 63% of the (more modest) increase in headcount employment was due to a rise in part-time work. The proportions are notably higher in some countries – in particular Estonia, the Netherlands and Austria – where part-time job creation now contrasts with net declines in full-time jobs.

**Cross-country heterogeneity is particularly evident in the mix of permanent and temporary jobs within the increase in employment.** Chart 12 shows that while roughly equal proportions of the employment created over the period up to the second quarter of 2015 at the euro area level have been on permanent and temporary contracts (48% and 52% respectively), in France and Spain temporary contracts underlie around 70% of the net employment increases.<sup>17</sup> The share of temporary contracts in new employment also exceeds the euro area average in Greece and Italy. Meanwhile in Germany (as well as Ireland, Austria and, to a lesser extent, Latvia and Lithuania), the past two years' employment growth has led to a marked increase in the number of people on permanent contracts, and even a modest decline in the total number of those with temporary contracts.

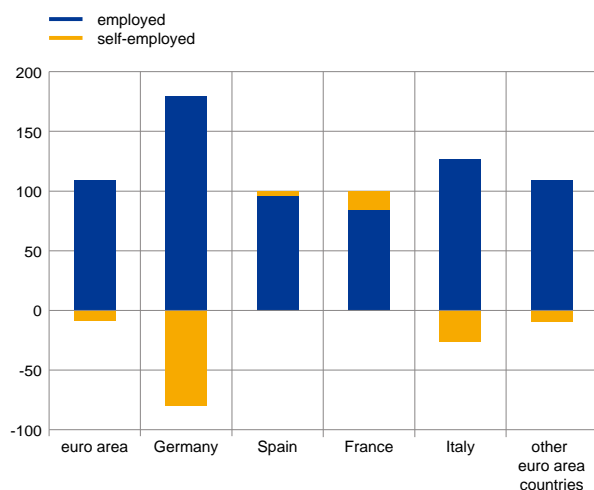
**Cross-country heterogeneity is particularly evident in the mix of permanent and temporary jobs within the increase in employment.** Chart 12 shows that while roughly equal proportions of the employment created over the period up to the second quarter of 2015 at the euro area level have been on permanent and temporary contracts (48% and 52% respectively), in France and Spain temporary contracts underlie around 70% of the net employment increases.<sup>17</sup> The share of temporary contracts in new employment also exceeds the euro area average in Greece and Italy. Meanwhile in Germany (as well as Ireland, Austria and, to a lesser extent, Latvia and Lithuania), the past two years' employment growth has led to a marked increase in the number of people on permanent contracts, and even a modest decline in the total number of those with temporary contracts.

<sup>17</sup> In Slovakia the proportion is higher still, with all of the net employment growth seen since the middle of 2013 due to temporary contracts. While temporary contracts remain considerably more prevalent in Spain than in many euro area countries – at just under 24% of total employment, compared with around 15% on average for the euro area – their usage remains considerably lower than before the crisis, when they covered around one-third of total employment.

### Chart 13

Net employment creation between the second quarter of 2013 and the second quarter of 2015: employment and self-employment

(percentages of total net employment increase)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

**According to the latest EU Labour Force Survey, self-employment has made a modest contribution to the recent employment expansion in some euro area economies, but has declined over the course of the rebound at the euro area level.** While self-employment

has typically been slowly declining across the euro area since the onset of the recession in 2008 (to some extent reversing the modest positive growth seen before the crisis), it has made a positive contribution to the recent employment expansion in France, where job growth by other means has been relatively modest, generating around 15% of the total net employment creation since the second quarter of 2013. This is also the case, to a lesser extent, in Spain. In a number of countries – such as Belgium, Estonia, Ireland, the Netherlands and Slovenia – the proportions are higher, in part reflecting wider structural changes in business organisation (moves to outsourcing, freelancing, etc.), as well as changing labour market trends and demographics.<sup>18</sup> At the euro area level, however, offsetting declines in self-employment elsewhere

(particularly in Germany and, to a lesser extent, Italy) have resulted in an overall decline in self-employment over the course of the employment rebound.

## 5 Concluding remarks

**Following a largely domestically driven rebound in euro area GDP, euro area employment has increased by just over 2.2 million.** While this is not yet enough to make up for the large losses seen over the course of the protracted economic crisis, the gap with pre-crisis levels has halved and employment growth has been broadly spread, including to many of the countries hardest hit by the crisis.

**At the sectoral level, net employment growth has been heavily concentrated in the services sector.** This is particularly the case in the trade and transport, business services and non-market services sectors, where expansion in activity is typically more employment-rich than in other sectors. The sectoral dimension of the expansion also helps to explain the relatively lacklustre increase in total hours worked since the depths of the crisis, given typically lower average weekly hours per person in the sectors where employment growth has been strongest since the recovery.

<sup>18</sup> Similar trends have been noted in the United Kingdom, where self-employment growth has been particularly robust in recent years, a development attributed in part to cyclical factors and in part to demographic trends (older workers wishing to remain in the labour market). See, for instance, Sadomir, T., "Self-employment: what can we learn from recent developments?", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, 2015 Q1.

**In terms of worker and job characteristics, most of the net employment growth has been in higher-skilled, full-time and waged employment (as opposed to self-employment), while a slightly larger proportion of the new employment created has been on temporary rather than permanent contracts.** Women and older workers have benefitted to a greater extent than other groups, largely reflecting longer-term trends in employment growth, which were already evident before the crisis.

**The greater prevalence of temporary contracts in Spain (and increasingly in France) underlines the strong dualities which characterise these labour markets.** Some argue that the widespread use of temporary contracts has a negative impact on workers' welfare and deters investment in human capital, thus limiting the possibilities for higher skill acquisition and longer-term productivity growth. Nevertheless, against a backdrop of elevated unemployment rates (which are still in excess of 20% in Spain), temporary contracts provide access to work and may offer entry routes to more permanent employment at a later stage.

**While the increase in euro area headcount employment over the past two years has been considerable, it remains somewhat behind the significant expansion in employment seen in the United States.** In part, this is likely to reflect the more flexible US labour market, which was also responsible for the considerably stronger and faster employment adjustment over the crisis period. The lower increase seen in the euro area (and the more protracted adjustment) is likely to reflect the weaker rebound in economic activity compared with pre-crisis levels than in the United States, the higher degree of employment protection and a weaker contribution of productivity developments as a means of containing unit labour cost growth. This has hampered restructuring and the reallocation of labour to faster-growing sectors and firms. As a result, euro area employment levels remain some way below their pre-crisis peak, while the number of US jobs now surpasses pre-crisis levels.

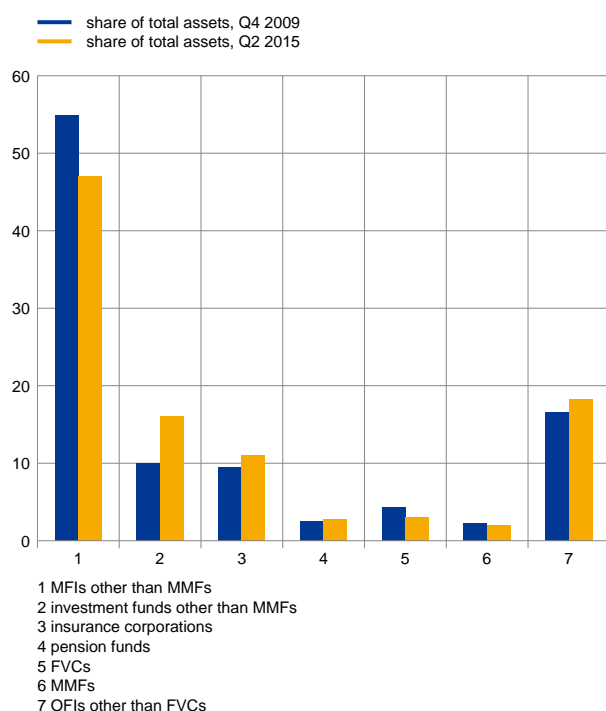
# New features in monetary and financial statistics

The ECB has recently published substantially enhanced monetary and financial statistics. The enhancements were triggered by two main factors. First, as financial innovation has changed the financial landscape in Europe, policy-makers have created additional demands for information. Second, new requirements have arisen from the adoption of the European System of Accounts 2010 (ESA 2010), an update of the statistical standards which constitute the methodological framework for the financial and non-financial sector accounts in Europe. This article gives some insights into the new features and provides examples of the practical relevance of the enhanced statistics.

## 1 Introduction

**Chart 1**  
Euro area financial sectors' share of total assets

(percentages based on outstanding amounts)



Source: ECB.

Since it was established, the ECB has compiled monetary and financial statistics that accurately represent the most recent monetary and financial developments and changes in the financial system.<sup>1</sup>

These statistics are compiled with the aim of acquiring a comprehensive and detailed picture of euro area financial sectors in order to support the ECB's monetary policy and macroprudential functions.

The structure of the financial system is evolving as a result of financial innovation and the arrival of new participants and products, so the definitions and collection of data are updated regularly. Chart 1 shows the change in relative importance of financial sectors in the euro area. While the share of monetary financial institutions (MFIs) has somewhat declined, they still accounted for approximately half of the balance sheet of the euro area financial sector at the end of June 2015. The importance of financial vehicle corporations (FVCs) has also declined, which is related to the lower level of activity in the securitisation market. By contrast, investment funds have gained in relative importance, representing one-sixth of the financial system.

<sup>1</sup> In most cases, the collection of monetary and financial statistics is based on ECB regulations addressed to the financial industry, namely Regulations ECB/2013/33 (statistical requirements for MFI balance sheet items), ECB/2013/34 (MFI interest rates), ECB/2013/38 (investment funds), ECB/2013/39 (post office giro institutions) and ECB/2013/40 (financial vehicle corporations).

**The recent publication of enhanced monetary and financial statistics based on the ESA 2010 was an important milestone in this update process.**

The enhancement of these statistics, and in particular their reporting frameworks, is the result of a process that started in 2012, involving statisticians, policy-makers, analysts and the financial industry. The close involvement of the latter two groups meant that a balance was able to be reached between the benefits of a sound economic analysis for each dataset and the cost of reporting and managing additional information.

**The article is organised according to the different types of monetary and financial statistics.** It deals with MFI balance sheets (Section 2), bank interest rates (Section 3), investment funds (Section 4), financial vehicle corporations (Section 5) and securities issues (Section 6). Section 7 concludes.

## 2 MFI balance sheets

**MFI balance sheet statistics contribute in several ways to supporting financial stability and monetary analysis.** Monthly developments are comprehensively analysed owing to the relationship between monetary growth and inflation over the medium to long term. Since banks represent the most important source of financing for the non-financial private sector (including non-financial corporations and households) in the euro area, MFI balance sheet data provide timely information on potential changes in financing available to the real economy. Balance sheet data collected from banks and other financial institutions (OFIs) are also incorporated into the euro area quarterly financial accounts, which provide an overview of the financing, financial investment and balance sheet situation by institutional sector.

**As of July 2015 the data released on MFI balance sheet statistics have been enhanced by including new breakdowns.** All new breakdowns are reflected in the aggregated balance sheet of the euro area MFI sector.

**The breakdown of balance sheet items by counterpart sector has been extended so that sectors are now consistently distinguished.** These sectors include insurance corporations, pension funds, non-money market fund (MMF) investment funds, central banks, other deposit-taking corporations and other financial institutions. In turn, the shares/units issued by investment funds are identifiable within equity assets. These new breakdowns are fully aligned with the ESA 2010. Further breakdowns comprise the identification of MFI intra-group positions in deposits and loans, loans to general government and FVCs by original maturity, holdings of debt securities issued by general government with an original maturity of up to one year, and financial derivatives and accrued interest on loans and deposits if they are recorded within “remaining assets” and “remaining liabilities”. Table 1 summarises these new breakdowns.

**Table 1**  
New MFI balance sheet items

Frequency	Item	Description	Counterpart sector	
Monthly	Deposits and loans	Breakdown of counterparts by MFI sub-sector	Central bank Other deposit-taking corporations	
		Identification of intra-group positions for other deposit-taking corporations	Other deposit-taking corporations	
	Deposits, repurchase agreements and loans	Identification of non-MMF investment funds	Non-MMF investment funds Other financial institutions	
		Separate identification of insurance corporations and pension funds	Insurance corporations Pension funds	
	Loans to general government and FVCs	Breakdown by original maturity	General government FVCs	
		Up to one year		
		Over one and up to five years Over five years		
	Holdings of government debt securities by original maturity	Identification of government debt securities with an original maturity of up to one year	General government	
	Holdings of non-MMF investment fund shares/units and equities	Separate categories previously included in "shares and other equities"	Non-MMF investment funds MFIs Non-MFIs Non-euro area residents	
	Loans adjusted for sales and securitisation (new method)	Outstanding amounts and financial transactions	General government Non-MMF investment funds Insurance corporations Pension funds Non-financial corporations Households	
Quarterly	Deposits and loans	Sector breakdown of intra-euro area positions vis-à-vis each euro area country	General government Non-MMF investment funds Insurance corporations Pension funds Other financial institutions Non-financial corporations Households	
		Holdings of debt securities	Identification of other financial institutions	Other financial institutions
			Identification of insurance corporations	Insurance corporations
		Holdings of equities	Identification of other financial institutions	Other financial institutions
			Identification of insurance corporations and pension funds	Insurance corporations Pension funds
		Financial derivatives	Identification of positions, if recorded within remaining assets/liabilities	-
	Accrued interest on loans/deposits	Identification of positions, if recorded within remaining assets/liabilities	-	

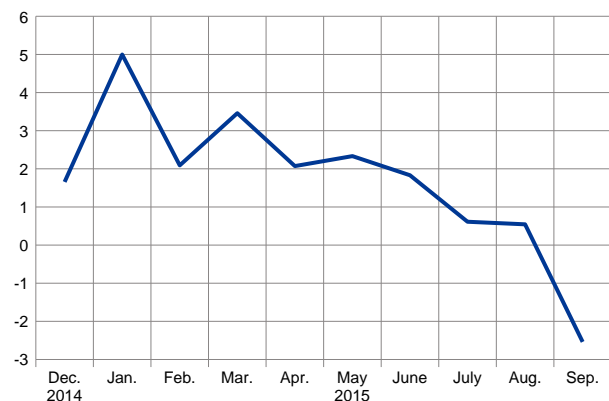
**One prominent feature of the new statistics is that they facilitate a more comprehensive view of lending to the real economy originated by euro area banks.** Specifically, this includes new data on positions and transactions (i.e. loan repayments by borrowers) for loans that have been derecognised from the balance sheets of MFIs owing to sales or securitisation. These data have been used to enhance the loan series adjusted for sales and securitisation, which in turn increases the comparability of growth rates across countries.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> See the box entitled "New data on loans to the private sector adjusted for sales and securitisation", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, November 2015.

**Chart 2**

Net purchases of euro area non-MMF investment fund shares by MFIs excluding the Eurosystem

(financial transactions; EUR billions)

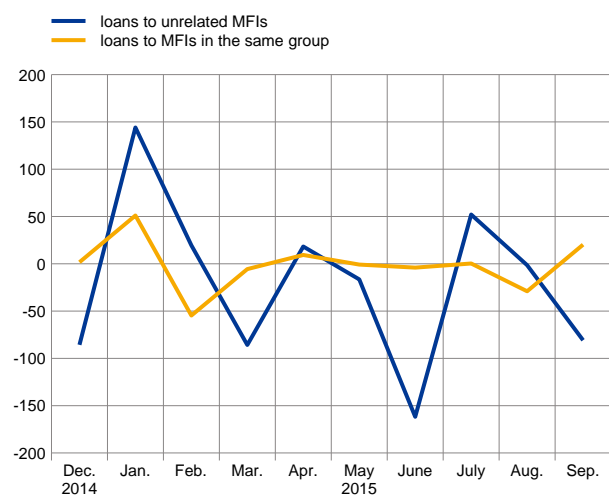


Source: ECB.

**Chart 3**

Loans by euro area MFIs to other euro area MFIs

(financial transactions; EUR billions)



Source: ECB.

**A second prominent feature relates to the identification of investment fund shares (other than MMFs) within MFI assets.**

This means that the extent to which MFIs have diversified their portfolios in fund shares/units can be assessed. Chart 2 shows MFI purchases of resident investment fund shares. From December 2014 to August 2015 MFIs recorded systematic net purchases of investment fund shares, which were performed in the context of very low interest rates. This may indicate that MFIs diversified their portfolios in a search for higher yields and provide evidence of portfolio rebalancing as triggered by the Eurosystem's asset purchase programme (APP). In addition, this breakdown allows the separate monitoring of the deposits of investment funds, which are likely to be considerably affected by the APP.

**A third prominent feature of the new statistics relates to intra-group positions of MFIs.**

From the assets/liabilities of MFIs (excluding the Eurosystem), it is now possible to identify positions in loans/deposits with MFIs belonging to the same corporate group. At the end of 2014 intra-MFI positions represented around half of the total loans/deposits of MFIs vis-à-vis other MFIs. From December 2014 to September 2015 cumulated transactions with MFIs belonging to the same group contributed €12 billion to a decrease in positions, while cumulated transactions with unrelated MFIs contributed €198 billion (see the corresponding monthly transactions in Chart 3). This new breakdown allows intra-group transactions and transactions with unrelated MFIs to be monitored separately; these may exhibit very different dynamics, especially in periods of stress. Consequently, the functioning of interbank markets and the pass-through of Eurosystem liquidity within banking groups can be analysed.

### 3 Bank interest rates

**Bank interest rate statistics provide essential input to monetary analysis.** They provide information on interest rates applied by banks to deposits and loans vis-à-vis households and corporations. In particular, the statistics on new business comprise information on interest rates laid down in new agreements between banks and their customers. They reflect the supply and demand conditions in the deposit and loan markets at the time of the agreement. These statistics enable an assessment of the pass-through of changes in policy rates to the lending and deposit rates faced



by households and corporations. They also help with the identification of possible fragmentation in the bank lending and deposit markets, especially during crisis periods, thus allowing policy-makers to implement targeted measures to improve the functioning of monetary policy transmission. In addition, changes in bank interest rates affect the cost of capital, which influences households' and corporations' investment decisions and their substitution between current and future consumption. Bank interest rates on outstanding amounts complement the data collected under the MFI balance sheet statistics framework and support the analysis of income effects since changes in bank interest rates affect the interest paid or received by households and corporations, which has an impact on their disposable income. Bank interest rate statistics also allow deposit-loan margins to be monitored. Finally, these statistics provide information about the degree of integration of European financial markets, thereby allowing consumers to compare the rates charged and paid by banks across countries.

**The provision as of reference period December 2014 of additional information on renegotiated loans enables an important gap to be closed in the understanding of interest rates applied to new business.<sup>3</sup>** This has been achieved by introducing new indicators referring to the renegotiation of loans to households (broken down by purpose of the loan) and corporations. Together with the existing indicators on new business, these data allow the amount of the gross flow of new loans to households and corporations to be estimated.

**Bank interest rate statistics on outstanding amounts have been enhanced to facilitate better analysis of the impact of policy changes on the interest income of banks and the interest payments of households and corporations.** The new indicators provide detailed information on interest rates on loans, broken

**Table 2**  
New indicators in bank interest rate statistics

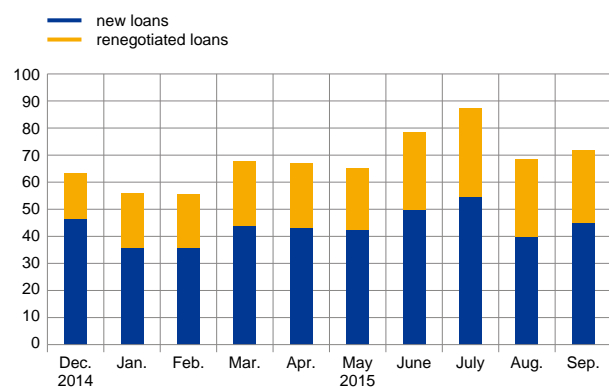
Item	Counterpart sector	Maturity breakdowns
Loans, interest rates on outstanding amounts	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Households</li> <li>- Corporations</li> </ul>	With an original maturity of: <ul style="list-style-type: none"> <li>- over one year</li> <li>- over one year and a residual maturity of up to one year</li> <li>- over one year, a residual maturity of over one year and an interest rate reset in the next 12 months</li> <li>- over two years</li> <li>- over two years and a residual maturity of up to two years</li> <li>- over two years, a residual maturity of over two years and an interest rate reset in the next 24 months</li> </ul>
Item	Counterpart sector	Breakdowns by purpose
Renegotiated loans, business volumes and interest rates	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Households</li> <li>- Corporations</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Total (corporations)</li> <li>- For consumption (households)</li> <li>- For house purchase (households)</li> <li>- For other purposes (households)</li> </ul>

<sup>3</sup> For the purpose of bank interest rate statistics, "new business" is defined as any new agreement between the customer and the bank. New agreements comprise all financial contracts that specify for the first time the interest rate of the deposit or loan, and all renegotiations of existing deposit and loan contracts, where renegotiation refers to the active involvement of the customer in adjusting the terms and conditions of an existing loan or deposit contract. Thus, for instance, a rise or fall of a variable interest rate in the sense of an automatic adjustment of the interest rate performed by the bank is not a new agreement and would not therefore be recorded in bank interest rate statistics on new business.

**Chart 4**

**New business loans to euro area households for house purchase**

(new business volume; EUR billions)

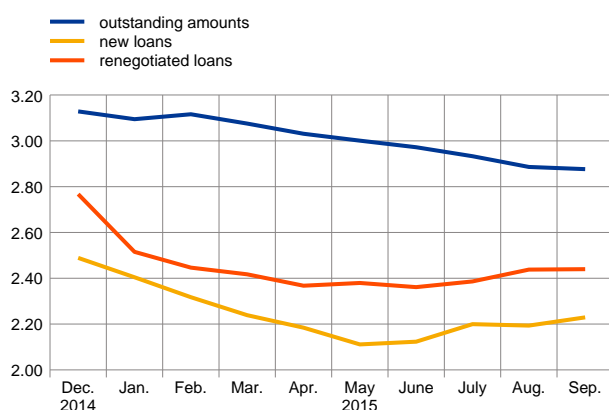


Source: ECB.

**Chart 5**

**Interest rates on outstanding amounts and new business loans to euro area households for house purchase**

(percentages per annum excluding charges)



Source: ECB.

down by original and residual maturity, as well as the next interest rate reset. These data complement the corresponding loan amounts collected under the MFI balance sheet statistics framework, providing information with which to measure the potential impact of monetary policy decisions on households' and firms' future income, as well as on the level of economic activity and inflation.

**Between December 2014 and September 2015 interest rates on new loans were slightly lower than those on renegotiated loans.**

The separate identification of renegotiated loans allows them to be excluded from total new business, which gives an indication of the amount of new loans granted to households and corporations in euro area countries; this can then be used as a proxy for the development of new lending to the real economy. For instance, in the euro area over the period from December 2014 to September 2015, around one-third of new business loans to households for house purchase were actually renegotiations of existing loans (see Chart 4), whereas the remaining two-thirds were true new loans, i.e. new loans granted to households for house purchase. The interest rate on new loans granted to households for house purchase can be derived by applying this approach to the weighted average interest rates on new business. Between December 2014 and September 2015 there were slightly lower interest rates on true new loans than on renegotiations of existing loans (see Chart 5). Interest rates on both new and renegotiated loans in the euro area were significantly lower, on average, than interest rates on outstanding loans for house purchase.

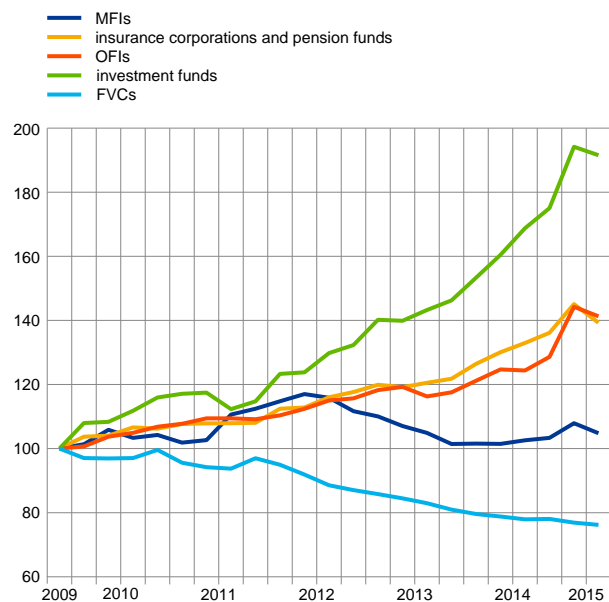
## 4 Investment funds

**The investment fund sector is growing rapidly, and with it its importance for economic analysis.** With a share of approximately 16% in the second quarter of 2015, investment funds make up a significant part of the euro area financial system. The assets of investment funds domiciled in the euro area have almost doubled since 2009, standing at over €10 trillion in early 2015 (see Chart 6). Around one-third of this increase is due to economic transactions, while the remainder can be explained by the large increase in asset prices in recent years. Because of this

**Chart 6**

**Growth of outstanding amounts in euro area financial sectors since the fourth quarter of 2009**

(Q4 2009=100)



Source: ECB and ECB calculations.

increase and the role played by investment funds in the financial intermediation process, it is essential to have accurate and timely data for this sector. When investment funds buy shares and debt securities issued by the real economy they provide financing to firms even in times when banks are distressed. This makes them not only relevant for the ECB's monetary and economic analysis, but also an important factor in the assessment of the financial stability of the euro area.

**The enhanced reporting of data on investment funds takes financial innovation into account.** To keep the statistics on investment funds fit for use, data collected as of 2015 are aligned with the ESA 2010, as described above. Additional breakdowns specific to the investment fund sector have also been introduced. Most importantly, data on funds set up as exchange-traded funds (ETFs) are now collected as a sub-item of all funds. In addition, information on the issues and redemptions of investment fund shares/units is now available for all Member States. A detailed overview of the new breakdowns is shown in Table 3.

**Table 3**

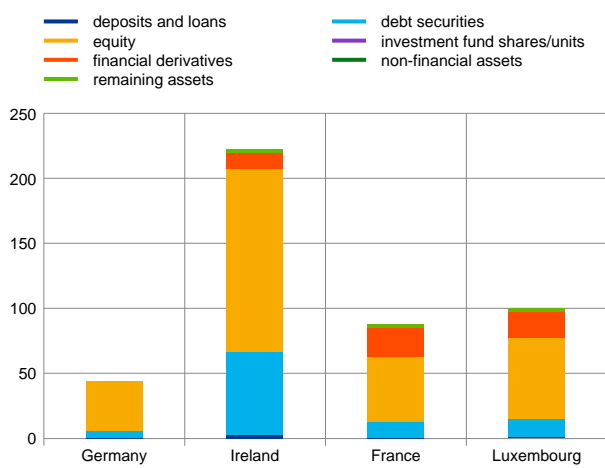
**New breakdown of investment fund balance sheet items**

Frequency	Item	Description	Counterpart sector
Monthly	ETFs	Identification of ETFs as a sub-sector of total investment funds	Central bank Other deposit-taking corporations
	Loans to general government and FVCs	Breakdown by original maturity: Up to one year Over one and up to five years Over five years	General government FVCs
	Investment fund shares/units	Sale and redemption of investment fund shares/units	Total economy
Quarterly	Holdings of debt securities	Identification of counterpart sectors	Non-MMF investment funds Other financial institutions Insurance corporations Pension funds
	Holdings of equities	Identification of counterpart sectors  Identification of listed shares	MFIs General government Non-MMF investment funds Other financial institutions Insurance corporations Pension funds Non-financial corporations Households
	Holdings of investment fund shares/units	Identification of securities lent out or sold under repurchase agreements	

**Chart 7**

**ETF total assets by country, broken down by asset class**

(EUR billions; August 2015)



Source: ECB.

**Within the investment fund sector, ETFs have recently been the focus not only of investors, but also regulatory and supervisory authorities.<sup>4</sup>**

This sub-sector has seen rapid growth and brought about financial innovations. It is therefore important that the development of ETFs is monitored in the context of financial stability in the euro area. As the newly collected data show, ETFs currently make up approximately 4.6% of total assets of all investment funds. Although this is a small proportion, the importance of ETFs as a part of the investment fund sector has grown steadily in recent years: the new data allow this development to be monitored. The data also make it possible to assess the structure of ETF balance sheets. Chart 7 illustrates the absolute size and structure of the total assets of ETFs in euro area countries where ETFs have a significant presence.

## 5 Financial vehicle corporations

**FVCs are an important component of the financial system owing to their role in securitisation transactions.**

This is despite the fact that they only represent 3% of the euro area financial sector by total assets (see Chart 1). Securitisation typically involves the transfer of illiquid assets (such as loans), or credit risk relating to a portfolio of assets, to an FVC in order to back its issuance of securities.

**While there have been a number of recent initiatives by central banks and other authorities to revive securitisation as a market-based source of bank funding, securitisation activities are still dominated by retained deals.**

Before the financial crisis, securitisation was an important funding source for banks via an “originate and distribute” model: banks provided loans, and through securitisation they could pass on the credit risk to investors. However, since the beginning of the financial crisis securitisation has mainly been motivated by banks’ need to create collateral for central bank refinancing operations: rather than the debt securities issued by FVCs being purchased by investors, they have instead been retained by the originating banks. In the second quarter of 2015 the outstanding amount of debt securities issued by euro area FVCs was €1.4 trillion, while euro area banks’ holdings were €0.8 trillion.

**The new data collected as a result of the update of Regulation ECB/2013/40 on financial vehicle corporations have shed more light on activities not directly related to euro area banks, including loans originated by other sectors or non-euro area entities.**

This is particularly relevant with respect to shadow banking (bank-like activities which take place outside the regular banking system) and the role that securitisation may play in supporting direct lending to the real economy.

<sup>4</sup> For example, the growing importance of ETFs was discussed by the Financial Stability Board in its publication “Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)”, 2011.

**Table 4**  
New items introduced in statistics on FVCs

Item	New counterpart sector breakdowns
Deposits and loan claims	– Rest of world banks – Rest of world non-banks
Securitised loans (total)	– MFIs – General government – Non-MMF investment funds – Other financial institutions – Insurance corporations and pension funds – Non-financial corporations – Households – Rest of world
Securitised loans (originated by euro area MFIs)	– MFIs – Non-MMF investment funds – Other financial institutions
Item	New maturity breakdowns
Deposits and loan claims	– Up to one year – Over one year
Loans and deposits received	– Up to one year – Over one year

In addition, the scope of the data collection was expanded to include transactions in which there are transfers of insurance or reinsurance-type risks from the insurance sector to FVCs.<sup>5</sup> Two main features were added to statistics on FVCs, as summarised in Table 4: (i) new counterpart sector breakdowns, in particular for securitised loans transferred to FVCs; and (ii) new maturity breakdowns of deposits held by FVCs, or loans granted directly to or received from FVCs.

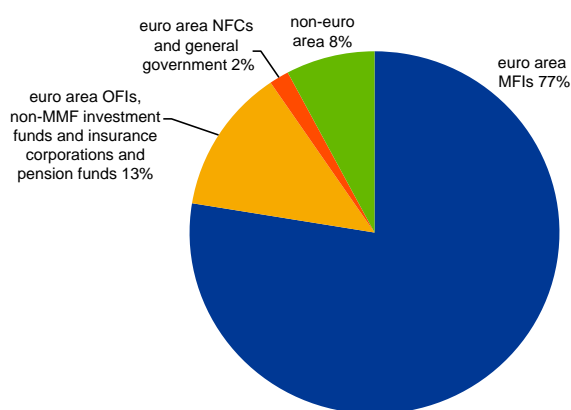
**New counterpart breakdowns of securitised loans provide greater detail on the role of securitisation in supporting non-bank lending to the real economy.**

Previously, borrowing sector breakdowns were only available for loans originated by euro area MFIs. As shown in Chart 8, entities other than euro area MFIs originated 23% (€268 billion) of total securitised loans held by FVCs.

**With regard to securitised loans not originated by euro area MFIs, FVCs held €91 billion and €64 billion of loans to euro area households and non-financial corporations respectively in the second quarter of 2015 (see Chart 9).** While the amount of loans to non-euro area residents originated by euro area MFIs is small, other originators have securitised €72 billion using euro area FVCs. These are mainly located in jurisdictions where FVCs are linked more to international than domestic activities, i.e. Ireland, Luxembourg and the Netherlands. These three countries also make up a significant share of the deposits and loan claims of euro area FVCs on non-euro area banks (€23 billion in the second quarter of 2015) and non-banks (€8 billion).

**Chart 8**  
Loans securitised by euro area FVCs in the second quarter of 2015 broken down by originating sector

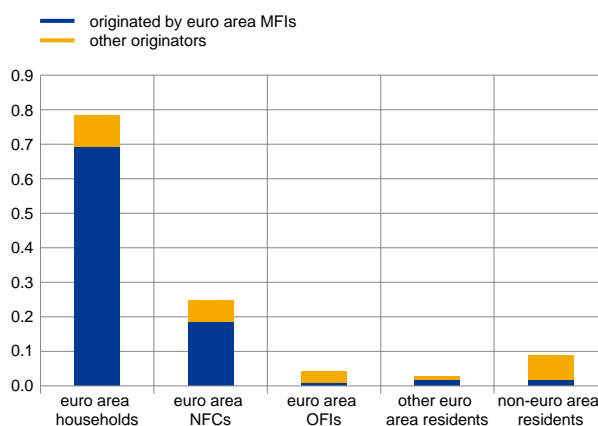
(percentages)



Source: ECB.

**Chart 9**  
Loans securitised by euro area FVCs in the second quarter of 2015 broken down by borrowing sector

(EUR trillions)



Source: ECB.

<sup>5</sup> These volumes are currently small and no separate breakdowns are released with respect to FVCs engaged in insurance-linked securitisation.

**New breakdowns of maturities of deposits held by FVCs and of loans granted directly to or received from FVCs provide information on the liquidity and funding of MFIs.** Approximately half of the deposits and loan claims of FVCs vis-à-vis other counterparties have a maturity of up to one year and are mainly concentrated in deposits with euro area banks. For deposits and loan claims received, around one-third are of short-term maturity.

## 6 Securities issues

**Securities issues statistics provide information on capital inflows to and outflows from the financial markets.** The monthly statistics on securities issues cover data on outstanding amounts, issues, redemptions, and growth rates in debt securities and listed shares. These series are broken down by issuer country and sector, instrument type, original maturity, coupon type, and currency of denomination. Together with MFI balance sheet and bank interest rate data, as well as financial market prices, these data allow substitution between bank-based financing (bank lending channel) and market-based financing (securities issuance) to be analysed.

**The enhanced data on securities issues were first collected in January 2015 with reference to November 2014.** The data collected before January 2015 have been maintained and are used to produce long time series.

**The update introduces several new institutional sectors and rearranges the classification of some institutional units within sectors.**<sup>6,7</sup> Chart 10 shows the impact of these changes on the outstanding amounts of debt securities issued by the main sectors included in the published data. For the new sectors, which are aligned with the ESA 2010, back data are available from December 2012.

**In addition, the update serves to harmonise the reporting of data on zero coupon bonds.** Valuation rules which apply to zero coupon bonds are explicitly included in the legal requirements. These new data are currently subject to an internal quality review as several changes had to be introduced in the reporting and compilation systems. The new series on zero coupon bonds are expected to be published in the course of 2016.

**Furthermore, the new legal requirements include for the first time the provision of data on securities issued by FVCs engaged in securitisation transactions.**

As this is not an official sub-sector under the ESA 2010, the data on securities issued by FVCs are also presented as part of the other financial institutions sector. The new information will include breakdowns by maturity and interest rate type and is expected to be published in 2016.

---

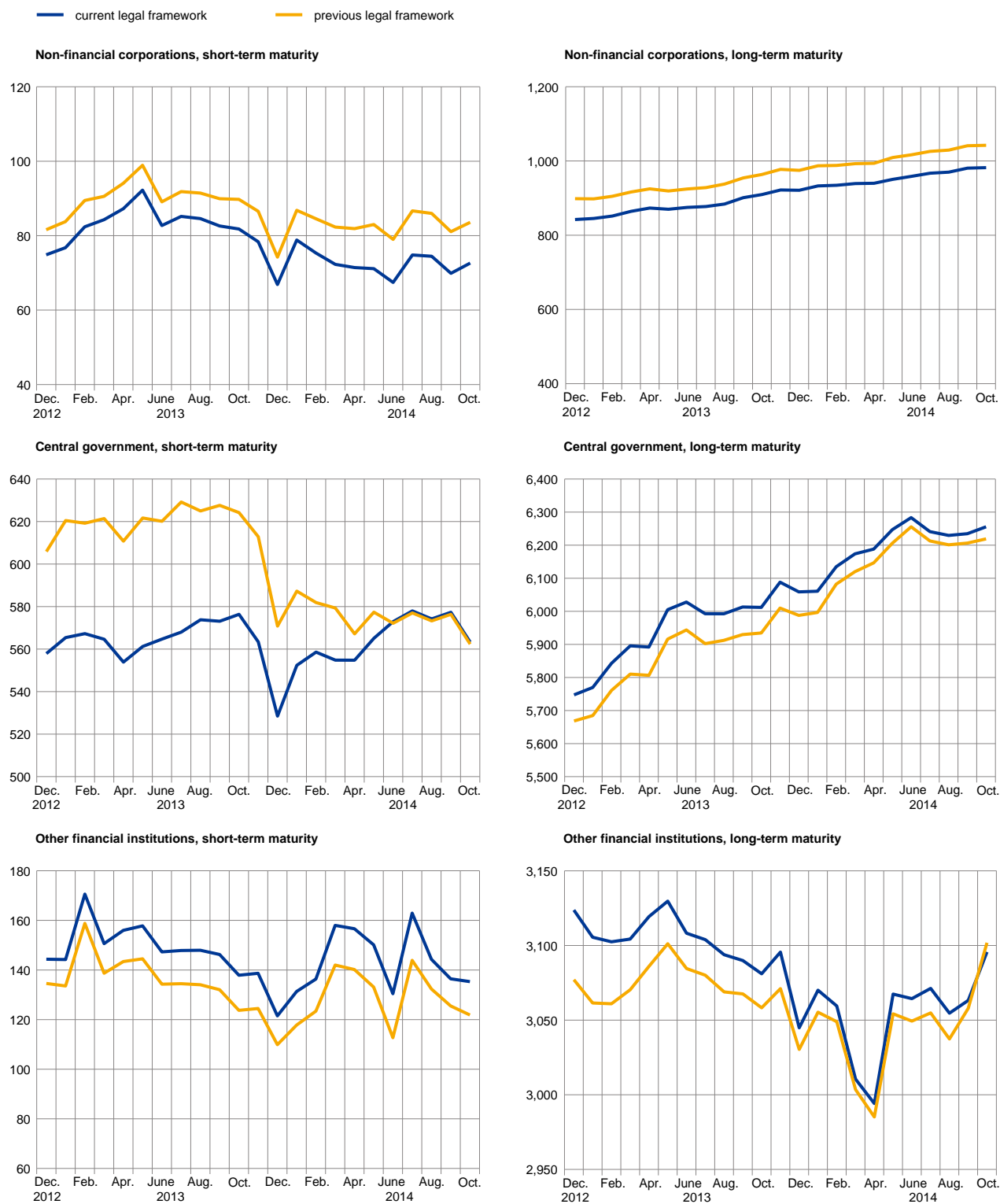
<sup>6</sup> For more detailed information on the changes to securities issues statistics, see the "User guide to the update of securities issues statistics under the amended Guideline ECB/2014/15", available at [http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users\\_guide\\_sec\\_issues\\_statistics\\_2014\\_15.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/users_guide_sec_issues_statistics_2014_15.pdf)

<sup>7</sup> For details on the update of international standards, see the article entitled "New international standards in statistics – enhancements to methodology and data availability", *Monthly Bulletin*, ECB, August 2014.

## Chart 10

### Outstanding amounts of debt securities compiled under the previous and current legal framework

(EUR billions)



Source: ECB and ECB calculations.



**In the course of 2015 the ECB has made several enhanced datasets of monetary and financial statistics available.** These include statistics on MFI balance sheet items, bank interest rates, investment funds, FVCs and securities issues.

**More detailed breakdowns by counterpart sector and financial instrument can now be made for MFI balance sheet items.** These breakdowns are aligned with the ESA 2010. They include intra-group positions in deposits and loans, which may prove helpful for analysing episodes of financial stress. Moreover, the adjustment for sales and securitisation of MFI loans to the private sector has been enhanced in order to take into account positions and repayments of derecognised loans.

**Bank interest rate statistics allow volumes and rates of true new lending to be derived.** This is done by separately identifying renegotiated loans to households (broken down by the purpose of the loan) and corporations. Moreover, the new data include interest rates on loans broken down by original and residual maturity as well as the date of the next interest rate reset, thus improving the understanding of the impact of monetary policy decisions on banks' interest income and interest rates paid by households and corporations.

**Several enhancements have been made to investment fund statistics.** Data collected as of 2015 have been aligned with the ESA 2010 framework. In addition, data on funds set up as ETFs are now collected as a sub-item of all funds and data on issues and redemptions of investment fund shares/units are now available for all euro area countries.

**New features have been added to statistics on FVCs.** This enhances the information that is available on securitised loans not originated by euro area banks, short and long-term breakdowns of deposits held by FVCs, and loans granted directly to or received from FVCs.

**Finally, based on the ESA 2010, several new institutional sectors, including FVCs, are now identified in securities issues statistics.** The classification of some institutional units within sectors has also been realigned. New harmonised series on zero coupon bonds are expected to be published in due course.

**Looking ahead, in 2016 the ECB statistical framework will be enriched in two domains.** First, the ECB will start collecting daily statistics on money market transactions on the secured, unsecured, foreign exchange swap and overnight index swap market segments. Those data, to be collected on a transaction-by-transaction basis from the largest euro area MFIs, will provide further information on the transmission mechanism of monetary policy decisions. Second, statistics on euro area insurance corporations will become harmonised through the reuse, to a large extent, of the supervisory reports under Solvency II. This should keep the reporting burden to a minimum. The collection of statistical information on insurance corporations will further strengthen monetary and financial analysis.

# Statistični podatki

## Kazalo

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

## Dodatne informacije

Statistični podatki ECB so dostopni na spletni povezavi Statistical Data Warehouse (SDW):	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/">http://sdw.ecb.europa.eu/</a>
Podatki v razdelku ekonomskega biltena z naslovom »Statistični podatki« so dostopni tudi na spletnem mestu SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004813</a>
Podrobnejše statistično poročilo je na spletnem metu SDW:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004045</a>
Metodologije so opredeljene v razdelku »Splošne opombe« statističnega poročila:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000023</a>
Podrobnosti o izračunih so v razdelku »Tehnične opombe« statističnega poročila:	<a href="http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022">http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000022</a>
Strokovni izrazi in kratice so pojasnjeni v statističnem glosarju ECB:	<a href="http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html">http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html</a>

## Konvencionalni znaki v tabelah

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

# 1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

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

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

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

2) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

3) Podatek za euroobmočje je ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

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

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

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

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

2) Brez euroobmočja.

## 2 Finančna gibanja

### 2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje <sup>1)</sup>					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2012	0,23	0,33	0,57	0,83	1,11	0,43	0,19
2013	0,09	0,13	0,22	0,34	0,54	0,27	0,15
2014	0,09	0,13	0,21	0,31	0,48	0,23	0,13
2015 maj	-0,11	-0,05	-0,01	0,06	0,17	0,28	0,10
jun.	-0,12	-0,06	-0,01	0,05	0,16	0,28	0,10
jul.	-0,12	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,29	0,10
avg.	-0,12	-0,09	-0,03	0,04	0,16	0,32	0,09
sep.	-0,14	-0,11	-0,04	0,04	0,15	0,33	0,08
okt.	-0,14	-0,12	-0,05	0,02	0,13	0,32	0,08
nov.	-0,13	-0,14	-0,09	-0,02	0,08	0,37	0,08

Vir: ECB.

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

### 2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>			
	3 meseci 1	1 leto 2	2 leti 3	5 let 4	10 let 5	10 let - 1 leto 6	10 let - 1 leto 7	10 let - 1 leto 8	1 leto 9	2 leti 10	5 let 11	10 let 12
2012	0,06	-0,04	-0,01	0,58	1,72	1,76	1,61	1,48	-0,09	0,17	1,84	3,50
2013	0,08	0,09	0,25	1,07	2,24	2,15	2,91	2,66	0,18	0,67	2,53	3,88
2014	-0,02	-0,09	-0,12	0,07	0,65	0,74	1,95	1,45	-0,15	-0,11	0,58	1,77
2015 maj	-0,24	-0,25	-0,23	0,06	0,61	0,85	1,87	1,32	-0,25	-0,14	0,68	1,46
jun.	-0,27	-0,26	-0,23	0,19	0,95	1,21	2,09	1,52	-0,25	-0,10	1,08	2,09
jul.	-0,27	-0,29	-0,26	0,08	0,73	1,02	1,87	1,35	-0,29	-0,13	0,76	1,84
avg.	-0,25	-0,27	-0,22	0,14	0,82	1,09	1,84	1,46	-0,25	-0,07	0,86	1,97
sep.	-0,36	-0,27	-0,24	0,04	0,70	0,97	1,73	1,24	-0,22	-0,17	0,73	1,76
okt.	-0,35	-0,33	-0,31	-0,03	0,63	0,96	1,82	1,40	-0,32	-0,25	0,66	1,69
nov.	-0,41	-0,40	-0,40	-0,13	0,58	0,98	1,73	1,34	-0,41	-0,36	0,58	1,77

Vir: ECB.

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

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

### 2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX												ZDA	Japonska
	Primerjalni indeks		Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Širši indeks 1	50 2	Bazični mate- rials 3	Potrošniške storitve 4	Potrošniško blago 5	Nafta in plin 6	Finan- ce 7	Indust- rija 8	Tehno- logija 9	Gospo- darske javne službe 10	Telekomu- nikacije 11	Zdravst- veno varstvo 12		
2012	239,7	2.411,9	503,7	151,9	385,7	307,2	122,1	330,2	219,2	235,9	268,5	523,3	1.379,4	9.102,6
2013	281,9	2.794,0	586,3	195,0	468,2	312,8	151,5	402,7	274,1	230,6	253,4	629,4	1.643,8	13.577,9
2014	318,7	3.145,3	644,3	216,6	510,6	335,5	180,0	452,9	310,8	279,2	306,7	668,1	1.931,4	15.460,4
2015 maj	373,4	3.617,9	765,0	268,9	662,1	326,5	199,3	522,4	389,5	294,0	389,2	827,6	2.111,9	19.974,2
jun.	364,0	3.521,8	743,2	265,5	647,4	310,3	194,5	504,7	385,0	283,0	380,7	820,4	2.099,3	20.403,8
jul.	366,3	3.545,1	744,0	266,0	645,2	302,1	198,0	505,5	378,1	281,3	395,1	864,8	2.094,1	20.372,6
avg.	356,7	3.444,4	711,9	261,9	615,0	287,7	193,9	504,6	359,9	274,9	390,0	856,9	2.039,9	19.919,1
sep.	330,9	3.165,5	649,6	250,9	566,4	267,2	178,5	469,7	339,5	250,8	362,6	817,4	1.944,4	17.944,2
okt.	342,2	3.275,5	658,6	261,3	598,9	290,0	183,4	478,7	360,4	263,5	362,3	823,9	2.024,8	18.374,1
nov.	358,2	3.439,6	703,0	269,0	640,1	297,3	187,0	507,4	394,1	270,3	385,3	850,1	2.080,6	19.581,8

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)<sup>1), 2)</sup> (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge				Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila				Sestavljeni indeks stroškov izposojanja	
	Čez noč	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fikсни obrestni meri	Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>	Po začetni fikсни obrestni meri				Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>			
			do 2 let	nad 2 leti					spremenljiva obrestna mera oz. fikсна do 1 leta		nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fikсна do 1 leta		nad 1 leto in do 5 let		nad 5 let in do 10 let
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2014 nov.	0,20	0,92	1,01	1,66	7,18	17,12	5,58	6,66	6,98	2,92	2,41	2,50	2,51	2,72	2,76	2,53
dec.	0,20	0,89	0,96	1,56	7,14	17,10	5,07	6,21	6,53	2,75	2,41	2,51	2,50	2,67	2,75	2,48
2015 jan.	0,19	0,86	1,01	1,95	7,18	17,12	5,25	6,42	6,73	2,76	2,31	2,55	2,45	2,44	2,69	2,40
feb.	0,18	0,85	0,97	1,53	7,13	17,05	5,18	6,47	6,82	2,79	2,08	2,48	2,35	2,49	2,58	2,37
mar.	0,17	0,83	0,89	1,24	7,13	17,05	5,16	6,17	6,50	2,72	2,10	2,43	2,24	2,40	2,53	2,29
apr.	0,16	0,79	0,87	1,19	7,03	17,01	4,89	6,13	6,42	2,66	2,01	2,38	2,17	2,36	2,49	2,23
maj	0,16	0,82	0,84	1,13	6,98	17,08	5,04	6,29	6,60	2,67	2,05	2,33	2,10	2,30	2,45	2,17
jun.	0,15	0,78	0,77	1,11	6,97	17,02	4,88	6,15	6,47	2,59	2,02	2,25	2,12	2,31	2,48	2,18
jul.	0,15	0,74	0,67	1,14	6,83	17,08	5,10	6,20	6,53	2,61	2,05	2,25	2,21	2,36	2,56	2,22
avg.	0,14	0,67	0,67	1,00	6,83	17,03	5,30	6,28	6,62	2,60	2,12	2,35	2,30	2,33	2,60	2,26
sep.	0,14	0,67	0,67	1,08	6,85	17,06	5,21	6,18	6,55	2,68	2,07	2,36	2,29	2,39	2,61	2,25
okt. <sup>(p)</sup>	0,14	0,66	0,65	0,99	6,71	16,97	5,21	6,03	6,43	2,65	2,06	2,32	2,30	2,41	2,58	2,26

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

### 2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)<sup>1), 2)</sup> (odstotki na leto; kot povprečje obdobja, razen če ni navedeno drugače)

	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fikсни obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja
	Čez noč	Vezane			do 250.000 EUR			nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			
		do 2 let	nad 2 leti		spremenljiva obrestna mera oz. fikсна do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fikсна do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fikсна do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2014 nov.	0,24	0,44	1,16	3,57	3,80	3,86	3,42	2,38	2,84	2,63	1,74	2,17	2,27	2,51
dec.	0,23	0,43	1,25	3,49	3,68	3,75	3,24	2,34	2,78	2,50	1,72	2,16	2,13	2,46
2015 jan.	0,23	0,44	1,19	3,49	3,78	3,85	3,00	2,31	2,82	2,05	1,66	2,03	2,20	2,46
feb.	0,21	0,35	1,04	3,43	3,57	3,72	3,14	2,24	2,71	2,39	1,51	1,98	2,15	2,37
mar.	0,21	0,32	0,97	3,39	3,46	3,65	3,10	2,16	2,65	2,32	1,61	2,12	2,00	2,36
apr.	0,19	0,30	0,89	3,34	3,46	3,58	2,97	2,18	2,64	2,26	1,61	1,93	2,03	2,33
maj	0,18	0,30	0,91	3,28	3,37	3,51	2,97	2,15	2,46	2,23	1,56	1,85	2,04	2,27
jun.	0,18	0,31	1,09	3,25	3,19	3,48	2,88	2,09	2,32	2,23	1,59	1,91	2,04	2,26
jul.	0,17	0,32	0,86	3,19	3,27	3,60	2,87	2,07	2,36	2,20	1,50	1,73	2,05	2,19
avg.	0,17	0,24	0,92	3,16	3,24	3,57	2,91	2,07	2,32	2,22	1,39	1,53	2,03	2,14
sep.	0,17	0,26	0,98	3,20	3,23	3,52	2,89	2,03	2,25	2,21	1,49	1,88	2,18	2,22
okt. <sup>(p)</sup>	0,16	0,26	0,80	3,09	3,18	3,42	2,89	2,04	2,27	2,20	1,43	1,69	2,03	2,15

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

## 2 Finančna gibanja

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

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

	Stanja							Bruto izdaje <sup>1)</sup>						
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država		Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI			Širše opredeljena država	
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	Finančne družbe, ki niso DFI			Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država		
													FVC	FVC
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Kratkoročne</b>														
2012	1.426	581	146	.	75	558	66	703	491	37	.	52	103	21
2013	1.247	477	122	.	67	529	53	508	314	30	.	44	99	21
2014	1.309	544	119	.	59	538	50	409	219	33	.	39	93	25
2015 apr.	1.408	599	133	.	80	533	62	350	156	39	.	38	82	35
maj	1.393	589	133	.	80	532	59	324	138	36	.	36	80	33
jun.	1.325	559	119	.	75	517	56	296	123	30	.	34	77	32
jul.	1.327	558	115	.	81	520	54	338	143	34	.	39	91	31
avg.	1.330	558	119	.	79	515	59	290	132	28	.	22	79	29
sep.	1.312	545	113	.	75	520	59	341	161	29	.	29	93	30
<b>Dolgoročne</b>														
2012	15.205	4.814	3.166	.	842	5.758	624	255	98	45	.	16	84	12
2013	15.108	4.405	3.086	.	921	6.069	627	222	70	39	.	16	89	9
2014	15.137	4.048	3.168	.	993	6.286	643	221	66	44	.	16	85	10
2015 apr.	15.293	3.999	3.233	.	1.031	6.389	641	226	70	38	.	21	87	10
maj	15.373	3.981	3.256	.	1.034	6.462	640	190	50	44	.	6	85	4
jun.	15.353	3.937	3.268	.	1.028	6.485	634	207	69	34	.	13	87	5
jul.	15.312	3.915	3.288	.	1.036	6.437	636	224	79	42	.	10	83	10
avg.	15.255	3.893	3.246	.	1.035	6.444	637	112	42	19	.	4	44	4
sep.	15.285	3.865	3.263	.	1.043	6.482	633	256	63	80	.	16	93	4

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

	Vrednostni papirji razen delnic							Delnice, ki kotirajo na borzi			
	Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država		Skupaj	DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	
			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država					
											FVC
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Stanje</b>											
2012	16.631,3	5.395,6	3.311,9	.	917,3	6.316,2	690,3	4.598,1	404,7	615,6	3.577,9
2013	16.355,3	4.881,5	3.208,5	.	987,9	6.597,8	679,6	5.646,1	569,1	748,1	4.329,0
2014	16.446,9	4.591,7	3.287,0	.	1.051,6	6.823,7	692,9	5.957,2	591,1	785,8	4.580,3
2015 apr.	16.700,7	4.598,1	3.366,2	.	1.111,0	6.921,8	703,5	7.001,8	683,9	909,2	5.408,8
maj	16.766,0	4.570,0	3.388,8	.	1.113,8	6.994,0	699,5	7.023,0	675,5	902,4	5.445,1
jun.	16.678,2	4.496,0	3.387,3	.	1.103,1	7.001,4	690,4	6.842,8	664,3	880,5	5.298,0
jul.	16.639,6	4.473,3	3.403,0	.	1.116,6	6.956,9	689,9	7.113,7	695,0	914,8	5.503,9
avg.	16.584,2	4.450,5	3.364,7	.	1.113,5	6.959,6	696,0	6.575,9	630,6	849,9	5.095,4
sep.	16.596,7	4.409,9	3.375,3	.	1.117,6	7.001,9	692,0	6.273,0	582,5	806,4	4.884,0
<b>Stopnja rasti</b>											
2012	1,3	-1,8	-0,3	.	14,4	2,5	6,1	0,9	4,9	2,0	0,4
2013	-1,4	-8,9	-3,4	.	8,0	4,5	-1,1	0,9	7,2	0,0	0,3
2014	-0,6	-7,7	0,4	.	4,9	3,1	1,2	1,5	7,2	1,6	0,8
2015 apr.	-0,2	-6,7	2,5	.	6,6	2,1	1,9	1,5	6,8	1,1	0,8
maj	-0,6	-7,1	0,9	.	5,6	2,1	1,4	1,3	5,8	1,2	0,7
jun.	-1,0	-7,7	1,3	.	4,3	1,6	-0,8	1,0	4,1	0,6	0,7
jul.	-1,2	-7,5	0,5	.	4,0	1,5	-0,6	1,1	3,3	0,3	0,9
avg.	-1,0	-7,2	0,5	.	4,0	1,8	-0,2	1,1	3,3	0,5	0,9
sep.	-0,5	-7,4	2,5	.	4,4	2,4	-1,8	1,0	3,3	0,5	0,7

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

### 2.8 Efektivni devizni tečaj<sup>1)</sup>

(povprečja obdobj; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM <sup>2)</sup>	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	97,6	95,0	93,3	88,2	100,3	95,8	107,0	92,5
2013	101,2	98,2	96,7	91,4	102,9	98,9	111,9	95,6
2014	101,8	97,9	96,7	91,6	103,3	100,4	114,7	96,1
2014 IV	99,0	94,9	94,3	89,2	100,5	97,7	112,3	93,5
2015 I	93,0	89,2	89,4	84,0	94,0	92,2	106,4	88,3
II	91,2	87,5	88,3	82,4	92,1	90,1	104,4	86,3
III	92,7	88,7	89,6	-	-	-	107,6	88,6
2015 jun.	92,3	88,5	89,2	-	-	-	106,0	87,6
jul.	91,3	87,5	88,3	-	-	-	105,1	86,7
avg.	93,0	89,0	89,8	-	-	-	108,1	89,1
sep.	93,8	89,6	90,7	-	-	-	109,6	90,2
okt.	93,6	89,4	90,3	-	-	-	109,0	89,6
nov.	91,1	87,0	87,8	-	-	-	106,0	86,9
	<i>% sprememba glede na predhodni mesec</i>							
2015 nov.	-2,7	-2,7	-2,8	-	-	-	-2,8	-3,0
	<i>% sprememba glede na predhodno leto</i>							
2015 nov.	-7,9	-8,4	-6,8	-	-	-	-5,3	-6,9

Vir: ECB.

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

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

### 2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobj; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan ren- minbi	Hrvaška kuna	Češka krona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britan- ski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2012	8.105	7.522	25.149	7.444	289.249	102.492	4.185	0.811	4.4593	8.704	1.205	1.285
2013	8.165	7.579	25.980	7.458	296.873	129.663	4.197	0.849	4.4190	8.652	1.231	1.328
2014	8.186	7.634	27.536	7.455	308.706	140.306	4.184	0.806	4.4437	9.099	1.215	1.329
2014 IV	7.682	7.665	27.630	7.442	308.527	142.754	4.211	0.789	4.4336	9.272	1.205	1.250
2015 I	7.023	7.681	27.624	7.450	308.889	134.121	4.193	0.743	4.4516	9.380	1.072	1.126
II	6.857	7.574	27.379	7.462	306.100	134.289	4.088	0.721	4.4442	9.300	1.041	1.105
III	7.008	7.578	27.075	7.462	312.095	135.863	4.188	0.717	4.4290	9.429	1.072	1.112
2015 jun.	6.959	7.572	27.307	7.460	311.960	138.740	4.159	0.721	4.4671	9.272	1.045	1.121
jul.	6.827	7.586	27.094	7.462	311.531	135.681	4.152	0.707	4.4391	9.386	1.049	1.100
avg.	7.063	7.558	27.041	7.463	311.614	137.124	4.195	0.714	4.4235	9.515	1.078	1.114
sep.	7.146	7.589	27.089	7.461	313.145	134.851	4.218	0.731	4.4236	9.392	1.091	1.122
okt.	7.135	7.621	27.105	7.460	311.272	134.839	4.251	0.733	4.4227	9.349	1.088	1.124
nov.	6.840	7.607	27.039	7.460	312.269	131.597	4.249	0.707	4.4453	9.313	1.083	1.074
	<i>% sprememba glede na predhodni mesec</i>											
2015 nov.	-4,1	-0,2	-0,2	0,0	0,3	-2,4	0,0	-3,6	0,5	-0,4	-0,5	-4,4
	<i>% sprememba glede na predhodno leto</i>											
2015 nov.	-10,5	-0,8	-2,3	0,3	1,8	-9,3	0,9	-10,6	0,4	0,8	-9,9	-13,9

Vir: ECB.



## 2 Finančna gibanja

### 2.10 Plačilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj <sup>1</sup>			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</b>												
2014 III	19.133,3	20.292,0	-1.158,8	7.740,1	5.925,7	6.234,5	9.565,8	-54,8	4.616,4	4.800,5	597,0	11.849,1
IV	19.871,7	20.989,4	-1.117,7	8.249,4	6.410,5	6.467,3	9.823,6	-43,1	4.585,7	4.755,3	612,3	12.038,7
2015 I	21.840,3	22.833,9	-993,6	8.952,8	6.623,5	7.225,1	11.054,9	-69,3	5.041,3	5.155,5	690,4	12.995,0
II	21.378,9	22.271,8	-892,9	8.804,9	6.673,7	7.102,3	10.627,9	-22,3	4.835,5	4.970,2	658,5	12.649,4
<b>Saldo kot odstotek BDP</b>												
2015 II	208,4	217,1	-8,7	85,8	65,1	69,2	103,6	-0,2	47,1	48,5	6,4	123,3
<b>Transakcije</b>												
2014 IV	82,0	22,0	60,0	67,8	78,7	103,5	12,3	10,0	-102,1	-69,0	2,9	-
2015 I	548,9	511,4	37,6	195,7	88,2	137,1	250,7	22,6	187,8	172,5	5,7	-
II	33,0	8,7	24,3	84,5	125,0	122,9	-3,3	3,8	-175,7	-112,9	-2,5	-
III	10,9	-55,7	66,6	57,9	45,5	-0,2	-109,7	-4,6	-44,8	8,5	2,7	-
2015 apr.	101,3	157,1	-55,8	17,2	32,1	26,2	1,9	5,1	56,7	123,2	-3,9	-
maj	1,6	-19,1	20,7	39,5	45,3	64,4	19,2	2,9	-103,4	-83,6	-1,8	-
jun.	-69,9	-129,2	59,4	27,9	47,7	32,3	-24,4	-4,3	-129,0	-152,5	3,2	-
jul.	63,5	12,7	50,8	27,9	-7,9	-3,2	-65,1	10,5	35,3	85,7	-7,0	-
avg.	-6,4	-10,7	4,3	0,3	-2,8	10,2	-21,4	-8,8	-9,5	13,5	1,4	-
sep.	-46,2	-57,8	11,5	29,7	56,3	-7,2	-23,3	-6,4	-70,7	-90,8	8,3	-
<b>Skupne 12-mesečne transakcije</b>												
2015 sep.	674,9	486,5	188,4	405,9	337,4	363,4	150,0	31,7	-134,9	-0,9	8,8	-
<b>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</b>												
2015 sep.	6,6	4,7	1,8	4,0	3,3	3,5	1,5	0,3	-1,3	0,0	0,1	-

Vir: ECB.

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

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

	Bruto domači proizvod (BDP)									Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>		
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>
		Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Tekoče cene (v milijardah EUR)</b>												
2012	9.849,1	9.581,8	5.540,2	2.066,8	1.984,8	1.033,5	585,0	361,5	-10,0	267,4	4.294,4	4.027,0
2013	9.952,8	9.610,6	5.566,2	2.096,3	1.943,1	1.004,1	571,6	362,3	5,0	342,2	4.369,8	4.027,7
2014	10.126,9	9.738,9	5.643,0	2.130,5	1.976,6	1.007,1	592,5	371,7	-11,1	388,0	4.511,3	4.123,3
2014 III	2.537,6	2.439,2	1.413,8	534,9	496,0	251,7	149,3	93,7	-5,5	98,4	1.139,0	1.040,6
IV	2.552,8	2.446,4	1.422,6	534,9	500,7	253,4	151,9	94,1	-11,8	106,4	1.149,3	1.042,9
2015 I	2.575,9	2.462,4	1.424,8	539,5	507,7	256,2	154,9	95,3	-9,7	113,5	1.159,6	1.046,0
II	2.593,9	2.473,0	1.437,4	541,4	506,4	253,7	156,0	95,3	-12,1	120,9	1.188,1	1.067,2
<b>Odstotek BDP</b>												
2014	100,0	96,2	55,7	21,0	19,6	10,0	5,9	3,7	-0,2	3,8	-	-
<b>Verižni obseg (cene preteklega leta)</b>												
<i>Četrtnete spremembe v odstotkih</i>												
2014 IV	0,4	0,4	0,6	0,2	0,6	0,6	0,8	0,2	-	-	0,9	0,9
2015 I	0,5	0,7	0,5	0,6	1,4	1,0	2,3	0,8	-	-	1,0	1,5
II	0,4	0,0	0,4	0,3	-0,5	-1,1	0,4	-0,2	-	-	1,6	1,0
III	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2012	-0,8	-2,3	-1,2	-0,1	-3,6	-4,4	-4,7	1,9	-	-	2,7	-0,8
2013	-0,3	-0,7	-0,6	0,2	-2,6	-3,6	-1,9	-0,8	-	-	2,1	1,3
2014	0,9	0,9	0,9	0,8	1,2	-0,4	3,9	2,0	-	-	3,9	4,2
2014 IV	0,9	1,0	1,4	1,0	0,8	-0,4	2,0	2,3	-	-	4,3	4,8
2015 I	1,2	1,4	1,7	1,2	1,8	0,0	4,9	2,1	-	-	4,8	5,5
II	1,5	1,4	1,9	1,3	1,9	0,5	4,4	1,5	-	-	5,2	5,2
III	1,6	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
<i>Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014 IV	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-	-
2015 I	0,5	0,7	0,3	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	-	-
II	0,4	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,3	-	-
III	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2012	-0,8	-2,3	-0,7	0,0	-0,7	-1,9	-1,2	0,3	-0,9	1,5	-	-
2013	-0,3	-0,6	-0,4	0,0	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	0,4	-	-
2014	0,9	0,8	0,5	0,2	0,2	-0,2	0,9	0,3	-0,1	0,0	-	-
2014 IV	0,9	1,0	0,8	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-	-
2015 I	1,2	1,4	1,0	0,2	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,2	-0,1	-	-
II	1,5	1,3	1,1	0,3	0,4	0,0	0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-
III	1,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Vir: ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Tekoče cene (v milijardah EUR)</b>												
2012	8.854,7	148,7	1.733,6	466,7	1.674,8	410,7	441,3	1.016,3	929,8	1.719,3	313,4	994,4
2013	8.945,3	152,9	1.737,8	457,3	1.690,3	414,0	443,2	1.035,0	945,1	1.751,1	318,7	1.007,5
2014	9.090,7	146,6	1.761,7	458,2	1.716,5	418,3	455,0	1.055,9	968,1	1.785,4	324,9	1.036,2
2014 III	2.278,0	36,3	442,4	114,0	430,1	104,6	114,0	264,5	242,9	447,8	81,5	259,6
IV	2.290,6	35,3	444,5	114,9	434,5	105,4	113,7	266,1	245,1	449,2	81,9	262,2
2015 I	2.316,4	35,9	450,6	116,4	439,7	106,1	115,7	267,4	248,1	453,9	82,5	259,5
II	2.328,2	36,3	453,9	115,8	443,1	106,7	115,5	269,2	250,4	454,3	82,9	265,6
<b>Odstotek dodane vrednosti</b>												
2014	100,0	1,6	19,4	5,0	18,9	4,6	5,0	11,6	10,6	19,6	3,6	-
<b>Verižni obseg (cene preteklega leta)</b>												
<i>Četrtnetne spremembe v odstotkih</i>												
2014 III	0,3	1,2	0,2	-0,6	0,5	0,8	0,2	0,3	0,6	0,1	0,5	0,0
IV	0,3	-2,0	0,1	0,5	0,6	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	1,2
2015 I	0,6	1,2	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6	0,2	1,0	0,1	0,2	-0,1
II	0,3	0,0	0,4	-0,5	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,3	0,0	0,9
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2012	-0,6	-4,2	-0,9	-6,1	-0,2	2,5	-0,3	0,0	-0,6	0,1	-0,7	-2,6
2013	-0,2	3,5	-0,4	-3,2	-1,0	1,4	-1,2	1,2	0,1	0,3	-0,1	-1,2
2014	0,9	3,4	0,5	-0,9	1,3	2,0	-0,4	1,3	1,5	0,6	0,6	0,8
2014 III	0,8	4,5	0,6	-2,0	1,1	2,2	-0,5	1,3	1,4	0,5	0,5	0,5
IV	0,8	0,0	0,2	-1,4	1,4	2,0	0,2	1,2	2,0	0,5	0,7	1,9
2015 I	1,2	0,4	0,9	-0,8	1,8	2,7	0,6	1,2	2,4	0,6	0,7	2,0
II	1,5	0,4	1,4	0,1	2,3	2,5	1,3	1,1	2,6	0,7	0,9	2,0
<i>Prispevki k četrtnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2014 III	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
IV	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
2015 I	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
II	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah</i>												
2012	-0,6	-0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	-
2013	-0,2	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2014	0,9	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2014 III	0,8	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,8	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-
2015 I	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
II	1,5	0,0	0,3	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 3 Gospodarska aktivnost

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

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

	Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti									
		Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gos-podarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostin-stvo	Informa-cijske in komuni-kacijske dejavnosti	Finančne in zavaroval-niške dejavnosti	Poslo-vanje z nepre-mičninami	Stro-kovne, poslovne in podpor-nejstoritve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Število zaposlenih</b>													
<i>v odstotkih</i>													
2012	100,0	84,9	15,1	3,4	15,4	6,4	24,8	2,7	2,7	1,0	12,7	23,8	7,0
2013	100,0	85,0	15,0	3,4	15,3	6,2	24,8	2,7	2,7	1,0	12,9	24,0	7,1
2014	100,0	85,1	14,9	3,4	15,2	6,0	24,8	2,7	2,7	1,0	13,0	24,0	7,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-0,4	-0,5	-0,1	-1,2	-0,7	-4,5	-0,6	1,2	-0,4	0,3	0,8	0,0	0,4
2013	-0,7	-0,6	-0,7	-1,3	-1,4	-4,4	-0,6	0,2	-1,1	-1,0	0,3	0,0	0,4
2014	0,6	0,8	-0,4	0,8	0,0	-1,7	0,8	0,9	-1,1	0,7	2,0	0,7	0,9
2014 III	0,8	1,0	-0,6	0,3	0,2	-1,2	1,1	1,2	-0,9	0,7	2,2	0,8	0,9
IV	0,8	1,1	-0,5	0,5	0,4	-1,5	0,9	0,7	-1,0	1,2	2,5	0,6	2,0
2015 I	0,8	1,0	-0,2	-0,2	0,3	0,1	1,2	0,4	-0,7	1,4	2,6	0,5	0,6
II	0,9	1,0	0,2	0,3	0,3	1,0	0,8	0,7	0,0	2,1	2,4	0,5	1,1
<b>Opravljenе delovne ure</b>													
<i>v odstotkih</i>													
2012	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	7,2	25,8	2,8	2,8	1,0	12,5	21,6	6,3
2013	100,0	80,0	20,0	4,4	15,7	6,8	25,8	2,8	2,8	1,0	12,6	21,7	6,4
2014	100,0	80,2	19,8	4,4	15,6	6,7	25,8	2,9	2,7	1,0	12,7	21,8	6,3
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-1,8	-1,8	-1,6	-2,2	-2,3	-7,1	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,6	-0,6
2013	-1,3	-1,3	-1,3	-1,6	-1,6	-5,6	-1,2	-0,3	-1,5	-1,9	-0,4	-0,5	-0,7
2014	0,6	0,9	-0,5	0,4	0,4	-1,6	0,7	1,0	-1,4	0,1	1,9	0,9	0,3
2014 III	0,5	1,0	-1,1	0,0	0,3	-1,8	0,8	1,1	-1,2	-0,3	2,0	0,6	0,2
IV	1,0	1,3	-0,1	1,4	1,0	-1,0	0,9	1,3	-1,4	1,0	2,7	0,8	1,5
2015 I	0,7	0,9	-0,2	1,0	0,5	-0,1	0,7	0,6	-1,0	1,9	2,2	0,3	0,8
II	1,0	1,1	0,3	1,1	0,7	1,5	0,5	1,3	-0,1	2,7	2,7	0,5	1,0
<b>Opravljenе delovne ure na zaposlenega</b>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2012	-1,3	-1,3	-1,4	-1,0	-1,6	-2,7	-1,5	-0,6	-0,7	-1,1	-1,2	-0,5	-1,0
2013	-0,6	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	-1,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,9	-0,7	-0,5	-1,1
2014	0,0	0,1	0,0	-0,4	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,6	-0,1	0,2	-0,5
2014 III	-0,2	0,0	-0,5	-0,4	0,1	-0,6	-0,2	0,0	-0,3	-1,0	-0,1	-0,1	-0,7
IV	0,1	0,2	0,5	0,9	0,6	0,5	-0,1	0,6	-0,5	-0,2	0,2	0,2	-0,6
2015 I	-0,1	-0,1	0,0	1,3	0,2	-0,2	-0,4	0,3	-0,3	0,4	-0,4	-0,2	0,2
II	0,1	0,2	0,1	0,8	0,5	0,6	-0,3	0,5	-0,1	0,6	0,3	0,0	-0,1

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

## 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod- zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost											Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>
			Skupaj		Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>1)</sup>	Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile		Odrasli		Mladi		Moški		Ženske		
						V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delov- ne sile	V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne sile	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% od skupaj v letu 2013			100,0			81,3		18,7			53,6		46,4	
2012	159.111	4,0	18.188	11,4	5,2	14.632	10,1	3.556	23,6	9.755	11,3	8.433	11,5	1,6
2013	159.334	4,6	19.232	12,0	5,9	15.638	10,8	3.594	24,3	10.309	11,9	8.923	12,1	1,5
2014	160.308	4,6	18.631	11,6	6,1	15.219	10,4	3.413	23,7	9.928	11,5	8.704	11,8	1,7
2014 IV	160.956	4,6	18.418	11,5	6,1	15.104	10,3	3.314	23,2	9.785	11,3	8.633	11,6	1,8
2015 I	160.089	4,7	17.948	11,2	5,9	14.719	10,1	3.229	22,7	9.513	11,0	8.435	11,4	1,7
II	160.446	4,6	17.711	11,0	5,7	14.521	9,9	3.190	22,5	9.418	10,9	8.292	11,2	1,7
III	.	.	17.343	10,8	.	14.224	9,7	3.118	22,1	9.237	10,7	8.106	11,0	.
2015 maj	-	-	17.696	11,0	-	14.519	9,9	3.177	22,4	9.439	10,9	8.257	11,1	-
jun.	-	-	17.689	11,0	-	14.503	9,9	3.187	22,5	9.408	10,9	8.281	11,2	-
jul.	-	-	17.417	10,9	-	14.312	9,8	3.105	22,1	9.274	10,7	8.143	11,0	-
avg.	-	-	17.358	10,8	-	14.231	9,7	3.127	22,2	9.233	10,7	8.125	11,0	-
sep.	-	-	17.253	10,8	-	14.130	9,7	3.123	22,2	9.203	10,6	8.050	10,9	-
okt.	-	-	17.240	10,7	-	14.093	9,6	3.148	22,3	9.240	10,7	8.000	10,8	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedezonirano.

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

### 3.5 Kratkoročna poslovna statistika

	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva	
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% od skupaj v letu 2010	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0
Medletne spremembe v odstotkih													
2012	-2,4	-2,6	-4,4	-1,0	-2,5	-0,1	-5,8	-3,7	-1,6	-1,3	-1,5	-5,0	-11,1
2013	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-0,4	-0,8	-2,3	-0,1	-0,8	-0,9	-0,6	-0,9	-4,4
2014	0,8	1,7	1,2	1,8	2,6	-5,5	1,7	3,3	1,3	0,3	2,3	0,3	3,8
2014 IV	0,3	0,9	-0,4	0,8	2,6	-3,2	-0,8	2,9	1,9	0,7	2,8	1,4	1,7
2015 I	1,6	1,1	-0,1	1,1	2,4	4,6	-1,5	1,2	2,1	1,0	3,1	2,1	9,0
II	1,3	1,6	0,9	2,7	0,8	-1,1	-0,6	5,5	2,2	1,3	3,2	2,5	6,9
III	1,9	2,2	1,0	2,5	2,6	0,3	-0,9	2,0	2,8	2,2	3,2	4,1	9,4
2015 maj	1,7	2,3	2,1	3,9	0,3	-3,7	0,3	5,2	2,5	1,8	3,3	2,2	6,8
jun.	1,5	1,8	0,7	2,1	2,3	-0,2	-1,0	7,7	1,9	0,6	3,1	2,7	7,5
jul.	1,8	1,6	0,0	1,8	2,7	3,8	-0,3	3,2	3,2	2,3	3,6	3,0	9,9
avg.	2,2	2,7	1,1	4,0	2,8	-1,6	-1,4	3,4	2,2	2,6	2,0	4,1	8,3
sep.	1,7	2,3	1,8	2,2	2,2	-1,4	1,8	-0,6	2,9	1,6	4,0	5,3	9,8
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,8
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2015 maj	-0,1	0,3	0,3	1,3	-0,5	-2,7	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	-0,5	-1,5
jun.	-0,3	-0,8	-0,3	-1,5	-0,5	2,9	-0,8	1,8	0,0	-0,4	0,3	0,4	1,6
jul.	0,7	0,8	-0,4	1,6	1,2	2,0	0,4	-1,5	0,6	0,5	0,6	0,3	2,2
avg.	-0,4	-0,2	0,3	-1,0	0,1	-3,0	0,5	-1,6	0,0	0,6	-0,5	1,6	-0,9
sep.	-0,3	-0,5	0,0	-0,3	-1,3	1,2	-0,4	-2,6	-0,1	-0,6	0,1	0,0	0,8
okt.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,9

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

## 3 Gospodarska aktivnost

### 3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)						Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)					
	Kazalnik gospodar- ske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Predelovalne dejavnosti		Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradb- eništvu	Kazalnik zau- panja v trgovini na drob- no	Storitvene dejavnosti		Indeks vo- dij nabave (PMI) za predeloval- ne dejavn- osti	Proiz- vodnja v predeloval- nih dejavnostih	Poslo- vanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proiz- vodnjo
		Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2013	100,2	-6,1	80,9	-12,7	-13,8	-8,7	6,6	-	51,0	52,4	52,9	52,7
2012	90,5	-11,6	78,9	-21,9	-27,7	-15,0	-6,5	86,5	46,2	46,3	47,6	47,2
2013	93,8	-9,1	78,7	-18,5	-29,2	-12,2	-5,4	87,1	49,6	50,6	49,3	49,7
2014	101,6	-3,9	80,4	-10,0	-27,4	-3,2	4,8	87,6	51,8	53,3	52,5	52,7
2014 IV	100,9	-4,5	80,8	-11,2	-24,3	-5,1	5,3	87,9	50,4	51,2	51,7	51,5
2015 I	102,6	-4,0	81,1	-6,2	-24,9	-1,6	5,6	88,2	51,4	52,6	53,6	53,3
II	103,7	-3,2	81,1	-5,1	-24,9	-0,2	7,6	88,3	52,3	53,4	54,1	53,9
III	104,6	-3,0	81,3	-6,9	-23,2	2,9	10,5	88,4	52,3	53,6	54,0	53,9
2015 jun.	103,5	-3,4	-	-5,5	-24,2	-1,3	7,9	-	52,5	53,6	54,4	54,2
jul.	104,0	-2,9	81,1	-7,0	-23,8	1,1	8,9	88,1	52,4	53,6	54,0	53,9
avg.	104,1	-3,7	-	-6,7	-22,7	3,5	10,1	-	52,3	53,9	54,4	54,3
sep.	105,6	-2,3	-	-7,0	-23,2	4,2	12,4	-	52,0	53,4	53,7	53,6
okt.	106,1	-2,0	81,5	-7,5	-20,7	6,4	12,3	88,7	52,3	53,6	54,1	53,9
nov.	106,1	-3,2	-	-5,9	-17,8	5,8	12,8	-	52,8	54,0	54,6	54,4

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

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

	Gospodinjstva							Nefinančne družbe					
	Stopnja varčevanja (bruto) <sup>1)</sup>	Stopnja zadolže- nosti	Realni raz- položljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premože- nje <sup>2)</sup>	Premo- ženje v nepremič- ninah	Delež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varče- vanja (neto)	Stopnja zadolže- nosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinanč- ne nalož- be (bruto)	Finan- ciranje
	kot odstotek bruto razpoložljivega do- hodka		medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot od- stotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	12,5	97,8	-1,8	1,7	-5,1	0,6	-2,3	30,6	1,1	133,7	1,5	-6,7	1,2
2013	12,7	96,4	-0,4	1,3	-4,1	0,4	-2,2	32,0	3,0	132,2	2,3	-1,0	1,0
2014	12,7	95,7	0,7	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	132,9	1,8	3,5	1,0
2014 III	12,8	95,5	1,3	1,8	-0,9	2,8	0,4	32,0	3,3	132,1	1,7	3,0	0,8
IV	12,7	95,7	0,8	1,9	1,0	2,6	0,8	32,5	3,9	133,3	1,8	2,1	1,0
2015 I	12,7	95,3	1,9	1,9	-0,3	3,6	1,2	32,6	4,1	135,3	2,7	2,1	1,4
II	12,8	95,0	2,0	1,9	-0,2	2,4	1,2	33,2	4,8	134,7	3,2	6,0	1,6

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

### 3 Gospodarska aktivnost

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

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

	Tekoči račun											Kapitalni račun <sup>1)</sup>	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek		Prejemki	Izdatki
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014 IV	864,3	794,4	69,8	508,6	434,1	179,2	164,5	152,2	136,7	24,2	59,1	12,7	6,0
2015 I	875,6	794,4	81,1	512,0	436,0	184,2	169,0	153,8	130,0	25,6	59,4	8,7	7,5
II	891,1	812,1	79,0	525,0	442,6	186,8	171,0	152,7	138,2	26,7	60,3	9,6	37,2
III	875,1	801,6	73,5	511,7	432,1	185,9	173,1	152,0	138,6	25,5	57,8	9,2	4,5
2015 apr.	298,2	271,1	27,2	174,9	147,7	61,7	57,0	53,1	46,0	8,4	20,3	2,8	1,2
maj	297,6	272,6	24,9	174,7	148,1	63,0	56,9	50,4	46,4	9,4	21,2	3,6	1,5
jun.	295,3	268,4	26,9	175,3	146,8	62,0	57,1	49,1	45,8	8,9	18,7	3,3	34,4
jul.	295,5	270,1	25,4	173,8	146,0	62,0	58,1	51,4	46,5	8,4	19,4	3,2	1,6
avg.	288,7	269,9	18,7	166,9	144,9	62,6	58,1	50,0	46,2	9,2	20,8	3,3	1,2
sep.	291,0	261,6	29,4	171,0	141,2	61,4	56,8	50,7	45,9	7,9	17,7	2,7	1,7
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2015 sep.	3.506,1	3.202,6	303,5	2.057,3	1.744,9	736,1	677,6	610,6	543,4	102,0	236,6	40,2	55,1
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2015 sep.	34,2	31,2	3,0	20,1	17,0	7,2	6,6	6,0	5,3	1,0	2,3	0,4	0,5

1) Ni desezonirano.

#### 3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)<sup>1)</sup>, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov<sup>2)</sup>

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)					Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			
			Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investicijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpca 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2014 IV	4,1	0,1	499,2	237,4	103,0	145,7	408,9	437,0	261,6	64,2	104,1	294,7	66,1
2015 I	5,6	1,8	509,5	241,5	105,1	149,5	421,9	447,6	259,8	70,1	109,6	315,1	55,4
II	8,2	3,9	513,7	242,5	105,3	153,6	428,7	452,2	264,7	69,5	110,5	316,0	59,9
III	4,4	0,7	506,7	.	.	.	421,0	445,0	.	.	.	313,5	.
2015 apr.	9,1	5,1	171,3	81,5	35,3	51,0	143,2	151,2	88,8	23,9	36,3	106,4	19,7
maj	2,8	0,0	170,4	80,4	34,4	50,9	141,9	148,8	87,3	22,5	36,6	102,8	20,6
jun.	12,7	6,5	172,0	80,6	35,6	51,7	143,6	152,1	88,6	23,1	37,6	106,7	19,6
jul.	7,0	0,7	172,7	79,7	35,2	52,5	143,4	150,1	86,3	23,1	37,6	105,8	18,2
avg.	5,5	2,8	166,1	77,2	34,2	50,8	137,7	147,1	83,6	22,8	37,6	103,3	16,9
sep.	0,9	-1,0	167,9	.	.	.	139,9	147,8	.	.	.	104,4	.
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpca 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>													
2014 IV	2,9	2,3	118,0	113,9	120,6	122,0	117,4	102,7	102,7	100,3	104,1	104,8	97,7
2015 I	2,6	5,1	119,1	115,2	120,6	123,3	118,9	106,4	106,5	105,0	106,3	108,6	105,9
II	3,0	2,4	117,2	113,6	118,8	121,7	118,1	103,7	103,9	100,6	104,9	106,6	99,4
III	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 mar.	7,3	10,5	119,5	115,9	118,7	124,5	119,7	107,9	108,2	105,9	108,9	110,0	108,8
apr.	3,5	3,3	117,4	114,5	119,4	122,2	118,5	104,1	104,6	103,6	103,5	107,3	101,4
maj	-2,6	-2,3	116,4	112,7	116,8	120,4	117,1	101,9	101,9	98,6	103,7	104,1	99,6
jun.	8,1	6,1	117,8	113,7	120,2	122,5	118,7	105,0	105,2	99,6	107,4	108,3	97,2
jul.	3,0	1,8	118,7	113,0	118,9	125,4	118,8	105,8	104,8	103,4	108,1	108,3	96,7
avg.	2,0	5,2	114,7	110,4	115,1	121,5	113,8	104,5	104,9	98,2	106,0	103,9	100,2

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitvijo po glavnih industrijskih skupinah.



## 4 Cene in stroški

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

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

	Skupaj					Skupaj (desezonirano; sprememba v odstotkih glede na prejšnje obdobje)						Zaznamek: Nadzorovane cene		
	Indeks: 2005 =100	Skupaj			Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijsko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen	Nadzorovane cene
		2	Skupaj brez neprede- lane hrane in ener- gentov	3										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% od skupaj v letu 2015	100,0	100,0	69,7	56,5	43,5	100,0	12,2	7,5	26,3	10,6	43,5	87,1	12,9	
2012	115,6	2,5	1,5	3,0	1,8	-	-	-	-	-	-	2,3	3,8	
2013	117,2	1,4	1,1	1,3	1,4	-	-	-	-	-	-	1,2	2,1	
2014	117,7	0,4	0,8	-0,2	1,2	-	-	-	-	-	-	0,2	1,9	
2014 IV	117,8	0,2	0,7	-0,6	1,2	-0,2	0,1	0,3	-0,1	-3,0	0,2	-0,1	1,7	
2015 I	116,8	-0,3	0,7	-1,4	1,1	-0,3	0,2	0,6	0,1	-4,2	0,3	-0,5	1,2	
II	118,4	0,2	0,8	-0,5	1,1	0,5	0,3	0,7	0,2	2,4	0,4	0,1	0,9	
III	117,8	0,1	0,9	-0,8	1,2	0,0	0,1	0,5	0,2	-2,5	0,4	0,0	0,8	
2015 jun.	118,5	0,2	0,8	-0,4	1,1	0,0	0,1	-0,1	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,9	
jul.	117,7	0,2	1,0	-0,5	1,2	0,0	0,0	-0,6	0,1	-0,7	0,2	0,1	0,9	
avg.	117,7	0,1	0,9	-0,7	1,2	-0,1	0,1	1,2	0,0	-2,2	0,1	0,0	0,9	
sep.	118,0	-0,1	0,9	-1,1	1,2	-0,1	0,0	0,6	0,0	-1,7	0,0	-0,2	0,7	
okt.	118,2	0,1	1,1	-0,8	1,3	0,1	0,0	0,4	0,1	-0,5	0,1	0,0	0,7	
nov. <sup>2)</sup>	118,0	0,1	0,9	.	1,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	.	.	

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

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Ocena na podlagi začasnih nacionalnih podatkov, ki običajno zajemajo okrog 95% euroobmočja, in na podlagi prvih informacij o cenah energentov.

## 4 Cene in stroški

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

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

	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva										Energenti	Gradbeništvo	Cene stanovanj <sup>1)</sup>	Eksperimentalni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>1)</sup>
	Skupaj (Indeks: 2010 = 100)	Industrija brez gradbeništva in energentov												
		Prede-lovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo			Proizvodi za široko porabo								
			Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Skupaj	Živila, pijača, tobaki izdelki	Neživila						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13		
% od skupaj v letu 2010	100,0	100,0	78,0	72,1	29,3	20,0	22,7	13,8	8,9	27,9				
2012	108,7	2,8	2,0	1,4	0,7	1,0	2,5	3,5	0,9	6,6	1,5	-1,7	-0,1	
2013	108,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,6	0,6	1,7	2,6	0,3	-1,6	0,3	-2,0	-1,1	
2014	106,9	-1,5	-0,9	-0,3	-1,1	0,4	0,1	-0,2	0,3	-4,4	0,3	0,2	1,1	
2014 IV	106,0	-1,9	-1,6	-0,3	-0,7	0,6	-0,6	-1,2	0,2	-5,8	0,2	0,7	2,4	
2015 I	104,5	-2,9	-2,6	-0,6	-1,5	0,7	-0,7	-1,3	0,2	-8,5	0,3	1,0	2,5	
II	104,9	-2,1	-1,6	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,5	0,4	1,0	3,2	
III	104,0	-2,6	-2,6	-0,5	-1,1	0,6	-0,6	-1,0	0,2	-8,2	.	.	.	
2015 maj	104,9	-2,0	-1,5	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,3	0,0	-6,2	-	-	-	
jun.	104,9	-2,1	-1,7	-0,3	-0,6	0,7	-0,8	-1,4	0,1	-6,8	-	-	-	
jul.	104,7	-2,1	-2,0	-0,3	-0,7	0,7	-0,8	-1,3	0,1	-6,5	-	-	-	
avg.	103,9	-2,6	-2,7	-0,5	-1,1	0,6	-0,7	-1,2	0,2	-8,2	-	-	-	
sep.	103,5	-3,2	-3,0	-0,6	-1,5	0,6	-0,4	-0,6	0,2	-10,0	-	-	-	
okt.	103,2	-3,1	-2,8	-0,7	-1,9	0,6	-0,1	-0,2	0,2	-9,7	-	-	-	

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

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

### 4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

	Deflatorji BDP								Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)					
	Skupaj (desezonirani indeks: 2010 = 100)	Skupaj	Domače povpraševanje			Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>	Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>			Tehtano s porabo <sup>2)</sup>				
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja			Bruto investicije v osnovna sredstva		Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% od skupaj									100,0	35,0	65,0	100,0	45,0	55,0	
2012	102,4	1,3	1,5	1,9	0,8	1,2	1,9	2,5	86,6	-7,2	0,2	-10,5	-3,1	5,8	-9,1
2013	103,7	1,3	1,0	1,1	1,2	0,5	-0,3	-1,3	81,7	-9,0	-13,4	-6,9	-8,3	-10,1	-6,9
2014	104,6	0,9	0,5	0,5	0,8	0,5	-0,7	-1,7	74,5	-8,8	-1,6	-12,1	-4,6	0,7	-8,7
2014 IV	105,0	0,9	0,3	0,3	0,8	0,6	-0,4	-1,9	61,5	-5,5	6,2	-10,8	1,3	9,3	-4,7
2015 I	105,4	1,0	0,0	-0,2	0,7	0,6	-0,2	-2,6	49,0	-0,4	8,7	-4,9	5,6	11,6	0,7
II	105,7	1,2	0,4	0,3	0,7	0,9	0,9	-1,1	57,4	-0,5	2,1	-2,0	4,0	5,6	2,6
III	.	.	.	.	.	.	.	.	46,1	-6,5	6,5	-13,1	-3,3	5,8	-10,6
2015 jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,7	-0,1	3,1	-1,9	3,3	5,9	1,1
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	51,7	-3,6	11,1	-11,0	0,5	9,8	-7,1
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,0	-8,1	4,4	-14,4	-4,4	5,2	-12,1
sep.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	-7,9	3,9	-13,8	-6,0	2,4	-12,6
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	43,9	-8,3	3,8	-14,6	-6,9	0,8	-13,3
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	42,8	-8,0	5,8	-15,5	-8,8	-2,2	-14,5

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

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

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

## 4 Cene in stroški

### 4.4 Mnenjske ankete o cenah

(desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)			
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)					Cena vložka	Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo			Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2013	4,8	-	-	-1,8	34,1	57,7	56,7	-	49,9
2012	2,7	8,1	2,1	-12,7	38,6	52,7	55,1	49,9	47,9
2013	-0,3	1,7	-1,2	-17,1	29,9	48,5	53,8	49,4	47,8
2014	-0,8	-1,4	1,2	-17,6	14,4	49,6	53,5	49,7	48,2
2014 IV	-2,1	-4,4	2,8	-15,7	7,9	48,7	52,6	49,0	47,1
2015 I	-5,5	-0,7	1,4	-17,0	-2,4	45,8	52,5	48,8	47,6
II	-1,1	3,3	3,0	-15,4	-0,8	54,7	54,4	50,4	49,0
III	-1,8	1,1	2,4	-13,0	-0,1	49,5	53,6	49,9	49,9
2015 jun.	0,0	4,7	4,2	-14,9	0,1	55,7	54,1	51,0	48,9
jul.	-0,1	0,8	2,1	-14,0	0,9	54,4	54,3	50,4	49,5
avg.	-2,0	3,0	2,2	-13,0	0,3	49,6	53,1	50,5	49,9
sep.	-3,3	-0,6	2,9	-12,1	-1,6	44,6	53,5	48,7	50,4
okt.	-2,3	2,1	4,8	-10,3	-2,3	44,3	54,0	48,6	49,9
nov.	-0,7	2,3	4,1	-9,3	-0,4	45,6	53,3	49,3	49,7

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

### 4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah		Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač <sup>1)</sup>
			Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	Netržne dejavnosti	
	1	2	3	4	5	6	7
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	
2012	100,0	2,1	2,1	2,1	2,4	1,3	2,2
2013	101,3	1,3	1,4	1,2	1,2	1,7	1,8
2014	102,6	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4	1,7
2014 IV	108,0	1,3	1,1	1,5	1,1	1,5	1,7
2015 I	97,5	1,9	2,0	1,4	1,9	1,9	1,4
II	108,0	1,6	1,9	0,4	1,6	1,4	1,5
III	.	.	.	.	.	.	1,6

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

## 4 Cene in stroški

### 4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Po gospodarskih dejavnostih										
		Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Stroški dela na enoto proizvoda</b>												
2012	102,5	1,9	3,2	2,1	4,1	1,3	0,3	0,9	1,4	3,6	0,7	2,9
2013	103,7	1,2	-0,9	1,7	0,3	1,2	-0,5	2,1	-2,2	1,2	1,6	1,6
2014	105,0	1,2	-3,7	1,6	0,7	0,8	1,2	1,2	0,8	2,5	1,3	1,2
2014 III	105,2	1,3	-5,0	1,6	1,4	1,2	1,0	1,4	1,2	2,8	1,3	1,2
IV	105,3	1,3	-0,8	2,3	1,1	0,6	1,4	1,2	1,2	2,3	1,4	1,4
2015 I	105,5	0,9	0,3	1,2	1,6	0,5	-0,3	0,1	3,1	2,1	1,3	0,5
II	105,6	0,8	1,2	0,8	1,5	0,0	1,0	-0,1	2,3	1,5	1,2	0,9
<b>Sredstva za zaposlene</b>												
2012	103,6	1,5	0,1	1,9	2,4	1,7	1,6	1,0	1,1	2,1	0,8	1,8
2013	105,3	1,6	3,9	2,7	1,5	0,9	0,7	1,9	-0,1	1,0	1,8	1,1
2014	106,8	1,4	-1,2	2,2	1,6	1,3	2,3	2,0	1,4	1,9	1,2	1,0
2014 III	107,1	1,3	-1,0	1,9	0,6	1,2	2,0	1,9	1,8	2,1	1,1	0,8
IV	107,5	1,3	-1,3	2,1	1,2	1,1	2,6	2,4	1,2	1,7	1,3	0,1
2015 I	108,1	1,4	0,9	1,8	0,6	1,1	2,1	1,4	2,9	2,0	1,4	0,6
II	108,2	1,4	1,3	1,9	0,7	1,4	2,8	1,2	1,3	1,7	1,4	0,7
<b>Produktivnost dela na zaposlenega</b>												
2012	101,1	-0,4	-3,0	-0,2	-1,7	0,4	1,3	0,1	-0,3	-1,5	0,1	-1,1
2013	101,5	0,4	4,8	1,0	1,2	-0,4	1,2	-0,1	2,1	-0,2	0,3	-0,5
2014	101,8	0,3	2,6	0,6	0,9	0,5	1,1	0,7	0,5	-0,5	-0,1	-0,2
2014 III	101,8	0,0	4,2	0,4	-0,8	0,0	1,0	0,5	0,7	-0,7	-0,2	-0,4
IV	102,1	0,1	-0,6	-0,2	0,1	0,5	1,3	1,2	0,0	-0,6	-0,1	-1,3
2015 I	102,4	0,4	0,6	0,6	-0,9	0,6	2,3	1,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1
II	102,5	0,7	0,1	1,2	-0,8	1,4	1,8	1,3	-1,0	0,2	0,3	-0,1
<b>Sredstva za delovno uro</b>												
2012	104,8	2,9	2,1	3,6	5,3	3,5	2,0	1,5	1,7	3,2	1,3	2,7
2013	107,2	2,2	3,9	2,9	2,9	1,6	1,1	2,5	1,1	2,0	2,2	2,1
2014	108,6	1,4	-0,5	1,8	1,4	1,3	2,0	2,2	1,6	1,8	1,0	1,4
2014 III	108,8	1,4	-0,4	1,8	0,7	1,3	1,7	1,9	1,7	1,7	1,2	1,5
IV	109,0	1,2	-1,2	1,5	0,9	1,0	1,7	2,8	1,3	1,5	1,1	0,7
2015 I	109,8	1,4	0,5	1,7	0,5	1,4	1,1	1,9	2,9	2,1	1,6	0,2
II	109,9	1,3	0,6	1,6	-0,1	1,5	1,8	1,4	0,3	1,3	1,4	0,9
<b>Produktivnost dela na uro</b>												
2012	102,4	1,0	-2,0	1,4	1,1	1,9	1,8	0,8	0,8	-0,3	0,6	-0,1
2013	103,4	1,0	5,1	1,2	2,5	0,2	1,7	0,3	3,1	0,6	0,7	0,6
2014	103,7	0,3	3,0	0,1	0,7	0,6	1,0	1,1	1,2	-0,4	-0,3	0,3
2014 III	103,7	0,2	4,6	0,3	-0,2	0,2	1,1	0,7	1,7	-0,6	-0,1	0,3
IV	103,7	-0,1	-1,4	-0,9	-0,4	0,6	0,6	1,7	0,2	-0,8	-0,3	-0,7
2015 I	104,2	0,5	-0,7	0,4	-0,7	1,1	2,1	1,7	-0,7	0,2	0,3	-0,1
II	104,3	0,6	-0,7	0,7	-1,4	1,7	1,2	1,4	-1,6	-0,1	0,2	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3											
	M1			M2			M3-M2					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč		M2-M1			Repo posli	Točke/del- nice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlost- jo do 2 let			
				Vežane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Stanja											
2012	864,1	4.233,3	5.097,4	1.798,6	2.099,6	3.898,2	8.995,6	126,0	483,3	181,0	790,4	9.786,0
2013	909,7	4.476,3	5.386,1	1.683,3	2.142,8	3.826,1	9.212,1	121,4	418,1	86,5	626,0	9.838,1
2014	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2014 IV	968,5	4.952,5	5.921,1	1.598,4	2.149,2	3.747,6	9.668,7	123,9	427,7	104,4	656,0	10.324,7
2015 I	993,5	5.155,4	6.148,9	1.529,2	2.150,0	3.679,1	9.828,0	125,8	437,5	96,4	659,7	10.487,6
II	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
III	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
2015 maj	1.006,4	5.258,0	6.264,3	1.489,7	2.156,9	3.646,6	9.911,0	110,1	444,0	94,9	649,1	10.560,0
jun.	1.014,0	5.298,8	6.312,8	1.480,0	2.160,7	3.640,7	9.953,5	90,3	441,1	98,6	629,9	10.583,4
jul.	1.020,2	5.364,7	6.384,9	1.471,3	2.161,8	3.633,2	10.018,1	105,0	456,2	86,5	647,6	10.665,7
avg.	1.025,0	5.383,8	6.408,8	1.460,3	2.164,0	3.624,3	10.033,1	102,4	446,2	80,4	629,0	10.662,1
sep.	1.028,2	5.425,3	6.453,5	1.449,1	2.164,6	3.613,7	10.067,2	98,4	457,6	73,2	629,1	10.696,3
okt. <sup>(p)</sup>	1.029,9	5.487,6	6.517,5	1.438,1	2.164,4	3.602,5	10.120,0	106,8	473,9	78,2	658,8	10.778,8
	Transakcije											
2012	20,4	294,0	314,4	-38,5	115,5	77,0	391,4	-16,9	-20,2	-18,3	-55,4	335,9
2013	45,6	250,3	295,9	-114,4	45,5	-68,9	227,0	-11,6	-48,7	-63,3	-123,6	103,4
2014	58,2	379,6	437,8	-91,0	3,6	-87,3	350,5	1,0	10,8	12,5	24,3	374,8
2014 IV	20,0	147,3	167,3	-47,4	-5,5	-52,9	114,5	-3,1	10,1	19,1	26,1	140,6
2015 I	23,8	166,9	190,7	-56,7	1,6	-55,2	135,5	0,6	5,6	-9,3	-3,0	132,5
II	20,5	151,6	172,0	-47,8	11,0	-36,7	135,3	-35,2	3,6	3,9	-27,7	107,6
III	14,3	129,0	143,3	-35,4	3,1	-32,3	111,0	8,2	18,7	-18,6	8,3	119,3
2015 maj	4,4	62,4	66,8	-27,8	4,3	-23,5	43,3	-18,4	-6,0	-12,6	-37,0	6,3
jun.	7,6	45,5	53,1	-8,8	3,8	-5,0	48,1	-19,7	-3,0	4,8	-17,9	30,2
jul.	6,3	61,9	68,2	-13,8	1,2	-12,6	55,6	14,5	15,1	-12,0	17,7	73,3
avg.	4,7	24,5	29,2	-9,4	2,3	-7,1	22,1	-2,3	2,2	-2,6	-2,6	19,5
sep.	3,2	42,6	45,9	-12,2	-0,4	-12,6	33,3	-4,1	1,3	-4,0	-6,7	26,5
okt. <sup>(p)</sup>	1,7	58,1	59,8	-12,4	-0,2	-12,6	47,2	8,2	16,4	5,8	30,4	77,6
	Stopnje rasti											
2012	2,4	7,4	6,5	-2,1	5,9	2,0	4,5	-11,4	-3,9	-9,7	-6,5	3,5
2013	5,3	5,9	5,8	-6,4	2,2	-1,8	2,5	-9,2	-10,4	-38,0	-16,1	1,0
2014	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2014 IV	6,4	8,5	8,1	-5,4	0,2	-2,3	3,8	0,8	2,6	18,3	3,9	3,8
2015 I	7,3	10,6	10,1	-7,6	0,1	-3,3	4,6	5,1	5,3	11,3	5,6	4,7
II	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
III	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
2015 maj	8,3	12,0	11,4	-10,2	0,4	-4,2	5,0	-9,5	7,7	14,6	4,7	5,0
jun.	8,8	12,4	11,8	-10,7	0,5	-4,4	5,2	-30,9	6,9	23,3	0,5	4,9
jul.	8,9	12,9	12,2	-11,4	0,5	-4,7	5,4	-19,2	8,0	17,2	2,7	5,2
avg.	8,6	12,1	11,5	-11,3	0,6	-4,6	5,1	-21,1	9,5	7,8	2,4	4,9
sep.	8,3	12,4	11,7	-11,4	0,5	-4,7	5,2	-23,0	9,0	-1,6	0,7	4,9
okt. <sup>(p)</sup>	8,1	12,5	11,8	-10,9	0,6	-4,3	5,4	-18,8	10,2	8,4	3,4	5,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Stanja</b>													
2012	1.618,4	1.101,2	404,8	101,9	10,5	5.309,1	2.358,9	976,4	1.962,8	10,9	812,7	210,3	307,0
2013	1.710,5	1.186,7	397,8	109,8	16,2	5.413,6	2.539,7	874,7	1.994,5	4,7	804,8	194,9	300,1
2014	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2014 IV	1.814,9	1.318,6	365,7	111,4	19,2	5.557,2	2.751,2	809,5	1.993,5	3,0	896,1	222,7	333,1
2015 I	1.848,1	1.381,7	340,2	111,4	14,9	5.598,2	2.839,3	762,8	1.992,3	3,8	948,2	225,7	340,2
II	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
III	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
2015 maj	1.855,1	1.404,5	326,4	112,1	12,2	5.624,4	2.878,5	745,8	1.996,3	3,9	960,0	229,1	346,1
jun.	1.858,0	1.410,7	322,7	112,4	12,2	5.647,1	2.910,6	735,0	1.998,7	2,8	955,7	228,1	340,9
jul.	1.889,2	1.438,2	325,1	113,4	12,6	5.664,6	2.942,4	722,4	1.996,7	3,2	968,9	232,1	348,0
avg.	1.889,1	1.441,8	325,2	114,0	8,2	5.674,5	2.959,9	714,7	1.996,8	3,1	968,1	224,7	354,2
sep.	1.900,8	1.451,1	324,2	115,3	10,1	5.695,2	2.987,2	707,3	1.997,6	3,0	967,3	218,0	356,2
okt. <sup>(p)</sup>	1.937,8	1.493,9	316,9	116,9	10,1	5.706,1	3.002,8	705,5	1.994,3	3,5	964,8	222,2	365,9
<b>Transakcije</b>													
2012	71,7	99,5	-33,9	10,2	-4,1	222,7	99,7	35,3	100,4	-12,7	18,7	15,2	25,7
2013	98,2	90,1	-6,9	9,1	5,9	107,9	182,4	-100,1	31,9	-6,2	-15,1	-13,3	-7,8
2014	69,3	91,2	-25,6	1,2	2,4	141,1	209,7	-65,8	-1,1	-1,7	53,7	7,5	21,7
2014 IV	6,8	19,6	-15,3	-1,8	4,4	30,0	68,5	-33,5	-3,1	-1,9	62,1	-5,3	-2,2
2015 I	29,3	48,9	-14,9	-0,1	-4,6	38,8	79,2	-41,1	-0,1	0,8	35,3	1,5	7,5
II	13,5	31,8	-16,6	1,0	-2,6	50,8	73,2	-28,0	6,6	-1,0	11,7	2,8	0,9
III	42,2	40,8	0,3	3,1	-2,1	48,4	77,8	-27,7	-1,9	0,2	11,1	-10,2	13,4
2015 maj	6,9	14,4	-7,6	-0,6	0,8	11,5	18,9	-10,8	3,1	0,4	-0,3	0,5	1,9
jun.	4,8	7,7	-3,2	0,3	0,1	23,6	33,1	-10,8	2,4	-1,1	-1,7	-0,8	-5,1
jul.	27,3	25,8	0,1	1,1	0,4	16,6	31,2	-13,0	-1,9	0,4	11,0	3,6	5,2
avg.	2,7	5,6	0,7	0,7	-4,4	11,1	18,4	-7,4	0,2	-0,1	2,3	-7,2	6,2
sep.	12,2	9,4	-0,5	1,3	2,0	20,7	28,2	-7,3	-0,2	-0,1	-2,2	-6,6	1,9
okt. <sup>(p)</sup>	34,9	41,2	-7,8	1,6	0,0	10,1	15,0	-2,1	-3,4	0,5	-4,9	4,3	9,4
<b>Stopnje rasti</b>													
2012	4,7	9,8	-7,7	13,6	-26,5	4,4	4,4	3,7	5,4	-53,8	2,3	7,9	9,3
2013	6,1	8,2	-1,7	8,9	56,4	2,0	7,7	-10,3	1,6	-56,7	-1,9	-6,4	-2,5
2014	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2014 IV	4,0	7,6	-6,4	1,1	14,4	2,6	8,3	-7,5	-0,1	-36,9	6,3	4,0	7,3
2015 I	4,7	9,9	-9,8	0,5	-5,4	2,8	9,7	-11,2	0,0	-31,2	14,7	-0,5	5,2
II	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
III	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
2015 maj	4,4	10,8	-13,7	0,7	-23,6	2,9	10,2	-12,7	0,2	-25,1	13,8	1,5	8,4
jun.	4,3	10,6	-13,9	0,9	-23,5	3,0	10,8	-13,9	0,1	-37,8	13,7	-1,1	5,3
jul.	5,5	12,1	-14,0	1,0	-10,7	3,1	11,2	-15,0	0,1	-35,4	14,4	-1,9	5,6
avg.	4,8	11,2	-13,3	1,2	-48,2	2,9	10,9	-15,3	0,1	-36,9	14,5	-5,6	6,1
sep.	5,1	10,8	-12,3	1,9	-32,3	3,0	11,1	-15,5	0,1	-37,7	14,3	-4,9	5,8
okt. <sup>(p)</sup>	7,1	12,9	-11,4	2,4	-26,4	3,1	11,0	-14,8	0,0	-26,0	10,9	-3,8	9,7

Vir: ECB

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila					Zavarovalnicam in pokojninskim skladom			
					Skupaj	Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>	Dolžniški vrednostni papirji				
											Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>2)</sup>		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
<b>Stanja</b>													
2012	3.408,9	1.169,7	2.239,3	13.070,2	10.858,3	11.263,1	4.543,9	5.244,0	981,1	89,3	1.437,9	774,1	
2013	3.405,0	1.096,7	2.308,2	12.708,9	10.544,2	10.929,3	4.353,4	5.222,8	869,2	98,7	1.364,8	799,9	
2014	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7	
2014 IV	3.606,3	1.132,1	2.474,1	12.563,2	10.511,0	10.918,5	4.278,8	5.200,4	903,0	128,9	1.277,6	774,7	
2015 I	3.671,9	1.148,5	2.523,5	12.673,8	10.611,7	11.009,0	4.308,0	5.234,0	935,1	134,7	1.274,0	788,1	
II	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4	
III	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3	
2015 maj	3.694,6	1.143,3	2.551,3	12.661,3	10.605,7	11.003,7	4.300,7	5.242,3	921,6	141,1	1.263,6	792,0	
jun.	3.680,7	1.137,4	2.543,3	12.635,4	10.592,2	10.987,0	4.291,3	5.258,6	906,8	135,5	1.253,8	789,4	
jul.	3.729,4	1.132,3	2.597,1	12.711,9	10.606,0	11.005,5	4.297,5	5.261,5	915,4	131,6	1.302,8	803,0	
avg.	3.767,1	1.132,3	2.634,8	12.696,6	10.599,0	11.001,2	4.290,9	5.268,8	910,8	128,6	1.305,9	791,7	
sep.	3.816,1	1.127,1	2.689,1	12.651,4	10.563,9	10.962,2	4.275,0	5.276,8	890,9	121,2	1.310,2	777,3	
okt. <sup>(b)</sup>	3.835,1	1.119,0	2.716,2	12.692,8	10.605,9	11.001,6	4.290,6	5.301,1	890,2	124,0	1.295,3	791,6	
<b>Transakcije</b>													
2012	184,2	-4,0	188,2	-99,8	-69,8	-54,1	-108,0	25,5	14,5	-1,9	-68,7	38,7	
2013	-25,0	-73,5	48,6	-305,7	-247,8	-268,5	-132,8	-3,9	-120,9	9,7	-72,7	14,9	
2014	72,7	16,3	56,4	-105,1	-49,4	-31,3	-58,7	-15,2	12,8	11,7	-90,1	34,4	
2014 IV	44,8	10,4	34,4	2,3	19,7	15,2	2,1	7,2	5,1	5,4	-33,9	16,4	
2015 I	39,8	16,2	23,6	33,4	44,9	31,1	7,6	19,2	12,8	5,3	-4,2	-7,3	
II	57,9	-10,7	68,6	0,3	8,0	2,0	-1,2	30,7	-22,6	1,0	-15,1	7,3	
III	112,1	-10,2	122,3	54,8	-8,7	-3,0	-5,7	23,8	-12,4	-14,4	65,1	-1,6	
2015 maj	11,7	-7,0	18,6	4,8	0,1	1,6	-1,9	7,3	-10,1	4,8	-2,4	7,2	
jun.	11,5	-5,5	17,0	-3,2	0,6	-9,1	-1,0	18,1	-11,0	-5,6	-6,7	3,0	
jul.	30,2	-4,0	34,1	70,3	14,2	21,0	5,3	4,1	8,9	-4,0	47,7	8,4	
avg.	47,0	-0,1	47,1	14,6	3,6	4,2	-1,1	9,1	-1,5	-3,0	11,8	-0,7	
sep.	35,0	-6,1	41,1	-30,2	-26,5	-28,3	-9,9	10,6	-19,7	-7,4	5,6	-9,3	
okt. <sup>(b)</sup>	9,7	-8,2	17,9	23,5	35,9	34,9	16,5	15,0	1,7	2,7	-19,9	7,6	
<b>Stopnje rasti</b>													
2012	5,8	-0,3	9,4	-0,7	-0,6	-0,5	-2,3	0,5	1,5	-2,1	-4,5	5,3	
2013	-0,7	-6,3	2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,9	-0,1	-12,3	10,9	-5,1	1,9	
2014	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2014 IV	2,1	1,5	2,4	-0,8	-0,5	-0,3	-1,3	-0,3	1,3	11,9	-6,6	4,3	
2015 I	2,8	1,9	3,2	-0,2	0,1	0,2	-0,6	0,0	2,3	14,1	-4,9	2,9	
II	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
III	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
2015 maj	3,9	0,9	5,3	0,2	0,6	0,3	-0,2	1,0	-1,1	26,7	-4,9	4,0	
jun.	5,1	1,6	6,7	0,1	0,6	0,3	-0,2	1,2	-1,0	17,8	-5,4	2,9	
jul.	5,5	0,8	7,7	0,7	0,9	0,6	0,2	1,3	0,8	10,1	-2,0	3,1	
avg.	6,3	1,0	8,8	1,0	1,0	0,7	0,2	1,4	0,5	12,4	-0,4	3,1	
sep.	7,2	0,5	10,2	0,7	0,6	0,4	0,1	1,6	-2,1	-1,4	0,9	1,8	
okt. <sup>(b)</sup>	6,9	0,2	9,9	0,9	1,0	0,8	0,5	1,7	-1,6	1,7	-0,1	2,3	

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

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

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



## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>				
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
		Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>4)</sup>					Posojila, prilagojena za prodajo in listinjenje <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Stanja</b>										
2012	4.543,9	4.604,6	1.128,1	795,6	2.620,2	5.244,0	5.579,9	602,1	3.825,1	816,8
2013	4.353,4	4.407,5	1.066,0	740,7	2.546,7	5.222,8	5.546,6	573,7	3.852,7	796,4
2014	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0	776,0
2014 IV	4.278,8	4.334,6	1.081,5	724,8	2.472,5	5.200,4	5.545,1	563,4	3.861,0	776,0
2015 I	4.308,0	4.363,8	1.089,9	738,6	2.479,5	5.234,0	5.570,9	567,8	3.890,9	775,3
II	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9	771,0
III	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8	768,5
2015 maj	4.300,7	4.357,0	1.086,2	742,6	2.471,8	5.242,3	5.578,8	568,5	3.900,5	773,4
jun.	4.291,3	4.347,6	1.080,9	743,1	2.467,3	5.258,6	5.589,8	578,7	3.908,9	771,0
jul.	4.297,5	4.355,6	1.082,2	744,2	2.471,2	5.261,5	5.597,3	579,6	3.911,9	770,1
avg.	4.290,9	4.349,9	1.083,7	743,0	2.464,2	5.268,8	5.605,9	581,6	3.917,2	770,0
sep.	4.275,0	4.333,9	1.058,3	746,2	2.470,6	5.276,8	5.610,5	582,4	3.925,8	768,5
okt. <sup>(p)</sup>	4.290,6	4.351,0	1.062,3	756,3	2.472,1	5.301,1	5.628,8	594,7	3.939,1	767,3
<b>Transakcije</b>										
2012	-108,0	-74,2	6,1	-51,4	-62,7	25,5	8,0	-17,7	48,3	-5,1
2013	-132,8	-145,0	-44,4	-44,5	-43,9	-3,9	-14,8	-18,1	27,3	-13,1
2014	-58,7	-62,3	-13,7	1,4	-46,4	-15,2	6,2	-3,0	-3,4	-8,9
2014 IV	2,1	-1,1	-4,9	7,4	-0,4	7,2	3,9	-1,7	10,7	-1,9
2015 I	7,6	4,8	-1,1	7,3	1,4	19,2	11,1	2,0	17,4	-0,2
II	-1,2	0,0	-3,7	7,0	-4,4	30,7	21,1	9,3	22,5	-1,1
III	-5,7	-0,5	-19,2	4,3	9,1	23,8	25,0	5,2	19,1	-0,5
2015 maj	-1,9	-0,4	-4,0	3,9	-1,8	7,3	4,6	1,4	6,8	-1,0
jun.	-1,0	-2,4	-2,2	1,7	-0,5	18,1	8,3	8,2	10,3	-0,4
jul.	5,3	8,9	0,7	0,5	4,0	4,1	8,8	1,5	3,3	-0,6
avg.	-1,1	0,0	3,9	-0,1	-4,9	9,1	8,0	2,4	6,4	0,3
sep.	-9,9	-9,4	-23,8	3,9	10,0	10,6	8,2	1,3	9,5	-0,2
okt. <sup>(p)</sup>	16,5	19,3	3,2	10,7	2,6	15,0	9,1	3,0	12,9	-0,9
<b>Stopnje rasti</b>										
2012	-2,3	-1,6	0,5	-6,0	-2,3	0,5	0,1	-2,8	1,3	-0,6
2013	-2,9	-3,2	-4,0	-5,6	-1,7	-0,1	-0,3	-3,0	0,7	-1,6
2014	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2014 IV	-1,3	-1,4	-1,3	0,2	-1,8	-0,3	0,1	-0,5	-0,1	-1,1
2015 I	-0,6	-0,6	-0,7	2,1	-1,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	-0,7
II	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
III	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
2015 maj	-0,2	-0,3	0,4	2,4	-1,2	1,0	0,5	0,5	1,4	-0,7
jun.	-0,2	-0,4	-1,2	2,3	-0,5	1,2	0,6	1,8	1,6	-0,8
jul.	0,2	0,1	-0,6	2,5	-0,2	1,3	0,8	2,0	1,6	-0,7
avg.	0,2	0,2	0,0	2,5	-0,4	1,4	1,0	2,7	1,6	-0,5
sep.	0,1	0,1	-2,7	3,6	0,2	1,6	1,1	2,6	1,8	-0,5
okt. <sup>(p)</sup>	0,5	0,6	-2,3	5,1	0,4	1,7	1,2	2,8	2,0	-0,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Prilagojeno za posojila, ki so bila zaradi prodaje ali listinjenja izločena iz bilance stanja DFI.

## 5 Denarna statistika

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

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

	Obveznosti DFI						Sredstva DFI			
	Enote centralne ravni države <sup>2)</sup>	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno		
		Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj		
								Repo posli s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>	Obratne repo transakcije s centralnimi nasprotnimi strankami <sup>3)</sup>	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Stanja</b>										
2012	305,7	7.577,2	2.394,1	105,9	2.681,7	2.395,5	1.019,5	170,3	260,8	201,2
2013	261,7	7.310,9	2.371,1	91,5	2.507,2	2.341,0	1.146,5	150,3	183,8	122,1
2014	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2014 IV	264,6	7.184,0	2.250,6	92,0	2.384,4	2.457,0	1.385,8	217,9	184,5	139,8
2015 I	283,2	7.312,3	2.258,6	90,4	2.396,4	2.566,8	1.505,4	232,1	234,8	159,1
II	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
III	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
2015 maj	272,4	7.224,2	2.235,3	87,6	2.347,3	2.554,0	1.464,7	236,0	222,9	140,7
jun.	265,2	7.160,9	2.222,4	86,5	2.330,8	2.521,2	1.458,8	234,7	224,6	143,7
jul.	253,6	7.152,1	2.229,5	85,6	2.316,5	2.520,4	1.395,1	235,1	202,4	137,4
avg.	274,5	7.118,3	2.225,1	84,2	2.289,8	2.519,2	1.355,3	235,8	207,0	128,4
sep.	287,6	7.094,2	2.224,1	83,5	2.264,5	2.522,1	1.361,8	248,8	213,6	140,8
okt. <sup>(p)</sup>	345,3	7.108,6	2.207,8	82,1	2.256,2	2.562,4	1.395,4	309,4	196,4	144,8
<b>Transakcije</b>										
2012	-3,9	-112,9	-156,5	-10,2	-106,8	160,6	92,3	42,5	9,4	41,5
2013	-44,9	-90,0	-19,0	-14,3	-137,5	80,8	362,0	-62,8	32,2	43,9
2014	-5,7	-150,9	-121,0	1,8	-141,3	109,6	240,8	9,8	0,7	17,7
2014 IV	10,3	-77,5	-27,1	1,0	-60,5	9,1	26,4	-0,2	20,9	18,1
2015 I	15,5	-41,6	-29,4	-2,6	-55,0	45,3	0,4	32,8	50,2	19,3
II	-18,0	-86,9	-35,6	-3,9	-50,7	3,3	-0,3	-55,2	-10,2	-15,4
III	22,0	-36,6	7,1	-3,1	-58,6	17,9	-63,8	1,6	-11,0	-2,9
2015 maj	5,4	-19,0	-6,2	-1,3	-21,2	9,7	-1,3	-22,4	13,6	8,6
jun.	-7,2	-33,1	-13,4	-1,0	-10,3	-8,3	21,9	-40,2	1,6	3,1
jul.	-11,7	-4,0	10,8	-0,9	-20,3	6,5	-51,8	9,0	-22,2	-6,4
avg.	20,8	-14,3	-2,7	-1,4	-13,3	3,1	-19,4	-16,2	4,6	-9,0
sep.	12,8	-18,4	-1,0	-0,7	-25,0	8,3	7,3	8,9	6,6	12,4
okt. <sup>(p)</sup>	57,6	-33,3	-23,3	-1,3	-18,4	9,8	10,1	58,6	-17,2	4,0
<b>Stopnje rasti</b>										
2012	-1,2	-1,5	-6,1	-8,8	-3,8	7,1	-	-	2,5	26,1
2013	-14,7	-1,2	-0,8	-13,5	-5,1	3,4	-	-	10,3	23,5
2014	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
2014 III	-2,2	-2,0	-5,1	2,0	-5,6	4,6	-	-	0,4	14,5
IV	5,5	-2,6	-5,9	-0,3	-6,5	4,6	-	-	32,5	36,3
2015 I	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
II	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
2015 maj	-2,7	-2,9	-5,3	-3,8	-8,2	4,7	-	-	51,4	51,4
jun.	-6,0	-2,9	-5,3	-3,6	-7,9	4,3	-	-	31,0	20,7
jul.	-12,4	-2,9	-4,4	-5,1	-8,3	3,9	-	-	19,2	13,6
avg.	-1,4	-3,1	-4,3	-8,0	-8,5	3,6	-	-	20,3	9,8
sep.	11,8	-3,3	-3,7	-9,3	-9,1	3,0	-	-	30,5	15,7
okt. <sup>(p)</sup>	29,5	-3,4	-4,2	-10,1	-8,8	3,1	-	-	7,2	19,5

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

## 6 Državne finance

### 6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	
2011	-4,2	-3,3	-0,7	-0,2	0,0	-1,2
2012	-3,7	-3,4	-0,3	0,0	0,0	-0,6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	0,0	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2014 III	-2,6	.	.	.	.	0,1
IV	-2,6	.	.	.	.	0,1
2015 I	-2,5	.	.	.	.	0,1
II	-2,4	.	.	.	.	0,1

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

### 6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki						Odhodki						Investicijski odhodki
	Skupaj	Tekoči prihodki			Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki				Socialni prejemki <sup>3)</sup>		
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki			Sredstva za zaposlene	Vmesna poraba	Obresti				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2011	44,9	44,5	11,6	12,6	15,1	0,4	49,1	44,8	10,4	5,3	3,0	22,2	4,3
2012	46,1	45,6	12,2	12,9	15,3	0,4	49,7	45,2	10,4	5,4	3,0	22,6	4,5
2013	46,6	46,1	12,5	12,9	15,5	0,5	49,6	45,5	10,4	5,4	2,8	22,9	4,1
2014	46,8	46,3	12,5	13,1	15,5	0,5	49,4	45,4	10,3	5,3	2,7	23,1	3,9
2014 III	46,6	46,2	12,5	13,1	15,5	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,7	23,0	3,9
IV	46,7	46,2	12,4	13,1	15,5	0,5	49,3	45,3	10,3	5,3	2,6	23,1	3,9
2015 I	46,6	46,1	12,5	13,1	15,5	0,5	49,1	45,2	10,3	5,3	2,5	23,1	3,9
II	46,5	46,1	12,5	13,1	15,4	0,5	48,9	45,1	10,2	5,3	2,5	23,1	3,8

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Skupaj	Finančni instrument			Imetnik			Izvirna dospelost		Preostala dospelost			Valute	
		Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	DFI	Drugi upniki	Do 1 leta	Nad 1 leto	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute
2011	86,0	2,9	15,5	67,5	42,9	24,4	43,1	12,2	73,8	20,4	30,0	35,6	84,2	1,8
2012	89,3	3,0	17,4	68,9	45,5	26,2	43,8	11,4	78,0	19,7	31,7	37,9	87,2	2,2
2013	91,1	2,7	17,2	71,2	46,0	26,2	45,1	10,4	80,7	19,4	32,2	39,4	89,1	2,0
2014	92,1	2,7	17,0	72,4	45,3	26,0	46,8	10,1	82,0	19,0	32,1	41,0	90,1	2,0
2014 III	92,1	2,6	16,8	72,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	91,9	2,7	17,0	72,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2015 I	92,7	2,7	16,8	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	92,2	2,7	16,2	73,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Državne finance

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememba dolga <sup>2)</sup>	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga								Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti				Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno		
					Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2011	2,1	1,2	0,2	-0,4	0,2	-0,2	-0,2	-0,1	0,4	0,2	0,8	3,9
2012	3,4	0,6	0,0	1,0	0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,3	0,3	2,7	5,0
2013	1,7	0,2	-0,3	-0,6	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,4	1,9	2,7
2014	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,2	-0,3	0,0	0,0	0,1	1,1	2,6
2014 III	1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,3	0,3	1,2	2,8
IV	1,0	-0,1	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,2	1,1	2,7
2015 I	0,9	-0,1	0,0	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1	0,9	2,6
II	-0,5	-0,1	-0,9	-0,9	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,1	0,5	1,5

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

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

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

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

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

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>						
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje					Transakcije	
		Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev		Skupaj	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera		Izdaje	Odkupi
										Do 1 leta			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2012	16,2	14,1	4,9	2,1	0,5	6,3	3,8	1,7	1,1	4,0	3,1	1,6	2,2
2013	16,5	14,4	5,0	2,1	0,5	6,3	3,5	1,7	1,3	3,7	2,8	1,2	1,8
2014	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2014 III	17,3	15,2	5,7	2,1	0,5	6,4	3,2	1,5	0,5	3,5	2,8	0,9	1,6
IV	15,9	13,9	5,1	2,0	0,5	6,4	3,1	1,5	0,5	3,5	2,7	0,8	1,6
2015 I	15,4	13,4	4,6	2,0	0,5	6,5	3,1	1,3	0,3	3,5	2,9	0,6	1,7
II	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
2015 maj	15,9	13,9	5,0	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,6
jun.	15,4	13,4	4,9	2,0	0,5	6,6	3,0	1,3	0,2	3,4	2,9	0,5	1,5
jul.	15,3	13,3	4,3	2,0	0,5	6,6	2,9	1,3	0,1	3,4	2,9	0,4	1,6
avg.	15,3	13,3	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,4	2,9	0,4	1,5
sep.	15,5	13,5	4,4	2,0	0,5	6,6	2,9	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4
okt.	15,9	13,9	4,3	2,0	0,5	6,6	2,8	1,2	0,1	3,3	3,0	0,4	1,4

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

## 6 Državne finance

### 6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irski 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2011	-4,1	-1,0	1,2	-12,5	-10,2	-9,5	-5,1	-3,5	-5,7	
2012	-4,1	-0,1	-0,3	-8,0	-8,8	-10,4	-4,8	-3,0	-5,8	
2013	-2,9	-0,1	-0,1	-5,7	-12,4	-6,9	-4,1	-2,9	-4,9	
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,6	-5,9	-3,9	-3,0	-8,9	
2014 III	-3,0	0,1	-0,1	-4,6	-2,3	-5,8	-4,0	-2,7	-10,2	
IV	-3,1	0,3	0,7	-3,9	-3,5	-5,9	-3,9	-3,0	-8,8	
2015 I	-3,3	0,4	0,5	-3,6	-4,3	-5,9	-3,9	-3,0	-0,2	
II	-3,1	0,6	0,6	-3,0	-4,5	-5,4	-4,1	-2,9	-0,4	
Javni dolg										
2011	102,2	78,4	5,9	109,3	172,0	69,5	85,2	116,4	65,8	
2012	104,1	79,7	9,5	120,2	159,4	85,4	89,6	123,2	79,3	
2013	105,1	77,4	9,9	120,0	177,0	93,7	92,3	128,8	102,5	
2014	106,7	74,9	10,4	107,5	178,6	99,3	95,6	132,3	108,2	
2014 III	108,8	75,4	10,3	112,6	175,8	98,4	95,7	132,3	104,7	
IV	106,7	74,9	10,4	107,5	177,1	99,3	95,6	132,3	107,5	
2015 I	110,9	74,3	10,0	104,7	168,6	99,8	97,5	135,3	106,8	
II	109,3	72,5	9,9	102,0	167,8	99,5	97,7	136,0	109,7	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Slovaška 18	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2011	-3,4	-8,9	0,5	-2,6	-4,3	-2,6	-7,4	-6,6	-4,1	-1,0
2012	-0,8	-3,1	0,2	-3,6	-3,9	-2,2	-5,7	-4,1	-4,2	-2,1
2013	-0,9	-2,6	0,7	-2,6	-2,4	-1,3	-4,8	-15,0	-2,6	-2,5
2014	-1,5	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2014 III	-1,0	-0,7	1,3	-2,8	-2,8	-1,1	-7,4	-12,8	-2,9	-3,0
IV	-1,6	-0,7	1,4	-2,1	-2,4	-2,7	-7,2	-5,0	-2,8	-3,3
2015 I	-1,8	-0,8	1,0	-2,5	-2,0	-2,2	-7,1	-4,8	-2,8	-3,3
II	-1,9	0,3	0,8	-2,2	-1,9	-2,2	-6,4	-4,7	-2,9	-2,8
Javni dolg										
2011	42,8	37,2	19,2	69,8	61,7	82,2	111,4	46,4	43,3	48,5
2012	41,4	39,8	22,1	67,6	66,4	81,6	126,2	53,7	51,9	52,9
2013	39,1	38,8	23,4	69,6	67,9	80,8	129,0	70,8	54,6	55,6
2014	40,6	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,5	59,3
2014 III	41,2	38,0	23,0	72,1	68,3	80,7	132,3	77,9	55,6	57,9
IV	40,8	40,7	23,0	68,3	68,2	84,2	130,2	80,8	53,7	59,3
2015 I	35,7	38,0	22,3	70,0	69,2	85,0	130,4	81,8	54,2	60,3
II	36,0	37,6	21,9	68,9	67,1	86,4	128,7	80,8	54,5	62,4

Vir: Eurostat.

© **Evropska centralna banka, 2015**

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

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

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

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

ISSN 2363-3417 (spletna izdaja)  
EU kataložka številka QB-BP-15-002-EN-N (spletna izdaja)