

Ekonomski bilten

št. 6 / 2018

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	12
3 Gospodarska aktivnost	17
4 Cene in stroški	21
5 Denar in krediti	25
6 Javnofinančna gibanja	32
Okvirji	35
1 Makroekonomske posledice vse večjega protekcionizma	35
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. maja do 31. julija 2018	39
3 Cene nafte, pogoji menjave in zasebna potrošnja	45
4 Javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju: kje smo po desetih letih od finančne krize?	48
Članki	53
1 The global financial cycle: implications for the global economy and the euro area	53
2 Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations	74
3 Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years	88
Statistični podatki	S1

Ekomska in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 13. septembra sklenil, da najnovejše informacije, vključno s septembrskimi projekcijami strokovnjakov ECB, večinoma potrjujejo njegovo prejšnjo oceno o nadaljevanju široko osnovane rasti gospodarstva v euroobmočju ter o postopnem zviševanju inflacije.

Osnovni zagon gospodarstva še naprej utrjuje prepričanje Sveta ECB, da se bo v prihodnjem obdobju inflacija vzdržno približevala ciljni ravni, in sicer tudi po tem, ko se bodo neto nakupi vrednostnih papirjev postopno končali. Obenem v zadnjem času v ospredje prihajajo negotovosti, povezane z vse večjim protekcionizmom, z ranljivostmi v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter z volatilnostjo na finančnih trgih. Zato je še vedno potrebna precej spodbujevalno naravnana denarna politika, ki bo podpirala nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov in ustrezno gibanje skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Podpora se bo še naprej zagotavljala z neto nakupi vrednostnih papirjev, ki bodo potekali do konca leta, z velikim obsegom kupljenih vrednostnih papirjev in s ponovnim investiranjem zapadlih glavnic, pa tudi z razširjeno prihodnjo usmeritvijo denarne politike glede ključnih obrestnih mer ECB. Svet ECB vsekakor ostaja pripravljen, da po potrebi ustrezno prilagodi kateregakoli od instrumentov, tako da se bo inflacija še naprej vzdržno gibala v smeri inflacijskega cilja.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 13. septembra 2018

Medtem ko je svetovno gospodarstvo v prvi polovici leta 2018 ohranjalo vztrajno dinamiko rasti, se bo zagon po pričakovanjih umiril. Na razvita gospodarstva še naprej ugodno vplivajo spodbujevalne denarne politike in javnofinančne spodbude v ZDA, na aktivnost izvoznic surovin pa okrevanje cen primarnih surovin v preteklem letu. Kljub temu so se pogoji financiranja zaostrili, še zlasti za nekatera nastajajoča tržna gospodarstva. Poleg tega se je rast svetovne trgovinske menjave upočasnila, povečala pa se je tudi negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov. V srednjeročnem obdobju je pričakovati, da bo stopnja rasti svetovne gospodarske aktivnosti blizu stopnji potencialne rasti, pri čemer so proizvodne vrzeli v večini razvitih gospodarstev že zaprte oziroma se zapirajo. Svetovni inflacijski pritiski se bodo po pričakovanjih počasi krepili skladno s postopnim zmanjševanjem prostih zmogljivosti.

Na finančnih trgih se dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju večinoma niso spremenile od seje Sveta ECB v juniju 2018. Razmiki v donosnosti državnih obveznic so bili ob vztrajni politični negotovosti v Italiji volatilni. Čeprav so dobički podjetij ostali okrepljeni, so se tečaji delnic in obveznic finančnih družb euroobmočja znižali zaradi geopolitične negotovosti in naraščajoče volatilnosti v

nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na deviznih trgih se je – tehtano z utežmi trgovinskih partneric – euro večinoma okreplil.

Najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket potrjujejo, da se široko osnovana rast gospodarstva v euroobmočju nadaljuje kljub določenemu umirjanju po visoki rasti v letu 2017. BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2018 medčetrtletno realno povečal za 0,4%, kar je enaka stopnja rasti kot v drugem četrtletju. Domače povpraševanje še naprej podpirajo ukrepi denarne politike ECB. Zasebno potrošnjo spodbujata nadaljnja rast zaposlenosti, ki je deloma posledica preteklih reform na trgu dela, in naraščanje plač. Podjetniške naložbe se krepijo zaradi zelo ugodnih pogojev financiranja, vse večje dobičkonosnosti podjetij in močnega povpraševanja. Rast stanovanjskih naložb ostaja močna. Poleg tega se bo predvidoma še naprej krepila svetovna gospodarska aktivnost, kar bo podpiralo izvoz euroobmočja.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje se bo letna realna rast BDP v letu 2018 zvišala za 2,0%, v letu 2019 za 1,8%, v letu 2020 pa za 1,7%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2018 so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2018 in 2019 popravljene rahlo navzdol, in sicer predvsem zaradi manjšega prispevka tujega povpraševanja. Čeprav v zadnjem času v ospredje prihajajo tveganja, povezana z vse večjim protekcionizmom, z ranljivostmi v nastajajočih tržnih gospodarstvih ter z volatilnostjo na finančnih trgih, je tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, še vedno mogoče oceniti kot približno uravnotežena.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, avgusta 2018 upočasnila na 2,0%, potem ko je julija znašala 2,1%. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo glede na sedanje terminske cene nafte medletna stopnja skupne inflacije v preostanku leta najverjetneje gibala približno na sedanji ravni. Merila osnovne inflacije ostajajo pretežno umirjena, vseeno pa se vzpenjajo z nizkih ravni v prejšnjih obdobjih. Zaradi vse večje izkoriščenosti zmogljivosti in presežnega povpraševanja na trgu dela se domači stroškovni pritiski krepijo in širijo, kar potiska rast plač navzgor. Osnovna inflacija se bo proti koncu leta predvidoma okreplila in zatem v srednjeročnem obdobju postopno naraščala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in hitrejsa rast plač.

Takšno oceno na splošno kažejo tudi septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje, po katerih bo medletna inflacija v letih 2018, 2019 in 2020 znašala 1,7%. Inflacijski obeti se v primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema niso spremenili. Inflacija brez energentov in hrane bo predvidoma postopno naraščala z 1,1% v letu 2018 na 1,5% v letu 2019 in na 1,8% v letu 2020.

Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po napovedih leta 2018 večinoma nevtralna, leta 2019 rahlo ekspanzivna, leta 2020 pa spet večinoma nevtralna. Gledano v celoti naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju v obdobju projekcij še naprej zmanjševal, in sicer zlasti zaradi ugodnih

cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, a bo kljub temu ostal visok.

Rast širokega denarnega agregata (M3) se je v okolju zmanjšanih mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev umirila. Agregat M3 je julija narasel za 4,0%, v primerjavi s 4,5% junija. Ob določeni volatilnosti mesečnih tokov na rast M3 vse boj vpliva ustvarjanje bančnih kreditov. K rasti širokega denarja je še naprej največ prispeval ožji denarni agregat M1. Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, ki ga opažamo od začetka leta 2014, se nadaljuje. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je julija 2018 znašala 4,1%, medtem ko je medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom znašala 3,0%, kar je v obeh primerih enako kot junija. Prenos ukrepov denarne politike ECB, ki so v veljavi od junija 2014, še naprej močno podpira posojilne pogoje za podjetja in gospodinjstva, dostop do financiranja – zlasti za mala in srednje velika podjetja – ter kreditne tokove v celotnem euroobmočju. Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v drugem četrletju 2018 občutno povečali.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize sprejel naslednje sklepe. Prvič, Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še naprej pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni še vsaj čez poletje 2019, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se zagotovi nadaljnje vzdržno približevanje inflacije na raven pod 2%, a blizu te meje, v srednjeročnem obdobju. Drugič, Svet ECB bo neto nakupe v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev nadaljeval na sedanji mesečni ravni 30 milijard EUR do konca septembra. Po septembru 2018 se bodo mesečni neto nakupi vrednostnih papirjev zmanjšali na 15 milijard EUR in se izvajali do konca decembra 2018. Svet ECB pričakuje, da se bodo zatem neto nakupi zaključili, če bodo takratni podatki potrjevali srednjeročne inflacijske obete. Tretjič, Svet ECB namerava ponovno investirati izplačane glavnice zapadnih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še daljše obdobje po zaključku neto nakupov, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.

1

Zunanje okolje

Medtem ko je svetovno gospodarstvo v prvi polovici leta 2018 ohranjalo dinamiko vztrajne rasti, se bo zagon po pričakovanjih umiril, kar gre pripisati vse večjim tveganjem in negotovosti, povezani z naraščanjem protekcionizma, pa tudi ranljivostim v nastajajočih tržnih gospodarstvih in volatilnosti na finančnih trgih. Na razvita gospodarstva še naprej ugodno vplivajo spodbujevalna denarna politika in javnofinančne spodbude v ZDA, na aktivnost v izvoznicah surovin pa okrevanje cen primarnih surovin v preteklem letu. Pogoji financiranja so se kljub temu zaostrili, še zlasti za nekatera nastajajoča tržna gospodarstva. Poleg tega se je rast svetovne trgovinske menjave upočasnila, negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov pa povečala. V srednjeročnem obdobju je pričakovati, da bo stopnja rasti svetovne gospodarske aktivnosti blizu stopnji potencialne rasti. Proizvodna vrzel je v večini razvitih gospodarstev že zaprta oziroma se zapira, podpora ekonomskih politik bo sčasoma oslabela, Kitajska pa prehaja na nižjo stopnjo rasti. Svetovni inflacijski pritiski se bodo po pričakovanjih počasi krepili skladno z zmanjševanjem prostih zmogljivosti. Tveganja za svetovno aktivnost se nagibajo navzdol.

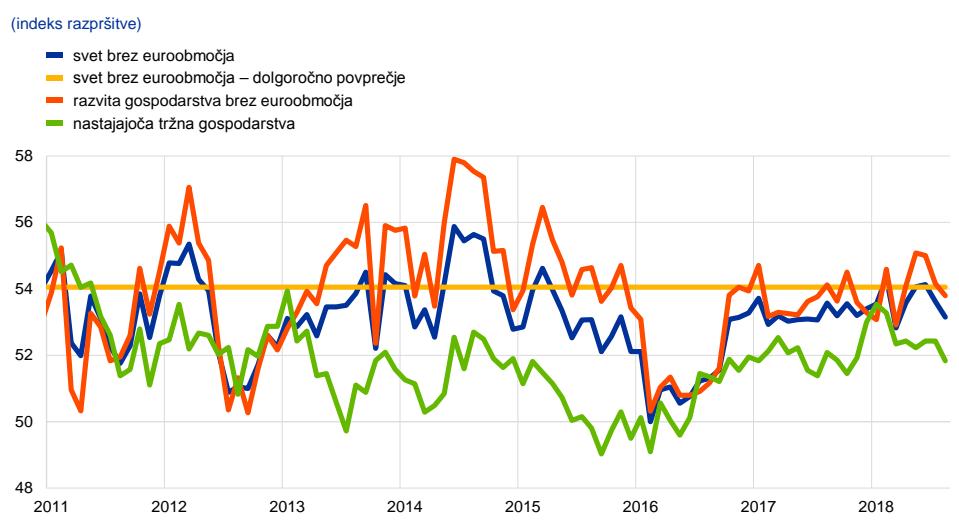
Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Kljub vse večjim tveganjem in negotovosti je svetovno gospodarstvo v prvi polovici leta 2018 še naprej vztrajno raslo. Potem ko se je rast gospodarske aktivnosti v prvem četrletju umirila, je v drugem četrletju v ZDA in na Japonskem močno oživila. Rast BDP se je nekoliko povečala tudi v Združenem kraljestvu. V nastajajočih tržnih gospodarstvih je na aktivnost ugodno vplivala neprekinjena in hitra ekspanzija v Indiji in na Kitajskem. Zagon se je v prvi polovici letosnjega leta ponovno okrepil v Rusiji, saj so ga spodbujale višje cene nafte, a oslabel v Braziliji, kjer so motnje, povezane s stawkami in politično negotovostjo, prizadele zaupanje.

Ankete kažejo, da se utegne zagon svetovne aktivnosti nekoliko umiriti. Gibanja v svetovnih predelovalnih dejavnostih so se v zadnjih nekaj mesecih umirila, svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) brez euroobmočja pa se je v avgustu nekoliko znižal in padel pod dolgoročno povprečje (graf 1). Predvsem kazalniki zaupanja potrošnikov pa kljub nedavnemu znižanju še naprej kažejo optimistično sliko.

Graf 1

Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI)



Viri: Haver Analytics, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2018. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do avgusta 2018.

Na zagon svetovnega gospodarstva bosta v prihodnje verjetno vplivala nadaljnje zviševanje carin in negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov.

ZDA so v zadnjih treh mesecih uvedle dodatne dvige carin. Izjeme, ki so EU, Kanado in Mehiko sprva še ščitile pred višjimi carinami pri uvozu jekla in aluminija, so junija prenehale veljati. Prizadete države so že napovedale povračilne ukrepe. Poleg tega so julija in avgusta začele veljati tudi carine, povezane s 301. členom ameriškega trgovinskega zakona iz leta 1974, ki zadevajo prenašanje tehnologije na Kitajsko. Omenjene carine so prizadele kitajski izvoz v ZDA v skupni vrednosti 50 milijard USD, Kitajska pa se je odzvala z zvišanimi carinami na ameriški izvoz v podobni vrednosti. Čeprav carine, uvedene doslej, vplivajo na razmeroma majhen delež svetovne trgovinske menjave, so napetosti na področju trgovine precejšnje, to pa zvišuje tudi negotovost glede obetov. Pritiski na ameriško-kitajske trgovinske odnose se ne zmanjšujejo, saj ameriška administracija pripravlja seznam carin za uvoz s Kitajsko v višini 200 milijard USD, ki je tarča drugega kroga zvišanja carin, ta pa naj bi bil napovedan ravno v času septembriske seje Sveta ECB.¹ ZDA so napovedale tudi preiskavo trgovinske menjave v avtomobilskem sektorju, s katero nameravajo ugotoviti posledice za svojo nacionalno varnost.

K povečanju napetosti na finančnih trgih je v zadnjih mesecih prispevala cela vrsta odprtih vprašanj, ki zadevajo trgovinsko menjavo, postopno normalizacijo denarne politike v razvitih gospodarstvih in negotovost glede ekonomskih politik v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

Postopna normalizacija denarne politike v ZDA se nadaljuje. Potem ko so se obrestne mere v juniju 2018 zvišale, krivulja terminskih obrestnih mer za zvezna sredstva kaže, da trgi tudi v prihodnjih mesecih pričakujejo nadaljnje zviševanje obrestnih mer. Kombinacija naraščanja obrestnih mer in močnejšega dolarja je v prvih poletnih mesecih prispevala

¹ Po seji Sveta ECB, ki je potekala 13. septembra, je ameriška administracija napovedala carine, ki bodo v prihodnje vplivale na kitajski izvoz v ZDA v višini 200 milijard USD, Kitajska pa je odgovorila z napovedjo carin na ameriški izvoz v višini 60 milijard USD. Oba ukrepa naj bi začela veljati 24. septembra 2018.

k rahli zaostritvi pogojev financiranja v nastajajočih tržnih gospodarstvih. O hudih napetostih so poročali iz nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstev, zlasti iz Argentine in Turčije, kar priča o dvomih glede verodostojnosti tamkajšnje politike in o velikih potrebah po zunanjem financiranju. Čeprav je najhujša volatilnost ostala omejena na te države, je vseeno prišlo do prelitja v druga ranljiva nastajajoča tržna gospodarstva, pri čemer so se pribitki na državne obveznice zvišali, valute pa so bile izpostavljene pritisku.

Zagon svetovnega gospodarstva se bo v bližnji prihodnosti predvidoma umiril.

Na razvita gospodarstva še naprej ugodno vpliva spodbujevalna denarna politika. Svetovna rast bo dobila zagon tudi z občutno javnofinančno spodbudo v ZDA. Poleg tega so višje cene nafte prispevale k stabilizaciji naložb v številnih državah izvoznicah nafte. Umirjanje svetovne trgovinske menjave in vse večja negotovost glede trgovinskih odnosov v prihodnosti pa naj bi vseeno prizadela zaupanje in naložbe. Negativni vpliv na zagon svetovne rasti bo predvidoma imelo tudi zaostrovanje pogojev financiranja v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih.

V srednjeročnem obdobju je pričakovati, da bo stopnja rasti svetovne

gospodarske aktivnosti blizu stopnje potencialne rasti. Proizvodna vrzel se je v številnih razvitih gospodarstvih že zaprla, podpora državnih politik pa bo postopno slabela. Na svetovno povpraševanje bo vplival tudi kitajski prehod na nižjo stopnjo rasti, ki je manj odvisna od kreditnih in javnofinančnih spodbud. Po drugi strani pa bo stabilizacija obetov v nastajajočih tržnih gospodarstvih na daljši rok nekoliko podpirla svetovno gospodarsko aktivnost. V srednjeročnem obdobju se bo dinamika svetovne gospodarske rasti predvidoma ustalila na predkrizni ravni.

Kakor kaže pregled po posameznih državah, bo gospodarska aktivnost v ZDA letos predvidoma ostala močna. Presežno povpraševanje na trgu dela skupaj z zgodovinsko nizko stopnjo brezposelnosti, stabilno delovno aktivnostjo in navzgor obrnjenim trendom rasti plač bi morali ugodno vplivati na dohodke gospodinjstev in na trošenje, krepki dobički podjetij in še vedno ugodni pogoji financiranja pa bi morali podpreti naložbe. Javnofinančne spodbude, ki so posledica davčnih reform, in višja poraba bodo v letošnjem in naslednjem letu predvidoma podpirale obete za rast, nato pa bodo leta 2020 oslabele.

Na Japonskem se bo gospodarska rast predvidoma postopno upočasnjevala. Čeprav bo spodbujevalna denarna politika ugodno vplivala na aktivnost, je pričakovati, da bodo rast dušile oslabljena javnofinančna podpora in vse močnejše omejitve proizvodnih zmogljivosti. Plače zaradi presežnega povpraševanja na trgu dela zmerno naraščajo, kar bo predvidoma ugodno vplivalo na trošenje gospodinjstev. Inflacija naj bi kljub temu ostala pod vrednostjo 2%, ki si jo je za cilj zastavila japonska centralna banka.

Obeti v Združenem kraljestvu kažejo na zmerno rast, saj ostaja domače povpraševanje umirjeno. Umirjanje inflacije bi moralno kljub negotovim gospodarskim obetom spodbujati potrošnjo. Negotovost, ki spremlja pogajanja o brexitu, pa bo po pričakovanjih vplivala na naložbe v srednjeročnem obdobju.

V srednje- in vzhodnoevropskih državah bo rast BDP po projekcijah kratkoročno ostala krepka.

Gospodarsko aktivnost poganjajo močne naložbe, povezane s sredstvi EU, krepka potrošnja gospodinjstev in izboljšanje na trgu dela. Gospodarska aktivnost se bo na srednji rok predvidoma upočasnjevala proti potencialni stopnji rasti.

Zadnji podatki kažejo, da se aktivnost na Kitajskem kratkoročno umirja.

Umirjanje stanovanjskega trga in zapozneli učinki zaostrenih pogojev financiranja iz preteklosti utegnejo negativno vplivati na rast, višje carine, ki jih uvajajo ZDA, pa bodo po pričakovanjih zavirale trgovinsko menjavo. Spodbujevalna denarna politika in nekatere finančne spodbude bi kratkoročno vseeno morale prispevati k ohranjanju rasti gospodarske aktivnosti. Srednjeročno se predvideva, da bo nadaljnji napredek pri izvajanju strukturnih reform privedel do mirne upočasnitve in zmerne uravnoteženja kitajskega gospodarstva.

Gospodarska aktivnost v velikih izvoznicah surovin se bo po projekcijah zmerno okreplila.

Na obete v Rusiji ugodno vplivajo letošnji dvig cen nafte, razmeroma nizka inflacija ter okrepljeno zaupanje podjetij in potrošnikov. Po drugi strani bodo nedavno uvedene ameriške sankcije, zaradi katerih se bo povečala politična negotovost, verjetno zaviralno vplivale na kratkoročno rast. Srednjeročno se bo gospodarska aktivnost predvidoma krepila po zmerski stopnji, kar je posledica poslovnega okolja, polnega izzivov, pa tudi šibkih naložb v osnovna sredstva ter opuščanja strukturnih reform, ki šibi gospodarski potencial Rusije. Na kratkoročne obete v Braziliji negativno vplivajo politična negotovost in motnje, ki so posledica stavk. Na daljši rok naj bi potrošnjo vseeno podprli izboljšane razmere na trgu dela in nadaljevanje spodbujevalne denarne politike, pri čemer pa tudi inflacijski pritiski ostajajo zmerski.

Turčija se bo v prihodnjih mesecih po pričakovanjih spoprijela s težavno

prilagoditvijo. Hitra gospodarska rast v preteklih mesecih je privedla do občutnega pregrevanja. Nedavna depreciacija valute, do katere je prišlo vzporedno z odlivom kapitala in močnimi inflacijskimi pritiski, napoveduje naglo poslabšanje gospodarskega okolja. Kazalniki že kažejo na rahlo upočasnitev, ki se bo po pričakovanjih okreplila že v kratkoročnem obdobju.

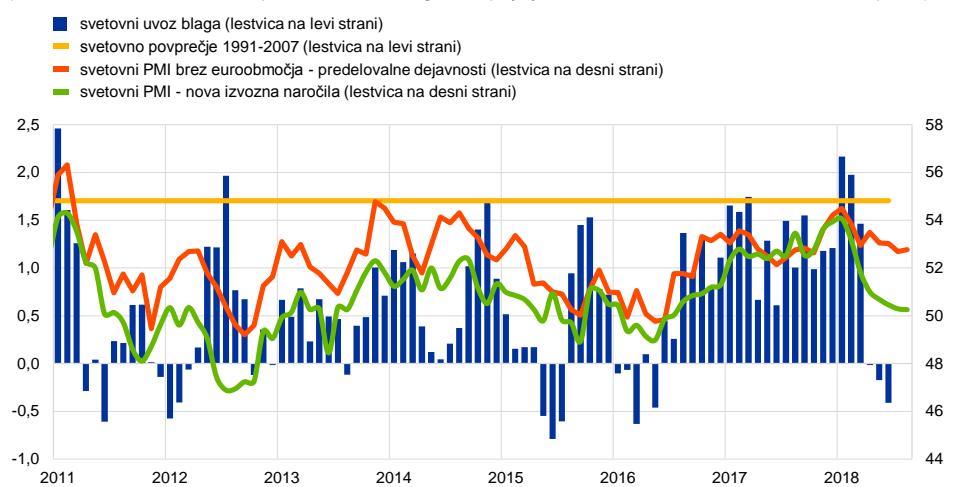
Kazalniki svetovne trgovinske menjave po visoki rasti v letu 2017 nakazujejo

upočasnitev v prvi polovici letosnjega leta. Po podatkih CPB se je obseg uvoza blaga junija znižal za 0,4% (medčetrletno). Slika upočasnjevanja svetovne trgovinske menjave je skladna z drugimi kazalniki (graf 2).

Graf 2

Svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje tri mesece; lestvica na desni strani: indeks razprtitev)



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2018 (svetovni PMI za predelovalne dejavnosti in svetovni PMI za nova izvozna naročila) in na junij 2018 (trgovinska menjava).

Svetovna trgovinska menjava bo v bližnji prihodnosti po pričakovanjih ostala umirjena. Na prihodnjo trgovinsko menjavo bo negativno vplival okrepljen trgovinski protekcionizem. Carine, uvedene do zdaj, vplivajo na razmeroma majhen delež svetovne trgovinske menjave. A čeprav so neposredni učinki zvišanih carin na trgovinsko menjavo v večini držav majhni, se je zaradi njih vseeno okreplila zaskrbljeno glede širših obetov za trgovinsko politiko in svetovno gospodarstvo. Omenjena negotovost glede prihodnjih trgovinskih odnosov bo po pričakovanjih oslabila zaupanje in naložbe, to pa bo vplivalo tudi na obete za svetovno trgovinsko menjavo. Ta bo v srednjeročnem obdobju po projekcijah rasla približno usklajeno z rastjo gospodarske aktivnosti.

Svetovna gospodarska rast bo v obdobju projekcij predvidoma upadla. Po letošnjih septembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov ECB se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja v letu 2018 predvidoma zvišala na 3,9%, nato pa se bo v letih 2019 in 2020 zmanjšala na 3,7%. Ta napoved temelji na pričakovani kratkoročni upočasnitvi aktivnosti v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih, saj so se pogoji financiranja tam zaostrili. Na daljši rok se bo rast v razvitih gospodarstvih po projekcijah upočasnila in se približala potencialni rasti. Istočasno je pričakovati, da se bo stopnja rasti na Kitajskem postopoma umirila. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo s 4,1% v letu 2018 po napovedih zmanjšala na 3,6% v letih 2019 in 2020. V primerjavi s projekcijami iz junija 2018 je bila napoved svetovne rasti BDP za leti 2018 in 2019 popravljena navzdol, kar je posledica slabših obetov v nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Navzdol je bila popravljena tudi rast zunanjega povpraševanja euroobmočja, in sicer zaradi manjšega zagona, ki ga je bilo zaznati iz podatkov o trgovinski menjavi, in zaradi učinkov napovedane šibkejše gospodarske aktivnosti.

Ravnotežje tveganj glede svetovne trgovinske menjave se nagiba navzdol. Na pozitivni strani bi lahko imel sveženj javnofinančnih spodbud v ZDA večji vpliv na

aktivnost od pričakovanega, na negativni pa v bližnji prihodnosti ostaja precejšnja verjetnost izrazitega trgovinskega protekcionizma, ki bi lahko močno prizadel svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo. Druga navzdol usmerjena tveganja so povezana z možnim nadaljnjam zaostrovanjem svetovnih pogojev financiranja, zlasti v nastajajočih tržnih gospodarstvih, z motnjami, ki so posledica reform na Kitajskem, ter z geopolitično negotovostjo predvsem zaradi tveganj v zvezi z brexitom.

Svetovna cenovna gibanja

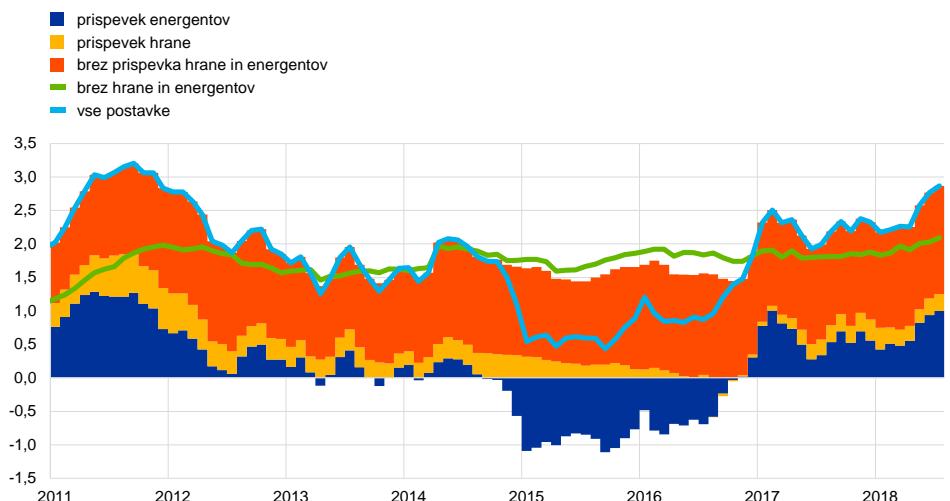
Cene nafte so bile v zadnjih tednih volatilne. V prvih poletnih mesecih so se cene nafte znižale, saj so se s prenehanjem motenj v Libiji izboljšali obeti glede ponudbe, pokazale pa so se tudi možnosti za povečano ponudbo iz držav članic OPEC in iz Rusije. To pomeni, da je bila predpostavka glede cen nafte, na kateri so temeljile makroekonomske projekcije, ki so jih septembra 2018 pripravili strokovnjaki ECB, v kratkoročnem obdobju približno 7,5% nižja od vrednosti, uporabljeni v predhodnih projekcijah. Po presečnem datumu za projekcije pa so cene nafte spet zrasle ter 12. septembra dosegle 80 USD za sod. Zadnje zvišanje je bilo posledica odziva trga na zaloge surove nafte v ZDA, ki so bile nižje od pričakovanih, zaradi česar so se tudi razmere na trgu zaostrike hitreje, kot je bilo sprva pričakovati.

Preteklo zvišanje cen nafte povzroča pritiske na okrepljeno svetovno rast cen življenjskih potrebščin. Inflacija v državah članicah OECD, merjena z indeksom cen življenjskih potrebščin (CPI), se je julija povečala na 2,9%. Brez upoštevanja hrane in energentov se je inflacija rahlo povečala in doseгла 2,1%, kar pomeni nadaljevanje zelo umirjenega trenda naraščanja iz preteklega leta (graf 3). Po drugi strani so pritiski na rast plač kljub presežnemu povpraševanju na trgu dela v vseh razvitih gospodarstvih ostali razmeroma šibki.

Graf 3

Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

V prihodnjem obdobju se svetovni inflacijski pritiski predvidoma ne bodo bistveno spremenjali.

Po nedavnem dvigu cen nafte se bodo izvozne cene konkurenčnih v euroobmočju po pričakovanjih kratkoročno zvišale. Na daljši rok pa trenutna krivulja terminskih cen nafte kaže na zmerno znižanje cen nafte, kar pomeni manjši prispevek cen energentov k svetovni inflaciji. Po drugi strani pa bo zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni po projekcijah rahlo podpiralo inflacijo.

2

Finančna gibanja

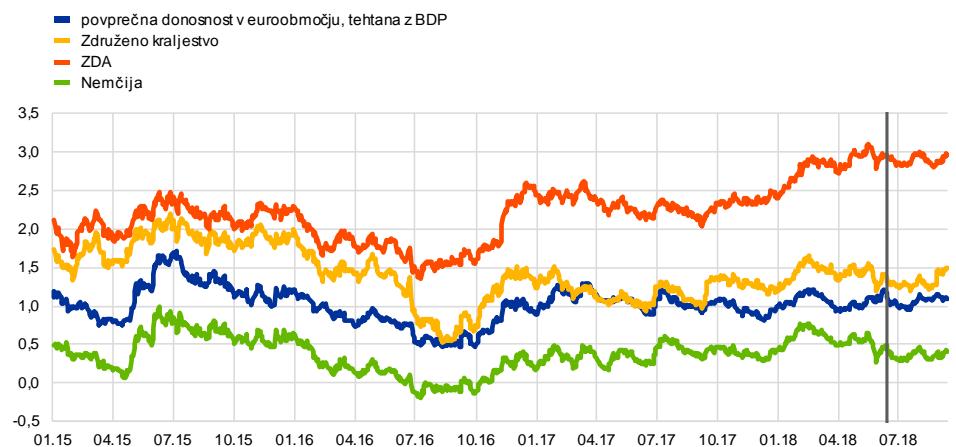
Od letošnje junajske seje Sveta ECB so dolgoročne netvegane obrestne mere v euroobmočju večinoma ostale nespremenjene. Ob vztrajni politični negotovosti v Italiji so razmiki v donosnosti državnih obveznic volatilni. Čeprav je rast podjetniškega dobička še vedno močna, so se ob geopolitični negotovosti in naraščajoči volatilnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih tečaji delnic in obveznic finančnih družb v euroobmočju znižali. Na deviznih trgih se je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno okrepil.

Donosnost dolgoročnih državnih obveznic je ostala v euroobmočju in ZDA večinoma nespremenjena. V obravnavanem obdobju (tj. od 14. junija do 12. septembra) sta netvegana obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju in donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, ostali nespremenjeni pri 0,75% oziroma 1,10%. V ZDA se je donosnost 10-letnih državnih obveznic povečala za 3 bazične točke na 2,96%, zato se je razmak glede na donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja še povečal in dosegel rekordno visoko raven.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

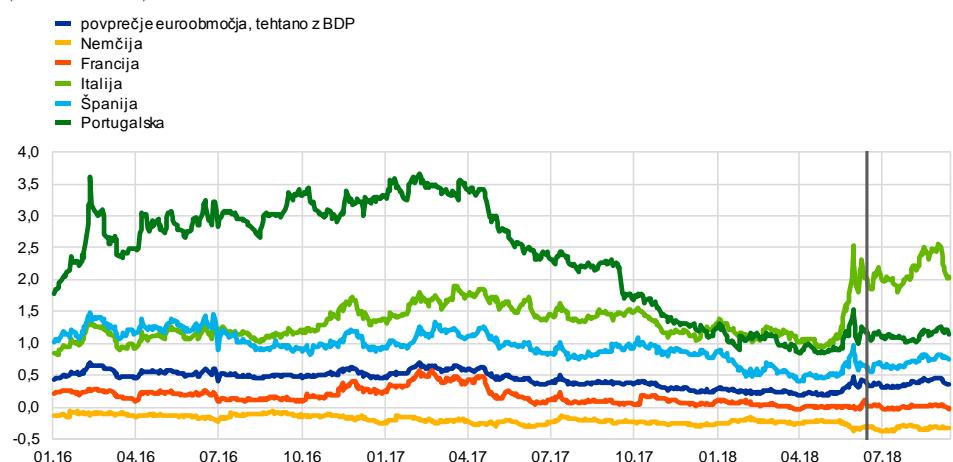
Opombe: Dnevni podatki. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. junij 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 12. september 2018.

Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so bili volatilni, vendar ostajajo v primerjavi z junijem večinoma nespremenjeni. Razmere na trgu državnih obveznic so v celotnem obravnavanem obdobju ostale volatilne, pri čemer so se razmiki v donosnosti italijanskih državnih obveznic ob ponovnih napetostih na trgu povečali (glej graf 5). To je v različni meri vplivalo tudi na trge državnih obveznic v drugih državah euroobmočja. Od 14. junija je povprečna donosnost 10-letnih državnih obveznic, tehtana z BDP, na splošno ostala nespremenjena in je 12. septembra znašala 36 bazičnih točk.

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

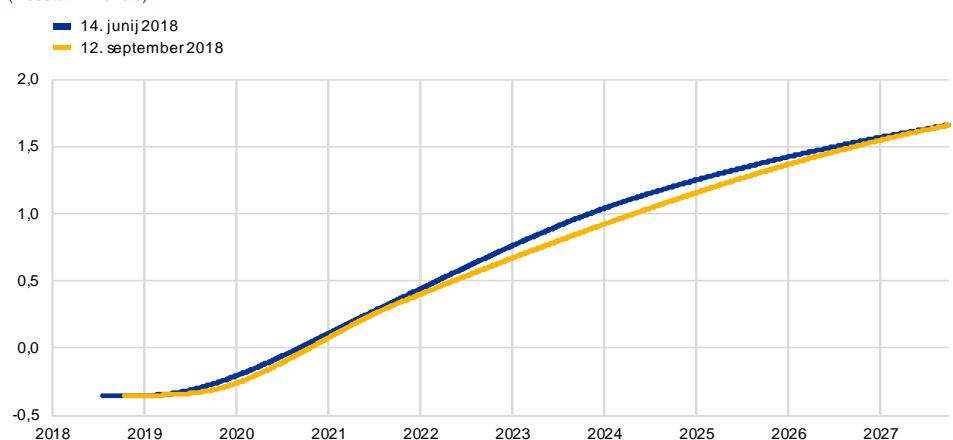
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. junij 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 12. september 2018.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (indeksa transakcij čez noč v eurih) je v obravnavanem obdobju ostala približno nespremenjena. Udeleženci na trgu so popravili svoja pričakovanja glede obrestnih mer pri srednjih ročnostih, zato se je krivulja malenkostno izravnala (glej graf 6). Krivulja je pri ročnostih do leta 2020 še vedno negativna, kar je mogoče pripisati tržnim pričakovanjem, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne.

Graf 6

Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



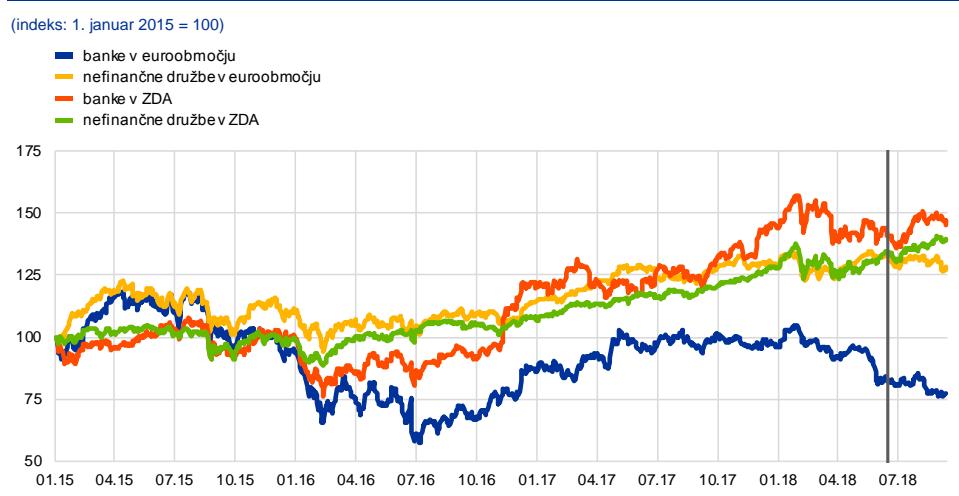
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Širši indeksi tečajev delnic v euroobmočju so se ob povečevanju geopolitične negotovosti znizali. V obravnavanem obdobju so tečaji delnic finančnih družb v euroobmočju izgubili okrog 4%, tečajih delnic nefinančnih družb v euroobmočju pa

okrog 5% vrednosti (glej graf 7). Ob sedanjih nihanjih na trgih državnih obveznic, geopolitični negotovosti in vse večji volatilnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih se je v obravnavanem obdobju volatilnost delniških trgov v euroobmočju povečala. V celoti gledano na delniške tečaje v euroobmočju še naprej spodbudno vplivajo ugodni obeti glede dobička podjetij, kar je mogoče pripisati ugodnemu makroekonomskemu okolju v euroobmočju.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. junij 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 12. september 2018.

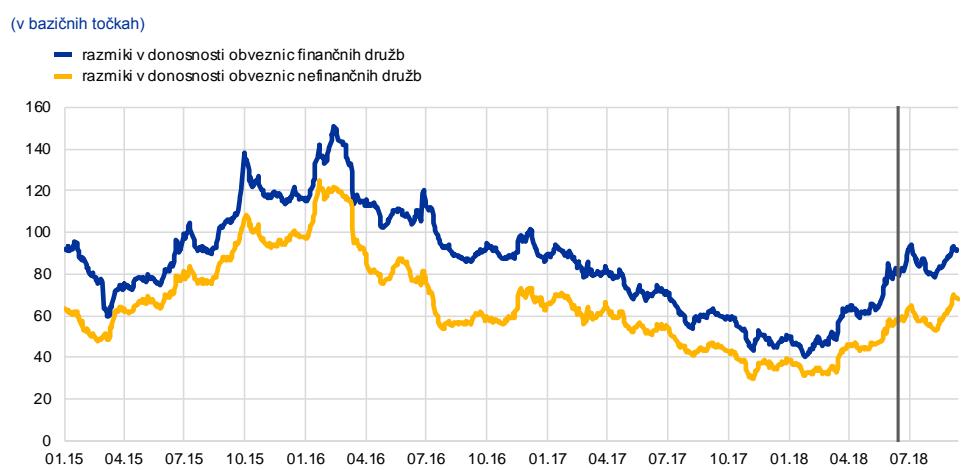
EONIA se je v obravnavanem obdobju gibala na ravni okrog –36 bazičnih točk.

Presežna likvidnost se je zaradi nakupov vrednostnih papirjev v okviru Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev in zmanjšanja avtonomnih dejavnikov povečala za okrog 87 milijard EUR na okrog 1.909 milijard EUR.

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se v obravnavanem obdobju povečali. Od konca junija se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda glede na netvegano obrestno mero povečal za 10 bazičnih točk na 69 bazičnih točk (glej graf 8). Donosnost obveznic finančnega sektorja se je povečala nekoliko bolj, zato se je razmik v donosnosti povečal za okrog 12 bazičnih točk. Povečanje ni posledica večje verjetnosti neplačila, ampak prevrednotenja tveganj. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic ostajajo precej manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja in nato pred začetkom njegovega izvajanja.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

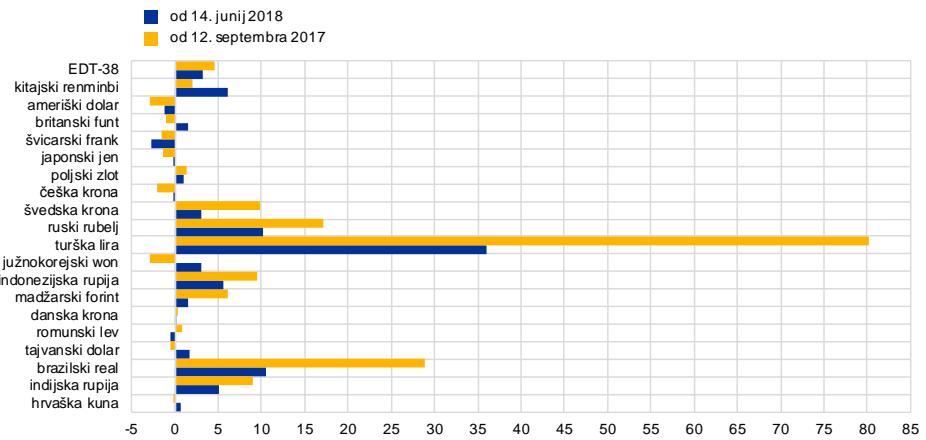
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (14. junij 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 12. september 2018.

Na deviznih trgih se je euro, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, na splošno okreplil (glej graf 9). V obravnavanem obdobju se je nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, zvišal za 3,3%. Euro se je efektivno okreplil, čeprav je ob povečanem zanimanju vlagateljev za varne valute in močni deprecacijski valut nekaterih nastajajočih tržnih gospodarstev oslabel v razmerju do ameriškega dolarja in švicarskega franka. Kar zadeva gibanje dvostranskih deviznih tečajev, je euro oslabel v razmerju do ameriškega dolarja (za 1,2%), deloma zaradi pričakovanj glede prihodnje naravnosti denarne politike ameriške centralne banke in ECB, ter v razmerju do švicarskega franka (za 2,7%), medtem ko se tečaj v razmerju do japonskega jena ni spremenil. Nasprotno je euro v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev večinoma apreciral, vključno s kitajskim renminbijem (za 5,4%) ter zlasti turško liro, brazilskim realom in ruskim rubljem, tj. nekaterimi izmed valut nastajajočih tržnih gospodarstev, ki imajo v efektivnem deviznem tečaju eura največje trgovinske uteži. Apreciiral je tudi v razmerju do britanskega funta (za 1,5%) in valut večine držav članic EU zunaj euroobmočja.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 12. septembra 2018.

3

Gospodarska aktivnost

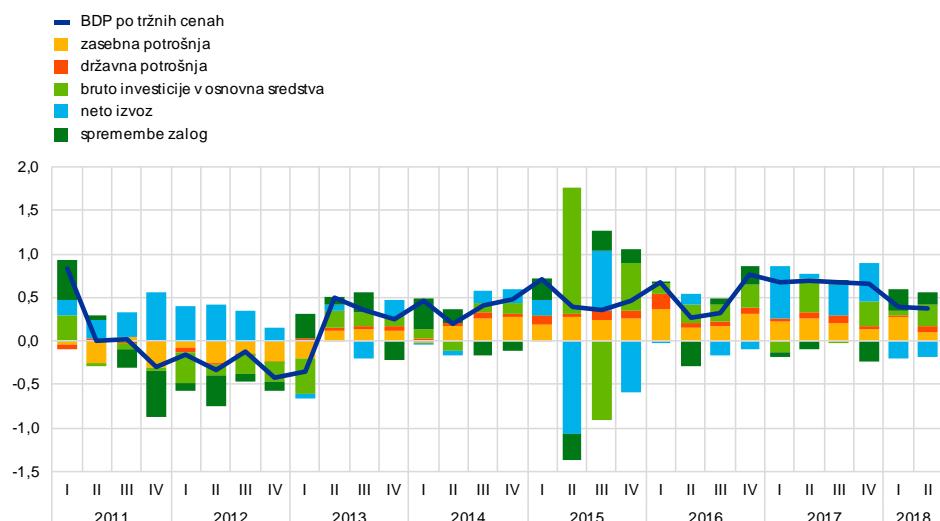
Najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket kljub delni umiritvi, ki je sledila močni rasti v letu 2017, na splošno potrjujejo trenutno široko osnovano rast gospodarstva v euroobmočju. Realno rast BDP v euroobmočju podpira predvsem rast zasebne potrošnje in naložb. Po letošnjih septembrskih makroekonomskej projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2018 znašala 2,0%, v letu 2019 1,8%, v letu 2020 pa 1,7%. V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2018 so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2018 in 2019 popravljene rahlo navzdol, predvsem zaradi malo manjšega prispevka tujega povpraševanja.

Rast se je v prvih dveh četrtletjih 2018 umirila, vendar je še vedno zajemala vse države euroobmočja. Realni BDP se je v prvih dveh četrtletjih leta po 10. Upočasnjena rast na začetku leta je bila v veliki meri povezana s šibkejšim tujim povpraševanjem, omejitve zmogljivosti pa so se še zaostrike. Rast je v drugem četrtletju 2018 še naprej najbolj spodbujalo domače povpraševanje (zlasti izdatki za naložbe v osnovna sredstva). V drugem četrtletju so tako kot v predhodnem četrtletju spremembe zaloga pozitivno prispevale k realni rasti BDP, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave negativen. Na proizvodni strani je gospodarsko aktivnost v drugem četrtletju podpirala predvsem močna rast v storitvenem in gradbenem sektorju, medtem ko se je dodana vrednost v industriji (brez gradbeništva) povečala nekoliko manj.

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

(medčetrtletne spremembe v odstotkih; četrtletni prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2018.

Rast zaposlenosti je v drugem četrtletju leta ostala močna. Zaposlenost se je v drugem četrtletju 2018 še povečala, in sicer medčetrtletno za 0,4% (glej graf 11), tako da zdaj za 2,4% presega najvišjo predkrizno raven, zabeleženo v prvem četrtletju

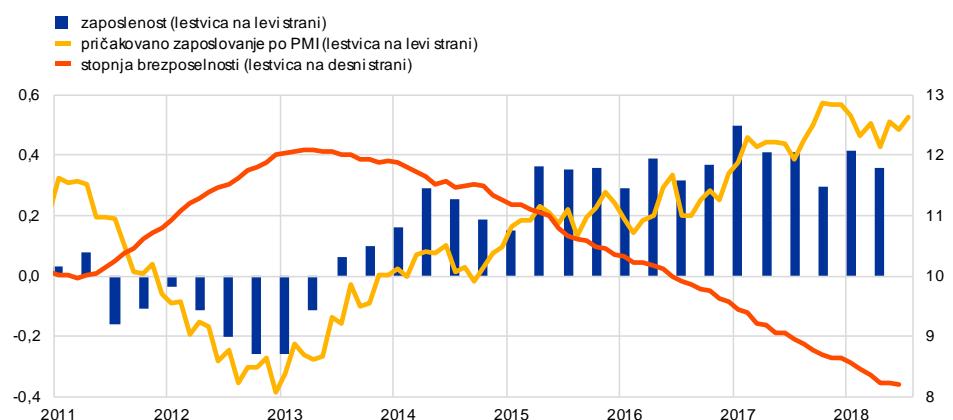
2008. Zaposlenost se je povečala v večini držav euroobmočja, in to v vseh panogah. Odkar je zaposlenost v drugem četrtletju 2013 dosegla najnižjo raven, znaša kumulativna rast števila zaposlenih v euroobmočju 9,2 milijona. Število opravljenih delovnih ur na zaposlenega se je v prvem četrtletju zmanjšalo, v drugem četrtletju pa povečalo za 0,3%. Doslej je povprečno število opravljenih delovnih ur med okrevanjem ostalo približno nespremenjeno, kar je predvsem posledica več strukturnih dejavnikov, med katerimi so velik delež delavcev s krajšim delovnim časom v skupni zaposlenosti in drugi učinki sestave.

Kratkoročni kazalniki kažejo, da se je trg dela v tretjem četrtletju 2018 še dodatno krepil. Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je julija dosegla 8,2% – najnižjo raven od novembra 2008. Anketni kazalniki so se nekoliko umirili po zelo visokih ravneh, vendar še vedno kažejo nadaljnjo rast zaposlenosti v tretjem četrtletju 2018. Kazalniki pomanjkanja delavcev so se sicer nekoliko umirili v nekaterih panogah in državah, vendar ostajajo na rekordno visoki ravni.

Graf 11

Zaposlenost v euroobmočju, pričakovano zaposlovanje po PMI in brezposelnost

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



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

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

Gibanje zasebne potrošnje še vedno najbolj narekujejo okrevanje na trgu dela in okrepljene bilance gospodinjstev. Zasebna potrošnja se je v drugem četrtletju 2018 medčetrtletno povečala za 0,2%, potem ko je bila rast v prvem četrtletju nekoliko močnejša. Zadnja gibanja v trgovini na drobno in v številu registracij novih osebnih avtomobilov se večinoma ujemajo z vztrajno rastjo potrošnje v bližnji prihodnosti. Z dolgoročnejšega vidika vse višji dohodki od dela podpirajo trden temeljni zagon zasebne potrošnje, kar je razvidno tudi iz večjega zaupanja potrošnikov. Poleg tega je krepitev bilanc gospodinjstev še vedno pomemben dejavnik, ki prispeva k vztrajni rasti potrošnje, saj je kreditna sposobnost gospodinjstev odločilna za njihov dostop do kreditov. Nedavno zvišanje cen nafte najbrž ne bo močno vplivalo na rast realnega razpoložljivega dohodka in zasebne potrošnje (glej okvir 3).

Sedanje okrevanje na stanovanjskih trgih naj bi še naprej spodbujalo rast, čeprav manj izrazito. Stanovanjske investicije so se v drugem četrtletju 2018 zaradi nadaljevanja okrevanja v številnih državah euroobmočja in v euroobmočju kot celoti

povečale za 0,8%. Zadnji kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo pozitiven, vendar upočasnjen zagon. Gradbena aktivnost na področju visokih gradenj se je spet okrepila in je junija, ko se je povečala za 0,1 odstotne točke v primerjavi z majem in za 0,3 odstotne točke v primerjavi s prejšnjim četrtletjem, skoraj dosegla najvišjo raven v zadnjih sedmih letih. Kazalniki Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu zadnjih nekaj mesecev kažejo pozitiven, čeprav počasnejši zagon v tretjem četrtletju 2018. Nasprotno se je kazalnik indeksa vodij nabave (PMI) za gradbeno aktivnost julija zmanjšal na 50,3, kar pomeni najpočasnejšo rast v zadnjih 21 mesecih, avgusta pa se je spet povečal na 51,0. Stanovanjska komponenta je v zadnjih dveh mesecih upadala hitreje. Vendar pa kazalniki PMI in kazalniki zaupanja še naprej precej presegajo dolgoročno povprečje.

Podjetniške investicije bodo po pričakovanjih še naraščale ob podpori ugodnih pričakovanj o dobičku, spodbujevalnih pogojev financiranja in potreb podjetij po povečanju svojih proizvodnih zmogljivosti. Podjetniške investicije bodo predvidoma solidno naraščale, in sicer skladno z visokim vrednotenjem podjetij. Pričakovanja o dobičku v javnih delniških družbah v euroobmočju še naprej podpirajo investicije, ugodni pogoji financiranja pa so razvidni iz večjega obsega posojil nefinančnim družbam. Investicije naraščajo tudi v panogah, ki se soočajo z omejenimi zmogljivostmi. Proizvajalci strojev in opreme, na primer v sektorju transportnih dejavnosti, namreč povečujejo svoje proizvodne zmogljivosti, da bi lahko zadovoljili naraščajoče povpraševanje.

Izvoz euroobmočja se je rahlo izboljšal in se je po zmanjšanju v prvem četrtletju povečal za 0,6% v drugem četrtletju 2018. K okrevanju je prispeval izvoz blaga in v manjši meri storitev (medčetrtletno za 0,7% oziroma 0,3%), kar je bilo predvsem posledica nadaljnjega izvoza znotraj euroobmočja. Izvoz v države zunaj euroobmočja je ostal umirjen, pri čemer se je izvoz v Azijo le malo povečal, izvoz v Severno Ameriko pa se je zmanjšal, kar je izravnalo izrazito pozitivna gibanja iz predhodnih četrtletij. Anketni kazalniki za nova naročila v industriji na svetovni ravni in v euroobmočju napovedujejo nadaljnjo umirjeno rast izvoza v tretjem četrtletju.

Gledano v celoti najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket potrjujejo trenutno široko osnovano rast gospodarstva v euroobmočju. Industrijska proizvodnja (brez gradbeništva) se je julija zmanjšala, vendar iz posameznih panog in večjih držav euroobmočja prihajajo mešani signali. Kar zadeva anketne podatke, se je kazalnik gospodarske klime Evropske komisije julija in avgusta še naprej zmanjševal, vseeno pa ostaja visoko nad dolgoročnim povprečjem. Sestavljeni indeks PMI o gospodarski aktivnosti se je stabiliziral vse drugo četrtletje ter je ostal julija in avgusta bolj ali manj stabilen na ravneh, ki kažejo nadaljnjo solidno rast.

Sedanja močna gospodarska rast, ki je zajela vse panoge, naj bi se nadaljevala. Ukrepi denarne politike ECB še naprej podpirajo domače povpraševanje. Zasebno potrošnjo spodbujata nadaljnja rast zaposlenosti, ki je deloma odraz preteklih reform na trgu dela, in rast plač. Podjetniške investicije spodbujajo ugodni pogoji financiranja, vse večja dobičkonosnost podjetij in stabilno povpraševanje. Stanovanjske investicije ostajajo močne. Poleg tega se bo predvidoma še naprej krepila svetovna gospodarska aktivnost, kar bo podpiralo izvoz euroobmočja.

Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2018 znašala 2,0%, v letu 2019 1,8%, v letu 2020 pa 1,7% (glej graf 12). V primerjavi z makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema iz junija 2018 so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2018 in 2019 popravljene rahlo navzdol, predvsem zaradi malo manjšega prispevka tujega povpraševanja. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, lahko še vedno ocenimo kot približno uravnotežena. Hkrati so tveganja, povezana z naraščanjem protekcionizma, ranljivostjo nastajajočih tržnih gospodarstev in finančno volatilnostjo, v zadnjem času pridobila večji pomen.

Graf 12

Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(četrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 13. septembra 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razpona je dvakratnik povprečne absolutne vrednosti teh razlik. Metoda za izračun razponov, ki vključuje popravek za izjemne dogodke, je opisana v dokumentu »[New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges](#)«, ECB, december 2009, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, rahlo znižala z 2,1% v juliju 2018 na 2,0% v avgustu. Merila osnovne inflacije ostajajo pretežno umirjena, vseeno pa se vzpenjajo z nizkih ravni v prejšnjih obdobjih. Zaradi vse večje izkoriščenosti zmogljivosti in presežnega povpraševanja na trgu dela se domači stroškovni pritiski krepijo in širijo, kar potiska rast plač navzgor. Kar zadeva prihodnja gibanja, se bo osnovna inflacija proti koncu leta predvidoma okreplila in zatem v srednjoročnem obdobju postopno naraščala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in hitrejša rast plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2018 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letih 2018, 2019 in 2020 znašala 1,7%, kar je enako, kot so predvidevale junajske projekcije strokovnjakov Eurosistema.

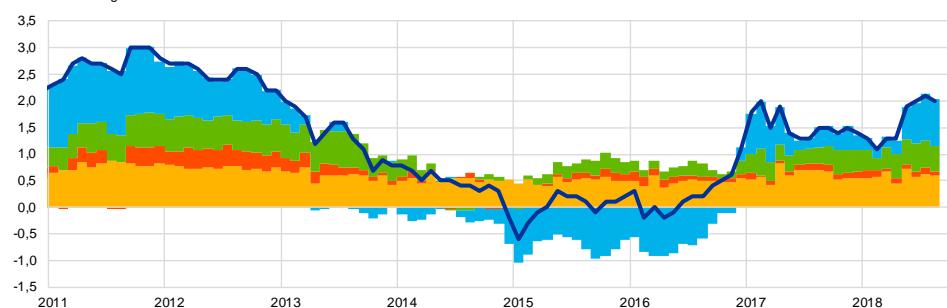
Skupna inflacija se je avgusta rahlo znižala. Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju avgusta 2018 znižala na 2,0%, potem ko je julija znašala 2,1% (glej graf 13). To je bila posledica nižje inflacije brez emergentov in hrane (HICPX) pa tudi nižje rasti cen emergentov. Vendar je gledano v celoti rast cen emergentov s stopnjo rasti okrog 9% še naprej znatno prispevala k skupni inflaciji, predvsem zaradi zvišanja cen nafte v zadnjih mesecih in zaradi baznih učinkov.

Graf 13

Prispevek skupin k skupni inflaciji v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP
- storitve
- industrijsko blago brez emergentov
- hrana
- emergenti



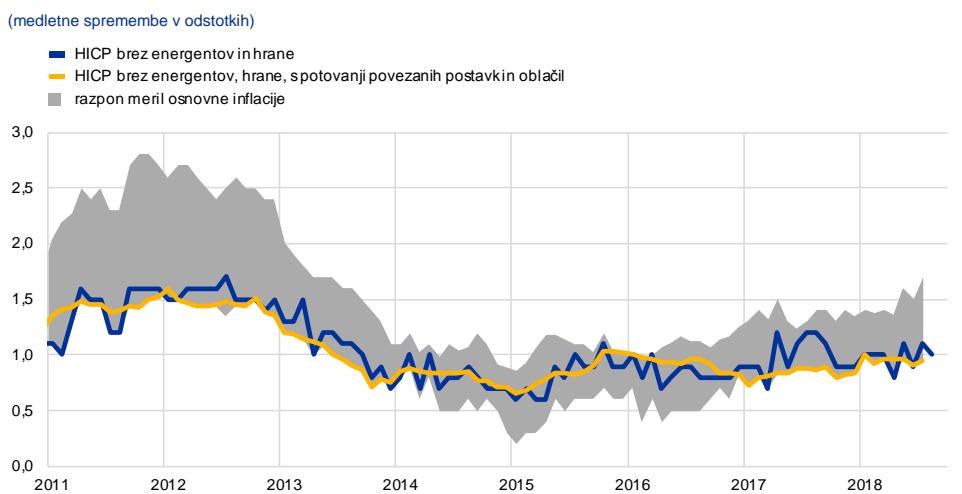
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2018 (prva ocena).

Merila osnovne inflacije so ostala pretežno umirjena, vseeno pa se postopno izboljšujejo. Inflacija brez emergentov in hrane je avgusta znašala 1,0%, v primerjavi z 1,1% julija. K znižanju inflacije brez emergentov in hrane sta prispevala tako gibanje cen storitev kot tudi gibanje cen industrijskega blaga razen emergentov. Na podlagi razpoložljivih podatkov je rahlo znižanje vsaj deloma posledica prehodnih dejavnikov, kakršna je sezonska volatilnost s potovanji povezanih storitev ali postavki oblačil zaradi drugačne časovne razporeditve poletnih razprodaj. Gledano dlje od kratkoročnih mesečnih gibanj, razpon meril osnovne inflacije po nizkih ravneh v letu 2016 kaže navzgor usmerjeno krivuljo (glej graf 14). Kar zadeva prihodnje obdobje, bo

preteklo zvišanje cen energentov najverjetneje prispevalo tudi k zvišanju meril osnovne inflacije zaradi prevladajoče vloge energentov v proizvodnji drugega blaga in storitev. Posredni učinki na inflacijo se pokažejo pozneje kot neposredni učinki na postavke energentov v indeksu HICP, kot je na primer gorivo za prevoz ali ogrevanje, ker morajo prodreti skozi dobavno verigo.²

Graf 14
Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez energentov in nepredelane hrane; HICP brez energentov in hrane; HICP brez energentov, hrane, s potovanji povezanimi postavki in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina; tehtana mediana HICP. Zadnji podatki so za avgust 2018 (prva ocena) pri inflaciji brez energentov in hrane ter za julij 2018 pri vseh drugih spremenljivkah.

Cenovni pritiski na postavke industrijskega blaga razen energentov v indeksu HICP so se še naprej postopoma povečevali. Medtem ko so prehodni dejavniki prispevali k upadu rasti potrošniških cen industrijskega blaga razen energentov (z 0,5% v juliju na 0,3% v avgustu), pa so se pritiski iz cenovne verige še naprej povečevali. Rast cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri proizvajalcih se je zvišala z 0,5% v juniju na 0,6% v juliju, kar je najvišja vrednost po letu 2012 in označuje nadaljevanje postopne krepitve z nizkih ravni okrog 0,0% v letu 2016. Rast uvoznih cen je od maja 2018 postajala vse manj negativna in je julija dosegla 0,0%, zato so se zmanjšali pritiski na zniževanje cen iz tega elementa v skupni cenovni verigi industrijskega blaga razen energentov. Kar zadeva proizvode za vmesno porabo v zgodnejših fazah dobavne verige, se je rast proizvajalčevih cen industrijskih proizvodov zvišala s 3,0% v juniju na 3,2% v juliju, rast uvoznih cen pa se je zvišala s 3,0% na 3,4%.

Nedavna dinamika rasti plač nakazuje nadaljnji trend naraščanja in daje sklepati na postopno krepitev domačih stroškovnih pritiskov. Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v drugem četrtletju 2018 zvišala na 2,3%, v primerjavi z 1,9% v prvem četrtletju 2018 in 1,8% v zadnjem četrtletju 2017. Rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je zdaj na občutno višji ravni kot v prvi polovici leta 2016 (glej graf 15). Zadnje zvišanje je predvsem posledica povečanja medletne

² Več informacij je v okvirju z naslovom »[Posredni učinki gibanja cen nafte na inflacijo v euroobmočju](#)«, *Mesečni bilten*, ECB, december 2014.

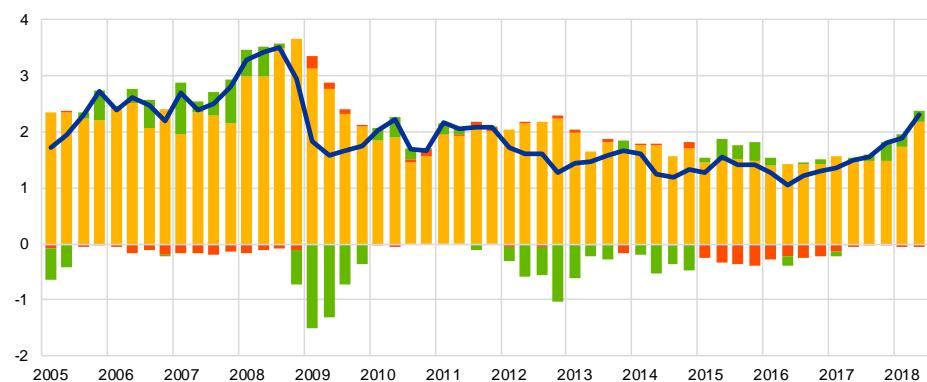
rasti dogovorjenih plač z 1,5% v zadnjih dveh četrtletjih 2017 in 1,7% v prvem četrtletju 2018 na 2,2% v drugem četrtletju 2018. Kar zadeva prihodnje obdobje, plačni dogovori in širitev rasti plač na vse sektorje zbujajo pričakovanje, da se bo rast plač še dodatno okrepila. Gledano v celoti je nedavna dinamika rasti plač skladna z izboljševanjem razmer na trgu dela, saj začenjajo popuščati dejavniki, ki so zavirali rast plač, denimo pretekla nizka inflacija in vpliv reform trga dela, ki so bile v času krize izvedene v nekaterih državah.

Graf 15

Prispevek komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

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



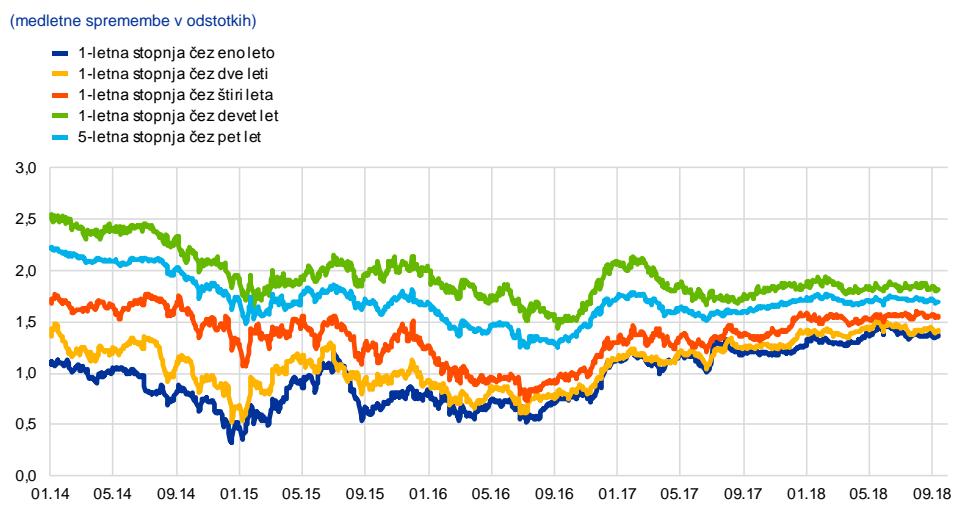
Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2018.

Tako tržna kot tudi anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala stabilna. Termska obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 12. septembra 2018 znašala 1,69% (glej graf 16). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, saj se bo inflacija le zelo postopno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Do tveganja nevtralna verjetnost negativne povprečne inflacije v naslednjih petih letih na podlagi opcij, vezanih na inflacijo, je zanemarljiva in torej nakazuje, da trgi trenutno ocenjujejo tveganje deflacji kot zelo nizko. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2018 so dolgoročnejša inflacijska pričakovanja za euroobmočje ostala stabilna na ravni 1,9%.

Graf 16

Tržna merila inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 12. september 2018.

Po septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi bila v obdobju projekcij inflacija stabilna, osnovna inflacija pa naj bi se postopno zviševala. Po teh projekcijah, pripravljenih na podlagi podatkov, ki so bili na voljo konec avgusta, bo inflacija v vseh letih obdobja projekcij v povprečju znašala 1,7%, kar je enako, kot so predvidele junijске projekcije strokovnjakov Eurosistema (glej graf 17). Stabilno gibanje povprečne medletne stopnje inflacije prikriva zmanjšanje medletne stopnje rasti v skupini energentov ob popuščanju učinka pretekle rasti cen nafte, kar bo odtehtalo postopno povečevanje osnovne inflacije, ko omejitve na strani ponudbe postajajo vse večji omejevalni dejavnik. Inflacija brez energentov in hrane bo v letu 2018 narasla na 1,1%, v letu 2019 na 1,5% in v letu 2020 na 1,8%.

Graf 17

Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Septembrske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 13. septembra 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2018 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2020 (projekcije).

5

Denar in krediti

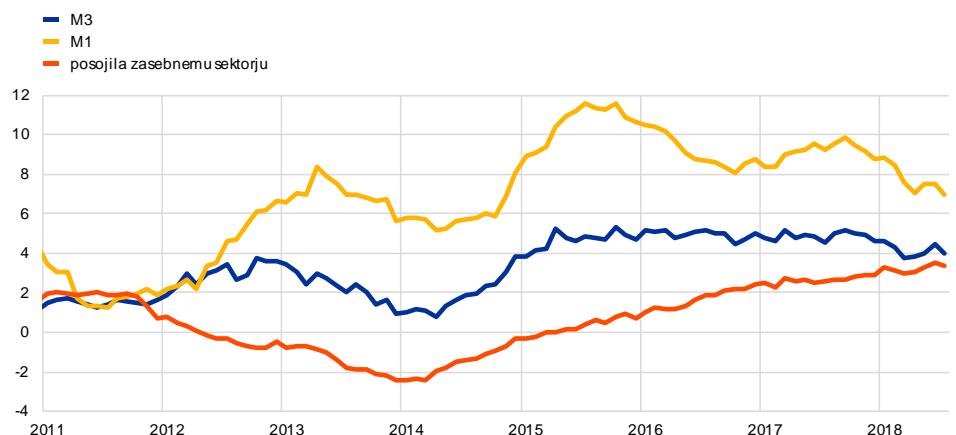
Rast širokega denarja se je julija 2018 umirila v okolju zmanjšanih mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Obseg posojil zasebnemu sektorju se je še naprej povečeval in ni kazal znakov umirjanja. V povezavi s tem so se v drugem četrtletju 2018 močno povečali letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe.

Julija se je rast širokega denarja zmanjšala. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je zmanjšala s 4,5% v juniju 2018 na 4,0% v juliju (glej graf 18). To je deloma posledica določene volatilnosti v novejših mesečnih tokovih in baznih učinkov. Poleg tega je bil zaradi zmanjšanja neto nakupov (z 80 milijard EUR na 60 milijard EUR aprila 2017 in nato na 30 milijard EUR januarja 2018) pozitiven vpliv programa nakupa vrednostnih papirjev na rast agregata M3 manjši.³ Medletna stopnja rasti denarnega agregata M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3, je spet precej prispevala k rasti širokega denarja, vendar se je julija umirila na 6,9% (z junijskih 7,5%). K rasti denarja sta še naprej prispevala vztrajna gospodarska rast in nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer.

Graf 18

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

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

Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je julija zmanjšala na 7,5% (z junijskih 8,2%). Izrazito se je zmanjšala predvsem stopnja rasti vlog čez noč v imetju nedenarnih finančnih institucij, ki je ponavadi precej volatilna. Zmanjšala se je tudi medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju nefinančnih družb, medtem ko je ostala medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev večinoma nespremenjena. Medletna stopnja rasti gotovine v obtoku je ostala stabilna, nedenarni sektor pa v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer ni kazal naklonjenosti zamenjavi vlog z gotovino.

³ Glej na primer članek z naslovom »[The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures](#)«, *Economic Bulletin*, številka 7, ECB, 2015.

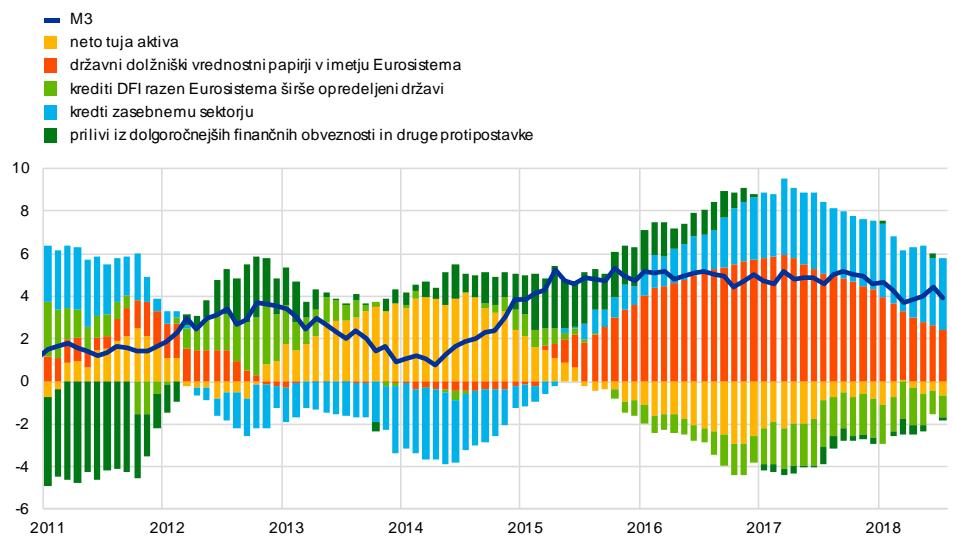
Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so še naprej negativno vplivale na agregat M3, čeprav se je razmik med obrestnimi merami za kratkoročne vezane vloge in vloge čez noč od konca leta 2017 stabiliziral. Tržni instrumenti (M3 minus M2) – majhna komponenta agregata M3 – so se še zmanjšali glede na trenutno nizko obrestovanje teh instrumentov.

Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 19). Z vidika protipostavk se je pozitivni prispevek državnih dolžniških vrednostnih papirjev v imetju Eurosistema k rasti denarnega agregata M3 še dodatno zmanjšal (glej rdeči del stolpcev v grafu 19), in sicer v kontekstu omenjenega zmanjšanja mesečnih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev. Zmanjševanje prispevka Eurosistemovih nakupov vrednostnih papirjev k rasti agregata M3 je ublažil razmeroma vztrajen in velik prispevek kreditov zasebnemu sektorju od konca leta 2017 (glej modri del stolpcev v grafu 19). Sem spadajo posojila denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju in dolžniški vrednostni papirji v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi kreditiranje prek Eurosistemovih nakupov dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Na rast M3 je pozitivno vplivalo vztrajno zmanjševanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) do rezidentov euroobmočja zunaj sektorja DFI (vključeno poleg drugih protipostavk v temnozelenem delu stolpcev v grafu 19). To je povezano z nadomeščanjem financiranja v okolju atraktivnejših sredstev iz ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR) in z Eurosistemovimi nakupi kritih obveznic v okviru tretjega programa nakupa kritih obveznic. Krediti DFI razen Eurosistema širše opredeljeni državi so še naprej zavirali rast agregata M3 (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 19). Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3 (glej rumeni del stolpcev v grafu 19).

Graf 19

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

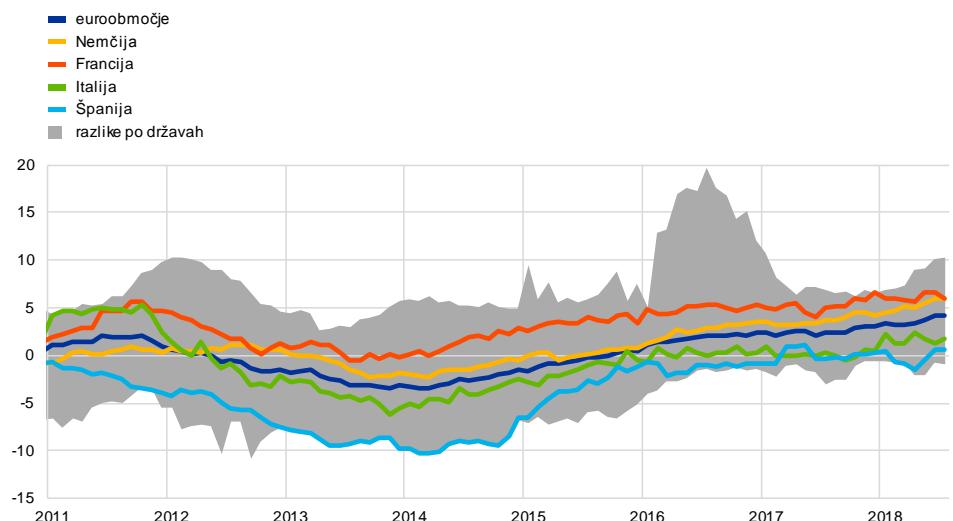
Opombe: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosistemska imetja dolžniških vrednostnih papirjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, se nadaljuje. Julija je medletna stopnja rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) znašala 3,4% (v primerjavi s 3,5% v juniju) (glej graf 18). Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je ostala julija v vseh sektorjih stabilna na ravni 4,1%, potem ko se je precej okreplila z nizke ravni iz prvega četrletja 2014, med državami pa je bila rast še naprej raznolika (glej graf 20). K povečanju posojil nefinančnim družbam so prispevali zelo ugodni pogoji financiranja in močna rast podjetniških naložb. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je julija ostala nespremenjena na ravni 3,0% v kontekstu velikih razlik med državami (glej graf 21). Rast so spodbujali zelo ugodni pogoji financiranja, izboljšanje na trgih dela, dobro razviti stanovanjski trgi ter rast stanovanjskih naložb in zasebne potrošnje. Banke so dosegle napredek tudi pri konsolidaciji svojih bilanc, pri izboljševanju dobičkonosnosti in zmanjševanju slabih posojil, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka.

Graf 20

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



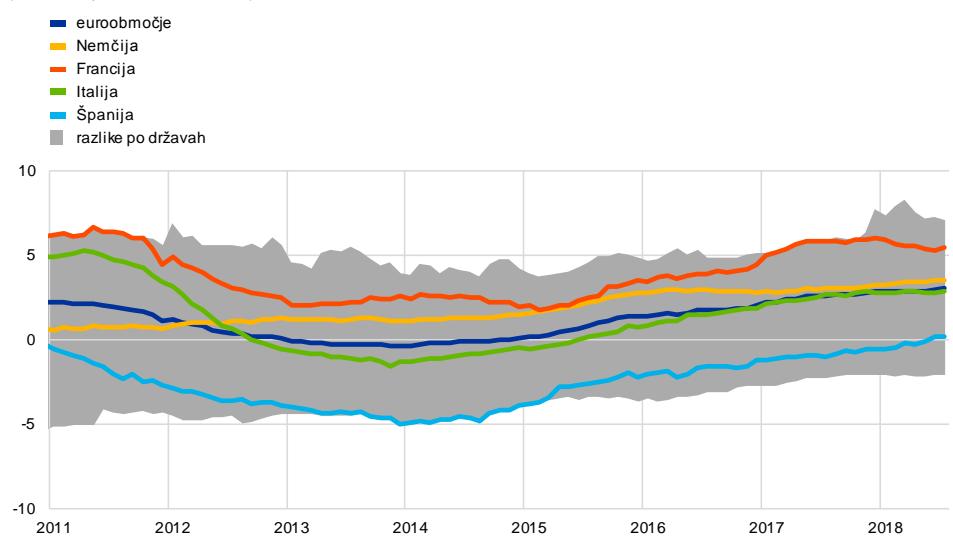
Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

Graf 21

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

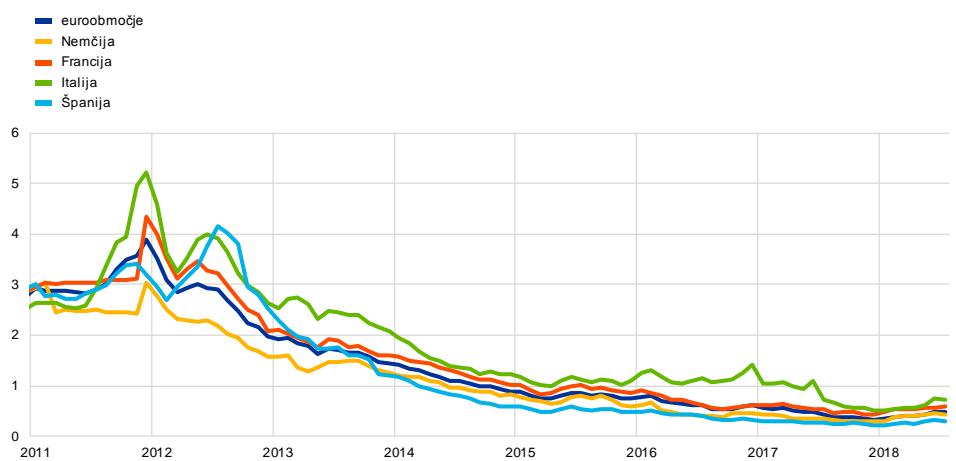
Pogoji financiranja za banke so še naprej ugodni. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank v euroobmočju so ostali julija na splošno nespremenjeni (glej graf 22). To kaže, da se donosnost bančnih obveznic stabilizira in da stroški financiranja z vlogami ostajajo nespremenjeni. Od začetka leta 2018 so se stroški bančnega financiranja v euroobmočju v povprečju povečali. Povečanje je večinoma posledica gibanja donosnosti bančnih obveznic, ki je postala med posameznimi

državami v razmerah večje politične negotovosti bolj heterogena. K ugodnim pogojem financiranja za banke so na splošno še naprej prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI in krepitev bilančnega položaja bank.

Graf 22

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

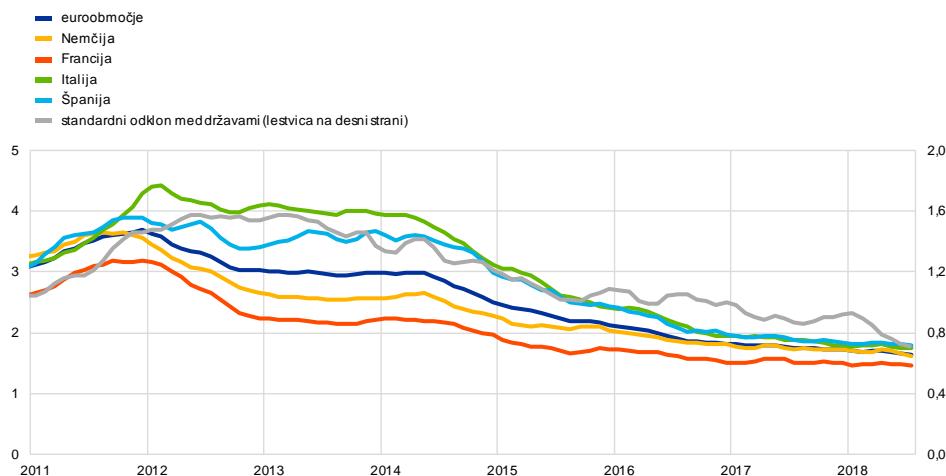
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so bile še naprej blizu najnižjih vrednosti. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 23) so se julija znižale na 1,64%, kar je blizu najnižje vrednosti, ki je maja 2018 znašala 1,62%. Skupne obrestne mere bank za stanovanjska posojila gospodinjstvom (glej graf 24) so ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,81%, kar je le nekoliko nad najnižjo vrednostjo iz decembra 2016 (1,78%). Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih pogojev junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere. To kaže, da se je izboljšala transmisija ukrepov denarne politike na bančne posojilne obrestne mere. K omenjenemu znižanju skupnih obrestnih mer za posojila je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do julija 2018 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 129 bazičnih točk, gospodinjstvom pa za 110 bazičnih točk. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v državah euroobmočja, ki jih je finančna kriza najbolj prizadela, kar je povzročilo enakomernejšo transmisijo ukrepov denarne politike. V istem obdobju se je v euroobmočju zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bank bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 23

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



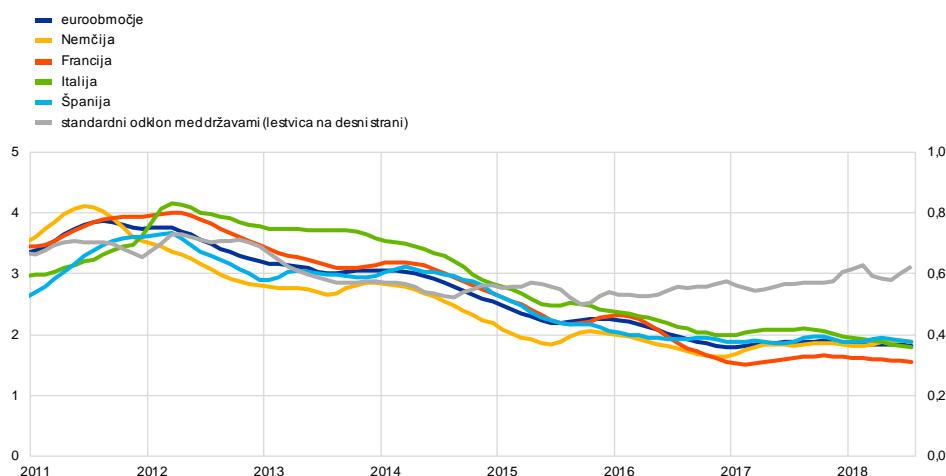
Vir: ECB.

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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

Graf 24

Skupne obrestne mere za stanovanjska posojila

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



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 fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2018.

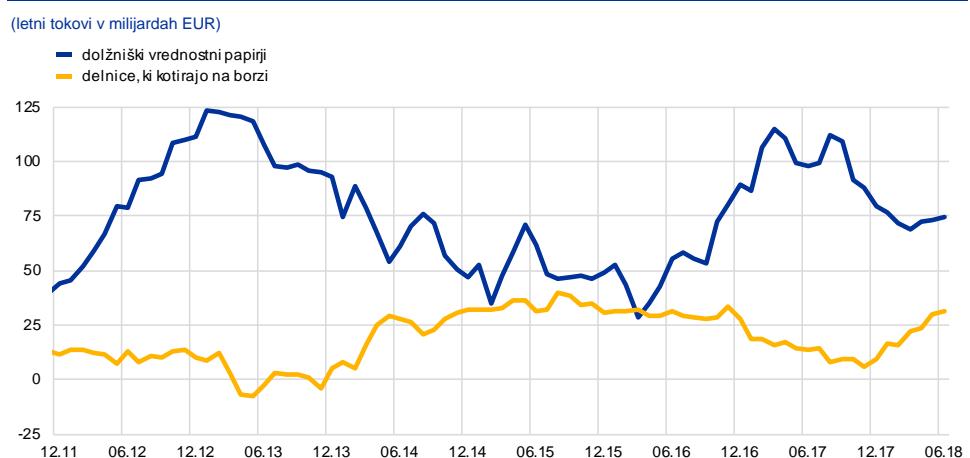
Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so se v drugem četrtletju 2018 po ocenah močno povečali. To je predvsem odraz nadaljnje krepitve posojilne dinamike bank, ki sta jo med drugim spodbujala nadaljnja ublažitev kreditnih standardov in zmanjševanje relativnih stroškov bančnih posojil. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, transmisija sprejetih ukrepov denarne politike (z izboljšanjem posojilnih pogojev) ter finančne potrebe, povezane z večjim številom prevzemov in združitev. Hkrati se je

zaradi visokih zadržanih dobičkov v nefinančnih družbah zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je bilo v drugem četrletju 2018 skromnejše kot v prvem četrletju 2018. Z vidika mesečnih tokov je neto izdajanje v drugem četrletju 2018 aprila in maja ostalo okrepljeno, junija pa je postalo negativno, saj so odkupi presegli bruto izdajanje. Z vidika letnih tokov (glej graf 25) se je neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev stabiliziralo približno na ravneh z začetka leta, neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, pa se je še povečevalo. Tržni podatki kažejo, da je bilo izdajanje julija in avgusta skladno s preteklimi sezonskimi gibanji. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb pa se je v drugem četrletju 2018 močno povečalo.

Graf 25

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



Vir: ECB.

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

Stroški financiranja za nefinančne družbe so ostali blizu ugodnih ravni, zabeleženih na začetku leta. Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so julija znašali 4,4%, kar je bolj ali manj nespremenjeno v primerjavi z junijem 2018. Po ocenah so stroški financiranja avgusta ostali nespremenjeni. Skupni stroški zunanjega financiranja zdaj znašajo samo okoli 37 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016, zato so še vedno nižji od ravni, dosežene sredi leta 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

6

Javnofinančna gibanja

Javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju naj bi se v obdobju projekcij (2018–2020) še naprej zmanjševal, in sicer zaradi ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti, saj se dragozadolževanje še naprej nadomešča z novim dolgom, izdanim po nižjih obrestnih merah. Agregatna naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v letu 2018 približno nevtralna, v letu 2019 rahlo ekspanzivna, nato pa v letu 2020 ponovno večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, a bo kljub temu še vedno velik. Zlasti v močno zadolženih državah bi bila potrebna dodatna konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati.

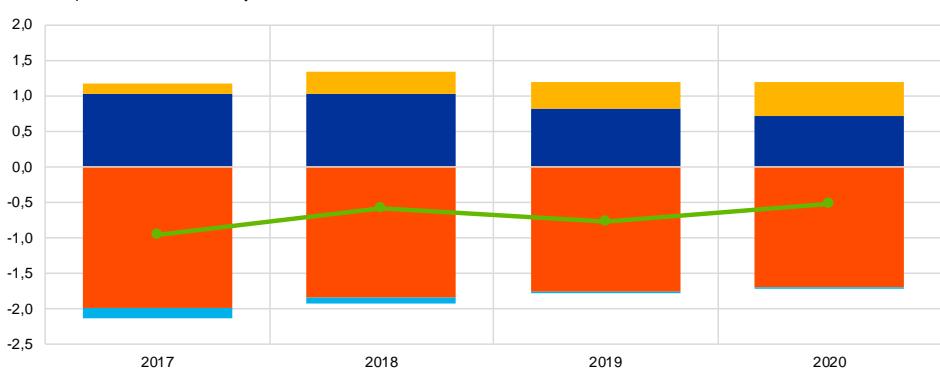
Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij (2018–2020) še naprej zmanjševal. Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah⁴ napovedujejo zmanjšanje stopnje javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1,0% BDP v letu 2017⁵ na 0,5% BDP v letu 2020. Zmanjševanje javnofinančnega primanjkljaja naj bi bilo v letu 2019 začasno prekinjeno, čeprav le zaradi prehodnih dejavnikov. K splošnemu izboljševanju javnofinančnih obetov prispevajo predvsem ugodna ciklična gibanja in zniževanje plačil obresti, to pa naj bi deloma odtehtalo nižji ciklično prilagojeni primarni saldo v letih 2019 in 2020 (glej graf 26). Obeti za javnofinančni primanjkljaj euroobmočja so v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami Eurosistema približno nespremenjeni.

Graf 26

Proračunski saldo in komponente

(v odstotkih BDP)

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



Viri: ECB in septembske makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB.

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

Naravnost fiskalne politike v euroobmočju naj bi bila v letu 2018 večinoma nevtralna, v letu 2019 rahlo ekspanzivna, nato pa v letu 2020 ponovno približno

⁴ Glej [Septembske makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#), ECB, 2018.

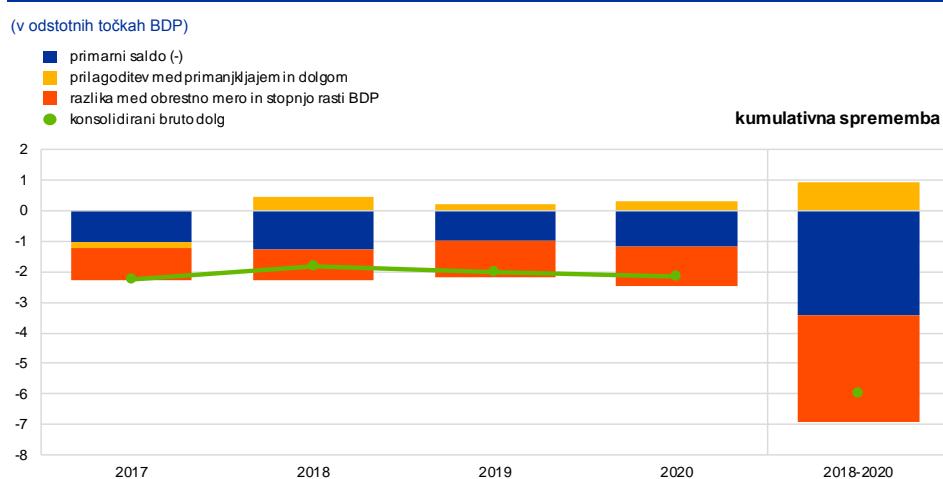
⁵ Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

nevtralna.⁶ Znižanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost bo po pričakovanjih prispevalo k temu, da bo skupna naravnost fiskalne politike v celotnem obdobju projekcij, zlasti pa v letu 2019, postala rahlo bolj ekspanzivna.

Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal. Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 86,6% leta 2017⁷ na 80,6% leta 2020. K predvidenemu zmanjšanju javnega dolga naj bi prispevala razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter primarni presežek (glej graf 27). Vendar pa naj bi nekatere od teh učinkov izravnala prilagoditev med primanjkljajem in dolgom. V primerjavi z junijskimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP malce bolj umirjeno, zlasti zaradi večje razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki jo le delno izravna višji primarni presežek. Obeti glede javnega dolga naj bi se v večini držav euroobmočja izboljšali, vendar pa bo v nekaterih državah raven dolga še naprej precej višja od referenčne vrednosti 60% BDP.

Graf 27

Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in septembrske makroekonomiske projekcije strokovnjakov ECB.

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

⁶ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odzivanja javnih finančnih sredstev na gospodarski cikel. Meri se kot spremembra strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobnejše obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

⁷ Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

Države morajo nadaljevati javnofinančna prizadevanja ob celovitem spoštovanju Pakta za stabilnost in rast. Zlasti v močno zadolženih državah so nujna nadaljnja konsolidacijska prizadevanja, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati, saj so zaradi velike zadolženosti ob morebitni prihodnji recesiji ali ponovni nestabilnosti na finančnih trgih še posebno ranljive. Eden od dejavnikov, ki je precej prispeval k večji zadolženosti, je povezan z ukrepi v pomoč finančnemu sektorju v več državah. V okvirju 4 v tej številki Ekonomskega biltena je prikazano, da ta pomoč še vedno prispeva k zadolženosti, čeprav je videti, da je njen vpliv na zadolženost že dosegel najvišjo raven. Poleg tega so v več državah pogojne obveznosti, povezane s finančnim sektorjem, še vedno velike, kar potrjuje, da je treba tudi v prihodnje voditi preudarne fiskalne politike in da je pomembno okrepiti institucionalni okvir v euroobmočju.

Okvirji

1

Makroekonomske posledice vse večjega protekcionizma

Priravila Allan Gloe Dizioli in Björn van Roye

Svet trgovinske menjave se je v zadnjih nekaj mesecih zelo hitro spremenil. Zaradi carin, ki jih je napovedala ameriška vlada, in povračilnih ukrepov, ki so jih sprejele trgovinske partnerice, se je povečala zaskrbljenost o možni »trgovinski vojni« in o morebitnem splošnejšem preobratu globalizacije.

Ameriška vlada je 1. marca napovedala 25-odstotne carine na uvoz jekla in 10-odstotne carine na uvoz aluminija iz večjega števila držav. Prvi val carin na uvoz iz Kitajske, povezan s prenosom tehnologije, je začel veljati 6. julija, čemur so sledile napovedi kitajskih oblasti o enakovrednih povračilnih ukrepih. Kot odziv na kitajske povračilne ukrepe je ameriška vlada zagrozila, da bo naložila dodatne carine. Vzporedno sta EU in Kanada povračilno ukrepali proti ameriškim carinam na jeklo in aluminij. Ameriška vlada je naročila tudi novo študijo o uvozu avtomobilov, tovornjakov in avto delov (da bi ugotovila, kakšen je vpliv na nacionalno varnost), kar bi lahko privedlo do dodatnih carin. Nedavno pa so bili opazni tudi določeni znaki zmanjšanja trgovinskih napetosti, kar je posledica srečanja med ameriškimi in evropskimi predstavniki ter novega dogovora NAFTA med ZDA in Mehiko.

Ta okvir obravnava vpliv, ki bi ga lahko imela morebitna zaostritev trgovinskih napetosti na svetovno gospodarstvo. Med drugim obravnavamo kanale, po katerih bi lahko protekcionizem vplival na gospodarstvo, ter kvantificiramo potencialni globalni vpliv. Kvantifikacija temelji na globalnem modelu, ki ga uporablja ECB,⁸ in na globalnem integriranem denarnem in fiskalnem modelu (GIMF),⁹ ki ga uporablja MDS ter pokriva več držav in več sektorjev. Podobno kot pri vseh modelih je prisotna negotovost, kar pomeni, da je treba ocene iz teh scenarijev obravnavati previdno, vendar nam lahko vseeno dajo grobo oceno o kanalih, ki so tukaj na delu.

Neposreden vpliv višjih trgovinskih carin na gospodarsko aktivnost je v državi, ki uvaja carine, kratkoročno odvisen od dveh glavnih kanalov: od kanala preusmerjanja izdatkov (s pozitivnim vplivom na BDP) ter od kanala agregatnega dohodka (z negativnim vplivom). Z višjimi uvoznimi carinami se lahko po eni strani zmanjša kupna moč gospodinjstev, saj se realni razpoložljivi dohodek zniža, kar zavre domačo potrošnjo in investicije, s čimer se zmanjša tudi BDP. Po drugi strani pa lahko višje cene uvoženega blaga spodbudijo potrošnike in podjetja, da se preusmerijo na doma proizvedeno blago, s čimer se poveča domače povpraševanje in zmanjša uvoz. Relativna pomembnost teh dveh kanalov ter njun skupni vpliv na BDP sta odvisna predvsem od stopnje zamenljivosti doma proizvedenega in uvoženega blaga. Večja zamenljivost pomeni, da prinaša preusmerjanje potrošnje k domačim

⁸ Glej Dieppe, A., Georgiadis, G., Ricci, M., Van Robays, I. in van Roye, B., »ECB-Global: Introducing the ECB's global macroeconomic model for spillover analysis«, *Economic Modelling*, letnik 72, junij 2018, str. 78–98.

⁹ Glej Kumhof, M., Laxton, D., Muir, D. in Mursula, S., »The Global Integrated Monetary and Fiscal Model (GIMF) – Theoretical Structure«, *IMF Working Papers*, št.10/34, februar 2010.

proizvodom manjše stroške za potrošnike, tako da postane kanal preusmerjanja izdatkov pomembnejši. Pri proizvodih za vmesno porabo pa se lahko z višjimi carinami povečajo tudi stroški domače proizvodnje, kar lahko privede do odlaganja investicij. Obenem se lahko s povračilnimi trgovinskimi ukrepi zmanjša izvoz ter s tem še dodatno zaostri negativen vpliv trgovinskih sporov.

Vpliv na gospodarsko aktivnost bi se lahko dodatno povečal zaradi posrednega vpliva, ki izhaja iz poslabšanja zaupanja podjetij in potrošnikov. Pri neposrednem trgovinskem vplivu niso upoštevane morebitne dodatne posledice upada zaupanja niti stres v finančnem sektorju, ki izhaja iz povečane negotovosti glede prihodnjih ekonomskih politik. Posledice večje negotovosti in manjšega zaupanja lahko precej negativno vplivajo na svetovne investicije in gospodarsko aktivnost. Investicijske odločitve podjetij niso odvisne samo od trenutne trgovinske politike, ampak tudi od prihodnje ameriške in globalne trgovinske politike. Podobno bi lahko negotovost glede prihodnje trgovinske politike vplivala na potrošniško obnašanje gospodinjstev. Ob vse večji zaskrbljenosti glede negativnih posledic naraščajočega protekcionizma bi lahko gospodinjstva povečala previdnostno varčevanje in odložila potrošnjo. Poleg tega bi se lahko finančni trgi odzvali na negativne realne posledice. Z nenadnimi spremembami trgovinske politike bi lahko prišlo do ponovnega ovrednotenja cen delnic in obveznic, s čimer bi se še povečali zgoraj opisani vplivi.

Doslej sprejeti protekcionistični ukrepi bodo imeli le majhen vpliv na svetovno gospodarsko aktivnost, saj ciljni proizvodi predstavljajo le majhen del svetovne trgovinske menjave. Zelo selektivni ukrepi, sprejeti doslej, kot so carine na jeklo (25%), aluminij (10%) in trgovinsko menjavo med ZDA in Kitajsko v višini 50 milijard USD (25%), predstavljajo le majhen del svetovne trgovinske menjave. Poleg tega je bil odziv na finančnih trgih ter odziv zaupanja podjetij in potrošnikov do sedaj omejen.

Vseeno bi imela eskalacija trgovinskih napetosti lahko precejšnje neugodne globalne posledice, kot kaže hipotetični scenarij, po katerem ZDA zvišajo carine na ves uvoz za 10 odstotnih točk, trgovinske partnerice pa se povračilno odzovejo z zvišanjem carin na uvoz iz ZDA za 10 odstotnih točk.¹⁰ Neposredni kanal, opisan zgoraj, se v modelu GIMF simulira z ameriško splošno uvedbo 10-odstotnih uvoznih carin na končne in vmesne proizvode iz vseh trgovinskih partneric, ki se odzovejo z uvedbo podobnih carin na uvoz iz ZDA (vendar ne na uvoz med njimi). Posredne posledice omenjenih uvoznih carin na zaupanje je zelo težko zajeti, zato zaradi enostavnosti predpostavljamo, da se v vseh državah obvezniške premije zvišajo za 50 bazičnih točk, delniški trgi pa upadejo za dva standardna odklona. V ZDA to pomeni 16-odstotni padec tečajev na delniškem trgu. Čeprav to obenem implicira povečano volatilnost na finančnih trgih, je padec še vedno manjši kot na vrhuncu svetovne finančne krize (v zadnjem četrletju 2008), ko se je indeks S&P 500 znižal za 28%, obvezniške premije pa so se zvišale za 230 bazičnih točk.

V naših simulacijah smo naredili tudi nekatere pomembne modelske izbire. Prvič, predpostavljamo, da trgovinski spori trajajo samo dve leti.¹¹ Drugič,

¹⁰ Ta dva scenarija sta neodvisna, zato 10-odstotne uvozne carine veljajo tudi za jeklo in aluminij.

¹¹ Ta modelska izbira temelji na tehničnih vidikih. S predpostavljanjem začasnih carin ponazarjamamo kratkovidno obnašanje.

predpostavljamo, da se dodatni javnofinančni prihodki, ustvarjeni z višjimi carinami, ne porabijo za spodbujanje povpraševanja, ampak za zmanjšanje proračunskega primanjkljaja. Tretjič, denarna politika in devizni tečaji se v vseh državah predvidoma odzivajo endogeno.¹² Četrtič, posledice upada zaupanja modeliramo kot spremembe delniških in obvezniških premij za tveganje.

V vseh scenarijih je predpostavljena oblika povračilnega ukrepanja odločilen dejavnik pri prelivanju posledic. Če na primer Kitajska in ZDA zaostira medsebojni trgovinski spor in nobena druga država ni vpletena, pride do preusmerjanja trgovinske menjave. V takšnem scenariju so zaradi višjih carin ameriški proizvodi na Kitajskem dražji, kitajski proizvodi pa so dražji v ZDA. Posledično postanejo proizvodi iz tretjih držav, ki niso vpletene v trgovinski spor, bolj konkurenčni v primerjavi z ameriškimi proizvodmi na Kitajskem in s kitajskimi proizvodi v ZDA. V kolikšni meri ima neko tretje gospodarstvo koristi od omenjenega trgovinskega preusmerjanja, je odvisno od tega, kako hitro lahko država nadomesti uvožene izdelke iz različnih držav. Manjša nadomestljivost bi pomenila manjši obseg preusmerjanja trgovinske menjave. Ta učinek je odvisen tudi od tega, ali se tečaj giblje v skladu s predvidevanji v modelu.

Trgovinski kanal

Ta scenarij nakazuje precejšen negativen vpliv na ZDA. Prek neposrednega trgovinskega kanala se ameriška gospodarska aktivnost v prvem letu zniža za 1,5% (glej modre stolpce v grafu A). Manjši ameriški uvoz in večji tržni delež ameriških proizvajalcev na domačem trgu se izravnata z nižjim izvozom. Rezultati ocen kažejo, da bi se neto izvozna pozicija ZDA precej poslabšala. V tem modelu ameriška podjetja manj investirajo in zaposlujejo manj delavcev, s čimer se okrepijo negativni vplivi na ameriško gospodarstvo zaradi zmanjšanja domačega povpraševanja. Postopno prilagajanje in nadomeščanje v smeri domače proizvodnje sčasoma samo delno kompenzirata omenjena gibanja, pri čemer neposredni trgovinski vpliv višjih carin še vedno pomeni, da bo BDP do tretjega leta simulacije nižji za 1%.

Nasprotno je na Kitajskem trgovinski vpliv na BDP sprva rahlo pozitiven, vendar se sčasoma pozitivne posledice zmanjšajo. V prvem letu simulacije se domača potrošnja in investicije na Kitajskem zmanjšajo. Negativni vpliv pa več kot odtehta izboljšanje neto izvozne pozicije Kitajske: ZDA uvozijo manj kitajskih proizvodov, vendar se to omili s preusmerjanjem trgovinske menjave k tretjim državam, kjer kitajski izvozniki povečajo tržni delež na račun ameriških izvoznikov. Sčasoma pa se te prednosti zmanjšajo: ko se ameriška proizvodnja kot odziv na višje carine prilagodi, povpraševanje po kitajskih proizvodih upade, pozitiven vpliv na kitajski BDP pa se zmanjša.¹³

¹² Pri državah, v katerih obrestne mere prebijejo spodnjo ničelno mejo, je mogoče negativne obrestne mere interpretirati kot obrestne mere v senci, kar je posledica nestandardnih ukrepov denarne politike.

¹³ Proizvajalci na primer potrebujete nekaj časa, da poiščete ameriške ponudnike proizvodov za vmesno porabo, ki so jih prej uvažali, ravno tako potrošniki, da spremenijo svoje navade in začnejo kupovati proizvode, izdelane v ZDA.

Kanal zaupanja

Poslabšanje zaupanja ima precejšen neugoden vpliv na svetovno gospodarsko aktivnost. Odzivi globalnih finančnih trgov imajo precejšen in obsežen vpliv na gospodarsko aktivnost v vseh državah, pri čemer je svetovna gospodarska aktivnost v prvem letu nižja za približno 0,75% (glej rumene stolpce v grafu A). Z zaostrovanjem finančnih pogojev se ameriški BDP zniža za približno 0,7%, svetovna trgovinska menjava pa za 0,75%. Povečana negotovost in oslabljeno zaupanje zavirata tudi kitajsko gospodarsko aktivnost.¹⁴

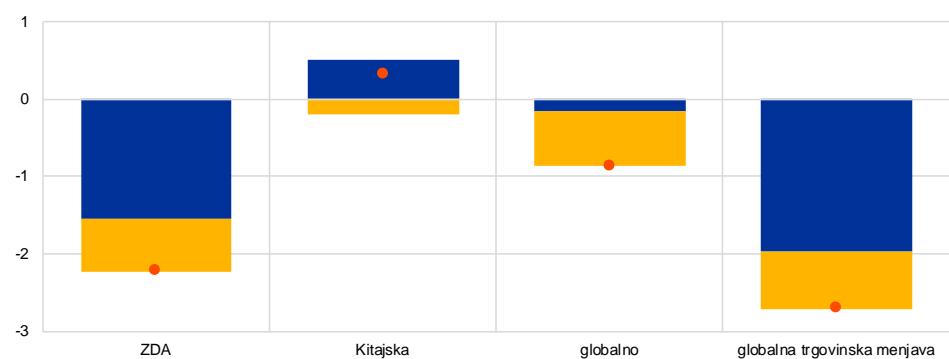
Vzeto skupaj to pomeni, da bi bila lahko realna gospodarska aktivnost v ZDA samo v prvem letu več kot 2% nižja kot v osnovnem scenariju, medtem ko bi lahko svetovna trgovinska menjava v primerjavi z osnovnim scenarijem upadla celo za 3%. Če povzamemo, čeprav bi se dalo razpravljati o relativnem prispevku vsakega od zgoraj obravnavanih kanalov ter o skupnem vplivu na gospodarsko aktivnost, so rezultati kvalitativno nedvoumni: gospodarstvo, ki uvaja carine, kar sproži povračilno ukrepanje drugih držav, je brez dvoma na slabšem. Življenjski standard se zmanjša in izgubijo se delovna mesta.

Graf A

Ocenjeni vpliv eskalacije trgovinskih napetosti – posledice v prvem letu

(odziv BDP v letu 2018; odklon od ravni v osnovnem scenariju; v odstotkih)

- trgovinski vpliv
- vpliv upada zaupanja
- skupaj



Vir: Izračuni ECB.

Opomba: Rezultati so kombinacija neposrednega trgovinskega vpliva, kot izhaja iz modela GIMF, in vpliva upada zaupanja, kot izhaja iz globalnega modela ECB.

¹⁴ Javnofinančna politika na Kitajskem se odziva v mejah standardnega pravila glede javnofinančne politike v modelu GIMF.

2

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 3. maja do 31. julija 2018

Pripravila Dimitrios Rakitzis in Carmen Castillo Lozoya

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018, ki sta trajali od 3. maja do 19. junija 2018 oziroma od 20. junija do 31. julija 2018. V navedenih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%.

Eurosistem je v obravnavanem obdobju še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer v povprečnem ciljnem znesku 30 milijard EUR na mesec.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.427,5 milijarde EUR, kar je za 64,5 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. v prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2018). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo skoraj v celoti posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 64,4 milijarde EUR na 1.303,3 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve v povprečju povečale za manj kot 0,1 milijarde EUR na 124,2 milijarde EUR.

Rast neto avtonomnih dejavnikov, kar pomeni zmanjševanje likvidnosti, je bila posledica zmanjšanja dejavnikov povečevanja likvidnosti in povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti. K zmanjšanju dejavnikov povečevanja likvidnosti je prispevalo zlasti zmanjšanje povprečne neto aktive v eurih, in sicer za 21,6 milijarde EUR na 191,2 milijarde EUR. To je bilo predvsem posledica večjih obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih, ki so se v obravnavanem obdobju v povprečju povečale za 12,8 milijarde EUR in tako negativno prispevale k povprečni neto aktivi v eurih,¹⁵ ter manjših finančnih sredstev v imetju Eurosistema za druge namene razen za namene denarne politike, ki so se v povprečju zmanjšala za 7,8 milijarde EUR. Na strani obveznosti so k najpomembnejšim spremembam prispevali bankovci v obtoku, ki so se v povprečju povečali za 22,5 milijarde EUR (deloma zaradi sezonskih gibanj v poletnih mesecih), in vloge države, ki so se v povprečju povečale za 11,9 milijarde EUR na 239,4 milijarde EUR.

¹⁵ Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih večinoma sestavljajo eurske vloge na računih, ki jih imajo centralne banke zunaj euroobmočja pri Eurosistem. Te vloge se ponavadi povečajo ob koncu četrletja in v manjši meri ob koncu meseca, saj so poslovne banke pred datumom poročanja o bilanci stanja manj naklonjene sprejemjanju gotovine na nezavarovanem ali zavarovanem trgu. Obveznosti Eurosistema do nerezidentov euroobmočja v eurih so se denimo 29. marca 2018 povečale na 339,8 milijarde EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 270,4 milijarde EUR v drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv, medtem ko so se 30. junija 2018 povečale na 348 milijard EUR, v primerjavi s povprečnim zneskom 279,7 milijarde EUR v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv.

Dnevna volatilnost avtonomnih dejavnikov se od prejšnjega obravnavanega obdobja večinoma ni spremenila. Dnevna nihanja avtonomnih dejavnikov so bila predvsem posledica nihanj vlog države in neto aktive v eurih, pri čemer je bila večja volatilnost prisotna ob koncu drugega četrletja 2018 in ob koncu drugih mesecev v obravnavanem obdobju.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemu

Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje; v milijardah EUR)

	3. maj do 31. julij 2018	31. januar do 2. maj 2018	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Avtonomi likvidnostni dejavniki	2.123,9 (+43,8)	2.080,1	2.167,4 (+81,5)	2.085,9 (-16,9)
Bankovci v obtoku	1.176,5 (+22,5)	1.154,1	1.183,6 (+13,2)	1.170,4 (+11,3)
Vloge države	239,4 (+11,9)	227,5	263,8 (+45,7)	218,0 (-29,5)
Drugi avtonomi dejavniki	708,0 (+9,4)	698,6	720,0 (+22,5)	697,5 (+1,3)
Tekoči računi	1.331,9 (+27,3)	1.304,6	1.306,7 (-47,3)	1.353,9 (+58,6)
Instrumenti denarne politike	780,1 (-20,4)	800,5	776,5 (-6,7)	783,2 (-9,2)
Obvezne rezerve ¹	124,2 (+0,0)	124,2	124,7 (+0,9)	123,8 (-0,7)
Odprta ponudba mejnega depozita	655,9 (-20,4)	676,4	651,8 (-7,7)	659,5 (-8,5)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)

Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje; v milijardah EUR)

	3. maj do 31. julij 2018	31. januar do 2. maj 2018	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Avtonomni likvidnostni dejavniki	821,0 (-20,6)	841,7	821,5 (+0,8)	820,6 (-7,5)
Neto tuja aktiva	629,8 (+1,0)	628,9	635,1 (+9,9)	625,2 (-1,9)
Neto aktiva v eurih	191,2 (-21,6)	212,8	186,3 (-9,1)	195,4 (-5,6)
Instrumenti denarne politike	3.291,1 (+71,3)	3.219,8 3.305,2 (+26,1)	3.279,1 (+40,7)	
Operacije odprtrega trga	3.291,0 (+71,3)	3.219,7 3.305,1 (+26,1)	3.279,0 (+40,7)	
Avkcijski postopki	753,2 (-8,6)	761,7	746,4 (-12,6)	759,1 (-2,4)
Operacije glavnega refinanciranja	1,9 (+0,2)	1,7	2,1 (+0,3)	1,8 (-0,1)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	7,4 (-0,3)	7,7	7,2 (-0,2)	7,5 (-0,2)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	11,1 (-1,9)	13,0	9,5 (-2,9)	12,4 (-0,3)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	732,8 (-6,5)	739,3	727,6 (-9,7)	737,3 (-1,8)
Dokončni portfelji	2.537,8 (+79,8)	2.458,0 2.558,7 (+38,8)	2.519,9 (+43,1)	
Prvi program nakupa kritih obveznic	4,7 (-1,1)	5,8	4,5 (-0,4)	4,9 (-0,7)
Drugi program nakupa kritih obveznic	4,2 (-0,3)	4,5	4,1 (-0,2)	4,3 (-0,1)
Tretji program nakupa kritih obveznic	254,6 (+5,7)	248,8	255,4 (+1,6)	253,8 (+3,3)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	83,5 (-1,5)	85,0	82,3 (-2,1)	84,5 (-0,5)
Program nakupa listinjnih vrednostnih papirjev	27,5 (+1,7)	25,8	27,7 (+0,3)	27,4 (+1,1)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.004,1 (+61,8)	1.942,3	2.021,6 (+32,4)	1.989,2 (+33,6)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	159,2 (+13,5)	145,7	163,1 (+7,2)	155,9 (+6,5)
Mejno posojilo	0,1 (+0,0)	0,1	0,1 (-0,0)	0,1 (-0,0)

Druge informacije o likvidnosti (povprečje; v milijardah EUR)

	3. maj do 31. julij 2018	31. januar do 2. maj 2018	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Agregatne likvidnostne potrebe	1.427,5 (+64,5)	1.363,0 1.471,0 (+81,6)	1.389,4 (-10,1)	
Avtonomni dejavniki²	1.303,3 (+64,4)	1.238,8 1.346,3 (+80,6)	1.265,6 (-9,4)	
Presežna likvidnost	1.863,5 (+6,8)	1.856,7 1.833,7 (-55,9)	1.889,6 (+50,8)	

Gibanje obrestnih mer (povprečje; v odstotkih)

	3. maj do 31. julij 2018	31. januar do 2. maj 2018	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,363 (+0,001)	-0,364	-0,364 (-0,002)	-0,362 (+0,002)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbliže 0,1 milijarde EUR.

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

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

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

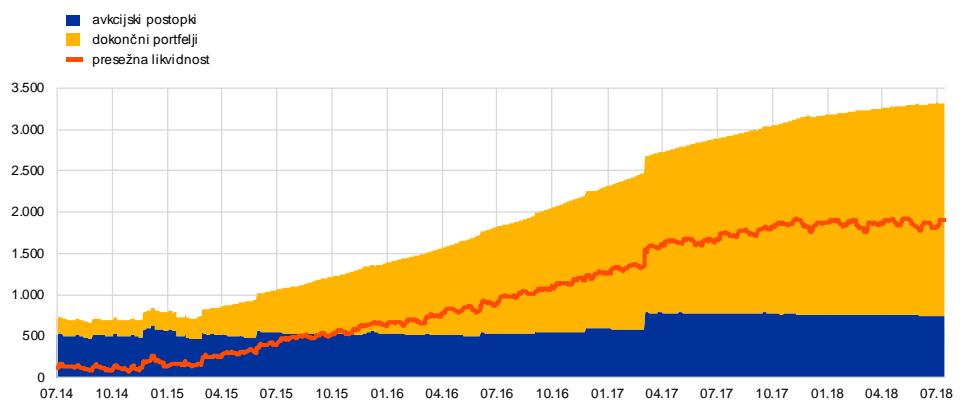
Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkcijskimi postopki in nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je povečal za 71,3 milijarde EUR na 3.291,1 milijarde EUR (glej graf A).

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

Graf A

Operacije odprtrega trga in presežna likvidnost

(v milijardah EUR)



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 8,6 milijarde EUR na 753,2 milijarde EUR. K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje stanja ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju za 8,4 milijarde EUR. Zmanjšanje stanja teh operacij je bilo povezano s poravnavo prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz različnih operacij iz prve serije ciljno usmerjenih operacij in iz prve operacije v okviru druge serije ciljno usmerjenih operacij v juniju 2018, in sicer v skupnem znesku 14,5 milijarde EUR. Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, se je povečal za 0,2 milijarde EUR na 1,9 milijarde EUR, povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s 3-mesečnimi operacijami

dolgoročnejšega refinanciranja, pa se je zmanjšal za 0,3 milijarde EUR na 7,4 milijarde EUR.

Zaradi nadalnjih neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, povečal za 79,8 milijarde EUR na 2.537,8 milijarde EUR.

Likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, se je v povprečju povečala za 61,8 milijarde EUR, s tretjim programom nakupa kritih obveznic za 5,7 milijarde EUR, s programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev za 1,7 milijarde EUR in s programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja za 13,5 milijarde EUR. Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic se je likvidnost skupno zmanjšala za 2,9 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju ostala približno stabilna in se je v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem le malenkostno povečala za 6,8 milijarde EUR na 1.863,5 milijarde EUR (glej graf A). Povečanje likvidnosti s programom nakupa vrednostnih papirjev se je predvsem v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv skoraj v celoti izničilo zaradi povečanja neto avtonomnih dejavnikov. Medtem ko se je v tretjem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv presežna likvidnost povečala za 50,8 milijarde EUR, neto avtonomni dejavniki pa so se zmanjšali za 9,4 milijarde EUR, se je ta trend v četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv dejansko obrnil, tako da se je presežna likvidnost zmanjšala za 55,9 milijarde EUR, neto avtonomni dejavniki pa povečali za 80,6 milijarde EUR.

Kar zadeva razporeditev imetij presežne likvidnosti med tekoče račune in odprto ponudbo mejnega depozita, so se povprečna imetja na tekočih računih zvišala za 27,3 milijarde EUR na 1.331,9 milijarde EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita zmanjšala še za 20,4 milijarde EUR na 655,9 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita, pri košaricah posebnega zavarovanja v zavarovanih segmentih pa so bile rahlo nižje. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,363\%$, v primerjavi s povprečno vrednostjo $-0,364\%$ v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se je gibala med najnižjo vrednostjo na ravni $-0,371\%$ ob koncu tedna pred binkoštnim ponedeljkom (21. maja 2018) in najvišjo vrednostjo na ravni $-0,353\%$ na zadnji dan junija 2018. Na zavarovanem trgu

so povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling¹⁶ pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev ostale stabilne glede na prejšnje obravnavano obdobje. Povprečna repo obrestna mera čez noč je pri standardni košarici znašala –0,441%, pri razširjeni košarici pa –0,394%.

Repo obrestne mere za finančno premoženje za zavarovanje terjatev, ki so ga izdale osrednje države euroobmočja, so se ob koncu drugega četrtletja 2018 znižale precej manj izrazito kot ob koncu drugega četrtletja 2017, samemu znižanju pa tržni udeleženci na splošno niso pripisovali velikega pomena. Ob koncu junija 2017 so se denimo repo obrestne mere čez noč za francosko finančno premoženje za zavarovanje terjatev znižale za 29 bazičnih točk na –0,75%, za nemško finančno premoženje za zavarovanje terjatev pa za 41 bazičnih točk na –0,90%. Ob koncu junija 2018 so se omenjene repo obrestne mere znižale za samo 2 bazični točki na –0,48% oziroma za 5 bazičnih točk na –0,53%. Iz tega je mogoče sklepati, da so tržni udeleženci začeli finančno premoženje za zavarovanje terjatev upravljati učinkoviteje. Poleg tega to pomeni tudi, da je možnost posojanja vrednostnih papirjev iz Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja še naprej pozitivno prispevala k nemotenemu delovanju repo trgov.

¹⁶ Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

3

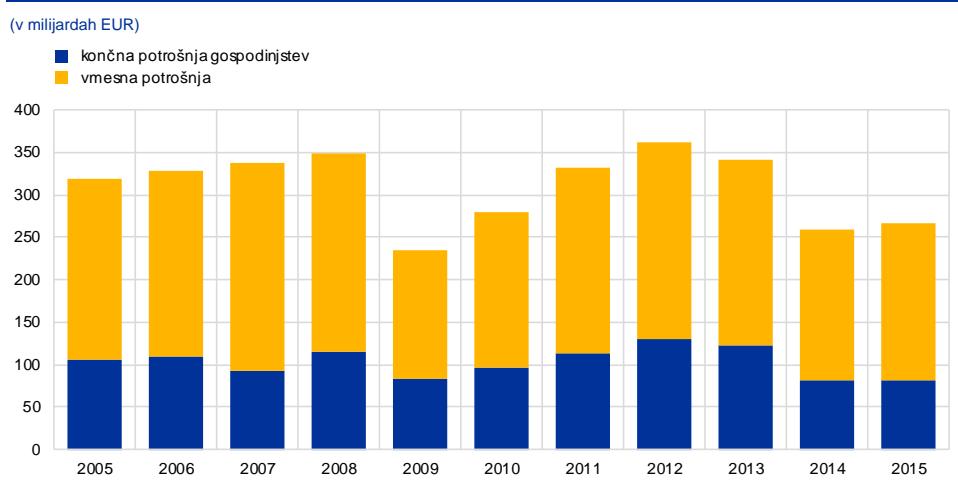
Cene nafte, pogoji menjave in zasebna potrošnja

Pripravili Nikola Bokan, Maarten Dossche in Luca Rossi

Cene nafte imajo na zasebno potrošnjo neposreden in posreden vpliv. Porast cen nafte vpliva na kupno moč gospodinjstev neposredno prek višjih cen naftnih derivatov (npr. bencina, kurilnega olja). V euroobmočju je okoli ena tretjina porabe nafte v gospodarstvu namenjena končni potrošnji, tj. porabijo jo potrošniki (graf A). Drugi dve tretjini predstavlja nafta, ki se uporablja za proizvodnjo blaga razen energentov. Zaradi rasti cen nafte se v teh sektorjih povečajo proizvodni stroški. Če teh cen ni mogoče prenesti na končne cene proizvodov, bodo posredno vplivale na kupno moč gospodinjstev, ker bodo plače ali dobički v teh sektorjih nižji.¹⁷ V razvitih gospodarstvih, ki proizvajajo nafto (npr. Kanada, Norveška, Združeno kraljestvo in ZDA), so posredni učinki prek plač in dobičkov v sektorju proizvodnje nafte še pomembnejši.

Graf A

Poraba nafte v euroobmočju



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Podatki se nanašajo na koks in rafinirane naftne proizvode po tekoči in osnovni ceni.

Pogoji menjave so tesno povezani z nihanjem cen nafte. Spremembe relativnih izvoznih in uvoznih cen – ali pogoji menjave – navadno vplivajo na zasebno potrošnjo. Pogoje menjave je mogoče razložiti kot količino uvoženega blaga, ki ga lahko gospodarstvo kupi na enoto izvoženega blaga. Graf B prikazuje tesno povezanost pogojev menjave v euroobmočju s cennimi nafte.¹⁸ Ko se cena nafte poveča, se pogoji menjave poslabšajo in kupna moč gospodinjstev se zmanjša. Cene nafte in pogoji menjave so tesno povezani povsod po svetu.¹⁹ Povezava je ponavadi negativna v neto uvoznicah nafte in pozitivna v neto izvoznicah. To razmerje se lahko sčasoma spreminja zaradi sprememb pomena nafte v potrošnji in proizvodnji blaga razen

¹⁷ Če proizvajalci blaga razen energentov prilagodijo svoje cene spremembam cen nafte, bo to na gospodinjstva vplivalo neposredno prek potrošnje naftnih derivatov.

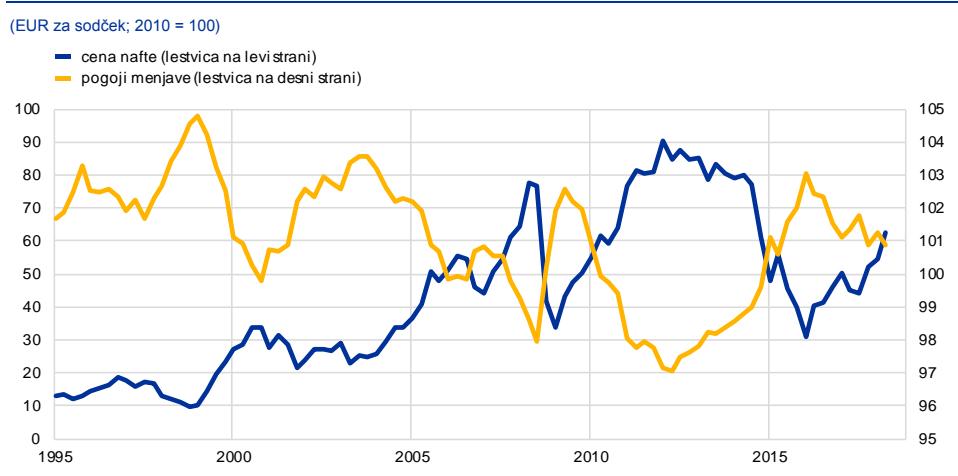
¹⁸ Načeloma lahko na pogoje menjave vplivajo tudi drugi dejavniki (npr. nominalni tečaj ter cene blaga in storitev razen nafte). Večji del spremenjanja pogojev menjave v euroobmočju pa je posledica cen nafte.

¹⁹ Glej Backus, D., in Crucini, M., »Oil prices and the terms of trade«, *Journal of International Economics*, letnik 50, št. 1, str. 185–213.

energentov ali zaradi sprememb na področju proizvodnje nafte. Razmerje med cenami in potrošnjo nafte je torej že po naravi nestabilno.

Graf B

Cene nafte in pogoji menjave



Vira: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Pogoji menjave se izračunajo kot delež deflatorja izvoznih cen v deflatorju uvoznih cen.

Vpliv sprememb cen nafte na realni razpoložljivi dohodek je mogoče ponazoriti z razliko med deflatorjem BDP in potrošnje. Graf C prikazuje strukturo realnega razpoložljivega dohodka gospodinjstev, tj. dohodka gospodinjstev po davkih in prispevkih, ki je prilagojen za spremembe cen. S pomočjo razlike med deflatorjem BDP in deflatorjem potrošnje se zajame vpliv sprememb v pogojih menjave, povezanih z nafto. V euroobmočju je povezava med cenami nafte in omenjeno razliko negativna. Merilo je v teoriji dobro utemeljeno ter zajema neposredne in posredne kanale, po katerih cene nafte vplivajo na realni razpoložljivi dohodek gospodinjstev.²⁰ Čeprav se kanali, po katerih cene nafte vplivajo na gospodarstvo, spremenijo, ta pristop kaže stabilno razmerje med spremembami kupne moči, ki jo povzročajo cene nafte, in zasebno potrošnjo. To je pomembno zaradi spremembarja pomena nafte v potrošnji ter zaradi inovacij v proizvodnji nafte in blaga razen energentov: na primer zaradi večje energetske učinkovitosti ali novih tehnologij za proizvodnjo nafte iz skrilavcev.²¹

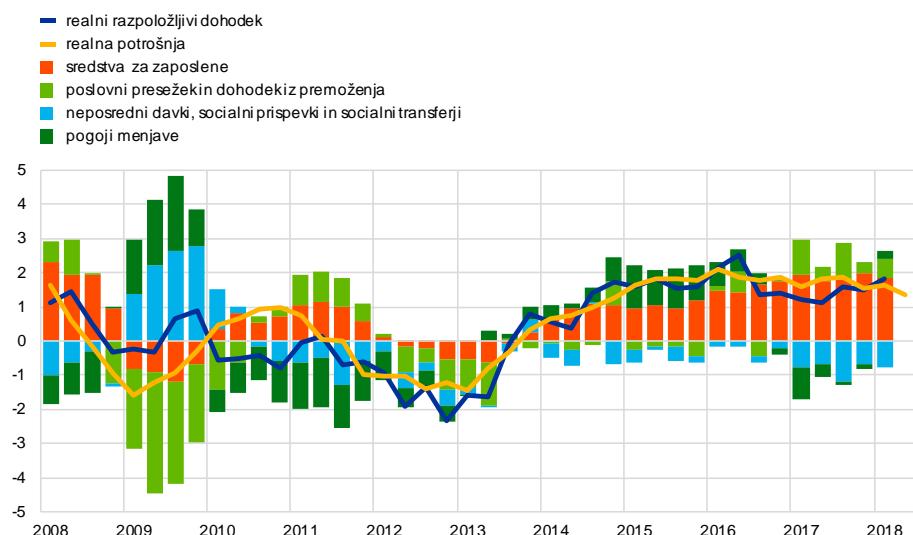
²⁰ Glej Blanchard, O., in Galí, J., »The Macroeconomic Effects of Oil Price Shocks: Why Are the 2000s so Different from the 1970s?«, v Galí, J., in Gertler, M. (ur.), *International Dimensions of Monetary Policy*, University of Chicago Press, 2010, str. 373–421.

²¹ Glej Fosco, M., in Klitgaard, T., »[Recycling Oil Revenue](#)«, *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 14. maj 2018.

Graf C

Razpoložljivi dohodek gospodinjstev in potrošnja

(medletne spremembe v odstotkih; v odstotnih točkah)



Vira: Eurostat in izračuni ECB.
Opombe: Vse komponente dohodka so deflacionirane z deflatorjem BDP. Prispevek pogojev menjave je izračunan kot razlika med deflatorjem BDP in deflatorjem potrošnje. Potrošnja in skupni razpoložljivi dohodek sta deflacionirana z deflatorjem potrošnje.

Novejše povečanje cen nafte po pričakovanjih ne bo zavrl rasti zasebne potrošnje. Medtem ko je zmanjšanje cen nafte leta 2014 in leta 2015 nedvomno spodbujalo rast zasebne potrošnje, so k splošni rasti realnega razpoložljivega dohodka od leta 2013 v veliki meri prispevali dohodki od dela (graf C). Od sredine leta 2017 do sredine leta 2018 so se cene nafte povečale z okoli 50 USD na okoli 75 USD za sodček. Če bodo ostale na sedanji ravni, omenjeno povečanje najbrž ne bo močno vplivalo na rast realnega razpoložljivega dohodka in zasebne potrošnje. Poleg tega so cene nafte še vedno precej nižje od ravni, zabeleženih od leta 2011 do leta 2014. Z izboljševanjem razmer na trgih dela se pričakuje, da bo rast zasebne potrošnje ostala močna.²²

²² Glej članek z naslovom »*Private consumption and its drivers in the current economic expansion*«, *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2018.

4

Javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju: kje smo po desetih letih od finančne krize?

Pripravila João Domingues Semeano in Marien Ferdinandusse

Ta okvir obravnava javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju v desetih letih po izbruhu finančne krize. Zdaj ko gospodarstvo euroobmočja vstopa v peto leto rasti, se zdi pravi trenutek, da ocenimo javnofinančne stroške krize ter dejstvo, v kolikšni meri je gospodarsko okrevanje pripomoglo k povrnitvi teh stroškov. Pri tem obravnavamo vpliv ukrepov na primanjkljaj in dolg ter državna jamstva bankam in drugim finančnim institucijam.²³ Po krizi so bili sprejeti ukrepi, katerih cilj je izboljšati nadzor finančnega sektorja, urejeno reševanje propadajočih finančnih institucij, vzdržnost javnih financ in odpornost držav, na primer z ustanovitvijo organov, kot so enotni mehanizem nadzora, enotni mehanizem za reševanje in evropski fiskalni odbor.

Ukrepi v podporo finančnemu sektorju lahko različno vplivajo na primanjkljaj in dolg. Z ukrepi v podporo finančnemu sektorju se poveča bruto javni dolg, razen če ti niso financirani iz denarnih rezerv. Ali bodo vplivali tudi na proračunski saldo, pa je odvisno od tega, ali operacija predstavlja nedvoumno izgubo za vlado.²⁴ Če da, potem se za statistične namene klasificirajo kot kapitalski transfer, kar pomeni, da vplivajo na proračunski saldo in stopnjo dolga. Tipični primeri so nakup finančnega premoženja nad tržno vrednostjo in kapitalske injekcije za pokritje bančnih izgub. Če pa vlada dobi delnice v banki ali dolžniške vrednostne papirje, ki so enake vrednosti kot kapitalska injekcija, ki jo je zagotovila, se ukrep klasificira kot finančna operacija, ki vpliva samo na bruto javni dolg. K povečanju javnega dolga prispeva tudi statistična prerazvrstitev subjektov iz finančnega sektorja v sektor širše opredeljene države, kar je predvsem posledica nacionalizacije bank.

Javnofinančni vpliv podpore finančnemu sektorju, ki so jo po finančni krizi iz leta 2008 zagotavljale države euroobmočja, je bil velik in se je med državami zelo razlikoval ter je bil le deloma nevtraliziran (glej graf A). Med svetovno finančno krizo in po njej, ki jo je zaznamoval propad banke Lehman Brothers 15. septembra 2008, je večina držav euroobmočja zagotavljala podporo posameznim finančnim institucijam s ciljem, da zavaruje finančno stabilnost.²⁵ Velikost in čas zagotavljanja podpore sta se med državami zelo razlikovala (glej graf B in graf C).²⁶

²³ Vpliv negativne korelacije med stabilnostjo finančnega sektora in pogojih državnega financiranja, kar je po letu 2010 prispevalo k državni dolžniški krizi v številnih državah euroobmočja, ni tema tega okvirja. Opis kanalov in tveganj v zvezi z negativno finančno-fiskalno povratno zanko je v člankih z naslovom »The impact of government support to the banking sector on euro area public finances«, *Monthly Bulletin*, ECB, julij 2009, in »Monetary and fiscal policy interaction in a monetary union«, *Monthly Bulletin*, ECB, julij 2012.

²⁴ Več podrobnejših informacij o statistični klasifikaciji ukrepov v podporo finančnemu sektorju je v članku z naslovom »The fiscal impact of financial sector support during the crisis«, *Economic Bulletin*, številka 6, ECB, 2015, in v Maurer, H. in Grussenmeyer, P., »Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact«, *Statistics Paper Series*, št 7, ECB, 2015.

²⁵ Opis finančne krize ter sprejetih javnofinančnih in finančnih ukrepov je v Riet, A. (ur.), »Euro area fiscal policies and the crisis«, *Occasional Paper Series*, št 109, ECB, 2010, in v Stolz, S. in Wedow, M., »Extraordinary measures in extraordinary times: public measures in support of the financial sector in the EU and the United States«, *Occasional Paper Series*, št 117, ECB, 2010.

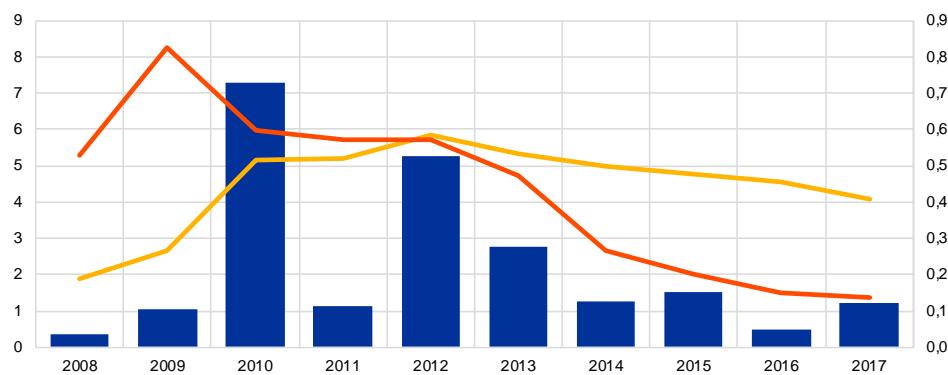
²⁶ Samo štirim državam – Estoniji, Malti, Slovaški in Finski, ki skupaj predstavljajo 3% BDP euroobmočja – ni bilo treba sprejeti nobenih ukrepov, ki bi vplivali na primanjkljaj ali dolg.

Graf A

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na primanjkljaj in dolg v euroobmočju ter obseg pogojnih obveznosti

(v odstotkih BDP)

- vpliv na primanjkljaj (lestvica na desni strani)
- vpliv na dolg (lestvica na levi strani)
- obseg pogojnih obveznosti (lestvica na levi strani)



Vir: Eurostat.

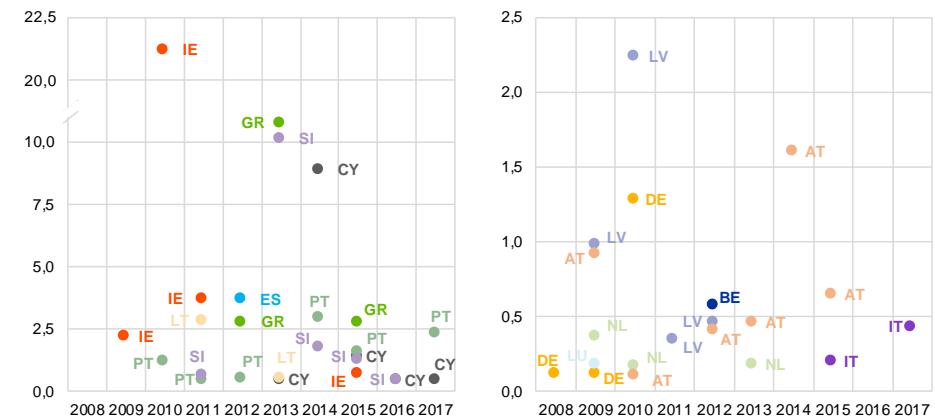
Opomba: Pozitivne številke pomenijo povečanje primanjkljaja. Pri vplivu na primanjkljaj se ne upoštevajo prihodki, ustvarjeni z ukrepi finančne pomoči, kot so prejete dividende od delnic v finančnih institucijah in prejete provizije za javno jamstvo.

Na ravni euroobmočja so imeli ukrepi v podporo finančnemu sektorju zelo velik vpliv na agregatni proračunski primanjkljaj v letu 2010 (0,7% BDP), v letu 2012 (0,5% BDP) in v letu 2013 (0,3% BDP) (glej graf A). Opazno povečanje primanjkljaja zaradi ukrepov v podporo finančnemu sektorju je leta 2008 zabeležila samo ena država (Nemčija), to število pa se je povečalo na šest v letu 2009 in na rekordnih devet v letu 2012 (glej graf B). Vpliv na primanjkljaj euroobmočja, ki se sicer zmanjšuje, v zadnjih desetih letih ni nikoli znašal nič, v letu 2017 pa se je spet povečal, in sicer zaradi kapitalskih transferjev v Italiji, na Portugalskem in Cipru. Če velikost vpliva umestimo v obdobje več let, je bil ta v več primerih enak ali celo precej večji kot vpliv javnofinančnih ukrepov, sprejetih med rednimi proračunskimi cikli. V osmih državah je bil kumulativni vpliv med letoma 2008 in 2017 večji od povprečja euroobmočja, pri čemer se je proračunski primanjkljaj povečal za več kot 4 odstotne točke BDP v Španiji, Avstriji in Latviji oziroma za več kot 27 odstotnih točk na Irskem (glej graf B).

Graf B

Neto vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na javnofinančni primanjkljaj

(v odstotkih BDP)



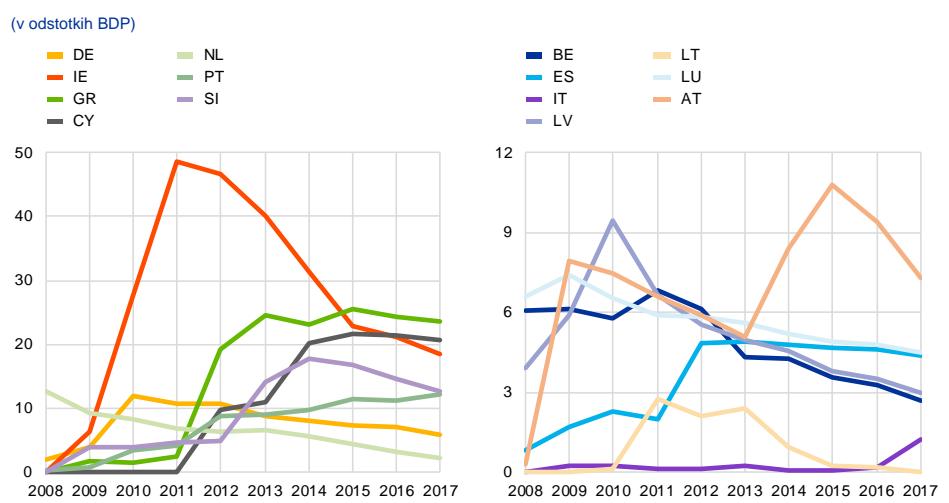
Vir: Eurostat.

Opombe: Graf ne vključuje držav, v katerih podpora finančnemu sektorju ni vplivala na primanjkljaj (Estonija, Malta, Slovaška in Finska), oziroma držav, v katerih je bil vpliv zelo majhen (0,1% BDP v Franciji leta 2012). Pozitivne številke pomenijo povečanje primanjkljaja. Pri vplivu na primanjkljaj se ne upoštevajo prihodki, ustvarjeni z ukrepi finančne pomoči, kot so prejete dividende od delnic v finančnih institucijah in prejete provizije za javno jamstvo. Za boljšo berljivost leva slika ne vključuje podatkov, ki so pod pragom 0,4% BDP, desna slika pa ne vključuje podatkov, ki so pod pragom 0,1% BDP.

Vpliv na razmerje med dolgom in BDP, ki je bil največji – skoraj 5,9% – v letu 2012, je leta 2017 znašal 4,1%. Največji vpliv ukrepov finančne pomoči na razmerje med dolgom in BDP je v osmih državah euroobmočja znašal 10% ali več (glej graf C), med katerimi so Nemčija, Nizozemska, Avstrija in Slovenija ter štiri države euroobmočja, v katerih je bil potreben program EU/MDS (Irska, Grčija, Ciper in Portugalska). Časovna dinamika vplivov, ki so jih imeli ukrepi finančne pomoči na bruto javni dolg, je zelo raznolika. Vpliv se je začel deloma in počasi preusmerjati v večini držav in v euroobmočju kot celoti, in sicer zaradi prihodkov, ustvarjenih z ukrepi finančne pomoči, kot so prejete dividende od delnic v finančnih institucijah in prejete provizije za javno jamstvo, in zaradi prodaje finančnega premoženja. Med državami je bilo okrevanje po zagotavljanju pomoči še posebno izrazito na Irskem, kjer se je vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na razmerje med javnim dolgom in BDP do leta 2017 v primerjavi z rekordno vrednostjo zmanjšal za 30 odstotnih točk, ter tudi na Nizozemskem (10 odstotnih točk glede na rekordno vrednost), v Latviji in Nemčiji (6 odstotnih točk glede na rekordno vrednost). Nasprotno pa se je dolg zaradi ukrepov finančne pomoči leta 2017 povečal na Cipru in v Italiji.

Graf C

Vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju na bruto javni dolg



Vir: Eurostat.

Opomba: Graf ne vključuje držav, v katerih podpora finančnemu sektorju ni vplivala na bruto dolg (Estonija, Malta, Slovaška in Finska), oziroma držav, v katerih je bil vpliv zelo majhen (0,6% BDP leta 2008 in 0,1% BDP leta 2012 v Franciji).

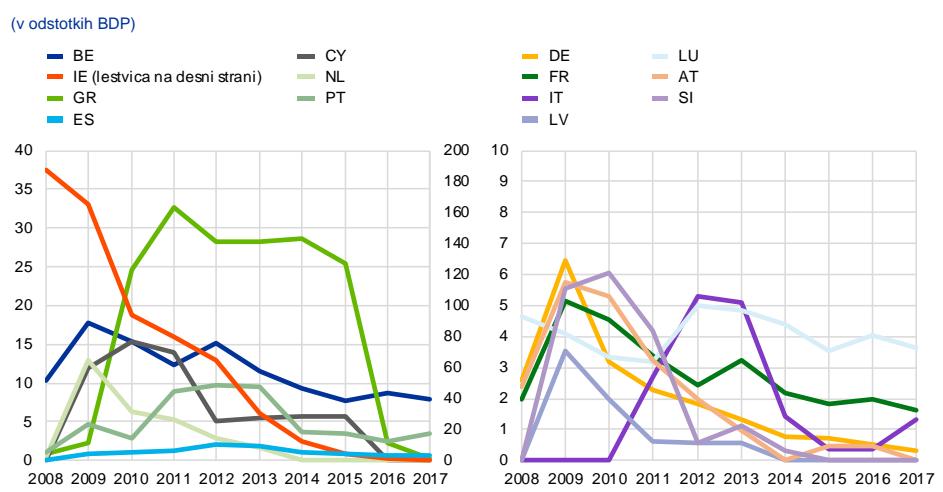
Pogojne obveznosti v euroobmočju so se zmanjšale z več kot 8% BDP v letu

2009 na 1,4% v letu 2017. V večini primerov so se eksplisitna jamstva, ki so jih številne države v euroobmočju na vrhuncu finančne krize zagotovile posameznim institucijam – oziroma v nekaterih primerih financiranje družb za upravljanje premoženja – postopoma iztekla (glej graf D). To večinoma predstavlja pozitiven razvoj dogodkov, saj povrnitev finančne stabilnosti pomeni, da izteklih jamstev ni bilo treba obnoviti. Vseeno so bila nekatera jamstva unovčena, institucije prejemnice pa so bile razvrščene v sektor širše opredeljene države, tako da je zmanjšanje jamstev spremljalo enakovredno povečanje javnega dolga oziroma primanjkljaja. Na primer ena petina jamstev, zagotovljenih oktobra 2017 v okviru delne privatizacije portugalske banke Novo Banco, v višini 2% BDP je bilo unovčenih, zato se je primanjkljaj leta 2018 povečal za 0,4 odstotne točke BDP. V šestih državah euroobmočja, med katerimi so Francija, Italija in Španija, so pogojne obveznosti leta 2017 še vedno znašale več kot 1% BDP. Poleg tega je Ciper julija 2018 zagotovil jamstva za shemo zaščite premoženja v okviru prodaje ciprske zadružne banke (Cyprus Cooperative Bank). Shema pokriva morebitne nepričakovane izgube iz finančnega premoženja, ki ga je pridobil kupec banke, kar znaša približno 13% BDP.²⁷

²⁷ Ta jamstva je treba prištetи državnemu pomoči v obliki plasiranja obveznic in denarnih sredstev v višini okrog 18% BDP, statistična klasifikacija tega pa še ni določena.

Graf D

Obseg pogojnih obveznosti



Vir: Eurostat.

Opombe: Graf ne vključuje držav, ki nimajo pogojnih obveznosti v zvezi s finančno podporo finančnemu sektorju (Estonija, Malta, Slovaška in Litva), oziroma držav, v katerih so takšne obveznosti minimalne (0,1% BDP leta 2008 na Finskem). Pogoje obveznosti se nanašajo na državna jamstva bančnemu sektorju. Stanje državnih jamstev ne vključuje jamstev, ki pokrivajo vloge prebivalstva (z izjemo Irske od 30. septembra 2008 do 29. septembra 2010) oziroma državnih jamstev za izredno likvidnostno pomoč.

Splošno razširjen, velik in dolgotrajen javnofinančni vpliv ukrepov v podporo finančnemu sektorju pomeni, da je pomembno nadalje okrepliti institucionalni okvir v euroobmočju. Kot je bilo sklenjeno na zasedanju vrha držav euroobmočja 29. junija 2018, je še vedno treba doseči napredek pri dokončanju bančne unije in pri krepitev evropskega mehanizma za stabilnost. Potrebno bo dodatno delo na tem reformnem področju ter nadaljnja prizadevanja za ohranitev javnofinančne vzdržnosti, da bi se preprečile prihodnje finančne krize in omejl s tem povezan vpliv na javne finance.

Članki

1 The global financial cycle: implications for the global economy and the euro area

Prepared by Maurizio Michael Habib and Fabrizio Venditti

As financial markets became progressively more integrated internationally over the past decades, economists wondered to what extent policymakers can isolate domestic financial conditions from external factors. This article reviews the terms of this debate and provides fresh evidence on the co-movement in capital flows and stock prices across a panel of 50 advanced and emerging economies. In particular, the article focuses on the relative importance of global risk and US monetary policy for the global financial cycle and touches upon the implications for the exchange rate regime. Global risk aversion emerges as a significant driver of capital flows and stock returns and its impact is amplified by capital account openness, but not necessarily by the exchange rate regime, which matters only for asset prices, not for capital flows. The quantitative relevance of US monetary policy and the US dollar exchange rate seems to be episodic. In particular, the correlation between US interest rates and capital flows throughout the crisis is positive, rather than negative as the theory would predict, indicating the need for further empirical analysis of the role of US monetary policy as the driver of the global financial cycle. The article also finds that financial market tensions have been typically synchronised between the euro area and the United States but that financial conditions in the two areas have often decoupled. Overall, this confirms that the effectiveness of the ECB's monetary policy has not been impaired by the global financial cycle.

1 Introduction

Over the past decades, financial markets have become progressively more integrated internationally. The size of world gross external liabilities, scaled by domestic GDP, increased from less than 50% at the beginning of the 1990s to around 200% at the onset of the global financial crisis in 2007.²⁸ The growth in cross-border liabilities came to a halt with the crisis, but the world today is much more financially integrated than 30 years ago.²⁹

According to the literature, increasing financial integration has led to the emergence of a “global financial cycle”, strongly influenced by US monetary policy. While financial integration is supposed to foster risk sharing internationally, economists wondered whether this integration, at the same time, could cause a faster and more uniform transmission of shocks across several economies, leading to the

²⁸ The ratio is computed as the sum for available countries of nominal US dollar liabilities over the sum of nominal US dollar GDP.

²⁹ See Lane, P. R. and Milesi-Ferretti, G., “International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis”, IMF Working Paper No 17/115, May 2017.

emergence of a global financial cycle. Rey (2015) provides a potential operational definition of this concept: “global financial cycles are associated with surges and retrenchments in capital flows, booms and busts in asset prices and crises” and are “characterised by large common movements in asset prices, gross flows and leverage”. Crucially, changes in monetary policy conditions in the centre economy, namely the United States, and in risk aversion globally, e.g. during the global financial crisis, would drive the global financial cycle, prompting swings in capital flows and asset prices across the globe.³⁰

Such a global financial cycle, if present, would limit the potential benefits of financial integration. A stronger co-movement of asset prices internationally would drastically reduce the ability of economic agents to diversify away idiosyncratic shocks – i.e. country-specific ones, such as a domestic recession – through the acquisition of foreign assets.³¹

The existence of a global financial cycle would also have implications for policymakers and the choice of the exchange rate regime. According to the classical “trilemma” of monetary policy, if the capital account is open, it is impossible to run an independent monetary policy – i.e. to set the policy rate autonomously from that of the main centre economy, e.g. the United States – and, at the same time, have an exchange rate target. In this case (*trilemma hypothesis*), the choice of the exchange rate regime does matter, since a floating exchange rate would allow the running of an independent monetary policy. A global financial cycle would morph this trilemma into a dilemma for policymakers, leaving them with only two alternative options: (i) to keep the capital account closed, maintaining control of domestic financial conditions, or (ii) to open the capital account, relinquishing control of domestic financial conditions. Once the capital account is open, a global cycle would “set the tone” of domestic financial conditions – i.e. the interest rates that final borrowers, such as non-financial corporates and households, actually pay – irrespective of the ability of the domestic central bank to set the policy rate autonomously and the prevailing exchange rate regime. In this second case (*dilemma hypothesis*), the choice of the exchange rate regime is virtually irrelevant.

This article provides an overview of the debate on the global financial cycle and offers a fresh look at the evidence supporting the existence thereof. In particular, the article focuses on the relative importance of global risk and US monetary policy for the global financial cycle. Moreover, the article also touches upon the implications of this cycle for policymakers when adopting the exchange rate regime. The empirical analysis is based on a dataset consisting of capital flows – in particular gross capital

³⁰ Rey, H., “[Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence](#)”, NBER Working Paper No 21162, May 2015, page 2. The evidence supporting the presence and economic significance of a global financial cycle has been challenged by a recent study by Cerutti, E., Claessens, S. and Rose, A. K., “How Important is the Global Financial Cycle? Evidence from Capital Flows”, IMF Working Paper No 17/193, September 2017.

³¹ Risk sharing, that is the ability of agents to insure their consumption streams against idiosyncratic shocks, can occur via the “capital channel” (e.g. income on financial assets held abroad), the “fiscal channel” (e.g. cross-border transfers between governments) and the “credit channel” (borrowing abroad by individuals and governments, either in credit markets or through supranational insurance mechanisms such as the European Stability Mechanism). In the euro area, risk sharing takes place mainly via the capital channel. For a discussion, see the article entitled “[Risk sharing in the euro area](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 3, ECB, 2018.

inflows across four main categories: direct investment, portfolio equity, portfolio debt and other investment (such as bank loans, deposits and trade credits) from the International Monetary Fund's Balance of Payments Statistics database. The dataset also contains risky asset prices – stock market returns from Global Financial Data – for a sample of 50 economies since 1990 on a quarterly basis.³² The article studies the relationship of these variables with those that have been consistently identified as the main drivers of the global financial cycle in the literature: global risk aversion and US monetary policy. Finally, the article elaborates on the implications for the global economy and the euro area.

2 Is there a global financial cycle? Revisiting the evidence

The existence of a global financial cycle rests on the validity of two distinct assumptions: one regarding the co-movement of capital flows and asset prices, and one regarding the drivers of such a co-movement. First, gross capital inflows, leverage of the banking sector, credit and risky asset prices share a common pattern over the past three decades.³³ Second, this pattern is inversely related to measures of global risk aversion and is driven by the US monetary policy. The purpose of this section is to revisit the evidence supporting the first leg of the analysis, the co-movement of capital flows and asset prices; the next section will elaborate on the evidence regarding the underlying drivers of this co-movement.

2.1 The co-movement of capital flows and asset prices

Capital flows and, in particular, asset prices, to a certain extent, share a common pattern across countries. Table 1 reports average bilateral correlations across the 50 economies in the full sample and separately for advanced and emerging economies. For each type of capital flow or asset price, all possible bilateral correlation coefficients between each pair of countries are calculated over the period 1990-2017 and then averaged, providing a simple and intuitive measure of co-movement. All correlations in Table 1 are positive, confirming the presence of a common pattern for capital flows and asset prices.

³² The sample includes Argentina, Australia, Austria, Brazil, Bulgaria, Canada, Chile, China, Colombia, Costa Rica, Croatia, Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, India, Indonesia, Israel, Italy, Japan, Latvia, Lithuania, Malaysia, Mexico, New Zealand, Norway, Pakistan, Peru, Philippines, Poland, Portugal, Korea (Republic of), Romania, Russian Federation, Saudi Arabia, Slovakia, Slovenia, South Africa, Spain, Sweden, Switzerland, Thailand, Turkey, United Kingdom, United States and Uruguay. Similarly to other studies, the analysis focuses on "gross inflows" (i.e. net purchases and sales of domestic assets by foreign residents), which are crucial for assessing financial stability and global credit conditions. "Net flows", which broadly mirror current account balances, are more relevant for assessing the sustainability of net international investment positions. As regards risky asset prices, the focus is on stock returns, since it is difficult to obtain other measures, such as corporate bond prices or mortgage rates, for a large panel of countries including emerging economies since the 1990s.

³³ See Passari, E. and Rey, H., "Financial Flows and the International Monetary System", *Economic Journal*, Vol. 125, No 584, May 2015, pp. 675-698. Moreover, Jordà, O., Schularick, M., Taylor, A. M. and Ward, F., show that the synchronisation of credit, house prices and equity prices across countries has increased above real sector integration across selected advanced economies over the past 150 years. However, in the past three decades, it is the co-movement of the equity markets that stands out as particularly elevated ("Global Financial Cycles and Risk Premiums", NBER Working Paper No 24677, June 2018).

Financial integration leads to a higher co-movement of asset prices with respect to capital flows. Table 1 shows that the degree of synchronicity of asset prices is much stronger than the one for capital flows. Under financial integration, international arbitrage exerts a strong pressure towards the equalisation of external finance premia³⁴, even with limited exposure to foreign assets and a substantial degree of home bias.³⁵

The co-movement of capital flows across countries is positive, though not particularly elevated. Among the different types of capital flows, “other” flows (bank loans and trade credits) display the highest correlation (10%), in particular within the group of advanced economies (17%). To a large extent, this is the manifestation of what Bruno and Shin (2015) define as the transmission of the international “bank leverage cycle” (that is, the tendency of banking systems to expand balance sheets in good times) and of the retrenchment in capital flows – in particular risk-sensitive cross-border banking flows – following the global financial crisis.³⁶

The co-movement of capital flows and risky asset prices increased in the run-up to the global financial crisis, peaking during the crisis.³⁷ Table 2 shows the average of quarterly bilateral correlations over different time periods. In particular, the period corresponding to the global financial crisis (2007-09) has been isolated, since it is known that high volatility tends to shift upwards any estimated correlation between two series, even if the underlying structural relationship between these two series has not changed.³⁸ With the exception of foreign direct investment, the synchronisation of capital flows and asset prices is higher in the run-up to the global financial crisis in the 2000s than in the 1990s. Unsurprisingly, the measured degree of synchronisation peaks during the global financial crisis between 2007 and 2009 when cross-border capital flows and stock market prices collapsed.

³⁴ This is the difference between the cost to a borrower of raising funds externally and the opportunity cost of internal funds.

³⁵ Dedola, L. and Lombardo, G., “Financial frictions, financial integration and the international propagation of shocks”, *Economic Policy*, Vol. 27, Issue 70, April 2012, pp. 319-359.

³⁶ See Bruno, V. and Shin, H. S., “Cross-Border Banking and Global Liquidity”, *Review of Economic Studies*, Vol. 82, No 2, 2015, pp. 535-564. For an analysis of the heterogeneous impact of the global financial crisis on cross-border capital flows, see Milesi-Ferretti, G.-M. and Tille, C., “The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis”, *Economic Policy*, Vol. 26, Issue 66, April 2011, pp. 289-346.

³⁷ Due to limited data availability, we do not look at the prices of risky bonds but only at equity prices.

³⁸ For a discussion, see Forbes, K., “Global economic tsunamis: Coincidence, common shocks or contagion?”, speech given at Imperial College, London, 22 September 2016, available on the Bank of England’s website. See also Forbes, K. and Rigobon, R., “No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements”, *Journal of Finance*, Vol. 57(5), October 2002, pp. 2223-2261.

Table 1

Correlation of capital flows and asset prices since the 1990s

Averages (unweighted) of bilateral correlations of country capital flows and asset prices:
1990-2017

(percentages, quarterly data)

	Capital flows				Asset prices
	Foreign direct investment	Portfolio equity	Portfolio debt	Other investment	
Whole sample	9.5	6.1	5.9	10.2	40.3
Advanced economies	8.0	5.7	10.4	17.7	54.5
Emerging economies	11.1	6.5	7.0	10.1	35.5

Sources: IMF Balance of Payments Statistics, Global Financial Data and ECB calculations.

Table 2

Correlation of capital flows and asset prices for different sub-samples

Averages of bilateral correlations of country capital flows and asset prices: sub-samples

(percentages, quarterly data)

	Capital flows				Asset prices
	Foreign direct investment	Portfolio equity	Portfolio debt	Other investment	
Whole sample					
1990-1999	12.3	5.6	4.8	3.1	26.6
2000-2006	6.7	6.0	6.4	7.2	38.0
2007-2009	18.4	12.5	14.8	23.4	78.2
2010-2017	0.3	5.7	5.3	5.2	34.5
Advanced economies					
1990-1999	15.8	6.7	5.1	9.9	43.8
2000-2006	5.7	5.5	9.4	13.6	57.6
2007-2009	14.7	7.0	16.0	28.9	83.1
2010-2017	0.9	6.5	6.0	12.7	48.3
Emerging economies					
1990-1999	9.6	7.3	7.1	6.5	22.9
2000-2006	8.5	6.1	4.9	9.9	27.3
2007-2009	20.6	15.9	16.4	20.9	72.8
2010-2017	0.5	6.7	4.9	2.6	27.5

Sources: IMF Balance of Payments Statistics, Global Financial Data and ECB calculations.

The most recent period is characterised by a decline in the synchronisation of capital flows and asset prices. Following the global financial crisis, between 2010 and 2017, the synchronisation of capital flows and stock prices abated, generally returning to a level slightly lower than in the 2000s, but higher than in the 1990s (Table 2, first panel).³⁹ The picture is not substantially different when distinguishing advanced economies from emerging economies. Notably, the decline in the co-movement of capital flows after the global financial crisis appears to be more

³⁹ Direct investment appears to be an exception and follows a cycle that is different from other asset classes.

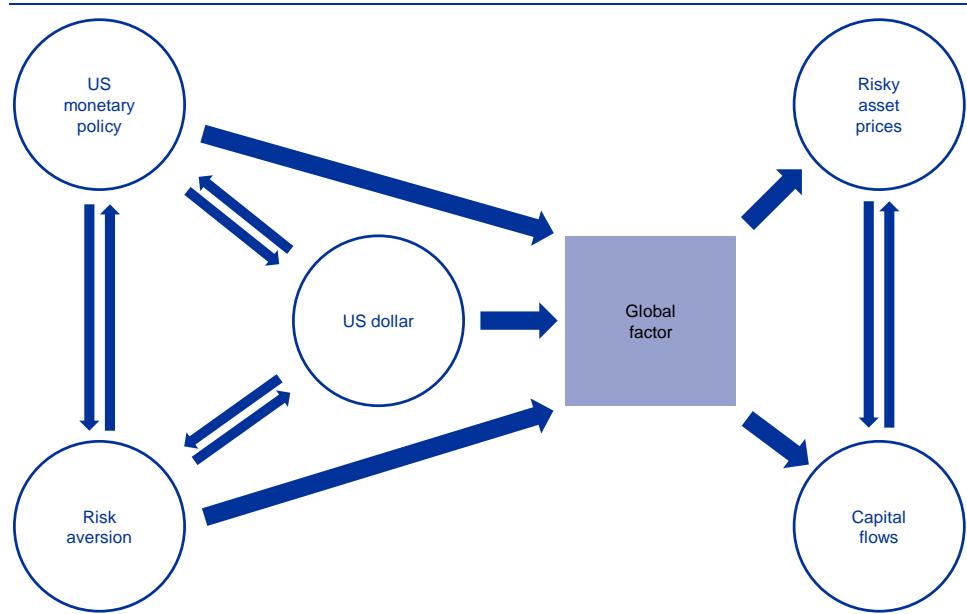
marked among emerging economies than in advanced ones (Table 2, second and third panels).

Overall, there is strong evidence of a common cycle in risky asset prices and some support for the presence of a common pattern in capital flows across the globe. The boom and bust cycle in the run-up to the global financial crisis tends to magnify the evidence in favour of the presence of a global financial cycle. Importantly, in the run-up to the global financial crisis, a global cycle is particularly evident for banking flows among advanced economies.

3 The global financial cycle: drivers and channels of transmission

The economic literature has identified two main potential drivers of the global financial cycle: US monetary policy and global risk aversion. Figure 1 depicts in a stylised way the complexity of the mechanism and the channels of transmission of the global financial cycle. For instance, the stance of US monetary policy may affect risk attitude globally, but the causality may run in the opposite direction. An “unexpected” tightening that surprises the markets is normally associated with an increase in risk aversion, a decline in the price of risky assets and a widening of external finance premia beyond the US borders. At the same time, risk aversion shocks – e.g. those generated by the global financial crisis or by major geopolitical events such as war or terrorist attacks – may induce changes in the stance of monetary policy to counteract the negative effects of these shocks on the economy.

Figure 1
The transmission channels of the global financial cycle



Source: ECB.

A global factor shaping the co-movement of risky asset prices is closely related to global risk aversion, which has been identified as one of the main drivers of the global financial cycle. As shown in the previous section and extensively documented by a growing body of literature, returns on risky assets share a common component that drives a non-negligible fraction of their fluctuations. According to Miranda-Agrippino and Rey (2018), for instance, this global factor would explain up to a quarter of the variance of a large cross-section of risky returns.⁴⁰ This factor would reflect the risk appetite of global investors and therefore would be negatively related to the degree of risk aversion of the market.

A second central driver of the global financial cycle identified throughout the literature is the role of US monetary policy, which drives asset prices, both domestically and globally. Spillovers originating from US monetary policy have received special scrutiny in the literature, owing to the central role played by the US dollar in global financial markets. Indeed, around 60% of the international debt securities issued in the world and about as much of global cross-border loans are denominated in US dollars.⁴¹ In this context, particular attention has been given to the role of *global banks*, large intermediaries with a strong presence in cross-border lending, which amplify the international dimensions of US monetary policy. Indeed, monetary policy, by changing the value of the assets in global banks' balance sheets, alters both their leverage position and their willingness to take risk. For instance, a monetary policy expansion would boost asset prices, strengthen the capital position of banks and induce them to further expand their balance sheets, not only domestically but also through international lending. At the same time, lower interest rates compress safe-asset yields, inducing banks to search for higher returns by taking on more risks.⁴²

Given its prominence in international markets, the US dollar also plays a catalytic role, reinforcing the transmission channels of US monetary policy to cross-border flows. For instance, a US monetary policy tightening would be associated with a rise in the value of the US dollar. In turn, the appreciation of the US dollar would lead to a deterioration in the balance sheet and the perceived credit risk of non-US borrowers with US dollar liabilities, triggering further cross-border retrenchment worldwide. A monetary policy loosening would have the opposite effect.⁴³

3.1 Global risk aversion and the global financial cycle

The first step of the analysis focuses on the relationship between capital flows and global risk aversion. The literature often uses the VIX index, a measure of

⁴⁰ Miranda-Agrippino, S. and Rey, H., "US Monetary Policy and the Global Financial Cycle", NBER Working Paper No 21722, February 2018.

⁴¹ See "The international role of the euro", ECB, June 2018.

⁴² See Bruno, V. and Shin, H. S., "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 71, 2015, pp. 119-113, Cesa-Bianchi, A., Ferrero, A. and Rebucci, A., "International credit supply shocks", *Journal of International Economics*, Vol. 112(C), 2018, pp. 219-237, and Rey, H., "International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma", *IMF Economic Review*, Vol. 64, No 1, 2016.

⁴³ See Bruno, V. and Shin, H. S. (2015), *ibid*.

implied volatility of the US stock market, as a proxy for global risk aversion.⁴⁴ Alternative measures aimed at capturing more “global” trends have also been proposed. For instance, Miranda-Agrippino and Rey find that the common component of a large panel of returns on risky assets traded on all the major global markets (i) co-moves with the VIX and the US Baa-Aaa spread and (ii) is strongly correlated with measures of implied stock price volatility in Europe (VSTOXX and VFTSE). Hence, rather than solely relying on the VIX, this analysis also uses a Global Stock Market Factor, constructed from stock returns for 63 countries (see Box 2 for details of the methodology). Both indicators, the VIX and the Global Stock Market Factor, should capture uncertainty about the future – as measured by the realised volatility of the markets – and the degree of risk aversion of the markets.⁴⁵ Compared with the VIX, the Global Stock Market Factor should better capture global developments.

Capital flows soared at the start of the new millennium, as both the VIX and the global factors declined, and collapsed during the global financial crisis in 2008-09, as risk aversion mounted. Chart 1a shows the development of capital flows, aggregated across all four categories and, separately, for advanced economies and for emerging economies against the VIX (inverted scale). Chart 1b displays aggregate capital flows against the Global Stock Market Factor (inverted scale). In both charts the co-movement of capital flows and proxies of risk aversion in the run-up to the global financial crisis and immediately afterwards is particularly evident. Importantly, it should be noted that between the early 2000s and 2009, there is an upward trend in capital inflows both for advanced and (to a lesser extent) for emerging economies. The process of financial integration is truly global.

Outside the crisis period, the relationship between capital flows and global risk is weaker than in the first decade of the 2000s, in particular when using the VIX index as a gauge of risk. Both Chart 1a and Chart 1b display a less marked pattern of co-movement of capital flows and the two proxies of global risk in the 1990s and since 2010 when the major central banks introduced quantitative easing measures that contributed to a decline in market volatility. This is confirmed by the correlation of these series over the whole sample and across three different decades, shown in Table 3. The correlation of the Global Stock Market Factor with global capital flows to either advanced economies (-0.61) or emerging economies (-0.51) is much tighter and more stable than the one of the VIX index (around -0.3). Notably, the negative relationship between the VIX and global capital flows is not present since 2010.

⁴⁴ See for instance Habib, M. M. and Stracca, L. (2012) for an application to currencies (“Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency?”, *Journal of International Economics*, Vol. 87, Issue 1, May 2012, pp. 50-64). The choice of the VIX can be justified on three grounds. First, implied volatility is strongly correlated across countries so that even country-specific variables mostly capture global trends. Second, the US stock market plays a central role in global financial markets owing to the importance of the US dollar. Third, the VIX is available for a long time span.

⁴⁵ For a discussion, see Bekaert, G., Hoerova, M. and Lo Duca, M., “Risk, uncertainty and monetary policy”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, No 7, 2013, pp. 771-788.

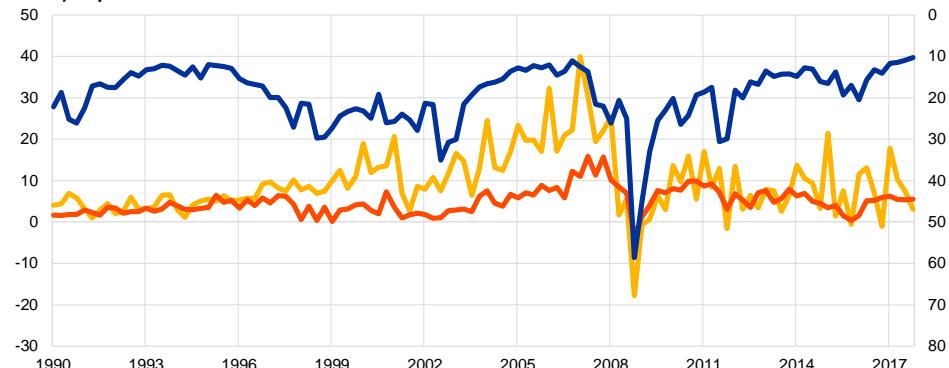
Chart 1

Capital flows, the VIX and the Global Stock Market Factor since 1990

(quarterly data, capital flows as a percentage of GDP)

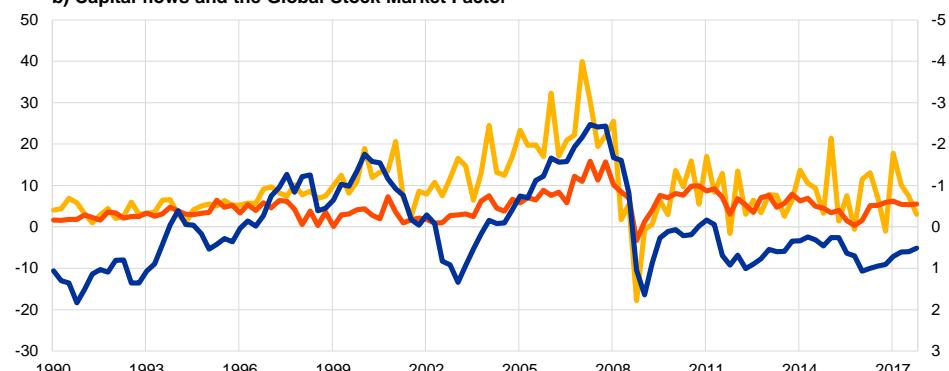
- VIX (right-hand scale, inverted)
- Capital flows - advanced economies
- Capital flows - emerging economies

a) Capital flows and the VIX



- Global Stock Market Factor (right-hand scale, inverted)
- Capital flows - advanced economies
- Capital flows - emerging economies

b) Capital flows and the Global Stock Market Factor



Sources: IMF, Datastream and ECB calculations.

Notes: The latest observation is for the fourth quarter of 2017. Capital flows are reported as a share of the country group's GDP, i.e. capital flows to advanced economies divided by the sum of advanced economies' GDP, and similarly for emerging economies. The Global Stock Market Factor is constructed from stock returns for 63 countries (see Box 2 for details of the methodology).

A formal econometric analysis confirms that a Global Stock Market Factor shares a tight relationship with capital flows across different asset categories.

The relationship between capital flows, stock market returns and several different measures of global risk is investigated empirically in a panel setting, including variables controlling for the influence of domestic ("pull") factors for capital flows. The results confirm that a global financial cycle in capital flows is strongly connected to measures of risk in global stock markets (see Box 1).

Table 3

Correlation of capital flows and global risk since the 1990s

Correlation matrices: sub-samples (quarterly data)						
	Capital flows – advanced	Capital flows – emerging	VIX	Global Stock Market Factor	US policy rate	Nominal USD appreciation
1990-2017						
Capital flows – advanced	1.00					
Capital flows – emerging	0.59*	1.00				
VIX	-0.27*	-0.34*	1.00			
Global Stock Market Factor	-0.61*	-0.51*	0.09	1.00		
US policy rate	0.11	-0.15	0.02	-0.35*	1.00	
Nominal USD appreciation	-0.38*	-0.46*	0.18	0.15	0.06	1.00
1990-1999						
Capital flows – advanced	1.00					
Capital flows – emerging	0.18	1.00				
VIX	0.53*	-0.33*	1.00			
Global Stock Market Factor	-0.70*	-0.32*	-0.32*	1.00		
US policy rate	0.14	-0.12	0.45*	0.14	1.00	
Nominal USD appreciation	-0.17	-0.13	-0.15	-0.07	-0.15	1.00
2000-2009						
Capital flows – advanced	1.00					
Capital flows – emerging	0.66*	1.00				
VIX	-0.73*	-0.57*	1.00			
Global Stock Market Factor	-0.64*	-0.71*	0.58*	1.00		
US policy rate	0.54*	0.36*	-0.36*	-0.81*	1.00	
Nominal USD appreciation	-0.43*	-0.49*	0.50*	0.12	0.12	1.00
2010-2017						
Capital flows – advanced	1.00					
Capital flows – emerging	0.31	1.00				
VIX	0.06	0.09	1.00			
Global Stock Market Factor	-0.33	-0.60*	-0.01	1.00		
US policy rate	-0.03	-0.09	-0.1	0.34	1.00	
Nominal USD appreciation	-0.12	-0.56*	0.21	0.25	-0.27	1.00

Sources: IMF, Datastream and ECB calculations.

Notes: Capital flow liabilities as a percentage of GDP. US policy rate refers to the effective federal funds rate extended with the Wu-Xia shadow rate. Nominal USD appreciation is calculated as the log change in the nominal effective exchange rate (NEER). * Asterisk indicates statistical significance at the 5% level.

As mentioned in the introduction, the global financial cycle could limit the ability of policymakers to isolate domestic financial conditions. Even when adopting a flexible exchange rate regime – which allows for some independence in setting policy rates according to existing evidence⁴⁶ – a global risk shock would be transmitted across the globe to capital flows and risky asset prices, irrespective of the prevailing exchange rate regime (*dilemma hypothesis*).

⁴⁶ See Obstfeld, M., Shambaugh, J. and Taylor, A., "The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87(3), 2005, pp. 423-438.

The econometric evidence partly supports the presence of a dilemma in the transmission of global risk to capital flows and stock markets (see Box 1).

Indeed, the analysis shows that global risk affects capital flows in those economies that have liberalised the capital account, as predicted by the theory. At first sight, the exchange rate regime does not seem to matter in the transmission of global risk. The irrelevance of the exchange rate regime is consistent with the existence of a dilemma, not a trilemma, in the presence of a global financial cycle. However, when restricting the sample to those economies that have a liberalised capital account, a rigid exchange rate regime appears to facilitate a stronger transmission of global risk to stock markets, providing support to the traditional view of the trilemma in international economies, where floating rates allow for a degree of freedom in facing external shocks.

Box 1

The transmission of global risk factors and the policy trilemma

Prepared by Maurizio Michael Habib

The transmission of global risk to capital flows and stock prices is studied in a simple panel regression across a sample of 50 economies. The model is the following:

$$Y_{it} = a_i + bX_t + c\bar{Z}_{it} + e_{it}$$

where Y_{it} , the dependent variable, is one of the four main categories of capital flows – direct investment, portfolio equity, portfolio debt or other flows – or stock returns in country i at time (quarter) t . The coefficient a_i captures country-specific fixed effects that do not vary across time; Z_{it} is a vector of domestic control variables that can affect capital flows and returns, including domestic inflation and real GDP growth; and, finally, X_t is a proxy of global risk and e_{it} is an error term.⁴⁷ Alternatively, two different proxies of risk have been included: the VIX and the Global Stock Market Factor.

Table A presents the results of these regressions for two different models, one including the VIX (model 1) and one using the Global Stock Market Factor (model 2). The coefficients of the control variables are omitted for space reasons. As expected, most of the coefficients are negative, suggesting that when global risk rises, cross-border capital flows and risky asset prices decline around the world. Zooming into different types of capital flows, direct investment emerges to be less sensitive to global risk, since the decision to invest abroad is based on long-run expectations of profitability. Among the various proxies of risk, the Global Stock Market Factor is the indicator most closely connected to capital flows and stock prices, since the coefficient is statistically significant for all types of flows and the regression displays the best goodness of fit.⁴⁸ However, the ability of the model to capture the volatility of capital flows – particularly high at the quarterly frequency – is very limited, as shown by the reported R-squared. For stock returns, instead, the change in the Global Stock Market Factor has a good fit and explains one-third of the variation of the stock returns. Overall, this simple model confirms that a global financial cycle in capital flows and asset prices is negatively associated with global risk.

⁴⁷ The model is estimated with a Driscoll-Kraay estimator accounting for cross-sectional and temporal dependence of the residuals. The results are robust to the inclusion of different lags of the dependent variable.

⁴⁸ For consistency with how it is constructed, the Global Stock Market Factor enters the equation for equity returns in first differences.

Table A

The transmission of global risk to capital flows and asset prices

Dependent variable	Foreign direct investment	Portfolio equity	Portfolio debt	Other investment	Stock returns
Model 1					
VIX	0.007	-0.004**	-0.012**	-0.017	-0.006**
R-squared	0.009	0.007	0.006	0.01	0.15
Model 2					
Factor	Global Stock Market	-0.246***	-0.045**	-0.146***	-0.398***
	R-squared	0.034	0.011	0.013	0.029
Observations	5,032	4,731	4,815	4,996	5,040
Countries	50	48	49	50	50

Sources: IMF, Datastream and ECB calculations.

Notes: For stock returns, in model 2, the Global Stock Market Factor is taken in first differences. The asterisks ***, ** and * indicate statistical significance at the 1%, 5% and 10% level, respectively.

An extension of the model makes it possible to consider an interesting policy angle: the role of capital account openness and the exchange rate regime in the transmission of risk to capital flows and risky asset prices. According to the new “dilemma” in international finance, once the capital account is open, a floating exchange rate cannot isolate the domestic economy from the transmission of shocks driving the global financial cycle, such as risk aversion shocks. To test this hypothesis, the model is augmented with two dummies distinguishing countries with a higher than average degree of capital account openness (Open) from those that are more closed, and countries with a fixed exchange rate regime (Peg) from those with a floating regime.⁴⁹ These dummies are interacted with the global risk factor to control if the transmission of risk shocks is stronger among countries with a fixed exchange rate (*trilemma hypothesis*) or not (*dilemma*). Among the risk factors, the Global Stock Market Factor has been selected, since it performed better in the first stage of the analysis compared with the VIX.

⁴⁹ Capital account openness is measured using the de jure index developed by Chinn, M. D. and Ito, H., “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions”, *Journal of Development Economics*, Vol. 81, Issue 1, October 2006, pp. 163-192. The exchange rate regime classification is based on Ilzetzki, E., Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., “[Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?](#)”, NBER Working Paper No 23134, February 2017.

Table B

The transmission of global risk: the role of capital account liberalisation and the exchange rate regime

Dependent variable	Foreign direct investment	Portfolio equity	Portfolio debt	Other investment	Stock returns
Full sample: the role of capital account liberalisation					
Global Stock Market Factor	-0.113***	-0.055***	-0.035	-0.014	-0.216***
Global Stock Market Factor*Open	-0.200***	0.014	-0.166**	-0.593***	0.020
Observations	4,976	4,692	4,772	4,940	4,969
Countries	50	48	49	50	50
R-squared	0.038	0.012	0.019	0.041	0.337
Full sample: the role of the exchange rate regime					
Global Stock Market Factor	-0.194***	-0.042*	-0.115***	-0.360***	-0.199***
Global Stock Market Factor*Peg	-0.103*	-0.008	-0.062	-0.075	-0.007
Observations	5,032	4,731	4,815	4,996	5,007
Countries	50	48	49	50	50
R-squared	0.036	0.012	0.014	0.029	0.333
Economies with a higher than average degree of capital account liberalisation: the role of the exchange rate regime					
Global Stock Market Factor	-0.230***	-0.029	-0.173***	-0.568***	-0.177***
Global Stock Market Factor*Peg	-0.147*	-0.018	-0.054	-0.039	-0.033***
Observations	3,228	3,048	3,148	3,228	3,206
Countries	43	40	42	43	43
R-squared	0.037	0.001	0.019	0.046	0.395

Sources: IMF, Datastream and ECB calculations.

Notes: For stock returns, the Global Stock Market Factor is taken in first differences. The asterisks ***, ** and * indicate statistical significance at the 1%, 5% and 10% level, respectively.

Table B summarises the results, focusing on the global risk factor and its interaction with the dummies, omitting other controls. A negative coefficient for the interaction term of global risk with a specific characteristic (e.g. Open or Peg) suggests that the countries possessing that feature are more affected by global risk. First, as expected, the transmission of global risk to capital flows and asset prices is stronger among those economies with a more open capital account, in particular for direct investment, portfolio debt and other investment (e.g. bank loans), as the interaction term is negative and statistically significant. Second, at first sight, the exchange rate does not seem to matter. Even though the coefficient of the dummy for countries pegging their currency interacted with global risk is negative, the statistical significance is weak. This provides support to the new theory of the global financial cycle that stresses the limited ability of a floating rate to shield domestic financial conditions from the global ones. It is possible to qualify this result, analysing a finer partition of the sample. Focusing on the countries that are relatively more open – those potentially more exposed to the global financial cycle – the transmission of global risk to stock prices is higher among pegs than for floaters, supporting the traditional trilemma hypothesis.

Summing up, global risk aversion emerges as a significant driver of capital flows and stock returns and its impact is amplified by capital account openness, but not necessarily by the exchange rate regime, which matters only for asset prices when the capital account is open, not for capital flows.

3.2 US monetary policy and the global financial cycle

Empirically, there is a broad consensus that monetary policy actions of large central banks, such as the Federal Reserve System, spill over to global financial markets. A wealth of studies have shown that monetary policy decisions by the Federal Reserve have an impact on capital flows, exchange rates and the international co-movement of asset prices. These papers generally find that a tightening of US monetary policy significantly influences foreign economies via an increase of foreign long-term interest rates and a depreciation of their currencies against the US dollar. Furthermore, the transmission to foreign long-term rates is mostly attributable to effects on term premia.⁵⁰

However, there does not seem to be a stable relationship between the US policy rate, the value of the US dollar and global capital flows. Chart 2a and Table 3 show that the US interest rate – specifically the effective federal funds rate extended with the Wu-Xia shadow rate⁵¹ during the zero lower bound period – is generally uncorrelated with global capital flows, with the exception of the crisis. In the 2000s, the correlation of US interest rates with capital flows is positive – not negative as expected – and the correlation with indicators of risk aversion such as the VIX is negative – not positive as expected. In the run-up to the global financial crisis, US interest rates increased in tandem with cross-border capital flows and when the global financial crisis erupted, the Federal Reserve was forced to ease monetary policy.

The value of the US dollar is negatively correlated with capital flows, even though the relationship is clearly driven by the cycle in the run-up to the global financial crisis. Chart 2b shows that the nominal effective exchange rate of the US dollar depreciated from 2002 to the onset of the global financial crisis in the autumn of 2008. During this period, capital flows were on an upward trend among advanced and emerging economies. The crisis signals a turning point for both the US dollar, which appreciates sharply, and capital flows, which retrench dramatically. However, outside the period 2000-09, the relationship is less stable. Table 3 reports the correlation of the value of the US dollar – taken in log changes to avoid issues of stationarity in the series – with capital flows, confirming a tight negative relationship between 2000 and 2009 – a correlation coefficient ranging between -0.43 for advanced economies and -0.49 for emerging ones – and a looser connection in the 1990s for both advanced and emerging economies and since 2010 for advanced economies.⁵² Possibly, the impact of monetary policy and the role of the US dollar on the global financial cycle

⁵⁰ Neely, C., "The Large Scale Asset Purchases Had Large International Effects", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 52, March 2014, pp. 101-111, Rogers, J. H., Scotti, C. and Wright, J. H., "Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: A Multi-Country Review", *Economic Policy*, Vol. 29, No 80, 2014, pp. 3-50, and Jarociński, M. and Karadi, P., "[Deconstructing monetary policy surprises: the role of information shocks](#)", *Working Paper Series*, No 2133, ECB, 2018. ECB monetary policy has similar effects; see, for instance, "[Monetary policy, exchange rates and capital flows](#)", speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the 18th Jacques Polak Annual Research Conference hosted by the International Monetary Fund, Washington D.C., 3 November 2017.

⁵¹ Wu, C. and Xia, D., "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 48, March 2016, pp. 253-291.

⁵² Over the past few years, the relationship between capital flows and the US dollar has remained significantly negative for emerging markets. This outcome may be explained by the increased attractiveness of the US dollar as a safe haven since the start of the global financial crisis. It is possible to note that the value of the dollar is positively correlated with risk factors (around 0.2) since 2010, but not in the 1990s.

should be analysed with different techniques, e.g. through the identification of monetary policy shocks with high-frequency data and VAR analysis; however, this would go beyond the scope of this article.⁵³

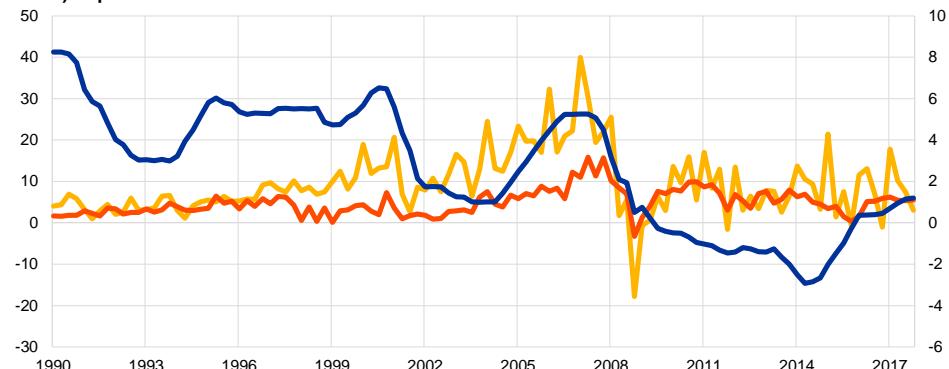
Chart 2

Capital flows, US interest rates and the US dollar since the 1990s

(quarterly data; capital flow liabilities as a percentage of GDP; US policy rate as a percentage; nominal USD exchange rate, index: Jan. 1997 = 100)

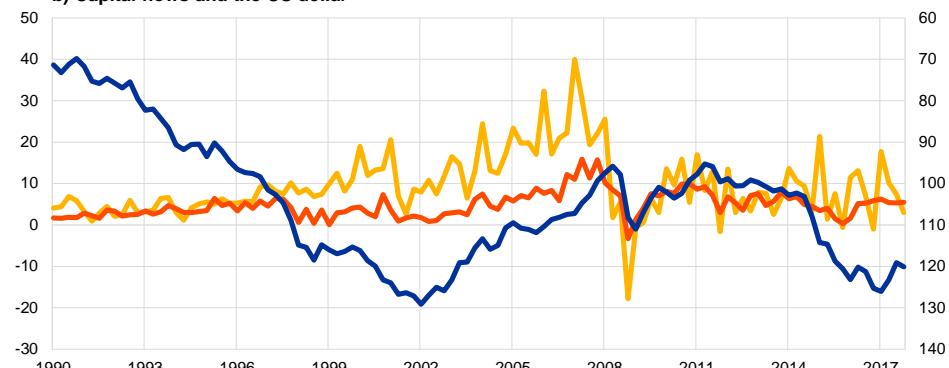
- US policy rate (right-hand scale)
- Capital flows - advanced economies
- Capital flows - emerging economies

a) Capital flows and US interest rates



- Nominal USD exchange rate (right-hand scale, inverted)
- Capital flows - advanced economies
- Capital flows - emerging economies

b) Capital flows and the US dollar



Sources: IMF, Datastream and ECB calculations.

Notes: The latest observation is for the fourth quarter of 2017. Capital flows are reported as a share of the country group's GDP, i.e. capital flows to advanced economies divided by the sum of advanced economies' GDP, and similarly for emerging economies. US policy rate refers to the effective federal funds rate extended with the Wu-Xia shadow rate. Nominal USD exchange rate refers to the nominal broad trade-weighted exchange value of the US dollar, where an increase in the index denotes an appreciation (note the inverted scale in Chart 2b).

⁵³ Replacing the level of US interest rates with US monetary policy shocks identified with high-frequency data or an index of US monetary policy uncertainty does not substantially alter these findings. In a dynamic panel setting similar to the one introduced in Box 1, distinguishing between different types of capital and controlling for pull factors, US monetary policy shocks are negatively related to portfolio equity flows and stock returns, but not to other types of capital flows.

3.3 Summary of the empirical evidence

Overall, the evidence reviewed here suggests that capital flows and risky asset prices have been influenced by global risk factors in the past decades. This influence is particularly evident in the period preceding the global financial crisis and in its immediate aftermath. Notably, the most recent period has instead been characterised by a loosening of the cycle. Moreover, the exchange rate regime does not seem to matter for the transmission of the cycle, with the possible exception of risky asset prices when the capital account is open.

While the central role of US monetary policy and the presence of a US dollar cycle connected to the global financial cycle is a concept well entrenched among economists, more work is needed to pin down the economic significance of these drivers of the financial cycle for the global economy. In different terms, while the existence of a causal nexus between US monetary policy and capital flows cannot be excluded, the quantitative relevance of changes in US interest rates for international capital flows appears limited and would have to be ascertained. This implies that the risks for global capital flows and risky asset prices of a gradual, well-communicated normalisation of US monetary policy should not be exaggerated.⁵⁴

4 Implications for the euro area

The euro area is not an island: product and financial market openness make the euro naturally exposed to changes in global financial conditions. In the previous sections, a connection between, on the one hand, global risk aversion and, on the other hand, capital flows and stock returns has been outlined. This section delves into the implications of the observed co-movement in asset prices for euro area financial conditions. The transmission of global shocks to the euro area economy is amplified by the presence of large, global euro area banks that play a central role in international lending. Due to its size and interconnectedness, however, the euro area is not only a receiver but also a generator of shocks that affect the global financial cycle.⁵⁵

Given the prominence of the US economy in driving the financial cycle, it is interesting to focus on the relationship between US and euro area financial conditions. This can be done using composite “financial condition indices” that assemble information from a small set of financial variables.⁵⁶ We look at two such

⁵⁴ See the speech by the Federal Reserve Chairman J. H. Powell entitled “[Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows](#)” at “Challenges for Monetary Policy and the GFSN in an Evolving Global Economy”, Eighth High-Level Conference on the International Monetary System sponsored by the International Monetary Fund and the Swiss National Bank, Zurich, Switzerland, 8 May 2018.

⁵⁵ For instance, recent analyses show that the ECB’s asset purchase programme (APP) has triggered substantial capital flows across borders, favouring a substantial portfolio adjustment towards foreign sovereign bonds and increasing the average maturity of bonds in the portfolios. Also, APP announcements have caused a broad-based depreciation of the euro and boosted equity prices around the world; see “The international dimension of the ECB’s asset purchase programme”, speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Foreign Exchange Contact Group meeting, 11 July 2017.

⁵⁶ See, for instance, “[Financial conditions and growth at risk](#)”, Global Financial Stability Report, IMF, October 2017, Chapter 3.

indices, which convey slightly different information. The first index, computed by Goldman Sachs, gives a relatively large weight to the *level* of interest rates paid by sovereigns and corporates and also takes into account the tightening effects of exchange rate appreciations.⁵⁷ The second index, computed by Bloomberg, assigns more importance to interest rate spreads, as well as realised volatilities in bond, stock and money markets. Furthermore, it does not include exchange rates. It is therefore more indicative of rising financial turbulence, as gauged by time-varying risk premia.⁵⁸ In other words, the prominence given by the latter index to spreads and volatilities implies that it is more sensitive to temporary financial tensions. Although both indices are defined as measures of financial conditions, for the sake of exposition we will refer to them in the rest of the discussion as indices of *financial conditions* and *financial tensions*, respectively.

The degree of synchronisation of financial conditions between the United States and the euro area is overall tenuous and changes over time, also reflecting differences in the monetary policy stance. Chart 3a shows the index of financial conditions for the United States and for the euro area between 2000 and 2018.⁵⁹ In the case of the United States, three distinct periods of financial tightening can be identified. The first, between 2001 and 2003, coincides with the bursting of the dot-com bubble in the US stock market. The second follows the bankruptcy of Lehman Brothers. The third, from the middle of 2014 to the beginning of 2016, is largely driven by an appreciation of the dollar. The timeline for the euro area is characterised by two important differences. First, the impact of the 2001 US recession is very muted. Second, the tightening of financial conditions during the Great Recession (2008–09) is much more gradual and less pronounced. These differences show up in notably different correlations across time periods. Before the financial crisis, the correlation in financial conditions is mildly positive (0.33); it increases during the crisis (0.71 between 2007 and 2012); and from July 2012 onwards it turns negative.⁶⁰ The change in sign reflects the progressive loosening of financial conditions in the euro area, also thanks to monetary policy accommodation and the relative stability (bar the temporary tightening of financial conditions between 2014 and 2016) in the United States.

⁵⁷ The index, computed by Goldman Sachs, is a weighted average of a short-term interest rate, a long-term riskless bond yield, a corporate credit spread, the ratio of an equity index to a lagged ten-year average of earnings per share, and a trade-weighted exchange rate. In the case of the euro area, the index also includes a measure of fragmentation, i.e. a sovereign credit spread. It assigns to the different indicators a weight that reflects their predictive content for GDP four quarters ahead which is also inversely related to their standard deviation.

⁵⁸ The indices are computed by Bloomberg. The index for the United States includes: (i) for money market rates, the TED spread, the LIBOR/OIS spread and the commercial paper/T-bill spread; (ii) for the bond market, the Baa corporate/Treasury spread, the municipal/Treasury spread, the high-yield Treasury spread and the swaption volatility index; and (iii) for the stock market, the VIX and the deviation of Standard & Poor's share prices from their five-year moving average. All the components are aggregated using equal weights. For the euro area, the index includes: (i) for money market rates, the euro TED spread and the EURIBOR/OIS spread; (ii) for the bond market, the JP Morgan High Yield Europe Index and the EU ten-year swap spread; and (iii) the deviation of EURO STOXX share prices from their five-year moving average, the VDAX-NEW index and de-trended share prices.

⁵⁹ The indicators are in deviations from a historical mean and standardised, so that periods in which they are positive (negative) indicate financial conditions being tight (loose) relative to their mean level.

⁶⁰ July 2012 is taken as the cut-off period to account for changes in market expectations about the likelihood of the ECB adopting unconventional monetary policy measures following the speech given by Mario Draghi, President of the ECB, at the Global Investment Conference in London on 26 July 2012.

The co-movement in financial tensions is instead very strong. Chart 3b shows the two indices of financial tensions for the United States and for the euro area. It is evident that financial tensions are, most of the time, dormant. However, when they manifest themselves (in 2008 both in the United States and in the euro area and in 2011 mainly in the euro area) they have a large impact on the real economy, possibly generating non-linear effects. Overall, the correlation between the two indices is strong and stable (ranging between 0.8 and 0.9), suggesting that (i) financial tensions are triggered by movements in global risk and (ii) risk premia both in the United States and in the euro area are heavily influenced by this common component (see Box 2).⁶¹

Overall, two key messages emerge from this analysis. First, financial conditions in the euro area evolve largely independently from global forces, also thanks to the ability of monetary policy to steer expected rates on safe assets and term premia in the desired direction. Second, credit spreads and realised volatilities in the United States and in the euro area are highly synchronised, reflecting the global nature of risk appetite in closely financially integrated markets.

⁶¹ An interesting observation is that the crisis that originated in the United States in 2008 had a stronger impact on the euro area than the euro area sovereign debt crisis had on the United States. While more refined analyses would be needed to ascertain the strength of the respective causal effects, it is plausible that the strong activity of euro area banks in the United States amplified the effects of the US crisis on the euro area economy.

Chart 3

Financial conditions and financial tensions in the United States and in the euro area

(Z-scores of monthly averages of daily data, i.e. number of standard deviations from zero)

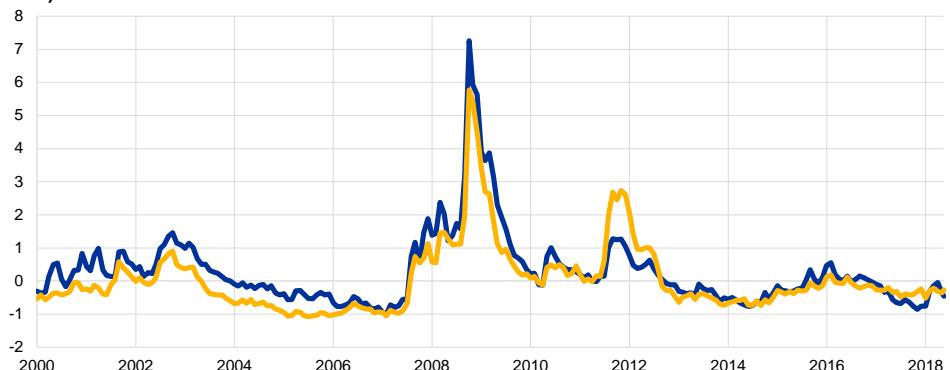
- United States
- Euro area

a) Financial conditions



- United States
- Euro area

b) Financial tensions



Sources: Goldman Sachs and Bloomberg Analytics.

Notes: The latest observation is for June 2018. The financial condition indices refer to the Goldman Sachs (panel a) and Bloomberg (panel b) constructed financial condition indices for the United States and the euro area. Positive deviations from zero signify a tightening, while negative deviations from zero signify a loosening.

Box 2

The global financial cycle: is the euro area special?

Prepared by Fabrizio Venditti

This box documents how the Global Stock Market Factor is computed and explores its relative importance for euro area stock returns. A dynamic factor model for stock returns in 63 countries is estimated. The first common factor is the Global Stock Market Factor.⁶² Once this factor is estimated, its relevance for the individual indicators can be assessed through simple variance decomposition. More formally, for each country “*i*” at time “*t*” we have:

$$y_{i,t} = \theta_i f_t + \varepsilon_{i,t}$$

⁶² The methodology follows Miranda-Agrippino and Rey (2015). Nevertheless, this exercise uses only national averages of equity returns and does not consider the prices of risky bonds.

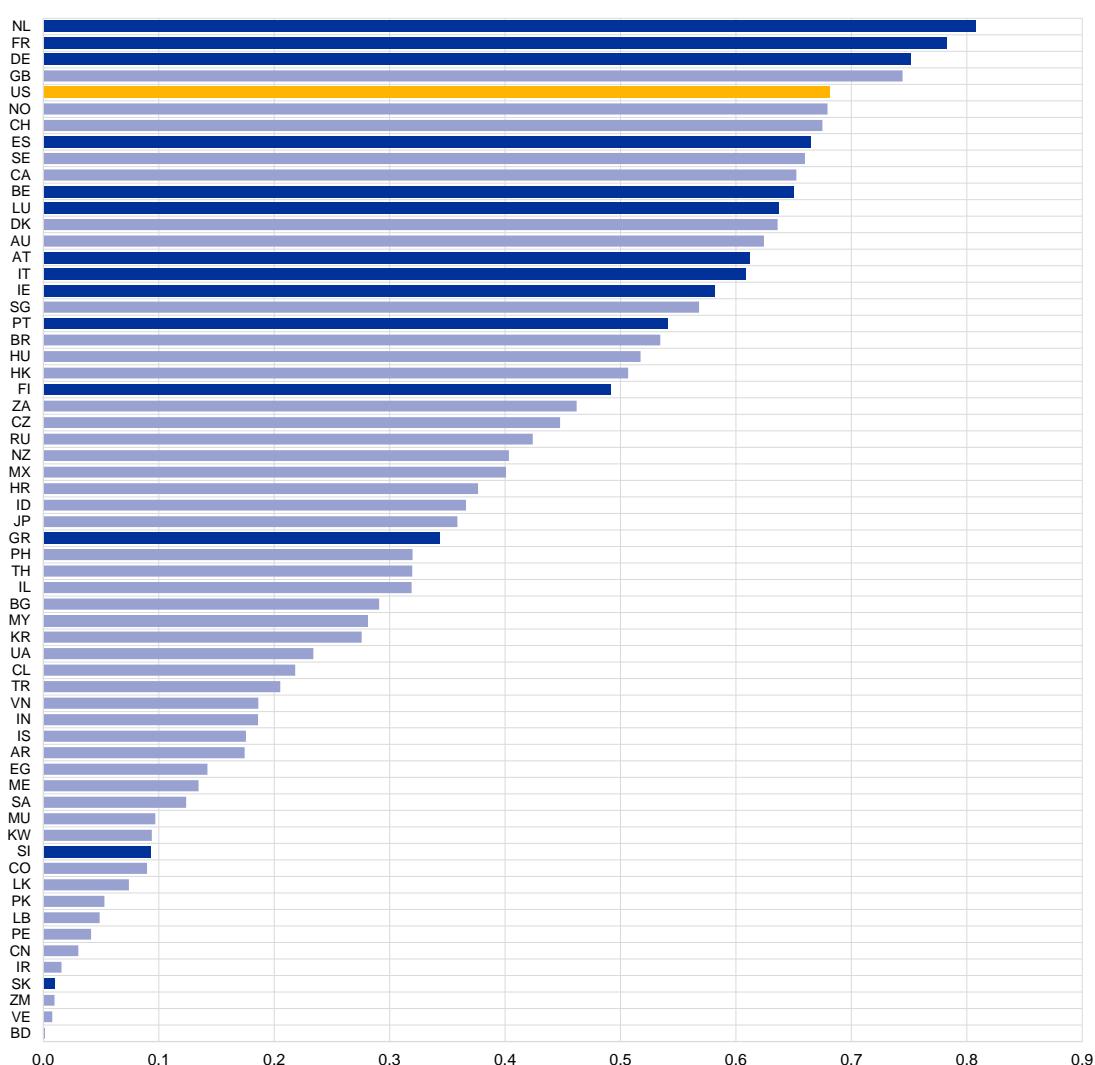
where $y_{i,t}$ is either stock returns or cross-border flows, f_t is a common factor, and $\varepsilon_{i,t}$ is an idiosyncratic component (with variance σ_i^2) that accounts for the part of $y_{i,t}$ that is not common across countries. Since f_t and $\varepsilon_{i,t}$ are uncorrelated, we can estimate the share of variance of $y_{i,t}$ accounted for by the common factor as $\frac{\theta_i^2}{\theta_i^2 + \sigma_i^2}$. Estimation is carried out on a set of 63 countries, comprising advanced and emerging economies.

Chart A shows the estimated share of variance accounted for by the Global Stock Market Factor in the 63 countries considered. Two results stand out. First, commonality is very heterogeneous across countries. Second, the relevance that the global factor has for the equity returns of euro area countries (dark blue bars) and the United States (yellow bar) is overall comparable, indicating that global shocks are an important factor in shaping both euro area and US equity price movements.

Chart A

Degree of commonality of country-specific stock returns

Estimated share of variance accounted for by the common factor



Source: ECB calculations.

5 Concluding remarks

Real economy and financial market integration over the past decades has influenced the synchronisation of capital flows and asset prices across the world. Some authors have advocated the existence of a global financial cycle that manifests itself through the co-movement of cross-border flows and translates into more aligned risky asset prices and external finance premia across different economies. This was the case in the run-up to the global financial crisis and in its aftermath, in particular for cross-border banking flows among advanced economies and for stock prices. However, after the crisis, the synchronisation of capital flows and stock prices has abated, returning to the levels observed between the 1990s and the 2000s.

The global financial cycle is closely connected to global risk factors. A measure of global risk aversion (constructed as the common factor that drives a panel of equity returns) has a significant impact on capital flows and stock returns. Moreover, capital account openness – but not necessarily the exchange rate regime – amplifies the effects of global risk aversion. The exchange rate regime matters only for the transmission of global risk to asset prices when the capital account is open. The impact of US interest rates and the US dollar exchange rate on capital flows, instead, appears to be episodic.

The influence of the global financial cycle on the euro area depends on the particular measure that is analysed. The article finds that financial market *tensions* have typically been synchronised between the two areas. Bouts of volatility, which can have strong non-linear effects on economic activity, are quickly transmitted from one economy to the other. However, financial *conditions* in the euro area have often decoupled from those in the United States, also owing to differences in the monetary policy stance. Overall, this confirms that the effectiveness of the ECB's monetary policy has not been impaired by the global financial cycle.

2

Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations

Prepared by Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd and Rupert de Vincent-Humphreys

Private sector inflation expectations are a key component of a broad range of indicators that the ECB considers when determining the appropriate monetary policy stance for achieving its price stability objective. Inflation expectations can not only affect inflation itself through the wage and price-setting processes, but also serve as a useful cross-check on the ECB's and the Eurosystem's own projections.

This article focuses on market-based measures of longer-term inflation expectations, which are timely indicators derived from the prices of instruments that are traded in financial markets and linked to future inflation outcomes. It reviews recent developments in the information that can be extracted from different types of market-based indicator, starting from the period leading up to the ECB's announcement of its expanded asset purchase programme (APP).

The fall in market-based indicators of longer-term inflation expectations between 2014 and mid-2016 was consistent across major jurisdictions, possibly reflecting global concerns about weak aggregate demand and associated disinflationary pressures. Their subsequent recovery has been driven by a partial dissipation of these concerns and, in particular, a significant improvement in the euro area macroeconomic environment. The lion's share of the movement in longer-term inflation expectations over the past few years has stemmed from the inflation risk component of these indicators, suggesting that the balance of risks to the inflation outlook has been one of the main drivers. Indeed, information extracted from the prices of inflation options implies that the risk-neutral probability of deflation increased noticeably in late 2014 and early 2015, before declining more recently.

1 Introduction

Inflation expectations play a central role in the ECB's monetary policy, as its primary and overriding objective is to maintain price stability in the euro area. In 1998 the ECB's Governing Council defined price stability as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. In 2003 it then clarified that in the pursuit of price stability it aims to maintain inflation rates at levels below, but close to, 2% over the medium term. In this context, private agents' inflation expectations serve two main purposes in the conduct of monetary policy. First, inflation expectations are relevant in their own right in that they influence private agents' economic decisions in areas such as consumption and investment, as well as wage and price setting, and thus euro area inflation. Similarly, financial market participants' inflation expectations are relevant in the pricing of other financial instruments, such as nominal bonds, and can thus directly affect the transmission of monetary policy to the real economy. Second, they serve as a valuable cross-check on

the inflation outlook in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, which in turn inform the ECB's monetary policy decisions.

The ECB therefore closely monitors private agents' inflation expectations in the form of both survey-based and market-based measures. Survey-based measures reflect future inflation expectations, as expressed directly in the context of regular expert surveys conducted on a monthly or quarterly basis. One such survey that plays a prominent role in the ECB's monetary policymaking is its own Survey of Professional Forecasters (SPF), a quarterly survey of experts affiliated with financial and non-financial institutions based in the European Union. By contrast, market-based measures reflect the information derivable from the prices of financial instruments, such as inflation-linked swaps (ILSs), inflation-linked bonds or inflation options, which are linked to future inflation outcomes. Since such financial instruments are traded continuously, market-based measures not only provide additional valuable information on the inflation expectations of informed investors, but can also give more timely indications of potential shifts in the inflation outlook. Furthermore, they embody not only the inflation expectation, but also a premium related to inflation uncertainty, which can vary over time. Despite these differences, both survey-based and market-based indicators of inflation expectations are part of a broad range of indicators that the ECB considers in its monetary policy decision-making.

This article reviews recent developments in market-based measures of euro area inflation expectations, in particular the shift in the balance of risks to the inflation outlook since 2014. Following on from an earlier review of market-based indicators of euro area inflation that covered the impact of the global financial crisis,⁶³ the present article examines both the phase of weakening inflation dynamics in the run-up to the ECB's launch of the APP as a (further) non-standard monetary policy measure and the evolution of market-based measures of inflation expectations thereafter. Section 2 of the article explores the drivers of market-based indicators of inflation expectations over the two aforementioned periods, also drawing on a model-based analysis. Section 3 focuses on one of the main drivers, namely the shift in the balance of risks to the inflation outlook, which is inferred from information derived from option prices, and corroborated by information extracted from the ECB SPF. Box 1 sheds some light on the conclusions drawn in Section 3 by highlighting the important difference between risk-neutral and "physical" probabilities.

2 Review of recent developments in market-based measures of inflation expectations and their drivers

This section reviews recent developments in investors' longer-term inflation expectations by analysing the evolution of inflation-linked swap (ILS) rates. An ILS is a derivative contract that involves an exchange of a payment defined in terms of a fixed rate on a notional amount (the "fixed leg" of the swap) for a payment defined in terms of the realised inflation rate over a predetermined horizon on that same notional amount. Only the net cash flows are exchanged at the maturity of the swap, i.e. the

⁶³ See the article entitled "Inflation expectations in the euro area: a review of recent developments", *Monthly Bulletin*, ECB, February 2011.

difference between the rate on the fixed leg and the realised inflation rate applied to the notional value of the contract.⁶⁴ Thus, the ILS rate on the contract is indicative of the market's expected inflation rate over the relevant horizon. The swap contract is usually linked to a non-seasonally adjusted consumer price index (CPI). In the euro area, the relevant index is the HICP excluding tobacco (HICPxT), while in the United States it is the Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U) and in the United Kingdom it is the Retail Price Index (RPI).

ILS rates provide a cleaner measure of longer-term inflation expectations than bond-derived break-even inflation rates (BEIRs). The latter is calculated as the spread between nominal and inflation-linked bond yields, often of a particular euro area country. Currently, Germany, France, Italy and Spain all have inflation-linked bonds which refer to the euro area HICPxT. In contrast to ILS rates, BEIRs can be influenced by significant time-varying liquidity effects and country-specific risk premia.⁶⁵ Therefore, market participants prefer to use market-based measures of longer-term inflation expectations derived from ILS rates rather than from BEIRs.

However, ILS rates still contain risk premia as compensation for inflation risk exposure. As with all indicators derived from financial market prices, ILS rates are not immune to the influence of risk premia. In particular, ILS rates contain an inflation risk premium which compensates investors for the risks surrounding their central estimates of inflation over the forecast horizon. The inflation risk premium also has informational content – it is not just a correction that needs to be applied in order to reveal central expectations, it also tells us which inflation outcomes investors care about most. Although the inflation risk premium is unobservable, it can be estimated either by modelling the inflation swap curve with an affine term structure model or by using a non-model-based proxy, such as the differential between market-based and survey-based inflation expectations. Both approaches imply that the lion's share of the movement in ILS rates over the past few years has been due to fluctuations in inflation risk premia.

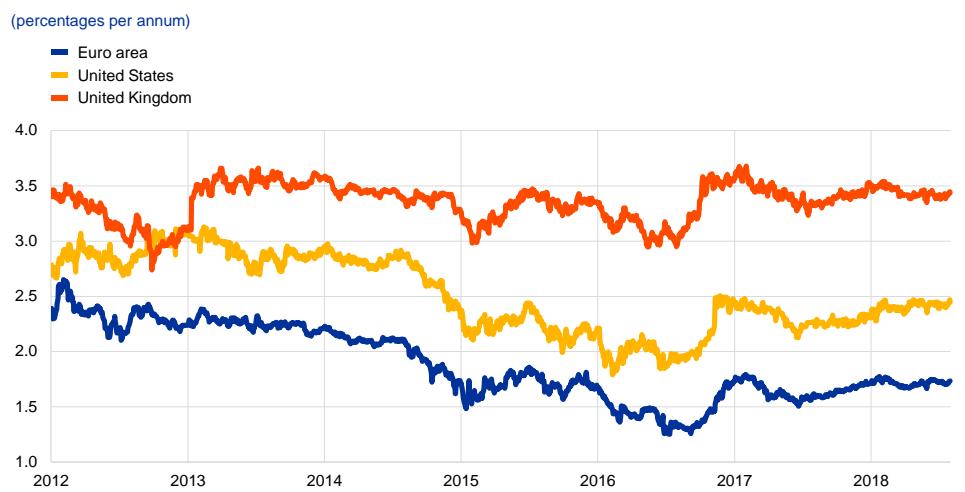
During the period from 2014 to mid-2016, ILS rates fell significantly across major jurisdictions (see Chart 1). A widely used measure of longer-term market-based inflation expectations is the “5y5y ILS rate”, i.e. the average inflation rate over a five-year period starting in five years' time, as implied by ILS rates. We examine two distinct periods in 5y5y ILS rate developments. First we look at the period from 2014 to mid-2016 when 5y5y ILS rates fell considerably across major jurisdictions. In the euro area, the 5y5y ILS rate fell by almost 1 percentage point,

⁶⁴ For example, if counterparty A wishes to hedge against unexpectedly high inflation over the next year, it may enter into a one-year ILS contract with counterparty B for a notional amount of, for illustrative purposes, €1 million and pay a fixed leg of 1.90% to counterparty B. If at the end of the contract, realised inflation were to stand at 2.50%, counterparty A would receive a net payment of €6,000 = [€1 million * (2.50%-1.90%)] from counterparty B (who owes realised inflation to counterparty A). To hedge against lower than expected inflation, counterparty A can enter into the other side of this contract (that counterparty B undertakes in this example). In any case, the net pay-off to either counterparty is a linear function of the level of realised inflation. Note that this example is highly simplified and does not account for some technicalities, such as indexation lags, that are present in ILS contracts.

⁶⁵ For example, during the euro area sovereign debt crisis there were distortions in the market prices for the sovereign debt of some euro area countries. In particular, concerns regarding Italy's sovereign credit risk were reflected in an increase in bond yields, which was more pronounced in inflation-linked bonds, thus depressing the implied BEIR. More recently, during periods of financial market risk aversion, safe haven flows into nominal German bonds have tended to depress the implied BEIR on German debt.

down from around 2.20% to 1.20%, while in the United States and the United Kingdom it went down by 1.10 percentage points (to 1.85%) and 0.70 percentage point (to 2.90%) respectively. We then look at the period since mid-2016, during which ILS rates have recovered somewhat. Indeed, in the euro area, the 5y5y ILS rate stood at 1.75% in early July 2018, around 50 basis points higher than its trough in 2016.

Chart 1
5y5y ILS rates



Sources: Bloomberg and ECB calculations.

Notes: The chart shows ILSs that reference the Harmonised Index of Consumer Prices excluding tobacco (HICPxT) for the euro area, the Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U) for the United States and the Retail Price Index (RPI) for the United Kingdom. The latest observation is for 31 July 2018.

Consistent with these observations, econometric analysis suggests that global factors have increasingly influenced the euro area 5y5y ILS rate. Chart 1 shows considerable co-movement in the time series of 5y5y ILS rates in the United Kingdom, United States and euro area. To ascertain the significance of this relationship and the extent to which it has evolved over time, we have conducted a forecast error variance decomposition of various ILS rates and other financial variables.⁶⁶ We use this vector autoregressive (VAR) model to construct two sets of spillover indices: a) overall spillovers within the VAR model and b) spillovers to longer-term inflation expectations in each jurisdiction. For the latter, the spillover index for the euro area measures how much of the two-week-ahead forecast error variance of the 5y5y ILS rate is explained by the other variables in the VAR model.

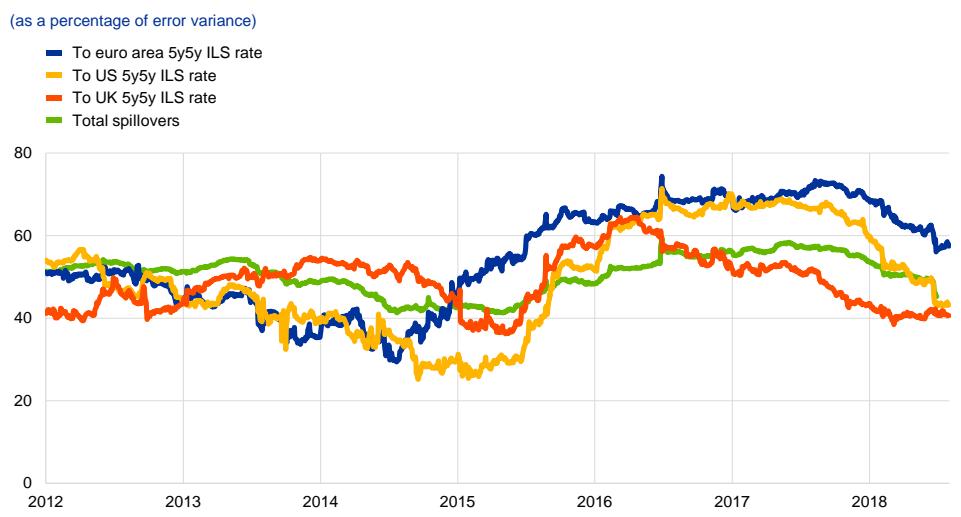
Spillovers to longer-term inflation expectations rose substantially in 2015, possibly reflecting global concerns about weak aggregate demand and associated disinflationary pressures (see Chart 2). The error variance decomposition implies a high degree of spillovers between the 5y5y ILS rates of all three economic areas. In addition, the emergence of a positive wedge between

⁶⁶ The decomposition is conducted according to the methodology put forward in Diebold, F.X. and Yilmaz, K., "Measuring financial asset return and volatility spillovers, with application to global equity markets", *Economic Journal*, Royal Economic Society, Vol. 119, No 534, pp. 158-171, January 2009. The analysis is based on a VAR model containing a multitude of financial indicators for the euro area, United States and United Kingdom. The VAR model is estimated in levels with five lags, using daily data and a two-year rolling window. The error variance decomposition is a statistical exercise, which means that causality is difficult to ascertain.

spillovers to 5y5y ILS rates and total spillovers (see the green line in Chart 2) suggests that spillovers to longer-term inflation expectations were unusually high from 2015 relative to the other variables in the VAR model. While spillovers from oil prices to 5y5y ILS rates also increased over that period, they were not the main driving factor behind the overall increase in connectedness between 5y5y ILS rates and other variables in the VAR model. Instead, overriding concerns regarding weak global aggregate demand and associated disinflationary pressures are more likely to have been the cause.

Chart 2

Spillovers between longer-term inflation expectations and other financial variables



Sources: Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: Each jurisdiction-specific index represents the contribution of shocks from all other variables in the VAR model to the error variance in the 5y5y ILS rate in each jurisdiction. Total spillovers can be interpreted as the average contribution of shocks from all other variables in the VAR model to the error variance of each variable in the VAR model. Contributions are calculated from the forecast error variance matrix inferred from the generalised identification of shocks. The latest observation is for 31 July 2018.

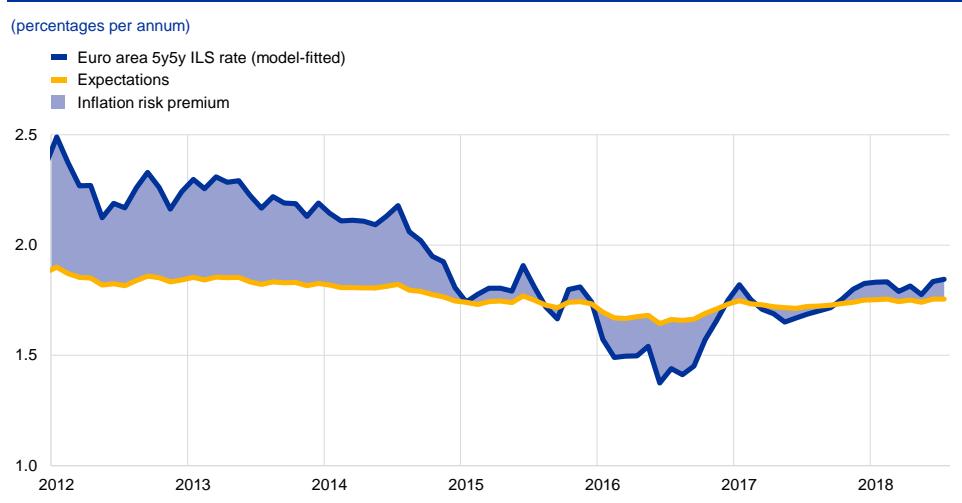
The inflation risk premium entered into negative territory towards the end of 2015, as deflation rather than excessive inflation became the key concern and investor appetite for inflation-linked instruments fell (see Chart 3). To further explore the drivers of the decline in ILS rates, we model the euro area 5y5y inflation risk premium using an affine term structure model.⁶⁷ The resulting decomposition of the 5y5y ILS rate into expectations and the inflation risk premium suggests that most of the fall over the period from 2014 to 2016 stemmed from the inflation risk premium component. In late 2015 the inflation risk premium even turned negative, indicating that adverse economic outcomes were associated with the spectre of deflation and, moreover, that investors did not feel the need to protect themselves against inflationary scenarios. Indeed, actual inflation outcomes were persistently below the survey forecasts of most economists during that period. If investors in inflation-linked products also found themselves being continually surprised on the downside, and thus paying more for these products than anticipated, this may also have contributed to the

⁶⁷ The decomposition is based on an affine term structure model and fitted to the euro area zero-coupon ILS curve. The estimation method follows that described in Joslin, S., Singleton, K. and Zhu, H., "A new perspective on Gaussian dynamic term structure models", *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No 3, pp. 926-970, 2011. For further details, see Camba-Mendez, G. and Werner, T., "[The inflation risk premium in the post-Lehman period](#)", *Working Paper Series*, No 2033, ECB, March 2017.

lack of appetite for inflation-linked instruments. In turn, this may have led to a downward repricing of inflation risks and a corresponding decline in the perceived value of inflation protection, i.e. the risk premium.⁶⁸

Chart 3

Euro area 5y5y ILS rate, adjusted for inflation risk premia



Sources: ECB and Thomson Reuters.

Note: The decomposition is based on an affine term structure model and fitted to the euro area zero-coupon ILS curve. The estimation method follows Joslin, S., Singleton, K. and Zhu, H. (2011). For details see Camba-Méndez, G. and T. Werner, ECB Working Paper 2033 (2017). The latest observation is for July 2018.

The inflation risk premium fell around the same time as the balance of risks to the inflation outlook shifted downwards, as implied by surveys (see Chart 4).

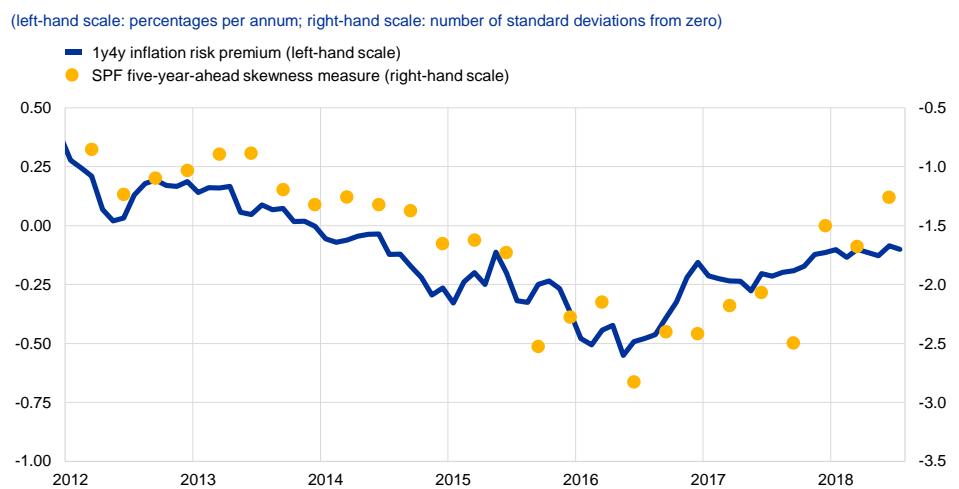
The forecasts in the ECB SPF are for inflation in five years' time. Therefore, for ease of comparison, we take a shorter horizon estimate of the inflation risk premium, namely the one-year ILS rate in four years' time (1y4y). The inflation risk premium fell in tandem with the balance of risks to the inflation outlook, as reflected in the skewness measure derived from the survey data.⁶⁹ These developments may have been driven by concerns about weak aggregate demand and associated disinflationary pressures. As Section 3 will discuss, they also coincided with a rise in the probability of deflation, as reflected in the prices of inflation options.

⁶⁸ In fact, Section 3 shows that the value of deflation protection increased noticeably in late 2014 and early 2015, before declining more recently.

⁶⁹ See the box entitled "How do professional forecasters assess the risks to inflation?", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2017.

Chart 4

Inflation risk premium and survey-derived balance of risks



Sources: ECB calculations and Thomson Reuters.

Notes: The inflation risk premium is based on the decomposition of an affine term structure model and fitted to the euro area zero-coupon ILS curve. The estimation method follows Joslin, S., Singleton, K. and Zhu, H. (2011). The skewness measure includes the following measures: skewness, quantile skewness, mean-median and mean-point forecast of continuous distributions derived from linear and cubic spline interpolation. The individual series comprising the skewness measure have been standardised by their standard deviation (since 2001) for ease of comparison. A negative (positive) sign means the balance of risks is perceived as being to the downside (upside). The latest observation is for July 2018.

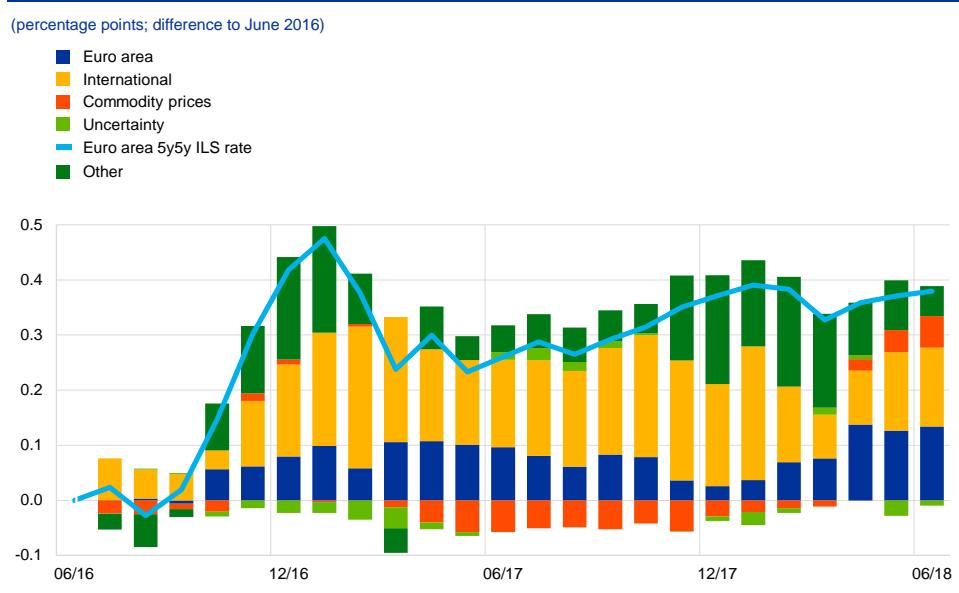
Since mid-2016 measures of longer-term inflation expectations have trended upwards. The euro area 5y5y ILS rate reached a trough in June 2016 (at around 1.20%), shortly after the United Kingdom's referendum on European Union membership and the turbulent market conditions which ensued. Since then, measures of longer-term inflation expectations have trended upwards in the euro area, United States and United Kingdom. Looking again at the term structure model decomposition of euro area 5y5y ILS rates shown in Chart 3, it is evident that throughout this recovery there has been a measurable increase in the inflation risk premium component, albeit from historically low and negative levels. This increase is likely to have reflected a dissipation of perceived downside risks to the inflation outlook amid a broad-based improvement in global economic prospects and an accommodative monetary policy stance. The recovery in inflation across all three jurisdictions suggests that common factors, such as the global economic cycle, have had a strong influence on longer-term inflation expectations. The analysis of spillovers to ILS rates in Chart 2 indicates that, while spillovers have moderated somewhat, ILS rates remain highly connected across jurisdictions.

Model-based analysis corroborates the notion that the recovery of ILS rates has reflected a dissipation of perceived downside risks to the inflation outlook amid a broad-based improvement in global and euro area economic prospects (see Chart 5). To shed further light on the recent recovery in market-based measures of inflation expectations, particularly with a view to understanding the driving forces behind it and more formally disentangling their impact, we have employed a model-based decomposition. The decomposition is based on a four-jurisdiction (United States, United Kingdom, China and the euro area) Bayesian VAR model at monthly frequency, which gauges contributions to fluctuations in variables using a historical shock decomposition. Besides the euro area 5y5y ILS rate, the set of

variables includes real and financial variables, uncertainty indicators and commodity prices. It has been selected on the basis of economic rationale and relevance, as suggested by existing studies and market reports. The decomposition of the cumulative increase in the euro area 5y5y ILS rate since June 2016 (when the 5y5y ILS rate hit a trough) suggests that it was due primarily to a combination of euro area and international factors. This would be consistent with the dissipation of perceived downside risks to the inflation outlook amid a broad-based improvement in global economic prospects. Since then the euro area 5y5y ILS rate has gained further momentum owing to improvements in the euro area growth outlook. Commodity prices have played a limited role over the entire time horizon, but over the course of 2018 they have had a positive impact on the euro area 5y5y ILS rate.

Chart 5

Macroeconomic drivers of euro area 5y5y ILS rates



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: The chart shows a historical shock decomposition from a large Bayesian VAR model, with estimates starting in 2005 at a monthly frequency. Endogenous variables include: US Purchasing Managers' Index (PMI), euro area (EA) PMI, UK PMI, US Producer Price Index (PPI), Chinese PPI, EA PPI, EA unemployment, EA Consumer Price Index (core), oil prices, metals prices (in EUR), S&P500, EuroStoxx, EA two-year risk-free rate, EA ten-year risk-free rate, VIX, Italian-German ten-year sovereign yield spread, EUR NEER-38, EA 5y5y ILS rate. Exogenous variables include: outstanding amount of EA sovereign inflation-linked bonds. Shocks are identified using a Cholesky ordering. The chart includes cumulative changes since June 2016. The latest observation is for June 2018.

3 The distribution of market-based inflation expectations

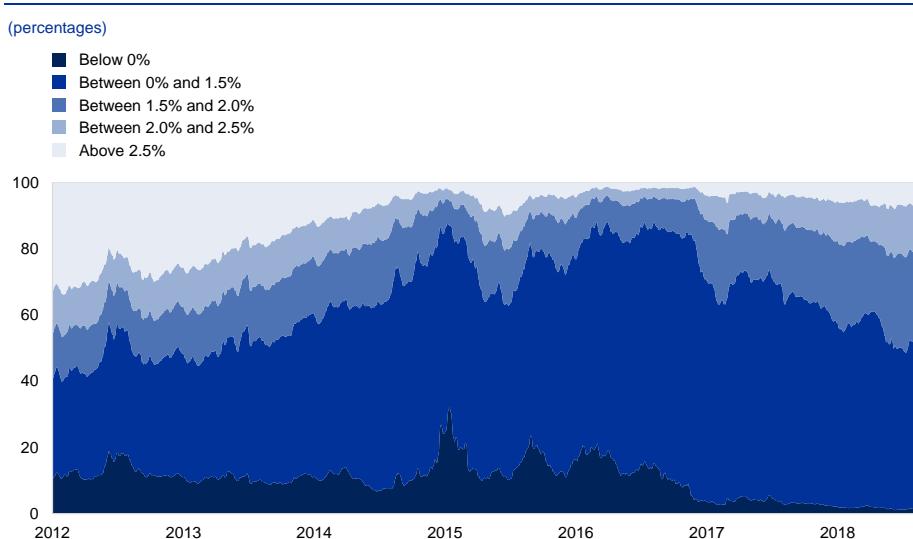
Analysing the prices of euro area inflation options provides timely insights into the distribution of market participants' inflation expectations over and above the central tendency reflected in swap rates. Inflation options differ from ILSs in that they are instruments with "non-linear" pay-offs. In the case of euro area inflation options, this means that either (i) they pay out if inflation as measured by the euro area HICPxT exceeds a certain threshold, and zero otherwise (inflation caps) or (ii) they pay out if inflation falls short of a certain threshold, and zero otherwise (inflation floors). Inflation options thus effectively offer insurance against a certain inflation event and, all else equal, investors' willingness to pay for such insurance will depend on the

probability of the given event. By comparing the prices of options that insure against different outcomes, it is possible to infer the probability that investors assign to those different outcomes – in other words, the probability distribution of market participants' inflation expectations.

Developments in option-implied probabilities for a range of inflation events show that the distribution of inflation expectations has changed considerably in recent years (see Chart 6). The chart tracks the so-called risk-neutral probability of various relevant inflation outcomes, as implied by "zero-coupon" options whose pay-offs depend on average euro area inflation over a five-year period (see Box 1 for a discussion of the appropriate interpretation of risk-neutral probabilities).⁷⁰ As such, the probabilities essentially reflect spot inflation expectations over the next five years *starting today* and hence cannot be compared one for one with, for example, the aforementioned 5y5y ILS rate, which is a five-year *forward rate starting in five years*. The evolution of the implied distribution is nonetheless useful as five years is a sufficiently long period to cover not only market participants' expectations regarding near-term developments of euro area inflation, but crucially also the medium-term inflation outlook.

Chart 6

Option-implied risk-neutral distribution of euro area average inflation over the next five years



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: Probabilities implied by five-year zero-coupon inflation options, smoothed over five business days. Risk-neutral probabilities may differ significantly from physical, or true, probabilities. The latest observation is for 31 July 2018.

In particular, the option-implied distributions shifted towards concerns about deflation in late 2014 and early 2015, which then steadily receded following the introduction of the APP. Chart 6 shows that the risk-neutral probability of deflation had started to increase noticeably towards the end of 2014, before peaking significantly above previously recorded levels in January 2015 when the APP was

⁷⁰ The extraction of risk-neutral probabilities is based on Breeden, D. and Litzenberger, R., "Prices of State-Contingent Claims Implicit in Option Prices", *Journal of Business*, Vol. 51, No 4, pp. 621-651, 1978. Option prices are translated into implied volatilities using the Black-Scholes formula, and implied volatilities are interpolated following Shimko, D., "Bounds of Probability", *RISK*, No 6, pp. 33-37, 1993.

announced. At that point in time, the balance of probabilities around investors' inflation outlook for the euro area was heavily tilted towards deflationary and low, but positive, outcomes (i.e., between 0% and 1.5%) – a clear shift from three years earlier when the option-implied distribution revealed market participants were assigning a far greater probability to high inflation outcomes (i.e., above 2.5%). Following the announcement of the APP, the risk of deflation as implied by euro area inflation option prices declined markedly, albeit remaining somewhat elevated for some time thereafter. However, as the APP continued and the general inflation outlook improved, the spectre of deflation in the euro area gradually vanished and is now seen as negligible by market participants.

The information contained in the prices of euro area inflation options also suggests that investors have started to price in gradually decreasing levels of inflation uncertainty. This trend is not only evident from Chart 6, which illustrates that the aforementioned steady decline in the option-implied risk of deflation has not been accompanied by a concomitant increase in the likelihood of high inflation outcomes, and that the option-implied probability currently assigned to high inflation and deflation outcomes combined is noticeably below the level prevailing towards the beginning of the period under review. It is also evident from Chart 7, which shows the evolution of inflation uncertainty as measured by the option-implied volatility – a gauge of the spread of the distribution (see the blue line) – next to developments in the five-year swap rate – a gauge of the central tendency of the distribution (see the yellow line).⁷¹ Clearly, the downward trend in option-implied volatilities throughout the period from 2012 to 2014 that went hand in hand with declines in the swap rate was subsequently not reversed. In fact, despite the noticeable recovery in the swap rate since the second half of 2016, implied volatilities have remained at very low levels and, if anything, declined even further. This suggests that investors' uncertainty regarding euro area inflation and the risk premia they are demanding continue to be relatively low, also given the substantial improvement in the inflation outlook (see also Chart 3).

⁷¹ Implied volatility is an important concept in option pricing. It denotes the level of volatility in the option's underlying asset over the life of the option contract that, given an option pricing model, is consistent with the current market price of the option. Intuitively, higher prices for options that insure against a certain event are associated with higher probabilities of that event occurring in the future. In turn, all else equal, higher probabilities require higher levels of future volatility in the underlying. Implied volatilities can therefore be extracted from prices based on a given option pricing model. For example, if investors become more uncertain about the inflation outlook, i.e. they assume a higher volatility going forward, the prices of inflation options will increase. It is important to note the forward-looking and subjective nature of implied volatility, which sets it apart from the concept of historical, or realised, volatility.

Chart 7

Inflation uncertainty as implied by euro area inflation options



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: "Implied volatility" refers to the average of implied volatilities across five-year zero-coupon inflation options with different strike rates (both "cap" and "floor" options). "Swap rate" refers to five-year euro area HICPxT-linked swaps. The latest observation is for 31 July 2018.

Box 1

Interpreting option-implied probabilities

Prepared by Benjamin Böninghausen, Gregory Kidd and Rupert de Vincent-Humphreys

It is important to stress that option-implied “risk-neutral” probabilities, while containing valuable information, must not be interpreted as being identical to the underlying “physical” probabilities of inflation events. Practically speaking, this means that an option-implied probability of, for example, 25% for deflation does not imply that investors believe there is a one-in-four chance that deflation will actually emerge. This is somewhat counterintuitive, but as this box explains, it is due to the presence of risk premia in financial markets.

Option-implied “risk-neutral” probabilities are obtained under standard no-arbitrage considerations without making assumptions about investors’ risk preferences. The option-implied distributions of euro area inflation expectations presented in this article build on, among other things, the well-known Black-Scholes option pricing model. That model postulates that investors cannot earn a risk-free profit by buying (or selling) an option and simultaneously selling (or buying) a portfolio of other assets that exactly replicates the future pay-off from the option. This notion of “no arbitrage” is central to asset pricing theory and gives rise to probabilities under a risk-neutral probability measure, typically denoted by Q . More formally, and to put it simply, the price of an inflation-linked asset today (p_t) depends on the risk-neutral probabilities $P^Q(\pi)$ and expected one-period-ahead pay-offs $E_t(x_{t+1}(\pi))$ associated with different inflation events $\pi \in \Pi$, as well as the risk-free rate r_f :

$$p_t = \sum_{\pi \in \Pi} \frac{1}{1+r_f} P^Q(\pi) E_t(x_{t+1}(\pi)) \quad (1)$$

The price of the asset under the no-arbitrage condition is thus a probability-weighted sum of expected future pay-offs discounted at the risk-free rate. Letting p_t equal the current market price, it is possible

to determine the risk-neutral probabilities $P^Q(\pi)$ based on the expected pay-offs $E_t(x_{t+1}(\pi))$ and the known risk-free rate r_f .

However, as real-world investors tend to be risk-averse, the extracted risk-neutral probabilities reflect risk preferences as much as they reflect the underlying physical probabilities of different outcomes. Risk-averse investors are willing to pay a premium to insure against the disutility associated with particularly adverse outcomes. For instance, in the context of inflation, this can mean that investors value more highly the pay-offs from options that pay out in the case of tail events such as deflation or (very) high inflation than those that pay out in the case of low, but positive, inflation. The actual price of inflation options therefore reflects the discounted sum of the values that investors assign to future pay-offs in different states of the world $\pi \in \Pi$, with those states weighted by the actual, or physical, probabilities $P(\pi)$ under the P measure.

As a result, risk-neutral probabilities tend to overstate the corresponding physical probabilities for tail events and vice versa for non-tail events. To see this, note that extracting $P^Q(\pi)$ based on equation (1) is conditional on the expected future pay-offs $E_t(x_{t+1}(\pi))$ across inflation events $\pi \in \Pi$, rather than on how much value investors actually assign to them. Hence, $E_t(x_{t+1}(\pi))$ will generally represent a relative underestimation of these values in the case of tail events and a relative overestimation in the case of non-tail events. Clearly, for a given market price p_t , this needs to be compensated by extracted risk-neutral probabilities $P^Q(\pi)$ that are higher than the true, physical probabilities $P(\pi)$ in the case of tail events, but lower in the case of non-tail events.

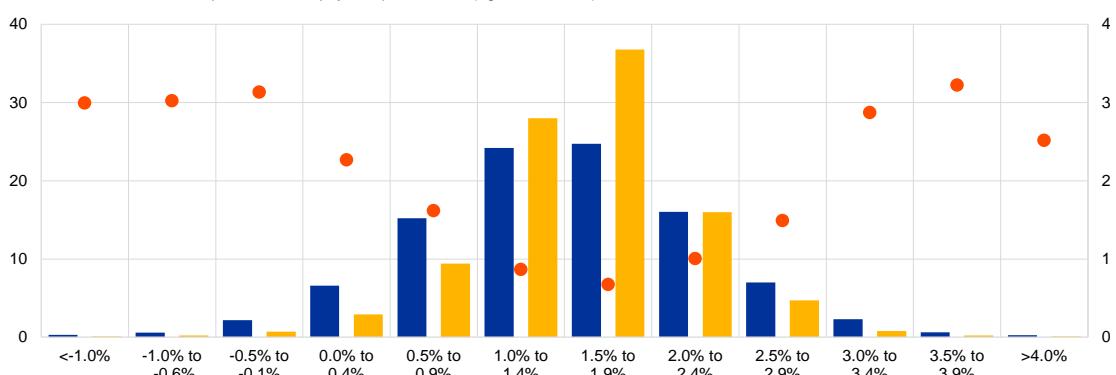
The impact of risk premia on the level of option-implied risk-neutral probabilities for euro area inflation can also be illustrated by comparing them with the results reported in the ECB Survey of Professional Forecasters (SPF). The SPF lends itself to this purpose as it asks survey participants not only for their expectations regarding euro area inflation over different time horizons, but also for the probabilities they assign to different outcomes across the entire inflation spectrum for those same horizons. These probabilities can be interpreted as true, physical probabilities that are unaffected by risk premia and therefore provide a natural reference point for assessing the degree to which market participants price risk premia into inflation options.

Chart A

Option-implied risk-neutral probabilities versus physical probabilities from the ECB SPF

(left-hand scale: percentages; right-hand scale: ratios)

- Option-implied (left-hand scale)
- ECB SPF (left-hand scale)
- Ratio of risk-neutral probabilities to physical probabilities (right-hand scale)



Sources: Bloomberg, Thomson Reuters and ECB calculations.

Notes: "Option-implied" refers to the risk-neutral probability of a given inflation outcome, as extracted from the prices of one-year zero-coupon options based on the (three-month lagged) euro area Harmonised Index of Consumer Prices excluding tobacco (HICPxT) inflation. "ECB SPF" refers to the physical probability for euro area HICP inflation over the next year, as implied by the responses of professional forecasters surveyed by the ECB (based on the results for the first quarter of 2018). For ease of comparison, risk-neutral probabilities are evaluated at the date of the deadline for SPF participants to respond (11 January 2018). The "Ratio of risk-neutral probabilities to physical probabilities" is calculated by dividing the option-implied probabilities by the SPF-implied probabilities.

Chart A shows that the option-implied probabilities indeed tend to be larger than the survey-implied physical probabilities in the tails of the distribution, which is consistent with the notion that investors require risk premia for the associated inflation events. The chart compares the results for one-year-ahead euro area inflation, which is the horizon that allows for the closest matching given the availability of euro area inflation options and the horizons considered in the SPF. The option-implied probabilities (see the blue bars) clearly exceed the survey-implied probabilities (see the yellow bars) for those scenarios in which inflation is either negative or above 3%. In each case, risk-neutral probabilities are roughly three times higher than the physical probabilities (see the red markers). By contrast, physical probabilities tend to be higher than their risk-neutral counterparts for the low, but positive, inflation outcomes in between the aforementioned tail events. These observations are consistent with risk-averse investors valuing the pay-off from inflation options more highly in deflation and high inflation regimes, resulting in a larger wedge between the associated risk-neutral and physical probabilities.⁷²

Although option-implied probabilities need to be interpreted bearing in mind the above considerations, tracking their evolution over time does convey important information on changes in investors' assessment of the euro area inflation outlook. The reason is that changes in risk-neutral probabilities and their physical counterparts will broadly be in line with each other, unless there is a negative correlation between the true, physical probabilities and risk premia. However, this latter scenario would mean that, in the case of deflation for example, an investor would need to systematically revise downwards the risk premium for deflation whenever the odds of this event materialising are seen as increasing. This seems quite implausible – in fact, physical probabilities and risk premia would generally be expected to move together over time (to varying degrees). Tracking the evolution of option-implied probabilities therefore provides useful and timely signals regarding shifts in investors' underlying inflation outlook.

4 Conclusions

Market-based indicators of euro area inflation expectations have recently recovered on the back of a significant improvement in the domestic macroeconomic outlook, following a marked decline between 2014 and mid-2016. The review of developments in longer-term market-based indicators of inflation expectations in this article suggests that this decline correlated with similar trends in other major jurisdictions. Further analysis indicates that, in addition to domestic factors, global concerns about sluggish aggregate demand and related disinflationary pressures played their part in the fall in market-based measures of euro area inflation expectations. The subsequent recovery appears to have been driven by a partial dissipation of these concerns and, in particular, a substantial improvement in

⁷² It is important to note that probabilities reported in surveys rely on subjective distributions. However, there is evidence that experts tend to be overly confident in the accuracy of their assessment of the future – in other words, they may assign too small a probability to tail events. Some of the wedge between the survey-implied probabilities for tail events and their option-implied risk-neutral counterparts may therefore also be attributable to this "overconfidence effect".

the macroeconomic picture for the euro area, notably also as a reflection of the ECB's accommodative monetary policy.

The recent developments in longer-term market-based indicators have been due primarily to the inflation risk premium, which changed in line with the shifts in the balance of risks to the inflation outlook. A decomposition of the movements in market-based indicators shows that both the pure expectations component and the inflation risk premium component contributed to the initial decline and subsequent recovery. However, most of the fall between 2014 and mid-2016 is estimated to have stemmed from the risk premium component, which fell around the same time as the downward shift in the balance of risks implied by the skewness of the probability distributions reported in the SPF. Taken together, these two factors indicate that investors felt little need to hedge against inflationary scenarios at the trough of mid-2016, but were instead concerned about deflationary outcomes.

Market-based indicators also suggest that the spectre of deflation in the euro area has steadily receded following the ECB's launch of the APP and is now regarded as negligible by investors. This article has used the prices of inflation options that insure against different inflation outcomes to extract market-implied probability distributions for the euro area inflation outlook. The implied probability of deflation peaked markedly above previously recorded levels in January 2015, when the ECB announced its APP. At that time, the balance of probabilities around investors' inflation outlook was tilted heavily towards deflationary and low, but positive, inflation outcomes. However, as the APP continued and the general economic and inflation outlook in the euro area improved, the spectre of deflation in the euro area gradually vanished.

3

Trends and developments in the use of euro cash over the past ten years

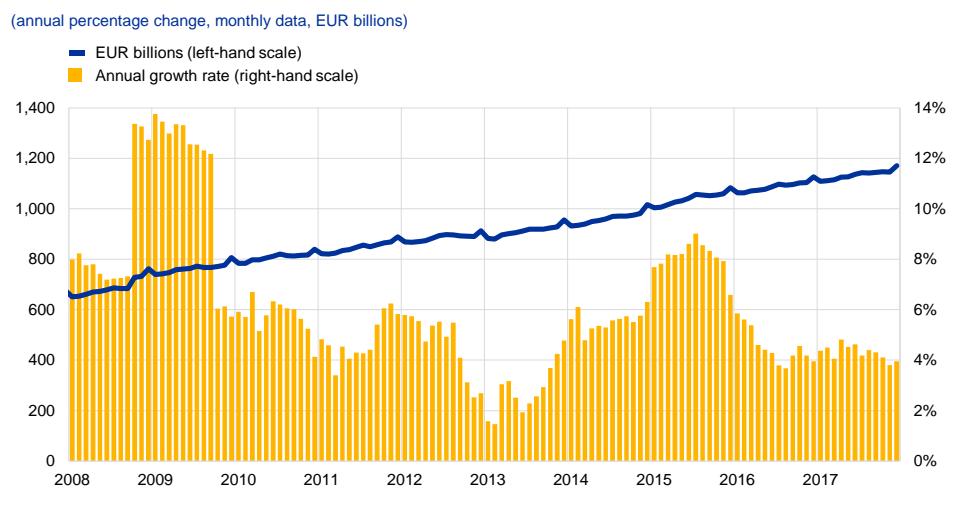
Prepared by Laure Lalouette and Henk Esselink

1 Developments in the circulation of euro banknotes

1.1 Overall developments in circulation

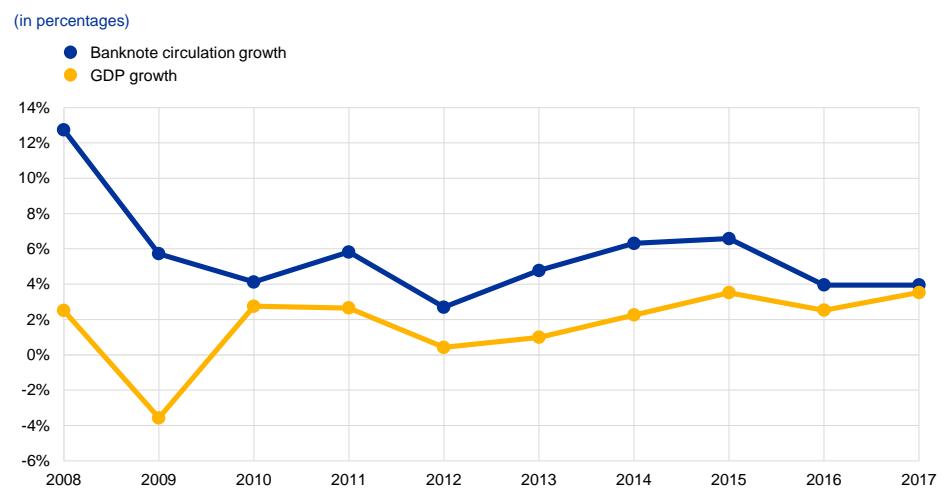
The value of euro banknotes in circulation grew continuously during the period from January 2008 to December 2017, with an average annual growth rate of 6.1%. At the end of 2017, the total value of euro banknotes in circulation was €1,171 billion, with an annual growth rate of 4.0%. Seasonal patterns in circulation can be observed especially during summer holidays and the Christmas period (see Chart 1). The ratio of banknotes in circulation to nominal gross domestic product (GDP) has increased from 7.9% to 10.5% over the past ten years, indicating that, while in line with the GDP growth trend (see Chart 2), the value of euro banknotes in circulation has been growing faster than the overall economy and that other factors have therefore been contributing to this increase. Some of these factors are described in more detail in the present article.

Chart 1
Euro banknote circulation



Source: ECB Currency Information System.
Note: The latest observations are for 31 December 2017.

Chart 2
Euro banknote circulation and GDP



Sources: ECB Currency Information System and Statistical Data Warehouse.

Notes: Annual growth rates calculated at the end of the year. Nominal GDP at market prices.

During the period under review, the euro was successively adopted by Cyprus and Malta (2008), Slovakia (2009), Estonia (2011), Latvia (2014) and Lithuania (2015). The effects of the euro's introduction in these countries on the total number and value of euro banknotes in circulation has, however, been very limited. Two months after their respective introductions of the euro, these countries' contributions to the total value of euro banknotes in circulation ranged between 0.03% and 0.35%.

Apart from the introduction of the euro in the aforementioned six Member States, euro banknote circulation over the period from 2008 until the end of 2017 was characterised by four main events.

The Lehman Brothers crisis – Between January and September 2008 the average annual growth rate of the value in circulation was 7.6%. Following the bankruptcy of Lehman Brothers on 15 September 2008 the net issuance of euro banknotes increased by €43.7 billion in October, of which net shipments of euro banknotes to regions outside the euro area amounted to €13.7 billion, the highest value since the introduction of the euro. From October 2008 until the end of September 2009, the value of banknotes in circulation continued to rise, with an average annual growth rate of 13.0%. Over this period the value in circulation increased by €83.3 billion, as compared to only €46.6 billion for the period from October 2007 to the end of September 2008. From this it can be inferred that the additional growth of the value in circulation due to the crisis amounted to around €37 billion. The €50, €100 and €500 denominations, which accounted for 18.4%, 17.5% and 56.9% of the additional increase, respectively, provided the greatest contribution.

The sovereign debt crisis – Autumn 2009 marked the beginning of the European sovereign debt crisis, whose effects on banknote demand lasted until the end of 2013. In an environment of uncertainty on the financial markets, lack of trust in government debt and low GDP growth in the euro area, demand for euro banknotes decelerated and the annual growth rate of the value in circulation reached its all-time low of 1.5%.

Nevertheless, for the entire period from October 2009 to the end of 2013, the annual increase in the value in circulation was still relatively strong, averaging 4.6%.

The economic recovery in the euro area – Together with low interest rates (see Box 3), this resulted in an acceleration in banknote circulation growth from the beginning of 2014. In December 2014, the depreciation of the Russian rouble against the euro led to a remarkable increase in purchases of euro banknotes from regions outside the euro area, primarily Russia. Net shipments in December 2014 amounted to €6.5 billion, marking the highest monthly volume observed since the 2008–2009 financial crisis. The average annual growth rate during the period from January 2014 to January 2016 was 6.8%.

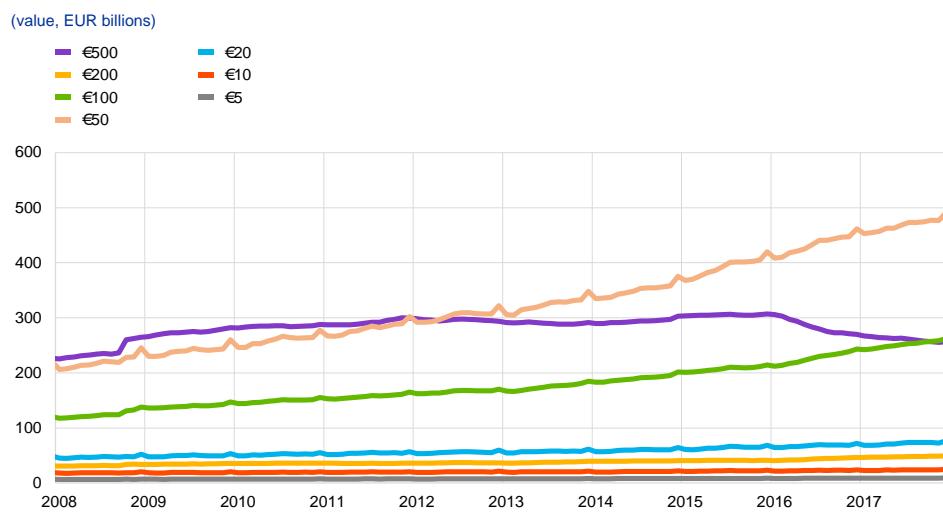
The Governing Council decision on the €500 – On 4 May 2016 the Governing Council decided to discontinue production of the €500 banknote with immediate effect and to stop its issuance around the end of 2018. The circulation of €500 banknotes has continuously declined since the first discussions on the topic were reported in the media in February 2016, although this decline has levelled off since April 2017. At the end of 2017 the value of €500 banknotes in circulation amounted to €256.8 billion, compared to €306.8 billion at the end of 2015. At the same time, the demand for €200, €100 and €50 denominations increased more than in previous years. This increase to a large extent offset the decline in €500 circulation. On average, from February 2016 to December 2017 annual circulation growth was 4.4%.

1.2 Denominational structure of the banknote

The €50 is by far the most circulated banknote. The €500 was the denomination with the highest share of banknotes in circulation in terms of value until April 2012, after which point the €50 became the most important denomination. At the end of 2017, the €50 accounted for 42% of the total value in circulation (see Charts 3 and 4). The popularity of the €50 can be attributed to the fact that this denomination is used both for transaction purposes and as a store of value. As a consequence of the Governing Council decision to stop issuing the €500, the increase in the total value of €50 and €100 banknotes in circulation accelerated further from February 2016. In October 2017, the €100 overtook the €500 as the second most important denomination in circulation in terms of value. The total value of €200 banknotes in circulation showed only slightly higher growth after the €500 decision. The combined share of the three highest euro denominations at the end of 2017 amounted to 48.5%. In comparison, the \$100 banknote had a share of 79.7% of the total value of US dollar banknotes in circulation at that time. By contrast, since January 2008 the three lowest denominations (€5, €10 and €20), which are mainly used for transaction purposes, have had relatively steady shares of the value in circulation, totalling 10.5% at the end of 2008 and 9.5% at the end of 2017.

Chart 3

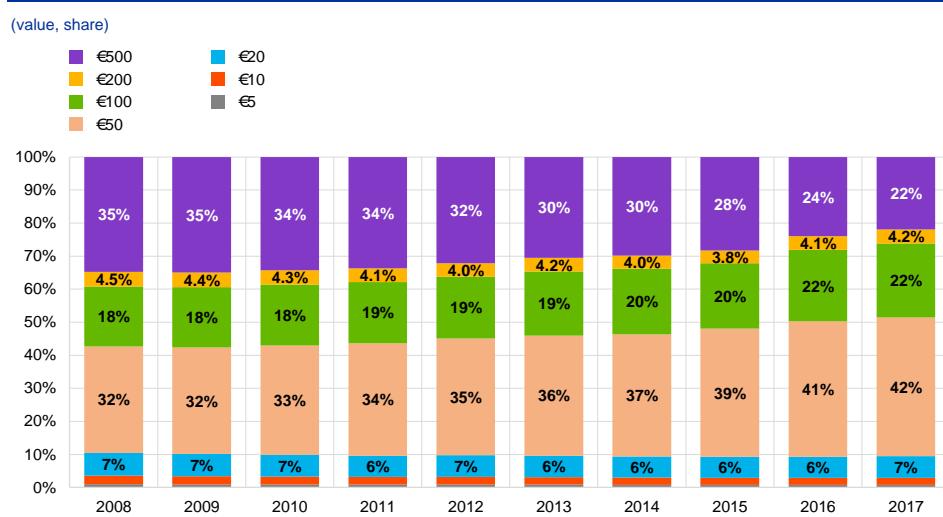
Euro banknotes in circulation by denomination



Source: ECB Currency Information System.
Note: The latest observations are for 31 December 2017.

Chart 4

Share by denomination of euro banknotes in circulation

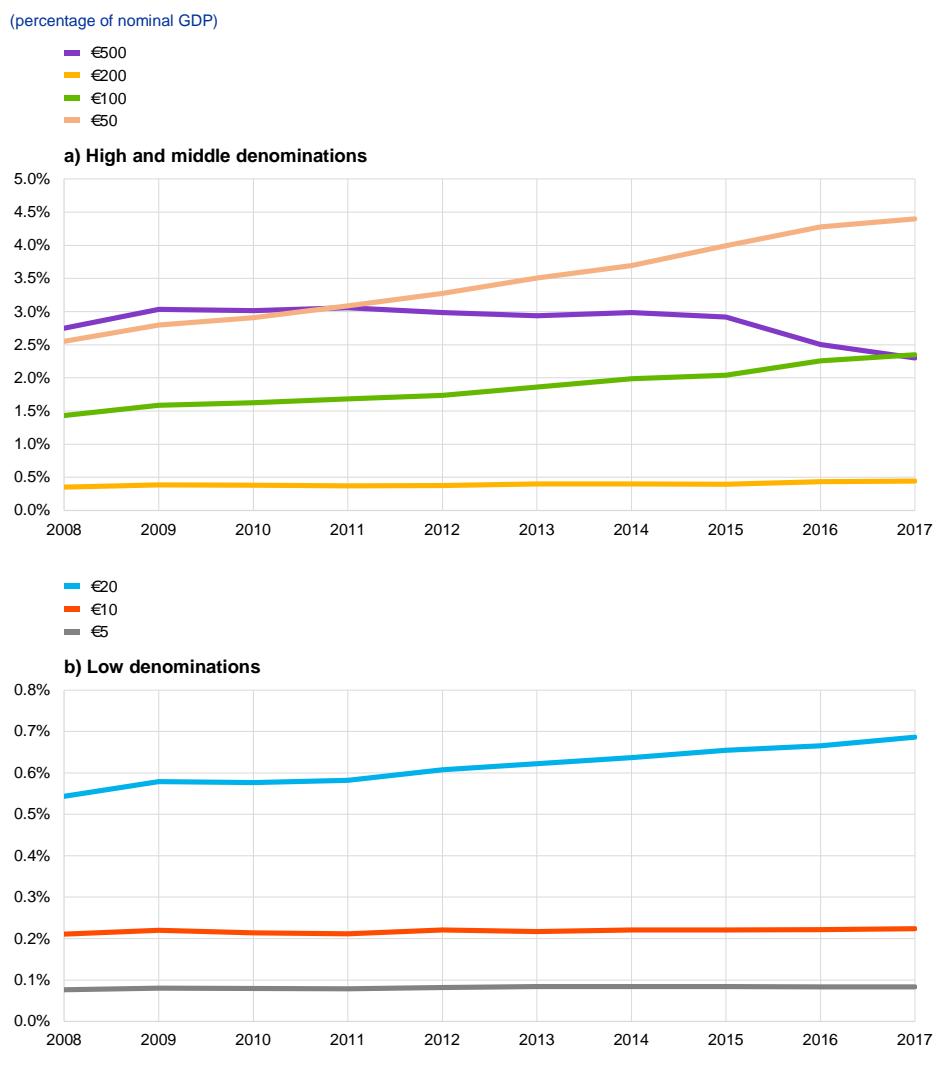


Source: ECB Currency Information System.
Note: The latest observations are for 31 December 2017.

Looking at the contribution of each denomination to the share of the banknote value in circulation as a percentage of GDP (see Chart 5), it is clear that the €50 and €100 banknotes in particular contributed to the increase in the cash to GDP ratio. The ratio of €500 banknotes to GDP increased to 3% during the first year after the Lehman Brother crisis, after which it began to decline. This trend accelerated with the announcement of the decision to stop issuing the €500 banknote, with the ratio reaching 2.3% at the end of 2017. By contrast, the ratio of €200 banknotes to GDP has seen only a very marginal increase over the past ten years and the ratios of €5 and €10 banknotes to GDP have remained stable, confirming that these banknotes are typically used for transaction purposes. Surprisingly, the ratio of €20 banknotes to

GDP increased faster than the size of the euro area economy, indicating that factors other than the increase in the number of transactions have also contributed to the demand for this denomination. Chart 5(a) shows the development of the ratios for the high and middle denominations, i.e. €50 to €500, and Chart 5(b) for the three low denominations, i.e. €5, €10 and €20.

Chart 5
Ratio of banknotes in circulation to nominal GDP



Sources: ECB Currency Information System and Statistical Data Warehouse.
Note: Nominal GDP at market prices.

2 The different drivers of euro banknote circulation

2.1 The use of cash for domestic transactions

Euro banknotes are used as payment instruments by 340 million European citizens for their daily private or professional transactions. The determinants of cash held and used for private transactions at points-of-sale (POS) were described in detail in a recent ECB study.⁷³ Cash is also held by merchants and in vending, ticketing and gaming machines as well as stored by monetary financial institutions (MFIs) for distribution via bank counters or ATMs (see Box 3).

Box 1

The use of cash at POS, insights from a survey

Prepared by Elisabetta Maria Saini and Henk Esselink

Additional insights from the survey on the use of cash by households in the euro area

The ECB Occasional Paper “The use of cash by households in the euro area” revealed that, across the euro area in 2016, an average of 79% of all POS transactions were carried out using cash. In terms of the value of transactions, cash accounted for a share of 54%.⁷⁴ The average value of a transaction made using any means of payment was €18.10. The average value of a cash transaction was €12.38. Indeed, as already shown in the study, approximately two-thirds of all payments were for less than €15, of which 88% were made in cash. In other words, cash is generally used for small-value transactions. At the same time, only 8% of all POS transactions involved amounts of €50 or more and only 2% of the number of all POS transactions involved amounts of €100 or more. When looking at the value of transactions, however, the picture is different. In value terms, in 2016 only 20% of all POS transactions involved amounts less than €15, and those involving amounts of €50 or more represented 43% of the total value of POS transactions, as shown in Chart A.

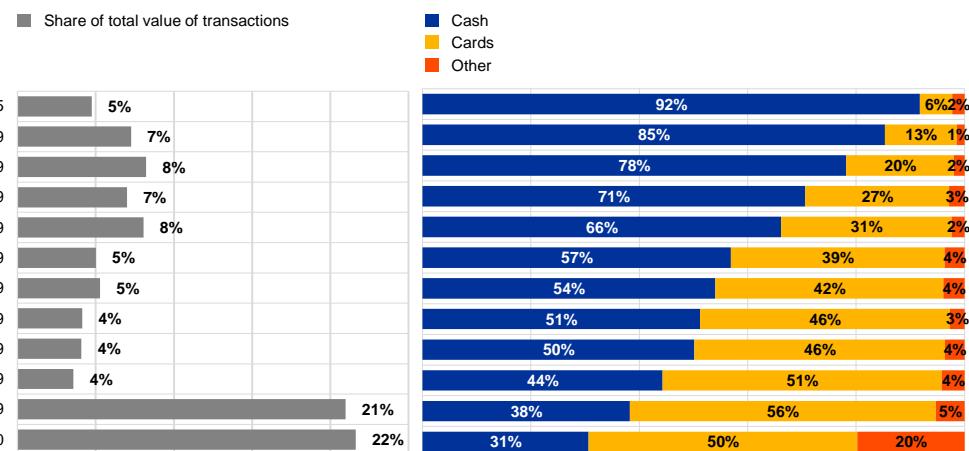
⁷³ See Esselink, H. and Hernandez, L., “The use of cash by households in the euro area”, Occasional Paper Series, No 201, ECB, Frankfurt am Main, November 2017.

⁷⁴ The study was based on a payment diary survey in 17 euro area countries. The results of separate surveys in Germany and the Netherlands, carried out in 2014 and 2016, respectively, were integrated to show the share of cash in POS transactions across the entire euro area. In February 2018 the Deutsche Bundesbank published the results of a payment diary study entitled “Payment behaviour in Germany in 2017 – Fourth study of the utilisation of cash and cashless payment instruments”. The results showed a decrease in the share of cash payments in Germany by 5 percentage points in number and 6 percentage points in value compared with the 2014 survey, suggesting that the euro area results on cash use would have been slightly lower if German results for 2016 had been available for the euro area study.

Chart A

Use of payment instruments at POS, by value range

(value of transactions, shares)



Sources: ECB, Deutsche Bundesbank and De Nederlandsche Bank.

Note: This survey was conducted in 2016.

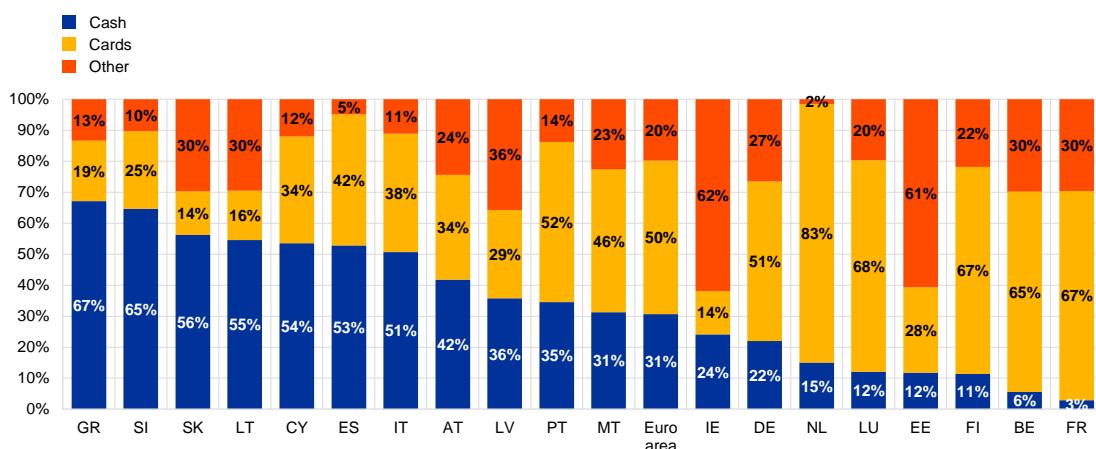
Higher-value transactions are mainly carried out using payment cards, but more than one-third of POS transactions involving amounts greater than €100 are still made in cash.

Nevertheless, in line with the other findings of the study, there are large differences across the euro area in the use of cash for payments, including for amounts greater than €100. Chart B shows that in seven euro area countries more than 50% of POS payments, in terms of value, were in cash, while in other countries such as France and Belgium the share of high-value transactions using cash was relatively minor.

Chart B

Transaction values by instrument and country for POS transaction amounts greater than €100

(percentage of total POS transactions > €100; value of transactions)



Sources: ECB, Deutsche Bundesbank and De Nederlandsche Bank.

Note: This survey was conducted in 2016.

Chart A shows that the larger the amount the consumers have to pay, the less likely it is that they will pay with cash. However, not all consumers behave similarly in terms of the thresholds at which they pay with cash, cards or other means: only 49% of the respondents in the 17 euro area

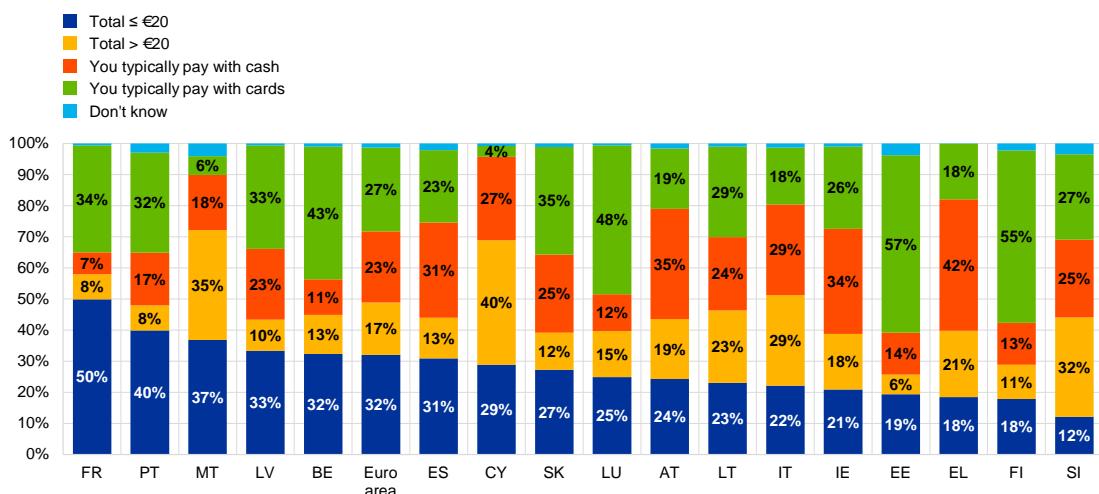
countries in which the question was asked responded that their choice of payment instrument depended on the amount to be paid, with roughly one-third of respondents stating that they typically paid amounts less than €20 using cash (see Chart C). In contrast, 50% of respondents said that their payment behaviour is not normally dependent on the amount to be paid, 23% reported that they always paid with cash, and 27% normally always paid with cards. The results by country are in line with expectations based on other results of the survey. More than 50% of the respondents in Estonia and in Finland stated that they typically used cards, irrespective of the amount, while in Cyprus, Malta, Greece, Italy and Austria, less than 20% of respondents typically did so.

Chart C

Threshold amount below which cash is preferred

Question: When shopping in shops, what is the amount below which you would typically pay with cash instead of other payment methods?

(percentages; based on 20,772 respondents from the euro area)



Source: ECB.

Note: Results not comparable for the Netherlands and not available for Germany. This survey was conducted in 2016.

The future of cash used for transaction purposes

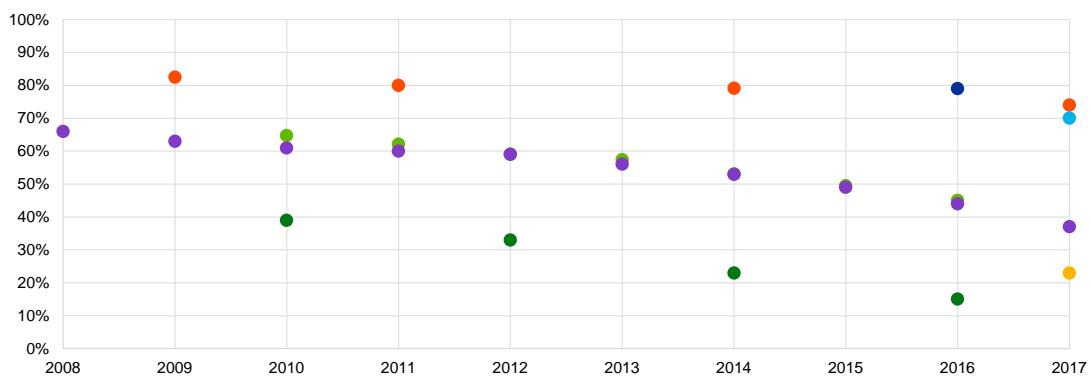
The results of recent payment behaviour surveys are presented in Chart D. Consumer payment behaviour in the countries in question is heterogeneous, with Germany and Switzerland being primarily cash-based countries and Sweden almost a cashless society. Cash usage in the euro area as a whole is comparable to that in Germany. Interestingly, the United Kingdom and the Netherlands have followed almost the exact same pattern of declining cash usage. All of the countries that have conducted surveys over time have found that the use of cash as a percentage of total transactions has fallen, albeit at different rates, and while its speed cannot be predicted, a similar decline in the use of cash can be expected for the euro area as a whole as well.

Chart D

Cash transactions as a percentage of POS transactions or all transactions

(percentages, number of transactions)

- Euro area
- Switzerland
- Denmark
- Sweden
- Germany
- United Kingdom
- Netherlands



Sources: ECB, Danmarks Nationalbank, Deutsche Bundesbank, De Nederlandsche Bank, UK Finance (UK Payment Markets Summary 2018), Swiss National Bank and Sveriges Riksbank.

Notes: The surveys are based on different scopes (e.g. focus on POS transactions or all transactions) and methodologies. The data for Sweden are taken from the Swedish survey question: How did you pay the last time you paid for something?

The introduction of the second series of euro banknotes (i.e. the Europa series) provides a unique opportunity to estimate the percentage of banknotes in circulation used for domestic transaction purposes. The €5 to €50 denominations of the Europa series have been introduced successively since 2013.⁷⁵ The pace of the replacement of first series banknotes in circulation by second series banknotes within a defined period of time may provide an indication of the percentage of banknotes in circulation used for payment transactions.⁷⁶ First series banknotes returning from circulation after this defined period may indicate that they were used as a store of value or held abroad. However, estimates based on this method have several limitations. First, both series were issued in different ways across denominations and countries. For example, each country had a different period during which first series banknotes of a certain denomination were still issued by the central bank following the introduction of the new series. Second, although the ECB has stated that the first series banknotes will retain their status as legal tender, the announcement of the launch of the second series may have, to a certain extent, triggered the use of first series banknotes which would otherwise have been kept as a store of value. Third, the minimum period after which a returned banknote can be considered to have been used as a store of value cannot be accurately determined.

Charts 6(a) to (d) show that after 12 months the percentages of second series banknotes out of the total in circulation were 57% for the €5 and the €20, 67% for the €10 and 31% for the €50. Assuming that these saturation rates represent the active part of the €5 to €50 banknotes in circulation, it can be estimated that the value

⁷⁵ Launch dates of the second series: €5 on 2 May 2013, €10 on 23 September 2014, €20 on 25 November 2015 and €50 on 4 April 2017.

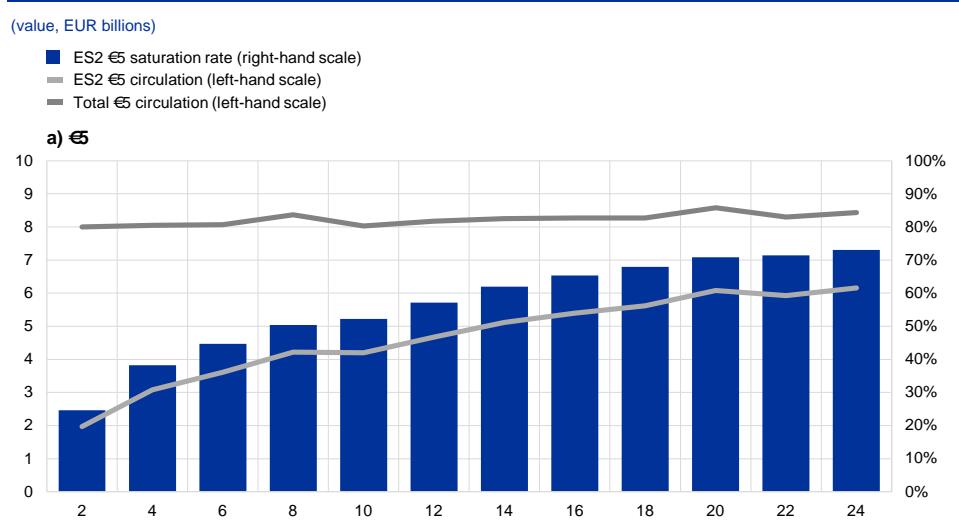
⁷⁶ See also “[The demand for euro banknotes at the Bundesbank](#)”, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, March 2018, pp. 44-49, and Bartzsch, N., “[Transaction balances of small denomination banknotes: findings from the introduction of ES2](#)”, in *International Cash Conference*, Deutsche Bundesbank, 2017, pp. 288-311.

in circulation of €5 to €50 banknotes being used for transaction purposes is around €220 billion, i.e. slightly less than 20% of that of all denominations at the end of 2017. However, considering that the saturation had not fully stabilised after 12 months, the active circulation of these denominations is probably somewhat higher. Furthermore, the total share of cash in circulation used for transactions would be higher if the transaction values of the €100, €200 and €500 denominations were also taken into account.

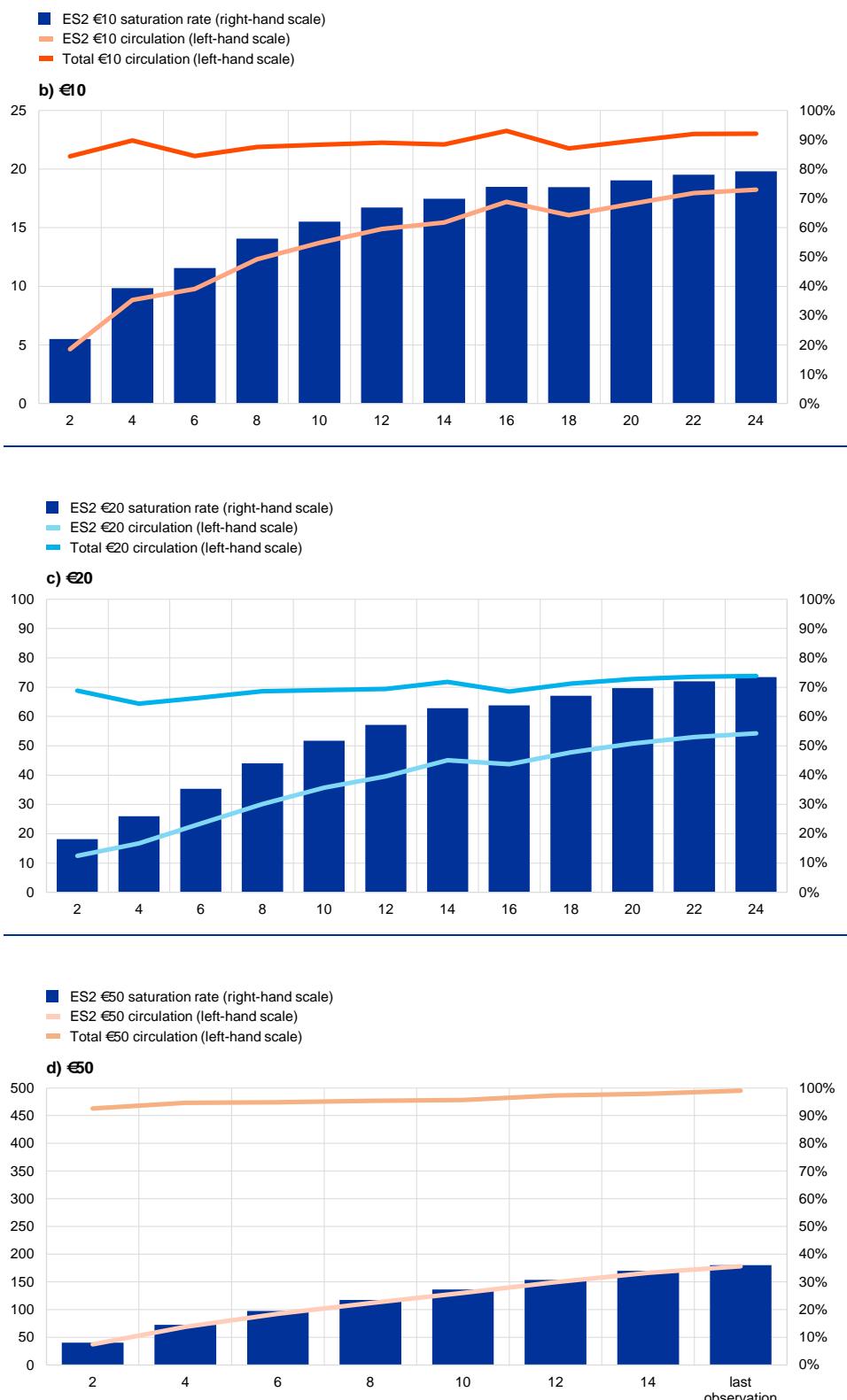
As also shown in Charts 6(a) to (d), two years after the introduction of the Europa series, 27% of €5 and €20 and 21% of €10 banknotes of the first series have still not returned from circulation. The total value of all non-returned €5 to €20 banknotes as at the end of 2017 amounted to €24 billion. Some of these non-returned banknotes may have been lost, taken abroad or stored somewhere and forgotten. In any case all first series euro banknotes can continue to be used.⁷⁷

Chart 6

Introduction of the second series of euro banknotes



⁷⁷ The ECB may decide to withdraw their legal tender status at some point, following a timely announcement. However, all euro banknotes will always retain their value because it will always be possible to exchange them at the national central banks of the Eurosystem.



Source: ECB calculations based on Currency Information System data.

Notes: The horizontal axis shows the number of months after the initial issuance of the second series banknote.

The return frequency of banknotes also provides an indication of their usage.

Another method to estimate active circulation is based on the return frequency of banknotes, i.e. the number of times a banknote comes back to the central bank or a

commercial bank designated by the central bank to hold banknotes on its behalf, within one year.

$$\text{Return frequency} = \frac{\sum_{t=1}^T \text{banknotes returned to NCBs and notes held to order deposits}, t}{\langle \text{banknote circulation} \rangle, t}$$

A low return frequency indicates that a denomination is kept in circulation for a long period of time. This could be an indicator of its function as a store of value. According to data for 2017, across the euro area €5, €10 and €20 banknotes came back to central banks an average of two to three times per year, whereas the €50 returned on average only once per year. Higher denominations, meanwhile, return only every two to four years. Considering the €10 as a pure transaction note⁷⁸ and applying its return frequency to all other denominations provides an estimate of their usage for transactional purposes. Based on this method, it can be estimated that the value in circulation of all denominations used for transaction purposes is approximately €280 billion, which represents a quarter of the total value in circulation as at the end of 2017.

Table A

Total value of cash used for transactions by denomination based on return frequency

(value, EUR billions)	EUR 500	EUR 200	EUR 100	EUR 50	EUR 20	EUR 10	EUR 5	Total
Return frequency	0.3	0.3	0.5	1.1	2.8	3.8	1.9	1.7
Value held for transactions	22.7	3.7	32.8	142.7	53.5	21.4	4.5	281.4

Source: ECB calculations based on Currency Information system data.

Notes: €10 circulation based on second series circulation.

From an empirical point of view, it is difficult to clearly define the line between transaction and saving purposes. Both of the methods described above provide only very rough indications of the percentage of banknotes in circulation used for transactions. They both assume a clear distinction between cash that is used for transaction purposes and cash that is used as a store of value, which is of course never really the case. Since the intention of the holder is unknown, the question is whether cash should be considered a store of value after one month, three months, one year, etc. Some people, for example, tend to withdraw a large amount of cash at once and then replenish their wallets gradually from the banknotes stored at home. Furthermore, some of the cash that is hoarded for a long time may ultimately be used to make purchases.

⁷⁸ Although the €5 is typically a transaction denomination, it was not chosen as the reference for the estimate because its return frequency is lower than that of the €10 and €20 banknotes. This can be explained by the fact that this denomination is not widely distributed via ATMs and that it is recirculated between merchants and consumers and less-frequently channelled back to a central bank or commercial bank designated by the central bank to store cash on its behalf.

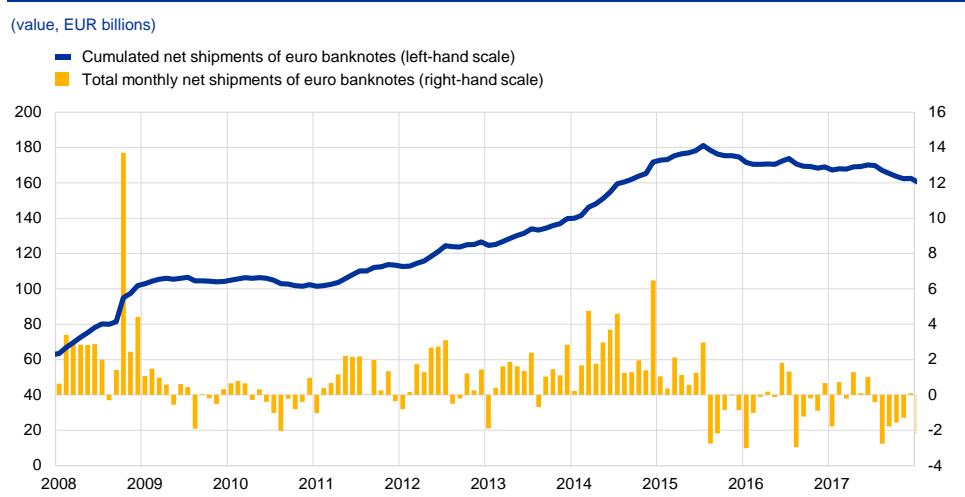
2.2 The use of euro banknotes outside the euro area

International demand for the euro is strong, although it has levelled off since the middle of 2015. Euro banknotes are also held outside the euro area for transaction purposes (e.g. euroisation⁷⁹, cross-border shopping, travel for leisure or business) and as a store of value (e.g. savings, currency reserves and asset portfolio management). Non-euro area demand is partially captured in the net shipments data, which cover registered flows of euro banknotes between central banks and MFIs in the euro area, on the one hand, and any legal persons outside the euro area, on the other. As at the end of 2017 the total cumulated net shipments (i.e. exports minus imports) of euro banknotes to regions outside the euro area amounted to €162.5 billion, which represented 13.9% of the total value in circulation (see Chart 7).

Monthly net shipments of euro banknotes have shown significant volatility during the period under review. The highest peaks in demand for euro banknotes occurred in October 2008, following the bankruptcy of Lehman Brothers, and when the EUR/RUB exchange rate jumped from 57.5 at the end of November 2014 to 70.3 by the end of the next month. Cumulated net shipments began to fall in August 2015.

Chart 7

Net shipments of euro banknotes to/from regions outside the euro area



Source: ECB Statistical Data Warehouse.

Notes: The latest observations are for 31 December 2017.

The fall in net shipments as of August 2015 can be attributed to a combination of factors. The perception of declining geopolitical uncertainty and increasing stability in regions bordering the euro area (e.g. Russia) as well as the Governing Council decision on the €500 may have driven down exports of €500 banknotes, while efforts by local authorities to promote the use of domestic currencies in euroised countries (i.e. the Western Balkans) may have led to increased imports of euro banknotes.⁸⁰ This is supported by the figures in Charts 8 and 9. The decline in net shipments can be attributed both to the fall in euro banknote exports (especially of the €500) and to the

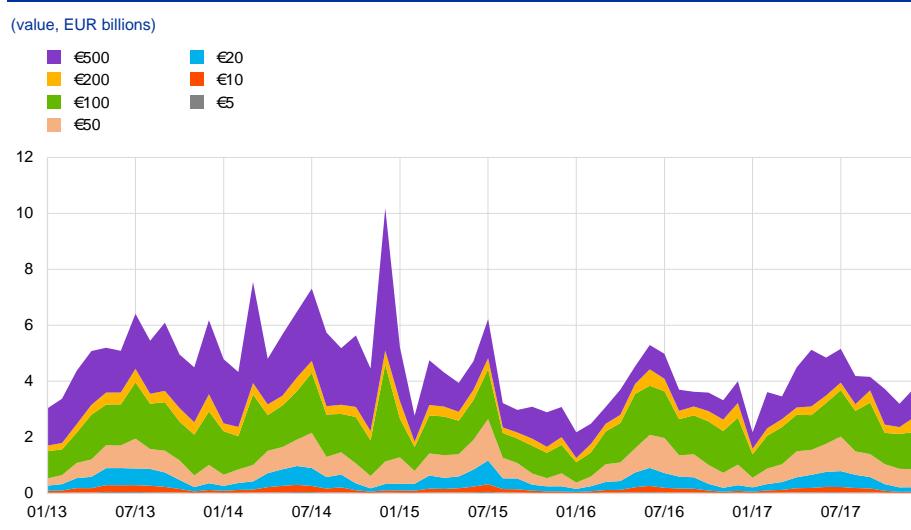
⁷⁹ Montenegro and Kosovo use the euro as a currency without a formal arrangement.

⁸⁰ “The international role of the euro – Interim report”, ECB, June 2018, pp. 24-25.

increase in imports (mainly of the €50).⁸¹ More information on the circulation of euro banknotes outside the euro area can be found in the section on sales and purchases of euro banknotes by region (Box 2).

The €100 banknote is the preferred denomination on the international market. In more general terms, since February 2016 the €100 banknote has been the preferred denomination on the international market, overtaking the €500. The €50 is the most imported banknote, with total cumulated imports greater than total cumulated exports. This can be seen as a sign that more €50 banknotes leave the euro area unregistered and return via official channels than the other way around. This could, for example, occur when remitters take cash back to their home country or to countries in which their families live, when euro area tourists use euro banknotes in neighbouring countries where it is accepted (e.g. Turkey or Bulgaria) and, probably to a much lesser extent, when non-euro area tourists or business travellers leave the euro area and take euro banknotes with them. Low-denomination and €200 banknotes play a minor role in overseas demand. Nevertheless, it is worth noting that a large percentage of exported €200 banknotes is not reimported (between January 2013 and the end of 2017 the value of exported and imported €200 banknotes reached €20.9 billion and €4.6 billion, respectively).

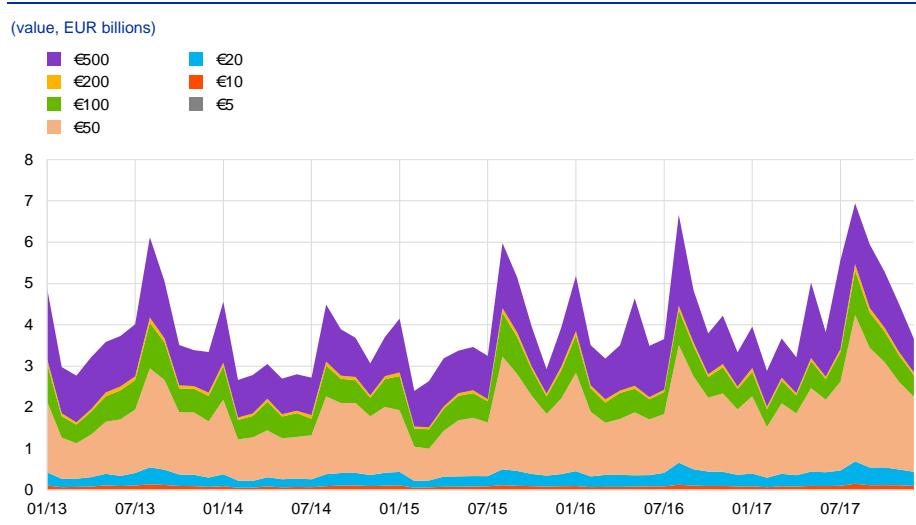
Chart 8
Monthly exports of euro banknotes



Source: ECB Statistical Data Warehouse.

⁸¹ The collection of data on imports and exports of banknotes started in January 2013.

Chart 9
Monthly imports of euro banknotes



Source: ECB Statistical Data Warehouse.

A large percentage of the total number of euro banknotes in circulation may be held abroad. It is very difficult to estimate the amount of cash held outside the euro area. A method published on the ECB website⁸² proposes calculating the minimum and maximum value of banknotes circulating outside the euro area on the basis of net shipments data (with a correction for the negative net shipments of €50), on the one hand, and a coins to banknotes ratio, taking into account the relative changes in the value of coins and banknotes in circulation, on the other hand. This method relies on the assumption that coin circulation abroad is negligible and that the increase in the value of coins in circulation is entirely the result of transaction needs within the euro area. The final estimate is given by the average of the two boundaries. Based on this method, it is estimated that around 30% of the total value in circulation (approximately €350 billion) was held outside the euro area at the end of 2017.

Box 2

Sales and purchases of euro banknotes to/from regions outside the euro area

Prepared by Olivier Strube

Banknote wholesalers act as intermediaries between national central banks (NCBs) and commercial banks, bureaux de change and central banks in regions outside the euro area.

They are responsible for most of the transactions included in the monthly net shipments statistics.

The ECB has been collecting euro banknote trade data from these international banknote wholesalers, of which around ten operate globally or at least in certain regions of the world, on an annual basis. In terms of value, from 2008 to 2017 sales by wholesalers (euro banknote exports) decreased by around 30% while their purchases (euro banknote imports) increased by around 40%. In 2017 overall sales amounted to €52 billion and overall purchases to €55 billion. Charts A and B show sales and purchases by region from 2008 to 2017. Chart A illustrates the volatility of the Russian market, which represents a large share of eastern European (non-EU) sales.

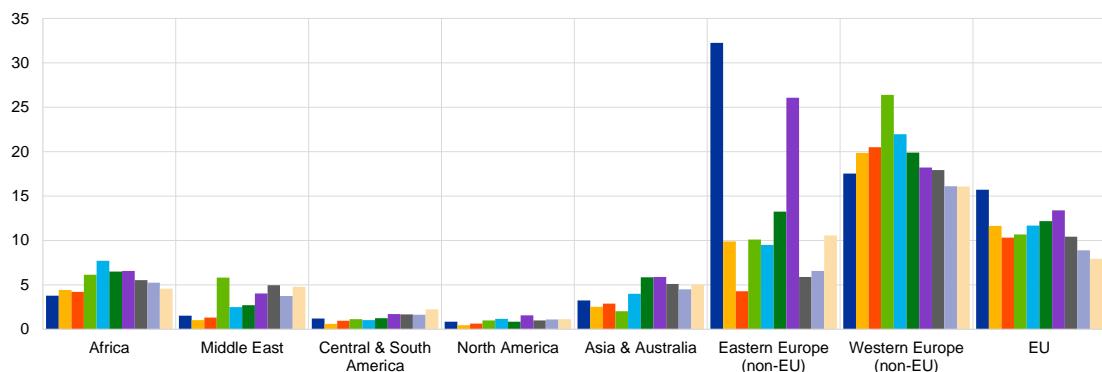
⁸² See “Estimation of euro currency in circulation outside the euro area”, ECB, April 2017.

Chart A

Time series of sales of euro banknotes by region

(EUR billions)

■ 2008	■ 2013
■ 2009	■ 2014
■ 2010	■ 2015
■ 2011	■ 2016
■ 2012	■ 2017



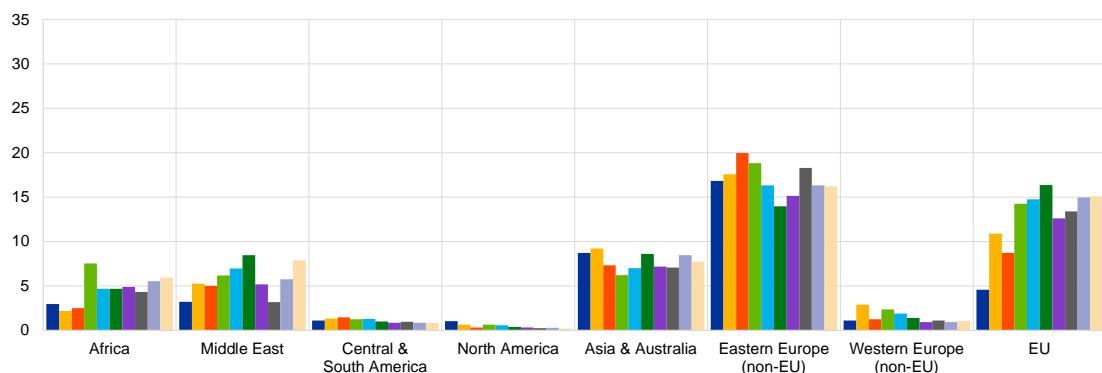
Source: Wholesalers' reports.

Chart B

Times series of the purchases of euro banknotes by region

(EUR billions)

■ 2008	■ 2013
■ 2009	■ 2014
■ 2010	■ 2015
■ 2011	■ 2016
■ 2012	■ 2017



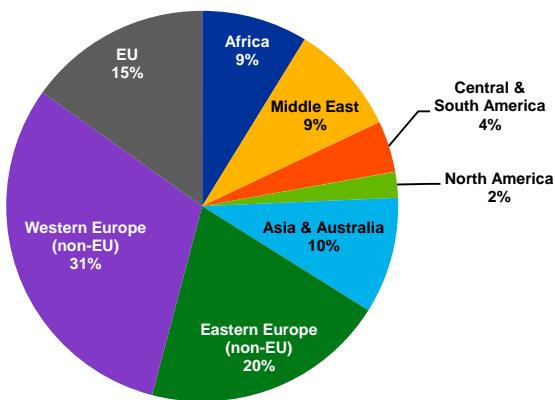
Source: Wholesalers' reports.

Charts C and D indicate that, in 2017, around two-thirds of the value of all euro banknote shipments of wholesale banks related to purchase and sale transactions with European countries, including Russia and Turkey. On the sales side (see Chart C) exports to Switzerland, which is included in western Europe (non-EU), dominated, accounting for 28% of all euro banknote sales in 2017. Euro banknotes are dispensed by many ATMs in Switzerland and used for shopping in the surrounding euro area countries. 20% of all sales went to eastern Europe (non-EU), mostly to Russia, where euro banknotes serve predominantly as a store of value. The EU, in this case primarily the United Kingdom, accounted for 15% of all sales. That demand can be linked to tourism, in the form of British residents withdrawing euro banknotes before going abroad. On the purchase side (see Chart D), eastern non-EU countries, especially Turkey, predominated in 2017 and accounted for 30%

of all banknote purchases. These euro banknotes were either carried to Turkey by Turkish workers in the euro area (remittances) or by tourists. Similarly, the high share of purchases from EU countries (28%) can be explained by remittances.

Chart C Exports of euro banknotes by region in 2017

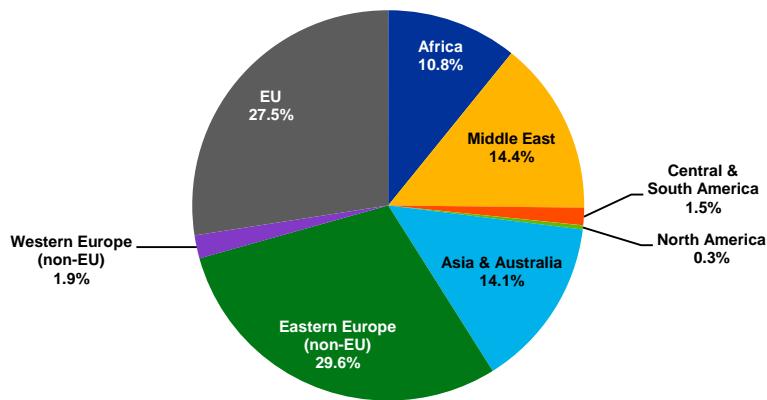
(percentages)



Source: Wholesalers' reports.

Chart D Imports of euro banknotes by region in 2017

(percentages)



Source: Wholesalers' reports.

Asia & Australia, the Middle East and Africa, in this case primarily sub-Saharan Africa, were responsible for roughly equal shares of the sales to regions outside the euro area. On the purchase side, China and the United Arab Emirates dominated thanks to their roles as international marketplaces where goods are traded using international currencies. The significant purchases from Africa, in this case primarily northern Africa, can be explained by remittances and tourism. Euro banknote transactions with the Americas have traditionally been negligible due to the prevailing role of the US dollar in those regions.

2.3 The use of cash as a domestic store of value

In line with the Keynesian approach to the demand for money, speculation and precautionary motives are the two other motives for holding cash. As seen in previous sections, financial or currency crises affecting currencies in regions neighbouring the euro area have the potential to increase demand for euro banknotes as a precautionary measure. At the same time, a lack of trust in the euro can have a negative impact on demand for euro banknotes. In terms of speculation, the main determinant of cash demand relates to the opportunity costs of holding cash. The low interest rates of the past ten years mean that the opportunity costs of holding cash have been reduced for consumers and firms. Meanwhile, some banks have used cash to avoid the negative interest rates on the ECB's deposit facility or on their current accounts with central banks (see Box 3).

Box 3

The cash holdings of monetary financial institutions in the euro area

Prepared by Laure Lalouette

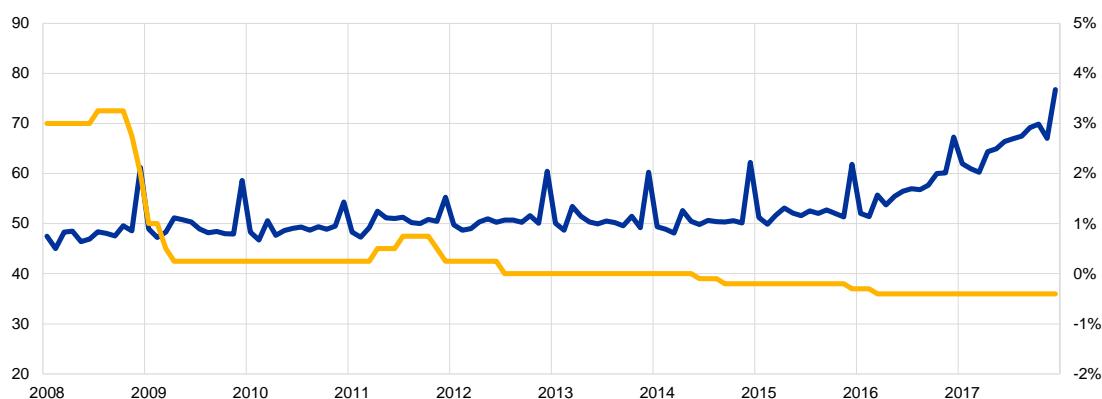
The interest rate on the ECB deposit facility was lowered to 0% on 11 July 2012. It was then lowered by a further 0.10 percentage point on 11 June 2014, on 10 September 2014 and again on 9 December 2015. These decisions did not have a noticeable impact on the amount of cash held by MFIs (i.e. in their vaults and in cash dispensers, referred to as vault cash) until 16 March 2016, when the Governing Council decided to lower the interest rate on the ECB deposit facility to -0.40%. This decision represented a pivotal point for some MFIs, after which they decided to convert part of their liquidity into cash, as illustrated in Chart A. For these MFIs, the costs of cash (i.e. costs associated with cash storage and handling) were obviously less than the losses resulting from the negative yields from the ECB deposit facility and current accounts held at NCBs. An average of €50.1 billion was held as vault cash by MFIs between January 2008 and March 2016. Between March 2016 and December 2017 the amount of vault cash held by MFIs increased by €21.1 billion and reached €76.8 billion, i.e. 6.6% of the total value in circulation. The increase in vault cash was mostly driven by German MFIs (69.4% of the increase) and, to a lesser extent, by Italian, French, Austrian and Spanish MFIs.

Chart A

Vault cash held by MFIs and interest rates

(value, EUR billions)

- Vault cash held by MFIs (left-hand scale)
- ECB deposit facility (right-hand scale)



Source: ECB Statistical Data Warehouse.

Notes: The latest observations are for 31 December 2017. Deposit facility rates shown are the rates at the end of each month.

This increase in vault cash has, however, remained limited. Logistical constraints such as storage capacities or maximum amounts covered by insurance are the most likely limitations on MFIs holding larger amounts of cash.

There are several methods to estimate the share of cash used as a store of value, including direct methods (by means of surveys) and indirect methods.

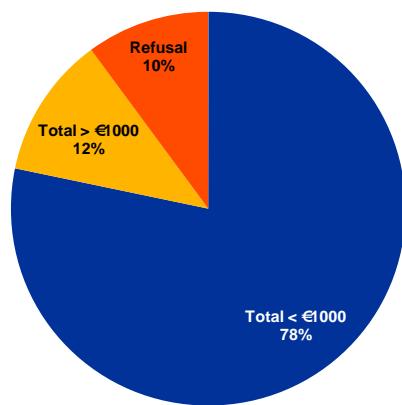
Surveys tend to underestimate the use of cash as a store of value, as respondents are often not comfortable disclosing to research companies that they store cash at home or in another safe place. Moreover, respondents may not be willing to disclose the real amount of their savings, especially if such amounts are substantial. The questions in the “The use of cash by households in the euro area” study which focused on cash held at home by the respondents as precautionary reserves provide some insights into hoarding behaviour across the euro area in 2016. Results show that almost 25% of respondents have at least some cash outside a bank account, either at home or in a safe place. Of those, 78% stated that they keep less than €1,000 in total, 12% that they keep more than €1,000 and 10% refused to answer (see Chart 10). Those respondents hoarding more than €1,000 in total may have a noticeable impact on the average amount used as a store of value, but as there is no indication of the exact value no estimate can be made on the basis of these results. Nevertheless, the results show that people do store cash, and that some even store considerable amounts.

Chart 10

Precautionary cash reserves

Question: Could you provide an approximate amount of cash that you keep outside a bank account as a precautionary reserve or as an alternative way of saving?

(percentages, based on 7,611 respondents from the euro area)



Sources: ECB and De Nederlandsche Bank.

Notes: German results excluded given lack of available data. This survey was conducted in 2016.

A simple indirect method to estimate the share of cash used as a store of value is to assume that domestic hoarding is the residual of the circulation being used for transaction purposes, held by MFIs or held abroad. In this case, it can be inferred from the previous sections that more than one-third of total euro banknote circulation may currently be in use as a store of value within the euro area. Considering the numerous assumptions made, however, these estimates should be viewed with a significant degree of caution.

Box 4

Growth in euro coin circulation over the last ten years

Prepared by Laure Lalouette and Elisabetta Maria Saini

Unlike the issuance of euro banknotes, the issuance of euro coins is a national competence.

NCBs are responsible for the physical distribution of euro coins in nearly all euro area countries, although the ECB is responsible for approving the annual volume of coins that euro countries may issue.

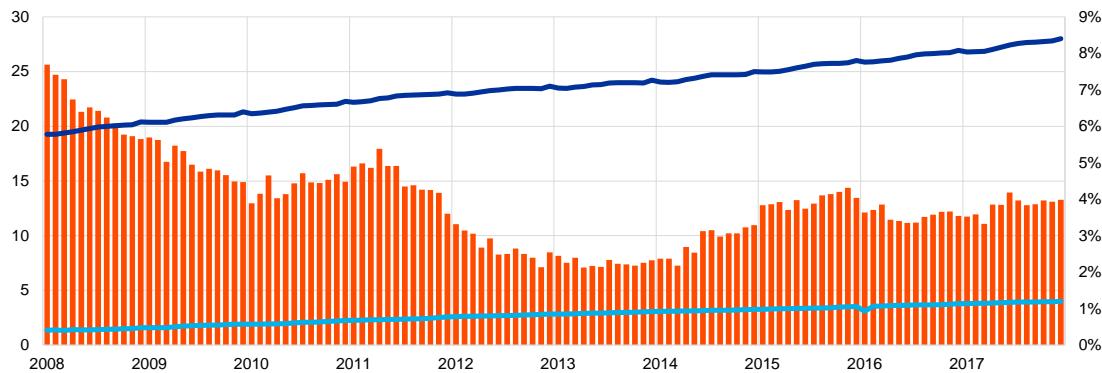
In a manner similar to banknote circulation, the value of euro coin circulation grew continuously during the period from 2008 to 2017, at an average annual rate of 4.0%. Overall, the total value of euro coins in circulation at the end of 2017 was €28 billion (see Chart A). In addition to coins intended for circulation, each country may also issue collector coins. The total value in circulation of the latter at the end of 2017 was €4 billion. Of the eight coin denominations, the €2 has the highest share of the value in circulation followed by the €1, with 43.4% and 25.7%, respectively, at the end of 2017 (see Chart B). 1, 2 and 5 euro cent coins together accounted for only 6.7% of the total value in circulation, although they made up 64.1% of the number of coins in circulation. The high production requirements

for the 1 and 2 euro cent coins compared to their limited active use in circulation has led to the introduction of rounding rules in some euro area countries.⁸³

Chart A Circulation of euro coins

(value, EUR billions)

- Circulation coins (left-hand scale)
- Collector coins (left-hand scale)
- Annual growth rate (right-hand scale)



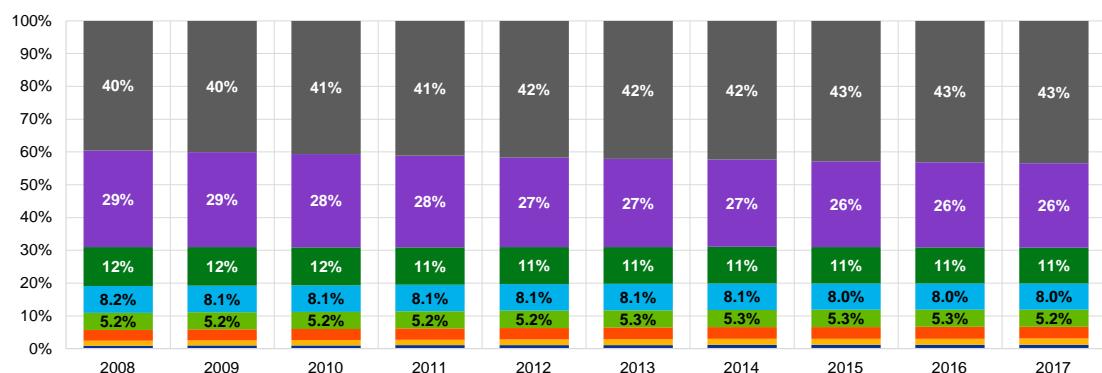
Source: ECB Currency Information System.

Notes: The latest observations are for 31 December 2017.

Chart B Share by denomination of euro coins in circulation

(value, share)

- | | |
|---|-------|
| ■ | €0.01 |
| ■ | €0.02 |
| ■ | €0.05 |
| ■ | €0.10 |
| ■ | €0.20 |
| ■ | €0.50 |
| ■ | €1 |
| ■ | €2 |



Source: ECB Currency Information System.

Notes: The latest observations are for 31 December 2017.

In order to better understand how the 1 and 2 cent coins are used, the ECB included a question on what people do with 1 and 2 euro cent coins received as change in the 2016 survey on the use of cash. The results are illustrated in Chart C. According to these results, 37% of the respondents reported that they don't use these coins when they receive them as change, with most of them putting

⁸³ In Ireland (since October 2015), in the Netherlands (since September 2004) and in Belgium (since 2014), retailers are free to decide whether they wish to round cash payments to the nearest 5 cents, although they are reluctant to apply it in the third country. In Finland, the rounding rule has been mandatory since the launch of the euro. In Malta, the implementation of a rounding rule is being examined. The Italian Mint discontinued the production of 1 and 2 cent euro coins in January 2018.

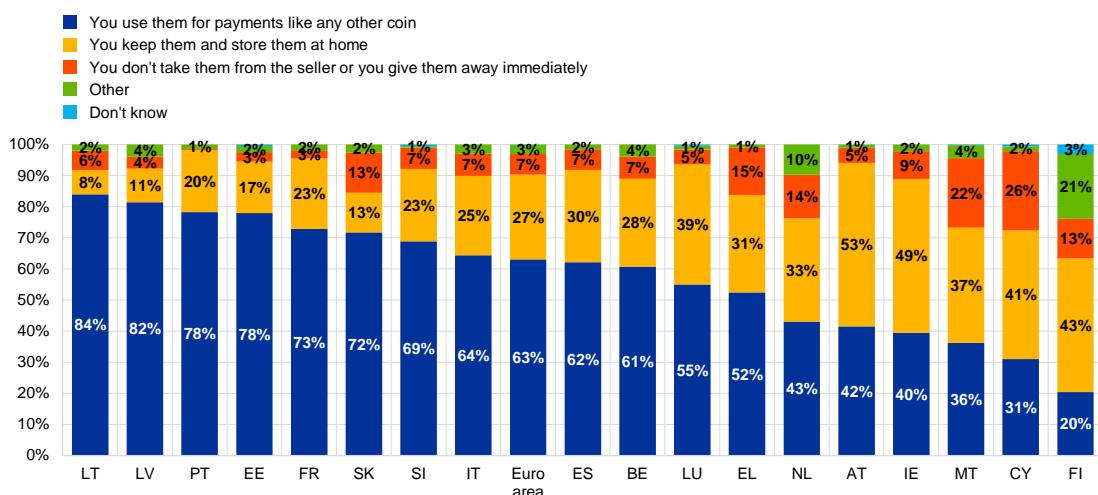
them in a jar or box at home. Slightly less than two-thirds of the respondents (63%) stated that they use them for subsequent payments. As with all aspects of payment behaviour, the use of 1 and 2 cent coins varies greatly from country to country. Logically, in those countries in which rounding rules have been introduced fewer people tend to use the 1 and 2 cent coins if they happen to receive them.

Chart C

Use of 1 and 2 euro cent coins by country

Question: What do you usually do when you receive 1 and 2 cent coins as change?

(percentages; based on 23,544 respondents from the euro area)



Sources: ECB and De Nederlandsche Bank.

Note: Results not available for Germany. This survey was conducted in 2016.

3 Conclusions

In recent years, euro banknote circulation has shown robust average growth above GDP. The demand for banknotes is determined by various factors, one of which is the use for transaction purposes. The results of a study on payment behaviour in 2016 showed that cash was still the most frequently used method of payment at POS in the euro area. Transaction demand, however, appears to only partially explain the growth in banknote circulation. The demand for banknotes has also been impacted by various additional factors such as the financial and sovereign debt crises, geopolitical uncertainties, exchange rate developments and policy decisions

Cash can be expected to remain an important means of payment at POS in most euro area countries for the foreseeable future. Nevertheless, the rapid rise in the use of contactless cards and mobile payments, the increase in online shopping and the development of instant payments, on the basis of which new retail payment solutions may emerge, can all be expected to have a noticeable impact on the use of cash for transaction purposes. Although the speed of a subsequent decline in the use of cash for transaction purposes cannot be predicted, it seems obvious that it will occur. As described in this article, however, the use of cash for transaction purposes is only one driver of banknote demand.

Most euro banknotes in circulation are used as a store of value in the euro area or held abroad. Considering that the opportunity costs of holding cash are currently low, if interest rates increase some of the stored euro banknotes can be expected to return. The fall in net shipments of euro banknotes to countries outside the euro area shows that some of the cash that was held abroad for various reasons is very gradually coming back. However, as shown by developments over the past ten years, the store of value function is determined not only by interest rates, but also by external events which cannot be predicted. While future developments may, therefore, lead to an increase or decrease in the use of cash as a store of value depending on users' trust in the euro, current developments suggest that euro banknotes are considered a reliable means of holding liquidity and storing wealth, both within the euro area and abroad. Households and firms both inside and outside the euro area obviously value the fact that euro banknotes allow them to store part of their assets in central bank money.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

	BDP ¹⁾ (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje ²⁾ (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	3,5	2,9	2,3	1,4	6,9	2,1	0,6	1,7	0,1	0,0	0,8	1,4	0,0
2016	3,2	1,6	1,8	1,0	6,7	1,9	1,1	1,8	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,2	1,7	1,7	6,8	2,4	2,3	1,8	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2017 III	1,0	0,7	0,4	0,6	1,8	0,7	2,2	1,8	2,0	2,8	0,6	1,6	1,4
IV	1,0	0,6	0,4	0,2	1,6	0,7	2,3	1,9	2,1	3,0	0,6	1,8	1,4
2018 I	0,9	0,5	0,2	-0,2	1,4	0,4	2,2	1,9	2,2	2,7	1,3	2,2	1,3
II	-	1,0	0,4	0,7	1,8	0,4	-	-	2,7	2,4	0,7	1,8	1,7
2018 mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,0	2,4	2,5	1,1	2,1	1,3
apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	1,9	2,5	2,4	0,6	1,8	1,3
maj	-	-	-	-	-	-	2,6	2,0	2,8	2,4	0,7	1,8	1,9
jun.	-	-	-	-	-	-	-	2,9	2,4	0,7	1,9	2,0	-
jul.	-	-	-	-	-	-	-	2,9	-	0,9	2,1	2,1	-
avg. ³⁾	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,0

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,0	3,6	-0,6
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,1	1,2	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,3	3,1	6,9
2017 III	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,5	1,2	1,7
IV	53,4	54,6	55,1	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,2	1,4	1,4	1,5
2018 I	53,6	54,6	53,4	52,1	53,0	57,0	53,8	53,5	52,3	2,2	0,7	3,2
II	53,9	55,9	54,3	52,3	52,5	54,7	53,2	54,2	50,2	-0,6	-1,0	-0,3
2018 mar.	52,8	54,2	52,4	51,3	51,8	55,2	52,9	52,8	51,2	2,2	0,7	3,2
apr.	53,6	54,9	53,2	53,1	52,3	55,1	53,5	53,6	50,3	0,2	-0,3	0,6
maj	54,1	56,6	54,5	51,7	52,3	54,1	53,1	54,4	50,3	-0,3	-1,0	0,1
jun.	54,1	56,2	55,2	52,1	53,0	54,9	53,0	54,5	50,0	-0,6	-1,0	-0,3
jul.	53,6	55,7	53,5	51,8	52,3	54,3	52,7	53,9	50,0	-	-	-
avg.	53,2	54,7	54,2	52,0	52,0	54,5	52,8	53,3	49,9	-	-	-

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

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

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2018 feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06
mar.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,17	-0,05
apr.	-0,37	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,35	-0,04
maj	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	2,34	-0,03
jun.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,33	-0,04
jul.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,18	2,34	-0,04
avg.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,32	-0,04

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2018 feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65
mar.	-0,67	-0,70	-0,61	-0,10	0,55	1,25	0,65	0,61	-0,67	-0,35	0,75	1,47
apr.	-0,63	-0,66	-0,57	-0,04	0,63	1,29	0,72	0,73	-0,63	-0,30	0,85	1,56
maj	-0,63	-0,72	-0,69	-0,25	0,40	1,12	0,63	0,73	-0,76	-0,52	0,57	1,34
jun.	-0,62	-0,71	-0,68	-0,26	0,38	1,09	0,54	0,60	-0,75	-0,52	0,53	1,31
jul.	-0,62	-0,65	-0,59	-0,16	0,46	1,11	0,54	0,60	-0,64	-0,39	0,61	1,36
avg.	-0,63	-0,67	-0,63	-0,23	0,37	1,04	0,41	0,71	-0,68	-0,46	0,50	1,28

Vir: ECB.

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

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

2.3 Indeksi na trgu vrednostnih papirjev

(stopnje indeksa v točkah; povprečje za obdobje)

	Indeksi Dow Jones EURO STOXX											ZDA	Japonska	
	Indeksi glavnih sektorjev gospodarstva													
	Širši indeks	50	Bazični materiali	Potrošniške storitve	Potrošniško blago	Nafta in plin	Finance	Industrija	Tehnologija	Gospodarske javne službe	Telekomunikacije	Zdravstveno varstvo	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2018 feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7
mar.	375,9	3.374,3	769,1	258,0	699,7	308,0	183,6	622,9	498,9	268,9	292,0	775,6	2.702,8	21.395,5
apr.	383,3	3.457,6	772,6	260,7	724,8	331,3	185,5	627,7	496,3	281,3	302,6	789,1	2.653,6	21.868,8
maj	392,3	3.537,1	806,4	272,3	735,3	351,0	182,5	653,1	527,3	287,9	302,6	819,1	2.701,5	22.590,1
jun.	383,4	3.442,8	797,5	273,1	719,5	346,7	169,0	647,2	543,6	279,9	290,9	828,1	2.754,4	22.562,9
jul.	383,8	3.460,9	793,5	273,8	711,4	353,1	169,4	647,6	536,6	287,9	291,0	838,8	2.793,6	22.309,1
avg.	382,5	3.436,8	785,2	273,0	711,6	357,5	167,9	653,3	529,4	282,1	288,7	834,2	2.857,8	22.494,1

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.4 Obrestne mere DFI za posojila in vloge gospodinjstev (novi posli)^{1), 2)}

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja				
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov ³⁾						
		do 2 let	nad 2 leti							spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 5 let in do 10 let						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2017 avg.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,32	5,89	6,34	2,38	1,75	2,01	1,91	1,94	2,21	1,91			
sep.	0,05	0,44	0,35	0,74	6,26	16,80	5,07	5,71	6,20	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89			
okt.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,94	5,68	6,16	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88			
nov.	0,04	0,44	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,16	1,87			
dec.	0,04	0,44	0,34	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,68	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83			
2018 jan.	0,04	0,44	0,36	0,69	6,16	16,90	5,02	5,83	6,28	2,30	1,67	1,87	1,91	1,90	2,14	1,84			
feb.	0,04	0,44	0,34	0,69	6,19	16,86	4,72	5,70	6,19	2,37	1,64	1,88	1,93	1,91	2,14	1,84			
mar.	0,04	0,45	0,35	0,67	6,14	16,87	4,71	5,57	6,05	2,34	1,63	1,84	1,95	1,91	2,14	1,84			
apr.	0,04	0,45	0,34	0,61	6,12	16,84	4,95	5,67	6,15	2,36	1,62	1,85	1,96	1,90	2,13	1,83			
maj	0,04	0,46	0,34	0,57	6,10	16,87	4,83	5,88	6,39	2,39	1,58	1,87	1,97	1,90	2,13	1,83			
jun.	0,03	0,46	0,33	0,63	6,04	16,84	4,47	5,64	6,10	2,31	1,60	1,84	1,97	1,88	2,12	1,82			
jul. ^(p)	0,03	0,45	0,33	0,63	6,01	16,80	4,85	5,75	6,22	2,41	1,63	1,85	1,93	1,85	2,12	1,81			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

2.5 Obrestne mere DFI za posojila in vloge nefinančnih družb (novi posli)^{1), 2)}

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR				
		do 2 let	nad 2 leti			spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna 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			
2017 avg.	0,04	0,10	0,36	2,44	2,49	2,71	2,43	1,74	1,79	1,82	1,24	1,44	1,59	1,75			
sep.	0,04	0,07	0,44	2,43	2,44	2,73	2,41	1,71	1,69	1,77	1,19	1,47	1,59	1,73			
okt.	0,04	0,11	0,40	2,40	2,39	2,69	2,38	1,70	1,66	1,73	1,23	1,35	1,61	1,73			
nov.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,61	2,37	1,71	1,62	1,72	1,23	1,33	1,57	1,71			
dec.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,46	2,31	1,70	1,67	1,71	1,34	1,28	1,53	1,71			
2018 jan.	0,04	0,05	0,39	2,35	2,39	2,52	2,33	1,65	1,61	1,72	1,12	1,37	1,60	1,67			
feb.	0,04	0,09	0,42	2,36	2,37	2,48	2,33	1,66	1,62	1,74	1,18	1,34	1,63	1,70			
mar.	0,04	0,08	0,40	2,33	2,42	2,53	2,34	1,67	1,61	1,70	1,26	1,39	1,66	1,73			
apr.	0,04	0,06	0,31	2,32	2,36	2,42	2,33	1,68	1,61	1,74	1,23	1,29	1,65	1,70			
maj	0,03	0,08	0,43	2,28	2,31	2,47	2,37	1,65	1,61	1,74	1,07	1,23	1,65	1,62			
jun.	0,04	0,07	0,74	2,29	2,27	2,44	2,31	1,64	1,56	1,70	1,21	1,33	1,70	1,68			
jul. ^(p)	0,03	0,09	0,38	2,27	2,16	2,41	2,28	1,67	1,59	1,68	1,14	1,31	1,66	1,64			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

2 Finančna gibanja

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

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

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Stanja				Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Kratkoročne														
2015	1 269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34
2016	1 241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1 241	519	156	.	70	438	57	368	167	55	.	37	79	31
2018 feb.	1 288	540	159	.	80	444	65	362	172	48	.	34	78	30
mar.	1 307	542	161	.	84	453	67	389	168	63	.	41	84	33
apr.	1 322	543	167	.	94	450	69	396	181	50	.	43	73	49
maj	1 311	539	163	.	99	445	66	384	182	39	.	44	79	41
jun.	1 293	523	163	.	90	457	59	382	157	65	.	43	82	36
jul.	1 307	528	168	.	97	453	60	428	197	63	.	48	79	42
Dolgoročne														
2015	15.250	3.786	3.285	.	1.060	6.481	637	216	68	46	.	13	80	9
2016	15.397	3.695	3.233	.	1.186	6.643	641	219	62	53	.	18	78	8
2017	15.352	3.560	3.141	.	1.190	6.819	642	248	66	75	.	17	83	7
2018 feb.	15.387	3.566	3.157	.	1.172	6.864	629	207	57	44	.	12	88	7
mar.	15.437	3.580	3.146	.	1.183	6.904	624	287	68	91	.	24	96	7
apr.	15.440	3.578	3.161	.	1.192	6.886	624	232	61	67	.	14	85	4
maj	15.526	3.586	3.192	.	1.201	6.927	621	202	49	53	.	17	80	3
jun.	15.532	3.574	3.190	.	1.204	6.944	620	222	64	64	.	14	72	7
jul.	15.552	3.566	3.199	.	1.210	6.957	620	228	55	62	.	17	87	8

Vir: ECB.

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

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

(v milijardah EUR; spremembe v odstotkih)

Skupaj	DFI (vključno z Eurosistemom)	Vrednostni papirji razen delnic				Skupaj	DFI	Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država				Delnice, ki kotirajo na borzi					
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država			DFI	Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2015	16.518,8	4.303,1	3.432,4	.	1.122,0	6.958,9	702,4	6.814,4	584,3	985,3	5.244,9		
2016	16.638,7	4.212,9	3.368,7	.	1.245,5	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1		
2017	16.592,7	4.079,4	3.296,1	.	1.260,1	7.257,3	699,8	7.954,8	612,5	1.263,0	6.079,3		
2018 feb.	16.675,3	4.106,4	3.316,0	.	1.252,1	7.307,4	693,4	7.920,3	638,6	1.293,1	5.988,6		
mar.	16.744,0	4.122,2	3.307,4	.	1.267,9	7.356,1	690,5	7.814,0	599,0	1.253,4	5.961,7		
apr.	16.762,3	4.121,0	3.327,9	.	1.285,5	7.335,1	692,8	8.143,3	620,8	1.351,3	6.171,2		
maj	16.837,8	4.125,4	3.354,6	.	1.299,4	7.371,5	686,8	8.028,1	531,2	1.301,5	6.195,3		
jun.	16.824,6	4.096,7	3.352,6	.	1.294,1	7.401,4	679,8	7.959,7	543,5	1.278,8	6.137,5		
jul.	16.859,0	4.094,0	3.367,2	.	1.306,5	7.410,3	680,8	8.168,5	576,1	1.304,6	6.287,9		
Stopnja rasti													
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,9	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6		
2016	0,3	-3,0	-1,6	.	7,6	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017	1,3	-0,5	0,1	.	6,3	2,2	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3		
2018 feb.	1,4	-1,0	1,3	.	5,6	2,3	-0,8	0,9	3,1	2,8	0,4		
mar.	1,6	-0,1	2,2	.	6,0	2,0	-2,7	1,0	1,5	3,6	0,4		
apr.	1,6	0,5	1,2	.	6,0	2,0	-0,8	1,3	1,5	5,4	0,5		
maj	1,1	-0,1	0,3	.	6,1	1,5	-1,9	1,4	1,6	5,3	0,5		
jun.	1,1	-0,6	1,2	.	6,0	1,7	-4,0	1,3	1,6	4,9	0,5		
jul.	1,1	-0,9	0,4	.	5,1	2,3	-2,5	1,2	0,4	4,7	0,6		

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM ²⁾	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	81,3	88,2	105,7	87,0
2016	94,4	89,5	90,9	84,9	80,5	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	92,0	85,8	80,6	90,0	112,0	90,0
2017 III	98,6	93,2	93,8	87,6	81,4	91,5	114,5	91,8
IV	98,6	93,2	93,5	87,4	81,0	91,3	115,0	92,0
2018 I	99,6	94,0	94,4	88,0	81,7	91,7	117,0	93,4
II	98,4	93,1	93,2	-	-	-	117,0	93,4
2018 mar.	99,7	94,2	94,5	-	-	-	117,7	93,9
apr.	99,5	93,9	94,2	-	-	-	117,9	94,0
maj	98,1	92,8	92,8	-	-	-	116,6	93,1
jun.	97,9	92,6	92,5	-	-	-	116,7	93,0
jul.	99,2	93,8	93,6	-	-	-	118,2	94,2
avg.	99,0	93,6	93,2	-	-	-	119,0	94,8
% sprememba glede na predhodni mesec								
2018 avg.	-0,2	-0,3	-0,4	-	-	-	0,7	0,6
% sprememba glede na predhodno leto								
2018 avg.	-0,1	0,0	-1,1	-	-	-	3,5	2,7

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvatska kuna	Češka koruna	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 III	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
IV	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2018 I	7,815	7,438	25,402	7,447	311,027	133,166	4,179	0,883	4,6553	9,971	1,165	1,229
II	7,602	7,398	25,599	7,448	317,199	130,045	4,262	0,876	4,6532	10,330	1,174	1,191
2018 mar.	7,798	7,438	25,429	7,449	312,194	130,858	4,209	0,883	4,6613	10,161	1,168	1,234
apr.	7,735	7,421	25,365	7,448	311,721	132,158	4,194	0,872	4,6578	10,372	1,189	1,228
maj	7,529	7,391	25,640	7,448	316,930	129,572	4,285	0,877	4,6404	10,342	1,178	1,181
jun.	7,551	7,382	25,778	7,449	322,697	128,529	4,304	0,879	4,6623	10,279	1,156	1,168
jul.	7,850	7,397	25,850	7,452	324,597	130,232	4,324	0,887	4,6504	10,308	1,162	1,169
avg.	7,909	7,426	25,681	7,456	323,021	128,200	4,286	0,897	4,6439	10,467	1,141	1,155
% sprememba glede na predhodni mesec												
2018 avg.	0,7	0,4	-0,7	0,0	-0,5	-1,6	-0,9	1,1	-0,1	1,5	-1,8	-1,2
2018 avg.	0,4	0,3	-1,6	0,2	6,1	-1,2	0,4	-1,6	1,4	9,6	0,1	-2,2

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹⁾			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2017 II	24.750,0	25.174,2	-424,2	10.943,9	8.779,9	8.121,0	10.632,4	-46,0	5.048,5	5.761,9	682,7	13.843,7
III	24.511,8	24.961,5	-449,7	10.603,3	8.508,3	8.268,7	10.664,8	-57,1	5.022,0	5.788,3	674,8	13.742,3
IV	24.655,4	24.897,1	-241,7	10.518,9	8.485,9	8.516,7	10.611,7	-51,7	5.001,8	5.799,5	669,7	13.566,5
2018 I	24.600,8	25.193,6	-592,8	10.392,4	8.520,4	8.491,5	10.660,8	-85,6	5.129,1	6.012,4	673,4	13.810,7
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2018 I	218,0	223,2	-5,3	92,1	75,5	75,2	94,5	-0,8	45,5	53,3	6,0	122,4
<i>Transakcije</i>												
2017 III	69,2	-57,7	126,9	-153,1	-146,3	187,4	53,1	-10,3	44,6	35,6	0,5	-
IV	85,2	-67,8	153,0	36,3	-1,9	90,9	23,4	10,7	-54,6	-89,3	1,9	-
2018 I	474,8	322,4	152,5	95,2	-38,7	193,5	141,7	-4,2	178,8	219,4	11,6	-
II	134,4	117,6	16,9	-10,0	22,6	10,6	-67,9	17,0	110,2	162,9	6,6	-
2018 jan.	347,0	330,3	16,7	42,6	1,4	102,5	84,1	0,2	199,3	244,8	2,3	-
feb.	137,6	101,7	35,8	33,6	0,9	44,6	-3,7	-0,6	60,1	104,5	-0,1	-
mar.	-9,7	-109,6	99,9	18,9	-41,1	46,4	61,3	-3,8	-80,6	-129,8	9,4	-
apr.	94,4	100,2	-5,8	20,4	-13,0	18,0	-9,4	1,7	58,0	122,5	-3,6	-
maj	130,1	141,6	-11,5	9,2	27,1	-4,2	-31,3	7,0	115,6	145,9	2,3	-
jun.	-90,0	-124,2	34,2	-39,6	8,5	-3,2	-27,2	8,3	-63,3	-105,5	7,9	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2018 jun.	763,7	314,5	449,2	-31,6	-164,3	482,4	150,1	13,3	279,0	328,7	20,5	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2018 jun.	6,7	2,8	3,9	-0,3	-1,4	4,2	1,3	0,1	2,5	2,9	0,2	-

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Skupaj	Izvoz ¹⁾	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Tekoče cene (v milijardah EUR)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<i>Tekoče cene (v milijardah EUR)</i>												
2015	10.532,4	10.057,5	5.742,9	2.172,7	2.109,1	1.015,3	639,3	448,6	32,8	474,9	4.864,5	4.389,5
2016	10.809,4	10.332,9	5.877,1	2.222,8	2.205,2	1.055,2	676,1	468,4	27,8	476,4	4.935,7	4.459,3
2017	11.188,4	10.668,0	6.058,7	2.277,2	2.294,5	1.120,0	713,3	455,7	37,7	520,4	5.288,1	4.767,7
2017 III	2.814,2	2.676,2	1.518,1	571,1	574,9	282,0	180,1	111,4	12,2	138,0	1.324,0	1.186,0
IV	2.841,1	2.701,2	1.531,5	575,5	587,0	287,5	184,6	113,5	7,2	139,8	1.358,6	1.218,7
2018 I	2.861,5	2.721,8	1.544,0	577,8	591,0	292,1	183,6	113,9	9,0	139,7	1.355,1	1.215,4
II	2.883,8	2.753,5	1.553,0	584,1	600,7	296,1	188,3	114,8	15,8	130,3	1.369,4	1.239,1
<i>Odstotek BDP</i>												
2017	100,0	95,3	54,2	20,4	20,5	10,0	6,4	4,1	0,3	4,7	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2017 III	0,7	0,3	0,4	0,4	-0,1	1,2	2,2	-6,6	-	-	1,3	0,6
IV	0,7	0,2	0,2	0,2	1,4	0,8	2,3	1,5	-	-	2,1	1,3
2018 I	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,9	-0,5	0,0	-	-	-0,7	-0,3
II	0,4	0,6	0,2	0,4	1,2	0,8	2,2	0,7	-	-	0,6	1,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2015	2,1	2,4	1,8	1,3	4,8	0,5	5,4	15,3	-	-	6,5	7,7
2016	1,9	2,3	2,0	1,9	3,9	2,9	5,6	3,6	-	-	2,9	4,1
2017	2,4	1,7	1,6	1,1	2,5	3,7	5,0	-3,6	-	-	5,2	3,9
2017 III	2,8	2,0	1,9	1,3	2,4	4,0	5,8	-6,0	-	-	5,9	4,2
IV	2,7	1,3	1,5	1,2	2,6	4,1	6,7	-6,8	-	-	6,5	3,7
2018 I	2,4	1,9	1,6	1,1	3,4	3,5	5,6	0,1	-	-	3,8	2,7
II	2,1	1,8	1,3	1,1	2,8	3,7	6,4	-4,5	-	-	3,2	2,7
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2017 III	0,7	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,3	0,1	0,3	-	-
IV	0,7	0,2	0,1	0,0	0,3	0,1	0,2	0,1	-0,2	0,4	-	-
2018 I	0,4	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,2	-0,2	-	-
II	0,4	0,6	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,2	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2015	2,1	2,3	1,0	0,3	0,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-0,2	-	-
2016	1,9	2,2	1,1	0,4	0,8	0,3	0,3	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,4	1,6	0,9	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,2	0,0	0,8	-	-
2017 III	2,8	1,9	1,0	0,3	0,5	0,4	0,4	-0,3	0,1	0,9	-	-
IV	2,7	1,3	0,8	0,2	0,5	0,4	0,4	-0,3	-0,3	1,4	-	-
2018 I	2,4	1,8	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,0	0,6	-	-
II	2,1	1,7	0,7	0,2	0,6	0,4	0,4	-0,2	0,2	0,4	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

3.2 Dodana vrednost po gospodarskih dejavnostih (četrtletni podatki, desezonirani; letni podatki, niso desezonirani)

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2015	9.459,4	158,3	1.904,0	467,1	1.784,3	432,9	470,1	1.077,0	1.029,6	1.807,2	328,7	1.073,1
2016	9.697,5	156,0	1.958,5	484,2	1.829,8	449,3	462,2	1.100,0	1.070,0	1.853,2	334,4	1.111,9
2017	10.030,3	169,3	2.026,6	509,0	1.909,9	466,7	455,1	1.131,6	1.120,8	1.898,7	342,6	1.158,0
2017 III	2.523,8	42,6	511,6	128,3	480,4	117,7	114,1	284,2	282,1	476,7	86,2	290,4
IV	2.546,9	42,9	519,0	130,4	484,5	118,5	113,9	285,8	285,2	480,0	86,5	294,2
2018 I	2.564,5	42,6	517,7	133,1	488,1	120,2	114,5	288,1	289,4	483,6	87,3	297,0
II	2.583,9	42,0	521,0	134,9	492,8	121,1	113,4	289,9	292,4	488,9	87,5	299,9
Odstotek dodane vrednosti												
2017	100,0	1,7	20,2	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	18,9	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtekletne spremembe v odstotkih												
2017 III	0,7	0,1	1,5	0,5	0,5	1,6	-0,2	0,4	0,6	0,4	0,5	0,4
IV	0,7	0,2	1,3	1,1	0,7	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	0,1	0,6
2018 I	0,4	1,4	-0,7	0,9	0,7	2,0	-0,3	0,5	0,9	0,5	0,4	0,4
II	0,4	0,2	0,2	0,6	0,5	0,6	0,2	0,1	0,7	0,3	0,1	0,5
Medletne spremembe v odstotkih												
2015	1,9	-1,4	3,9	0,6	2,2	3,4	-0,2	0,6	2,8	0,9	0,7	3,4
2016	1,8	-1,9	3,1	1,3	1,6	3,4	0,2	0,6	2,6	1,5	0,9	2,9
2017	2,4	1,4	2,9	2,9	3,2	4,6	-1,0	1,3	4,0	1,1	1,2	2,5
2017 III	2,9	1,3	4,3	3,3	3,7	4,9	-1,0	1,5	4,4	1,2	1,5	2,4
IV	2,8	2,2	3,8	4,1	3,5	4,3	-0,5	1,4	4,5	1,1	1,3	2,2
2018 I	2,5	1,5	3,1	3,7	2,8	5,4	-0,2	1,5	3,3	1,6	1,5	1,8
II	2,1	1,9	2,3	3,1	2,5	4,6	-0,2	1,3	3,0	1,5	1,1	1,9
Prispevki k četrtekletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2017 III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,7	0,0	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2018 I	0,4	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
II	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2015	1,9	0,0	0,8	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
2017 III	2,9	0,0	0,9	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,1	-
IV	2,8	0,0	0,8	0,2	0,7	0,2	0,0	0,2	0,5	0,2	0,0	-
2018 I	2,5	0,0	0,6	0,2	0,5	0,3	0,0	0,2	0,4	0,3	0,1	-
II	2,1	0,0	0,5	0,2	0,5	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve			Po gospodarski dejavnosti									
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,9	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,0
2016	100,0	85,4	14,6	3,3	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
2017	100,0	85,7	14,3	3,2	14,7	5,9	24,9	2,8	2,5	1,0	13,7	24,2	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	1,0	1,3	-0,3	-1,1	0,1	0,1	1,4	1,5	-0,4	1,1	2,8	1,1	0,6
2016	1,4	1,6	-0,2	-0,1	0,8	-0,2	1,6	2,9	0,0	2,0	2,8	1,4	0,8
2017	1,6	2,0	-0,5	-0,3	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,2	1,3	3,1	1,3	1,4
2017 III	1,7	2,1	-0,5	-1,2	1,4	2,0	1,8	2,9	-1,3	1,2	3,1	1,3	2,1
IV	1,6	2,0	-0,5	-1,0	1,4	2,6	1,5	3,1	-1,6	1,7	3,4	1,3	1,1
2018 I	1,5	1,9	-0,7	-0,7	1,5	2,1	1,5	2,7	-1,0	2,0	3,2	1,3	0,6
II	1,5	1,8	-0,5	-0,4	1,5	2,4	1,2	2,5	-0,8	1,8	3,1	1,2	0,6
<i>Opravljene delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2015	100,0	80,3	19,7	4,4	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,0	21,9	6,2
2016	100,0	80,6	19,4	4,3	15,4	6,6	25,8	2,9	2,7	1,0	13,2	21,9	6,2
2017	100,0	81,0	19,0	4,2	15,3	6,7	25,8	3,0	2,6	1,0	13,4	21,8	6,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	1,2	1,4	0,1	-0,4	0,5	0,6	1,1	2,7	-0,2	1,4	2,9	1,2	1,1
2016	1,5	1,8	0,1	-0,2	0,9	0,1	1,7	2,5	0,7	2,4	3,0	1,4	1,0
2017	1,3	1,9	-0,9	-1,1	1,2	1,9	1,4	3,0	-1,5	1,6	3,0	1,1	0,8
2017 III	1,8	2,3	-0,5	-1,1	1,8	2,2	2,0	3,0	-1,2	1,1	3,4	1,2	1,6
IV	1,8	2,4	-0,7	-0,7	2,1	3,6	1,5	3,0	-1,8	3,0	3,6	1,3	0,5
2018 I	1,4	2,0	-1,0	-0,9	1,7	2,1	1,2	2,4	-1,1	2,5	3,2	1,2	0,2
II	1,7	2,3	-0,7	-0,1	1,9	2,5	1,2	2,9	-0,4	1,4	3,6	1,5	1,1
<i>Opravljene delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2015	0,1	0,2	0,4	0,7	0,4	0,5	-0,3	1,1	0,1	0,2	0,2	0,0	0,5
2016	0,1	0,2	0,2	-0,1	0,1	0,3	0,1	-0,3	0,7	0,4	0,2	0,0	0,2
2017	-0,3	-0,1	-0,4	-0,8	0,0	0,0	-0,4	-0,2	-0,3	0,3	-0,1	-0,3	-0,6
2017 III	0,1	0,2	0,0	0,0	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,3	-0,1	-0,5
IV	0,1	0,4	-0,2	0,3	0,6	1,0	0,0	-0,1	-0,2	1,3	0,2	0,0	-0,6
2018 I	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,5	0,0	-0,1	-0,4
II	0,3	0,5	-0,3	0,4	0,4	0,1	0,0	0,4	0,4	-0,4	0,5	0,3	0,5

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

3 Gospodarska aktivnost

3.4 Delovna sila, brezposelnost in prosta delovna mesta

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

Zaposleni v milijonih ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest ²⁾	
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu				
		V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	V milijonih	% delovne 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 2016		100,0		81,7		18,3		52,2		47,8					
2015	160,717	4,6	17,469	10,9	5,6	14,304	9,8	3,165	22,3	9,262	10,7	8,207	11,1	1,5	
2016	162,012	4,3	16,254	10,0	5,0	13,289	9,0	2,964	20,9	8,483	9,7	7,771	10,4	1,7	
2017	162,636	4,1	14,763	9,1	4,4	12,094	8,1	2,669	18,8	7,636	8,7	7,127	9,5	1,9	
2017 III	163,319	4,0	14,602	9,0	4,2	11,962	8,0	2,640	18,5	7,568	8,6	7,034	9,3	1,9	
IV	163,108	3,9	14,205	8,7	4,2	11,645	7,8	2,560	17,9	7,326	8,4	6,879	9,1	2,0	
2018 I	162,582	4,0	13,957	8,6	4,2	11,461	7,7	2,496	17,5	7,205	8,2	6,753	9,0	2,1	
II	.	.	13,519	8,3	.	11,107	7,5	2,412	16,9	6,973	7,9	6,546	8,7	2,1	
2018 feb.	-	-	13,956	8,6	-	11,443	7,7	2,513	17,6	7,223	8,2	6,733	8,9	-	
mar.	-	-	13,814	8,5	-	11,355	7,6	2,459	17,2	7,124	8,1	6,691	8,9	-	
apr.	-	-	13,661	8,4	-	11,216	7,5	2,445	17,1	7,056	8,0	6,605	8,7	-	
maj	-	-	13,442	8,2	-	11,046	7,4	2,396	16,8	6,930	7,9	6,512	8,6	-	
jun.	-	-	13,454	8,2	-	11,060	7,4	2,394	16,8	6,933	7,9	6,521	8,6	-	
jul.	-	-	13,381	8,2	-	11,017	7,4	2,365	16,6	6,916	7,9	6,466	8,5	-	

Vir: Eurostat in izračuni ECB.

1) Nedesezonirano.

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

3.5 Kratkoročna poslovna statistika

%	Skupaj	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triiji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
		Glavne industrijske skupine		Predelovalne dejavnosti		Proiz- vodi za vmesno porabo				Proiz- vodi za investi- cije		Proizvodi za široko porabo						
		1	2	3	4	5	6			7	8	9	10	11	12	13		
% od skupaj v letu 2015	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0				
Medletne spremembe v odstotkih																		
2015	2,6	2,9	1,4	7,0	2,2	0,7	-0,6	3,4	2,9	1,6	4,0	2,7	8,8					
2016	1,6	1,8	1,8	1,9	1,7	0,5	3,1	0,5	1,6	1,0	2,1	1,4	7,2					
2017	3,0	3,2	3,7	3,9	1,4	1,3	2,9	7,9	2,3	1,4	3,3	0,9	5,6					
2017 III	4,1	4,4	4,7	6,0	1,7	1,4	2,8	8,8	2,6	1,3	4,2	0,4	5,5					
IV	4,1	4,8	5,4	6,1	2,2	-0,5	2,8	9,5	2,1	0,9	3,1	0,1	6,3					
2018 I	3,2	3,5	3,1	4,4	2,5	0,9	2,6	6,5	1,6	1,5	1,9	0,1	5,3					
II	2,2	2,7	1,7	4,2	2,1	-2,3	2,5	4,1	1,6	1,1	2,2	0,6	3,2					
2018 feb.	2,7	2,3	2,6	2,0	2,0	5,1	0,0	5,7	1,8	1,9	1,9	0,7	4,8					
mar.	3,2	2,4	1,7	3,0	2,3	8,9	0,9	4,5	1,7	2,5	1,0	0,7	4,8					
apr.	1,7	2,0	0,8	4,1	1,0	-1,6	1,4	4,1	1,6	-0,4	3,5	0,6	2,7					
maj	2,6	3,1	2,5	4,0	3,0	-2,0	2,0	4,4	1,7	2,0	1,8	0,2	2,8					
jun.	2,3	2,9	1,7	4,5	2,1	-3,4	2,6	3,6	1,5	1,8	1,3	1,0	3,9					
jul.	-0,1	0,2	-0,1	1,4	-0,7	-2,1	.	1,1	1,4	0,9	1,3	.	.					
Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)																		
2018 feb.	-0,8	-1,9	-0,8	-3,5	-1,1	7,0	-0,7	-0,6	0,3	1,1	-0,3	0,9	-0,7					
mar.	0,4	0,5	-0,2	-0,7	1,5	0,8	-0,2	-0,7	0,6	0,8	0,0	-0,1	-0,1					
apr.	-0,8	-0,2	-0,7	2,3	-1,6	-5,9	1,4	-0,5	-0,2	-1,4	1,7	-0,2	-1,9					
maj.	1,4	1,5	1,7	0,7	2,8	0,3	0,3	1,7	0,3	1,3	-0,8	0,7	2,2					
jun.	-0,8	-0,8	-0,5	-1,9	-1,1	-0,2	0,2	-1,3	0,3	0,5	-0,2	0,8	-0,6					
jul.	-0,8	-0,7	-0,8	0,8	-1,3	0,7	.	-0,2	-0,6	0,4	-0,7	.	.					

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

3 Gospodarska aktivnost

3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

Kazalnik gospodarske klime (dolgoročno povprečje = 100)	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih, razen če ni navedeno drugače)								Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi)			
	Kazalnik zaupanja v industriji	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,8	-5,8	80,7	-12,7	-14,5	-9,5	6,9	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,8	-2,8	81,3	-6,2	-22,4	1,0	8,7	88,5	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,2	-2,6	81,8	-7,7	-16,4	0,3	10,6	89,0	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,8	5,0	83,3	-2,5	-4,0	2,1	14,1	89,9	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 III	111,8	6,1	83,7	-1,5	-2,2	1,9	14,5	90,1	57,4	58,0	55,3	56,0
IV	114,3	8,9	84,2	-0,2	1,7	3,9	16,1	90,1	59,7	60,7	56,0	57,2
2018 I	114,0	8,5	84,4	0,5	4,7	2,8	16,3	90,3	58,2	58,9	56,4	57,0
II	112,5	7,0	84,2	0,0	5,8	0,3	14,5	90,4	55,6	55,1	54,5	54,7
2018 mar.	112,8	7,0	-	0,1	5,2	0,8	16,0	-	56,6	55,9	54,9	55,2
apr.	112,7	7,3	84,3	0,3	4,6	-0,7	14,7	90,2	56,2	56,2	54,7	55,1
maj	112,5	6,9	-	0,2	7,1	0,7	14,4	-	55,5	54,8	53,8	54,1
jun.	112,3	6,9	-	-0,6	5,6	0,7	14,4	-	54,9	54,2	55,2	54,9
jul.	112,1	5,8	84,1	-0,5	5,4	0,3	15,3	90,6	55,1	54,4	54,2	54,3
avg.	111,6	5,5	-	-1,9	6,4	1,7	14,7	-	54,6	54,7	54,4	54,5

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)

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	12,5	94,1	1,6	2,0	1,4	3,0	1,8	33,9	7,2	136,0	4,6	9,3	2,5
2016	12,2	94,2	1,9	2,0	6,0	3,4	2,7	33,0	8,0	136,7	3,8	1,6	2,0
2017	12,0	94,0	1,3	2,0	6,7	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	7,0	2,0
2017 II	12,0	94,1	1,1	2,0	5,0	4,4	3,8	33,5	7,3	135,3	4,2	10,0	2,4
III	11,9	94,0	1,6	2,0	6,5	4,7	4,7	33,7	7,4	134,0	4,2	3,7	2,4
IV	12,0	94,0	1,5	2,0	6,5	5,0	5,5	33,9	7,7	133,8	3,6	3,6	2,0
2018 I	12,0	93,7	1,9	1,9	5,7	4,6	5,8	33,9	7,8	133,7	2,8	1,6	1,4

Viri: ECB in Eurostat.

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

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

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

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

3 Gospodarska aktivnost

3.8 Plačilna bilanca euroobmočja, tekoči račun in kapitalski račun (v milijardah EUR; desezonirano, če ni navedeno drugače; transakcije)

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2017 III	988,9	873,2	115,7	575,6	482,9	214,5	186,3	171,9	138,5	26,9	65,4	7,1	8,4
IV	996,3	893,9	102,4	590,1	496,3	218,0	190,2	160,1	144,8	28,0	62,5	12,1	10,4
2018 I	985,5	874,4	111,1	579,7	489,2	213,5	186,1	164,0	139,5	28,3	59,6	9,1	6,4
II	987,1	909,9	77,2	578,4	511,6	215,5	187,9	166,6	148,9	26,6	61,5	7,3	6,1
2018 jan.	328,1	291,9	36,3	197,1	166,5	71,1	61,6	50,8	44,7	9,2	19,1	3,0	1,9
feb.	327,1	288,3	38,8	190,7	161,2	70,6	61,6	56,9	48,3	8,9	17,2	2,2	1,6
mar.	330,2	294,2	36,0	191,9	161,5	71,8	62,9	56,3	46,4	10,2	23,3	3,9	2,9
apr.	328,7	299,4	29,3	189,9	168,2	72,1	62,4	57,6	48,8	9,1	20,0	2,1	2,0
maj	329,1	304,7	24,4	192,2	170,4	72,3	63,4	55,5	52,1	9,0	18,9	2,3	2,1
jun.	329,3	305,7	23,5	196,2	173,0	71,1	62,2	53,5	48,0	8,5	22,6	2,9	1,9
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2018 jun.	3.957,7	3.551,4	406,3	2 323,7	1 980,0	861,5	750,6	662,5	571,8	109,9	249,0	35,6	31,2
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2018 jun.	34,7	31,2	3,6	20,4	17,4	7,6	6,6	5,8	5,0	1,0	2,2	0,3	0,3

1) Ni desezonirano.

3.9 Zunanja trgovina euroobmočja (blagovna menjava)¹⁾, vrednosti in obseg po skupinah proizvodov²⁾ (desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Skupaj (nedesezonirano)		Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Zaznamek:			Industrijski proizvodi	Nafta
			Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)
2017 III	6,0	8,0	546,8	257,0	114,6	164,1	459,7	485,9	272,9	81,0	123,1	355,1	48,5	
IV	6,1	7,7	561,7	268,2	116,0	167,0	471,3	501,2	285,2	81,4	125,5	360,7	58,7	
2018 I	2,1	1,9	560,7	269,7	113,5	168,1	469,5	503,6	291,1	81,1	123,4	356,8	65,0	
II	4,2	5,7	566,0	.	.	.	472,6	514,6	.	.	.	361,0	.	
2018 jan.	9,1	6,2	190,3	92,8	38,2	56,6	158,8	170,9	98,7	27,7	41,7	120,7	23,1	
feb.	1,8	1,7	183,9	88,6	37,4	54,7	153,9	165,8	96,3	26,1	40,2	117,4	21,5	
mar.	-3,2	-2,0	186,5	88,3	38,0	56,8	156,8	166,9	96,0	27,3	41,4	118,7	20,3	
apr.	8,2	8,5	187,4	88,7	39,2	55,4	156,6	169,7	98,6	26,0	42,5	119,6	21,1	
maj	-0,9	0,6	187,8	89,9	38,0	55,0	157,4	170,9	99,3	26,5	41,9	121,7	21,4	
jun.	5,7	8,5	190,8	.	.	.	158,5	174,0	.	.	.	119,7	.	
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>														
2017 III	3,7	3,4	123,7	121,8	124,8	127,9	124,0	114,2	113,9	115,8	114,1	117,9	100,2	
IV	4,4	4,1	126,3	125,8	125,8	130,2	126,8	114,8	114,7	113,3	115,7	118,5	105,9	
2018 I	2,3	1,9	125,7	125,4	123,1	131,6	126,2	114,2	114,7	112,3	114,8	117,0	110,3	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 dec.	-0,3	0,0	128,8	127,6	130,2	132,6	129,9	114,0	115,1	106,9	114,3	117,4	111,2	
2018 jan.	8,6	5,1	127,5	129,0	123,5	132,6	127,7	114,6	115,4	112,4	114,7	117,2	114,1	
feb.	2,2	2,4	124,1	124,0	122,1	128,3	124,3	113,5	114,4	110,6	112,8	116,3	110,4	
mar.	-2,5	-1,5	125,7	123,2	123,6	133,8	126,5	114,4	114,4	114,0	116,9	117,5	106,3	
apr.	8,2	7,4	125,8	123,2	127,2	130,1	125,9	114,7	115,8	106,4	118,8	117,2	104,6	
maj	-1,3	-2,0	125,3	124,3	123,3	127,5	126,1	115,3	115,1	111,6	117,9	120,2	99,6	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	-	1,6
2017 III	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,3	0,1	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,5	0,5	1,1	0,1	2,6	0,1	1,5	1,2
2018 I	102,3	1,3	1,0	1,2	1,3	0,5	0,7	0,1	0,1	1,9	0,5	1,2	1,9
II	103,7	1,7	0,9	2,0	1,3	0,5	0,8	0,7	0,0	1,9	0,5	1,7	1,6
2018 mar.	103,0	1,3	1,0	1,2	1,5	0,1	0,7	0,1	-0,1	-0,8	0,3	1,2	2,0
apr.	103,3	1,3	0,8	1,4	1,0	0,1	0,3	0,2	0,0	0,8	0,0	1,2	1,6
maj	103,8	1,9	1,1	2,1	1,6	0,4	0,0	0,7	0,0	2,2	0,3	1,9	1,6
jun.	104,0	2,0	0,9	2,5	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,9	0,0	2,0	1,6
jul.	103,6	2,1	1,1	2,8	1,4	0,2	0,1	0,0	0,1	0,7	0,2	2,1	2,4
avg. ³⁾	103,8	2,0	1,0	.	1,3	0,1	0,2	0,4	0,0	0,4	0,0	.	.
% od skupaj v letu 2018	Blago						Storitve						
	Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobacnimi izdelki)			Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Komunikacija	Rekreacija in osebne storitve	Razno		
	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti							
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
% od skupaj v letu 2018	19,6	12,1	7,5	36,0	26,3	9,7	10,6	6,4	7,3	3,2	15,3	8,1	.
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	.
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	.
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7	.
2017 III	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	.
IV	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4	.
2018 I	1,7	2,6	0,3	0,9	0,5	2,1	1,3	1,3	1,7	-1,0	1,8	1,2	.
II	2,6	2,7	2,3	1,7	0,3	5,5	1,2	1,2	1,3	-0,7	1,8	1,3	.
2018 mar.	2,1	2,9	0,8	0,7	0,2	2,0	1,3	1,3	1,9	-0,9	2,1	1,2	.
apr.	2,4	3,0	1,5	0,9	0,3	2,6	1,3	1,3	0,8	-0,7	1,2	1,2	.
maj	2,5	2,6	2,4	1,8	0,3	6,1	1,3	1,3	1,7	-0,6	2,5	1,3	.
jun.	2,7	2,6	2,9	2,4	0,4	8,0	1,1	1,0	1,5	-0,8	1,7	1,3	.
jul.	2,5	2,4	2,6	2,9	0,5	9,5	1,1	1,1	1,3	-0,6	2,1	1,4	.
avg. ³⁾	2,5	2,4	2,5	.	0,3	9,2	.	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

2) ECB je začela maja 2016 objavljati izboljšano desezonirano serijo podatkov o HICP za euroobmočje, potem ko je bil način desezoniranja revidiran, kot je opisano v okvirju 1, Economic Bulletin, številka 3, ECB, 2016 (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ecbu/eb201603.en.pdf>).

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

4 Cene in stroški

4.2 Cene v industriji in gradbeništvu ter cene stanovanj

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

Skupaj (Indeks: 2015 = 100)	Cene industrijskih proizvodov pri proizvajalcih razen gradbeništva ¹⁾											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ²⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ²⁾			
	Skupaj Prede- lovalne dejav- nosti	Industrija brez gradbeništva in energentov					Ener- genti										
		Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo												
% od skupaj v letu 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13				
2015	100,0	-2,6	-2,3	-0,5	-1,2	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,7	0,4	1,7	2,3				
2016	97,8	-2,2	-1,4	-0,5	-1,6	0,4	0,0	0,0	0,0	-6,9	0,6	3,4	5,0				
2017	100,8	3,1	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,7	0,2	5,9	2,1	3,7	5,1				
2017 III	100,5	2,4	2,7	2,1	3,0	1,0	2,2	3,1	0,2	3,3	1,9	3,7	5,7				
IV	101,7	2,5	2,5	2,0	3,2	0,9	1,6	2,0	0,3	3,8	2,4	3,9	6,6				
2018 I	102,5	1,8	1,7	1,6	2,4	1,0	0,9	1,1	0,5	2,2	2,3	4,3	.				
II	103,2	2,8	2,7	1,4	2,5	1,0	0,4	0,2	0,5	6,9	.	.	.				
2018 feb.	102,5	1,7	1,4	1,6	2,4	1,0	0,8	1,0	0,5	1,9	-	-	-				
mar.	102,5	2,0	1,7	1,4	2,2	1,0	0,9	1,2	0,5	3,6	-	-	-				
apr.	102,5	1,9	1,8	1,3	2,1	1,0	0,5	0,4	0,4	3,5	-	-	-				
maj	103,3	3,0	2,9	1,4	2,4	1,0	0,4	0,1	0,5	7,7	-	-	-				
jun.	103,7	3,6	3,4	1,6	3,0	1,1	0,2	0,0	0,5	9,5	-	-	-				
jul.	104,1	4,0	3,4	1,7	3,2	1,1	0,1	-0,3	0,6	10,7	-	-	-				

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

1) Na domaćem trgu.

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (deset- zonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena naftne (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)							
	Skupaj	Skupaj	Domaće povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾		Tehtano z uvozom ²⁾		Tehtano s porabo ²⁾		Skupaj	Živila	Neživila	
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				9	10	11	12				
% od skupaj	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6	
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,4	-1,9	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7	
2016	106,8	0,7	0,4	0,3	0,4	0,7	-1,4	-2,4	39,9	-3,7	-4,0	-3,3	-7,4	-10,4	-3,0	
2017	107,9	1,1	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	2,9	48,1	5,9	-3,5	16,4	5,5	-3,2	17,5	
2017 III	108,2	1,3	1,6	1,4	1,3	1,5	1,4	2,0	44,0	2,0	-7,4	12,3	2,7	-5,7	13,5	
IV	108,5	1,3	1,6	1,4	1,5	1,6	1,2	1,8	52,2	-2,5	-9,5	4,6	0,0	-5,2	6,3	
2018 I	108,8	1,5	1,4	1,2	1,4	1,7	0,4	0,3	54,6	-8,9	-14,5	-3,6	-7,6	-12,6	-1,9	
II	109,3	1,4	1,6	1,5	1,8	1,9	1,1	1,6	62,6	1,6	-6,5	9,6	1,2	-7,1	10,9	
2018 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,9	-9,3	-12,8	-6,0	-8,8	-12,3	-4,8	
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,4	-4,9	-10,2	0,1	-5,2	-11,1	1,5	
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	64,9	3,9	-4,8	12,6	3,2	-5,8	13,8	
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	64,4	6,2	-4,6	17,0	5,8	-4,2	18,0	
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,7	1,6	-6,3	9,7	2,5	-4,4	11,2	
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,3	2,6	-1,8	6,5	4,8	1,9	8,1	

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2014	4,4	-	-	-3,1	33,5	57,2	56,5	-	49,8	
2015	-3,1	3,1	2,3	-13,2	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-1,0	2,2	4,1	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	8,7	5,0	6,7	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6	
2017 III	8,1	4,3	6,6	3,4	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4	
IV	10,9	7,1	8,2	8,2	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1	
2018 I	12,5	6,7	8,9	10,9	17,4	68,4	57,2	57,9	52,9	
II	9,8	6,7	9,0	12,2	18,5	65,6	57,6	56,5	52,3	
2018 mar.	11,9	6,4	8,3	11,8	16,5	65,8	56,3	57,3	52,1	
apr.	9,9	6,1	9,0	9,8	16,3	63,9	56,5	57,5	51,8	
maj	9,3	7,3	9,0	14,3	18,0	65,3	57,6	56,4	52,0	
jun.	10,1	6,8	9,0	12,5	21,1	67,6	58,6	55,7	53,2	
jul.	9,6	6,8	9,0	12,3	20,7	66,6	57,9	55,6	53,0	
avg.	10,3	7,8	9,2	13,0	19,6	65,3	58,1	55,1	52,7	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾	
			1	2	3	4	5		
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	6	7	
2015	104,3	1,6	2,0	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5	
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,6	1,6	1,4	
2017	107,5	1,6	1,7	1,2	1,7	1,4	1,4	1,5	
2017 III	104,2	1,6	1,6	1,4	1,8	1,0	1,0	1,5	
IV	114,0	1,4	1,5	0,8	1,6	0,9	0,9	1,5	
2018 I	102,5	2,0	1,8	2,6	2,4	1,1	1,1	1,7	
II	.	.	.	.	.	2,2	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

4.6 Stroški dela na enoto proizvoda, sredstva za zaposlene in produktivnost dela (letne spremembe v odstotkih, če ni navedeno drugače; četrteletni podatki, desezonirani; letni podatki niso desezonirani)

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									
			Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z električno in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi stavkami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2015	104,7	0,5	1,5	-1,6	0,8	0,6	0,9	0,7	2,6	1,6	1,3	1,8
2016	105,4	0,7	2,3	-1,1	0,0	1,4	-0,3	2,0	3,8	0,9	1,2	1,8
2017	106,2	0,8	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,2	0,3	4,4	2,2	1,5	1,6
2017 III	106,2	0,4	-0,4	-1,4	-0,5	0,0	0,3	0,1	4,2	2,2	1,3	1,5
IV	106,6	0,7	-0,9	-0,5	0,1	-0,3	0,7	-0,4	4,6	2,2	1,7	1,5
2018 I	107,0	1,0	0,6	0,0	-0,5	0,7	-0,1	1,0	4,0	2,2	1,6	1,2
II	107,8	1,7	0,3	1,5	0,8	1,0	0,7	1,1	3,8	2,9	2,0	1,8
Sredstva za zaposlene												
2015	108,1	1,5	1,3	2,1	1,3	1,4	2,7	0,9	2,1	1,6	1,2	1,9
2016	109,4	1,2	0,4	1,1	1,5	1,3	0,2	2,2	2,4	0,7	1,3	1,9
2017	111,1	1,5	1,5	1,5	1,1	1,5	1,6	0,6	4,3	3,2	1,3	1,4
2017 III	111,4	1,6	2,0	1,4	0,8	1,8	2,3	0,3	4,4	3,4	1,2	0,8
IV	112,1	1,8	2,3	1,9	1,6	1,7	1,9	0,7	4,3	3,2	1,5	1,7
2018 I	112,6	1,9	2,8	1,6	1,1	2,0	2,6	1,9	3,5	2,4	1,9	2,2
II	113,4	2,3	2,6	2,3	1,4	2,2	2,8	1,7	3,3	2,8	2,3	2,4
Produktivnost dela na zaposlenega												
2015	103,3	1,0	-0,3	3,7	0,5	0,8	1,8	0,2	-0,6	0,1	-0,2	0,1
2016	103,8	0,5	-1,8	2,3	1,5	-0,1	0,5	0,2	-1,4	-0,2	0,1	0,1
2017	104,6	0,8	1,7	1,7	1,1	1,5	1,4	0,3	-0,1	0,9	-0,2	-0,3
2017 III	104,9	1,1	2,5	2,9	1,3	1,8	1,9	0,3	0,2	1,3	-0,1	-0,6
IV	105,2	1,1	3,2	2,4	1,5	2,0	1,1	1,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2
2018 I	105,2	0,9	2,2	1,5	1,6	1,3	2,7	0,8	-0,5	0,2	0,3	0,9
II	105,2	0,6	2,4	0,7	0,6	1,2	2,1	0,6	-0,5	-0,1	0,3	0,6
Sredstva za delovno uro												
2015	109,8	1,3	1,4	1,7	0,7	1,5	1,5	0,8	1,5	1,2	1,2	1,6
2016	111,0	1,0	0,0	1,0	1,5	1,0	0,5	1,6	2,2	0,3	1,4	1,7
2017	112,8	1,6	1,2	1,5	0,9	1,7	1,5	0,8	3,6	3,0	1,6	1,7
2017 III	112,6	1,3	0,3	0,9	0,0	1,6	1,9	0,1	3,6	2,9	1,3	1,1
IV	113,4	1,4	1,2	1,1	0,7	1,4	1,7	0,6	2,2	2,8	1,4	1,9
2018 I	113,9	1,8	2,6	1,3	0,6	2,0	2,8	2,1	2,5	2,2	1,9	2,1
II	114,4	1,8	0,5	1,8	0,9	1,9	2,2	1,3	3,0	2,3	2,0	1,1
Produktivnost dela na uro												
2015	105,2	0,9	-1,0	3,3	0,0	1,1	0,7	0,1	-0,8	-0,1	-0,2	-0,4
2016	105,7	0,4	-1,7	2,2	1,2	-0,2	0,9	-0,5	-1,8	-0,4	0,1	-0,1
2017	106,7	1,0	2,5	1,7	1,0	1,9	1,6	0,6	-0,4	1,0	0,1	0,4
2017 III	106,6	1,0	2,4	2,4	1,1	1,7	1,9	0,1	0,3	1,0	0,0	-0,1
IV	107,1	0,9	2,9	1,8	0,5	2,0	1,2	1,3	-1,5	0,8	-0,2	0,8
2018 I	107,2	1,0	2,4	1,4	1,5	1,5	3,0	1,0	-1,0	0,2	0,4	1,3
II	106,9	0,4	2,0	0,3	0,5	1,2	1,7	0,2	-0,1	-0,6	0,0	0,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		Vezane vloge do 2 let	M2-M1	Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	1	2										
Stanja												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,5	6.083,9	7.159,4	1.329,8	2.221,2	3.551,0	10.710,4	70,4	523,2	91,7	685,2	11.395,7
2017	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
2017 III	1.104,8	6.531,0	7.635,8	1.224,1	2.251,4	3.475,4	11.111,3	66,6	530,5	77,4	674,6	11.785,8
IV	1.112,0	6.635,7	7.747,7	1.194,4	2.261,2	3.455,6	11.203,3	75,7	509,4	75,8	660,8	11.864,1
2018 I	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
II	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
2018 feb.	1.115,6	6.720,6	7.836,1	1.178,4	2.258,0	3.436,4	11.272,5	72,8	502,5	63,0	638,3	11.910,8
mar.	1.113,4	6.746,1	7.859,5	1.171,5	2.258,5	3.430,0	11.289,5	71,6	505,7	74,6	651,9	11.941,4
apr.	1.122,2	6.759,0	7.881,2	1.158,9	2.263,4	3.422,3	11.303,5	77,4	510,6	75,3	663,3	11.966,7
maj	1.128,3	6.850,3	7.978,6	1.163,1	2.265,3	3.428,4	11.407,0	71,3	504,4	65,1	640,8	12.047,8
jun.	1.133,3	6.906,2	8.039,5	1.183,4	2.269,8	3.453,2	11.492,7	73,9	506,7	69,2	649,8	12.142,5
jul. (p)	1.136,5	6.913,5	8.050,0	1.158,2	2.277,5	3.435,7	11.485,7	67,0	511,4	65,6	644,0	12.129,7
Transakcije												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-24,9	486,2
2016	37,9	541,7	579,6	-105,4	16,0	-89,3	490,3	-4,2	38,0	16,9	50,7	541,0
2017	36,6	588,3	624,9	-112,3	36,3	-76,0	548,9	6,7	-13,7	-19,1	-26,0	522,8
2017 III	9,4	157,0	166,4	-32,9	10,8	-22,1	144,3	-1,1	16,8	3,1	18,9	163,1
IV	7,2	109,0	116,2	-21,6	9,9	-11,7	104,5	9,4	-21,4	-5,9	-17,9	86,7
2018 I	1,4	107,2	108,6	-21,2	5,9	-15,3	93,3	-3,9	-3,6	-0,2	-7,6	85,7
II	19,9	149,5	169,4	8,6	10,6	19,2	188,6	-0,9	1,3	-7,2	-6,8	181,8
2018 feb.	1,1	30,1	31,2	-21,1	1,1	-20,1	11,1	-2,1	-12,1	0,6	-13,6	-2,5
mar.	-2,2	27,2	25,1	-6,3	0,6	-5,7	19,3	-1,2	3,4	12,3	14,6	33,9
apr.	8,8	9,6	18,4	-13,3	4,9	-8,4	10,0	3,0	4,8	0,2	8,0	18,0
maj	6,2	84,8	90,9	1,4	1,5	2,9	93,8	-6,6	-6,1	-11,1	-23,8	70,0
jun.	5,0	55,2	60,2	20,6	4,1	24,7	84,8	2,7	2,6	3,8	9,0	93,9
jul. (p)	2,1	8,2	10,3	-24,2	7,7	-16,5	-6,2	-6,8	4,5	-3,3	-5,7	-11,9
Stopnje rasti												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,7	9,7	8,8	-7,3	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	22,2	8,0	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2017 III	3,6	11,0	9,9	-10,4	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-10,8	1,3	5,2
IV	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,7	-2,6	-20,9	-3,8	4,6
2018 I	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
II	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
2018 feb.	2,8	9,4	8,4	-9,3	1,8	-2,3	4,9	7,7	-2,3	-32,4	-5,4	4,3
mar.	2,4	8,5	7,6	-8,7	1,7	-2,1	4,4	-1,6	-4,8	-23,3	-7,0	3,7
apr.	2,8	7,8	7,0	-8,4	1,8	-1,9	4,2	5,3	-1,7	-5,4	-1,4	3,8
maj	3,2	8,3	7,5	-7,6	1,7	-1,7	4,6	-3,6	-2,9	-20,9	-5,1	4,0
jun.	3,5	8,2	7,5	-5,3	1,7	-0,9	4,8	5,2	-1,3	-13,0	-2,0	4,5
jul. (p)	3,6	7,5	6,9	-6,5	1,9	-1,1	4,4	-2,1	-1,3	-16,1	-3,1	4,0

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,5	1.617,4	296,5	160,3	8,4	6.052,3	3.400,9	644,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2017 III	2.219,9	1.770,4	286,0	158,3	5,3	6.255,9	3.633,7	583,6	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV	2.244,0	1.787,8	287,1	159,7	9,5	6.300,9	3.696,7	561,5	2.042,0	0,6	1.009,9	202,2	409,9
2018 I	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
II	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
2018 feb.	2.267,3	1.813,5	287,0	157,9	8,9	6.359,5	3.767,5	548,7	2.041,5	1,8	981,3	207,9	413,8
mar.	2.258,6	1.820,7	273,3	157,1	7,6	6.375,2	3.788,4	542,8	2.042,5	1,5	991,1	209,5	413,2
apr.	2.270,1	1.837,6	269,5	155,4	7,7	6.406,2	3.815,3	539,4	2.049,7	1,8	953,2	211,5	417,7
maj	2.296,2	1.863,5	269,9	156,2	6,7	6.432,8	3.843,0	536,6	2.051,9	1,3	985,2	217,7	418,1
jun.	2.298,7	1.856,8	278,6	156,4	6,9	6.462,8	3.870,2	535,9	2.055,7	1,0	1.025,1	220,7	425,9
jul. (p)	2.295,5	1.861,9	270,1	156,1	7,4	6.490,9	3.893,5	533,1	2.062,5	1,8	990,3	216,7	422,7
Transakcije													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,2	151,8	-24,0	0,2	0,2	299,8	333,3	-46,3	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,2	180,4	-3,2	-0,2	1,1	253,9	303,7	-81,9	33,4	-1,3	54,1	5,9	26,9
2017 III	34,8	41,7	-6,0	0,3	-1,1	65,9	75,1	-16,8	8,0	-0,3	12,2	4,8	16,1
IV	23,2	16,4	1,2	1,4	4,2	47,6	65,2	-21,8	5,5	-1,3	42,6	2,2	-8,9
2018 I	17,4	34,9	-12,9	-2,7	-1,9	76,6	84,8	-18,4	9,4	0,9	-16,8	7,6	3,2
II	32,6	31,6	2,6	-0,8	-0,7	85,3	80,9	-7,8	12,6	-0,5	26,8	10,8	12,3
2018 feb.	-18,4	-11,4	-5,5	0,3	-1,7	28,9	35,0	-7,6	1,4	0,1	-7,5	3,9	1,0
mar.	-7,7	7,8	-13,5	-0,8	-1,3	16,2	21,1	-5,8	1,1	-0,3	10,4	2,1	-0,6
apr.	9,5	15,5	-4,4	-1,7	0,1	30,2	26,5	-3,8	7,1	0,3	-41,7	1,8	4,4
maj	21,4	23,4	-1,8	0,8	-1,0	25,0	27,3	-3,6	1,9	-0,5	28,5	5,9	0,2
jun.	1,7	-7,3	8,7	0,1	0,2	30,1	27,1	-0,4	3,6	-0,3	39,9	3,1	7,7
jul. (p)	-2,1	5,9	-8,2	-0,3	0,5	28,4	23,5	-2,6	6,8	0,7	-34,4	-3,9	-3,2
Stopnje rasti													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2017 III	8,1	12,2	-7,4	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,5	1,6	-25,3	5,7	-2,0	8,9
IV	8,6	11,2	-1,1	-0,1	13,8	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,9	5,6	3,0	7,0
2018 I	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
II	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
2018 feb.	6,7	9,0	-2,9	0,1	31,1	4,2	8,7	-12,5	1,7	-33,3	7,0	6,0	5,7
mar.	5,3	8,1	-7,6	-0,2	17,9	4,0	8,3	-12,5	1,6	-42,2	5,4	10,4	5,4
apr.	5,5	8,3	-7,6	-0,6	13,4	4,2	8,4	-12,0	1,8	-40,6	1,6	7,2	5,0
maj	5,7	8,7	-8,2	-0,9	7,1	4,2	8,5	-11,7	1,7	-48,3	3,7	11,6	4,5
jun.	4,9	7,2	-5,2	-1,2	6,8	4,5	8,6	-10,8	1,8	-54,2	6,7	13,0	5,6
jul. (p)	4,4	6,8	-7,1	-1,0	20,6	4,7	8,7	-10,4	2,0	-13,9	1,9	11,8	3,2

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju								Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)
	Skupaj	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Skupaj	Posojila				Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
					Skupaj	Prilagojena posojila ²⁾	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stanja													
2015	3.901,4	1.113,6	2.785,4	12.599,6	10.509,4	10.804,8	4.285,9	5.310,8	789,0	123,8	1.307,8	782,4	
2016	4.393,8	1.083,6	3.297,1	12.877,2	10.707,8	10.978,8	4.310,1	5.449,0	836,0	112,7	1.385,4	784,0	
2017	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	1.440,1	801,5	
2017 III	4.548,3	1.050,5	3.483,6	13.048,9	10.816,0	11.103,5	4.302,2	5.556,2	845,6	111,9	1.439,0	794,0	
IV	4.631,3	1.032,7	3.584,7	13.112,9	10.871,3	11.168,3	4.324,9	5.598,1	839,6	108,7	1.440,1	801,5	
2018 I	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9	
II	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0	
2018 feb.	4.598,6	1.023,6	3.560,7	13.188,5	10.936,3	11.224,7	4.349,3	5.615,1	858,1	113,8	1.459,5	792,8	
mar.	4.600,7	1.021,7	3.565,2	13.196,1	10.945,8	11.232,8	4.344,9	5.631,8	857,1	112,0	1.466,4	783,9	
apr.	4.594,5	1.021,6	3.559,0	13.252,6	10.964,5	11.256,1	4.358,6	5.644,5	843,4	117,9	1.484,3	803,8	
maj	4.576,9	1.023,3	3.539,3	13.302,0	11.010,0	11.302,0	4.384,5	5.650,5	854,4	120,6	1.490,5	801,5	
jun.	4.599,8	1.017,9	3.567,6	13.280,1	10.995,9	11.332,4	4.354,8	5.659,7	861,1	120,3	1.497,2	787,0	
jul. (p)	4.618,4	1.010,4	3.593,8	13.333,9	11.024,8	11.351,2	4.382,6	5.676,9	844,8	120,6	1.520,0	789,0	
Transakcije													
2015	295,0	-21,3	316,0	83,8	56,7	76,4	-16,6	101,2	-22,2	-5,7	25,6	1,5	
2016	487,4	-34,5	521,8	317,6	233,9	257,9	82,4	119,7	42,9	-11,1	79,7	4,0	
2017	290,6	-43,1	333,1	361,2	272,1	315,5	82,4	173,0	20,4	-3,7	64,2	24,8	
2017 III	88,7	-10,8	99,6	74,2	75,9	86,8	21,4	40,6	14,5	-0,7	2,3	-4,0	
IV	90,1	-15,8	105,8	87,6	74,9	92,3	33,6	48,3	-3,8	-3,2	5,9	6,8	
2018 I	-39,9	-10,2	-29,7	115,6	101,9	97,6	39,7	39,2	19,7	3,4	28,9	-15,2	
II	35,5	-4,3	39,5	89,0	55,4	108,5	14,2	36,0	-2,9	8,1	31,2	2,4	
2018 feb.	3,1	-7,5	10,5	2,1	0,7	-3,3	-4,0	10,4	-7,0	1,3	6,6	-5,1	
mar.	-12,8	-2,0	-10,4	29,4	30,2	31,6	11,9	20,8	-0,8	-1,7	7,5	-8,3	
apr.	-4,0	-0,1	-3,9	46,2	13,9	17,9	13,6	12,2	-17,7	5,8	17,6	14,7	
maj	25,9	1,3	24,3	56,3	48,5	51,9	26,7	11,2	8,1	2,6	6,2	1,5	
jun.	13,6	-5,5	19,1	-13,5	-7,0	38,6	-26,1	12,6	6,8	-0,2	7,3	-13,8	
jul. (p)	26,6	-6,1	32,7	57,5	35,2	25,0	30,4	19,1	-14,5	0,2	22,8	-0,5	
Stopnje rasti													
2015	8,2	-1,9	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,4	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2	
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5	
2017	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2	
2017 III	8,3	-4,0	12,7	2,8	2,4	2,7	1,5	3,0	3,5	2,0	5,7	2,6	
IV	6,7	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,5	-3,3	4,6	3,2	
2018 I	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1	
II	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3	
2018 feb.	5,2	-4,1	8,2	2,8	2,7	3,1	2,0	2,9	4,5	2,0	5,0	1,1	
mar.	3,9	-4,0	6,4	2,6	2,6	3,0	2,2	3,0	2,3	-0,4	4,0	-0,1	
apr.	3,2	-4,0	5,5	2,9	2,7	3,1	2,4	3,0	2,7	3,7	5,2	1,9	
maj	3,4	-3,6	5,6	3,2	3,1	3,3	2,8	3,1	3,8	8,1	4,6	2,0	
jun.	3,9	-3,9	6,4	2,8	2,9	3,5	2,5	3,0	3,3	6,8	4,8	-1,3	
jul. (p)	3,7	-3,9	6,1	3,0	3,0	3,4	3,0	3,3	1,2	5,6	5,0	-1,0	

Vir: ECB.

- Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.
- 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 skladji.
- Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾				Gospodinjstva ³⁾					
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	
	Skupaj	Prilagojena posojila ⁴⁾				Skupaj	Prilagojena posojila ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2015	4.285,9	4.268,5	1.041,5	760,8	2.483,6	5.310,8	5.643,8	595,9	3.949,4	765,5
2016	4.310,1	4.309,7	1.001,9	796,5	2.511,7	5.449,0	5.728,9	615,9	4.083,2	749,9
2017	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
2017 III	4.302,2	4.323,5	977,5	811,7	2.513,0	5.556,2	5.830,5	644,9	4.178,9	732,5
IV	4.324,9	4.364,5	977,1	820,3	2.527,4	5.598,1	5.865,8	653,1	4.215,6	729,3
2018 I	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
II	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
2018 feb.	4.349,3	4.381,6	988,9	824,3	2.536,1	5.615,1	5.892,3	662,2	4.225,3	727,6
mar.	4.344,9	4.380,1	1.001,5	819,8	2.523,5	5.631,8	5.905,2	663,0	4.242,3	726,5
apr.	4.358,6	4.393,3	1.004,9	821,5	2.532,2	5.644,5	5.919,2	668,3	4.250,1	726,2
maj	4.384,5	4.415,4	1.012,6	823,9	2.548,0	5.650,5	5.927,8	670,1	4.257,6	722,8
jun.	4.354,8	4.421,9	986,4	827,9	2.540,5	5.659,7	5.941,3	670,1	4.273,8	715,8
jul. (p)	4.382,6	4.442,5	998,0	832,8	2.551,9	5.676,9	5.955,7	675,1	4.286,6	715,2
Transakcije										
2015	-16,6	20,7	-62,4	31,8	14,0	101,2	79,3	22,7	80,2	-1,8
2016	82,4	99,6	-15,8	44,0	54,3	119,7	113,8	23,5	105,4	-9,3
2017	82,4	132,9	0,7	37,1	44,6	173,0	165,8	44,0	134,2	-5,1
2017 III	21,4	33,3	-5,9	16,9	10,4	40,6	36,0	10,9	33,3	-3,6
IV	33,6	56,6	3,4	10,8	19,5	48,3	45,8	11,7	36,8	-0,1
2018 I	39,7	38,2	30,1	4,9	4,8	39,2	45,9	11,7	26,7	0,8
II	14,2	47,8	-15,3	11,4	18,1	36,0	44,4	11,1	30,8	-5,9
2018 feb.	-4,0	-3,6	-8,5	-1,9	6,4	10,4	12,3	3,2	7,4	-0,1
mar.	11,9	16,8	17,1	-0,4	-4,8	20,8	17,2	2,4	17,9	0,5
apr.	13,6	13,0	3,4	1,5	8,7	12,2	13,6	4,5	7,9	-0,2
maj	26,7	25,3	6,0	5,3	15,5	11,2	14,4	5,4	6,2	-0,4
jun.	-26,1	9,5	-24,7	4,7	-6,1	12,6	16,4	1,3	16,6	-5,3
jul. (p)	30,4	22,4	13,0	5,6	11,8	19,1	16,9	5,7	12,5	0,9
Stopnje rasti										
2015	-0,4	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	4,0	2,1	-0,2
2016	1,9	2,3	-1,6	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2017 III	1,5	2,5	-1,2	4,3	1,7	3,0	2,7	6,9	3,2	-1,1
IV	1,9	3,1	0,1	4,7	1,8	3,2	2,9	7,2	3,3	-0,7
2018 I	2,2	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
II	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
2018 feb.	2,0	3,2	0,4	5,1	1,7	2,9	2,9	7,5	2,9	-0,7
mar.	2,2	3,3	2,6	4,4	1,4	3,0	2,9	7,2	3,0	-0,5
apr.	2,4	3,3	3,3	4,1	1,5	3,0	2,9	7,5	2,9	-0,4
maj	2,8	3,7	3,5	4,7	1,9	3,1	2,9	7,2	3,0	-0,5
jun.	2,5	4,1	1,2	5,5	2,1	3,0	3,0	7,2	3,1	-1,2
jul. (p)	3,0	4,1	2,6	5,5	2,3	3,3	3,0	7,3	3,4	-0,7

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) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

5 Denarna statistika

5.5 Protipostavke M3 (brez posojil drugim finančnim posrednikom v euroobmočju)¹⁾

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

Enote centralne ravni države ²⁾	Obveznosti DFI						Sredstva DFI			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve	Skupaj				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2015	284,7	6.999,2	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,7	205,9	135,6
2016	314,2	6.956,7	2.090,9	70,9	2.146,5	2.648,4	1.133,3	262,2	205,9	121,6
2017	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2017 III	365,3	6.730,6	2.007,3	61,5	2.015,9	2.645,8	1.022,3	262,2	140,6	85,4
IV	356,5	6.768,8	1.968,8	59,7	2.016,1	2.724,2	934,2	311,0	143,8	93,4
2018 I	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
II	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
2018 feb.	347,1	6.741,1	1.958,3	59,8	2.016,0	2.707,0	840,5	371,4	124,3	81,8
mar.	339,7	6.748,3	1.952,1	59,4	2.020,0	2.716,7	911,2	321,3	136,2	87,0
apr.	349,7	6.768,0	1.956,2	59,3	2.019,9	2.732,6	880,5	356,8	147,1	153,6
maj	329,3	6.750,2	1.950,8	58,9	2.029,8	2.710,7	858,3	390,1	177,5	187,9
jun.	318,2	6.698,6	1.949,9	58,5	2.020,1	2.670,1	862,1	417,3	174,3	184,9
jul. (p)	352,8	6.691,1	1.954,6	57,8	2.011,5	2.667,2	848,7	372,6	184,2	193,9
Transakcije										
2015	8,9	-216,5	-106,3	-13,5	-210,9	114,2	-87,5	-12,7	21,4	-4,0
2016	26,7	-122,7	-69,6	-9,1	-118,4	74,4	-274,9	-85,3	12,8	-12,0
2017	46,1	-83,1	-84,7	-8,7	-70,6	80,8	-91,8	-74,1	-60,9	-27,6
2017 III	65,0	-23,6	-25,4	-2,9	-30,5	35,2	30,9	10,7	-13,6	-24,3
IV	-8,9	-35,4	-17,8	-1,8	-10,6	-5,1	-76,0	-59,2	3,2	7,9
2018 I	-16,7	11,7	-16,3	-1,3	12,4	17,0	62,2	-57,1	-7,6	-6,4
II	-21,5	-46,2	-5,4	-0,9	-25,8	-14,1	-67,3	56,9	16,4	19,7
2018 feb.	30,6	-23,2	-3,7	-0,4	-16,3	-2,9	10,0	-10,3	-8,6	-2,4
mar.	-7,4	19,3	-5,8	-0,4	8,7	16,7	79,8	-50,5	11,9	5,2
apr.	10,1	6,9	3,3	-0,2	-9,2	13,0	-38,1	30,8	-10,8	-11,6
maj	-20,4	-38,8	-7,7	-0,4	-6,8	-24,0	-51,7	-19,8	30,3	34,4
jun.	-11,1	-14,3	-1,0	-0,4	-9,8	-3,1	22,5	45,9	-3,2	-3,1
jul. (p)	34,4	11,3	5,2	-0,7	-4,7	11,6	0,2	-50,4	9,8	9,0
Stopnje rasti										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,6	4,6	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,7	-3,3	-11,5	-5,3	2,8	-	-	6,3	-9,0
2017	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2017 III	22,1	-1,0	-4,1	-12,5	-3,8	4,2	-	-	-31,3	-33,4
IV	14,5	-1,2	-4,1	-12,4	-3,4	3,1	-	-	-29,7	-22,7
2018 I	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
II	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
2018 feb.	17,0	-1,3	-3,7	-12,6	-2,7	2,0	-	-	-27,4	-21,6
mar.	11,8	-0,9	-4,1	-12,5	-1,5	2,5	-	-	-25,6	-22,2
apr.	7,3	-0,6	-3,6	-12,8	-1,6	2,8	-	-	-28,5	-27,3
maj	5,9	-1,3	-3,6	-10,3	-2,4	1,6	-	-	-6,8	-11,5
jun.	5,7	-1,4	-3,2	-10,8	-2,7	1,3	-	-	-3,6	-17,3
jul. (p)	10,2	-1,1	-2,5	-10,4	-2,9	1,5	-	-	22,5	24,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2014	-2,5	-2,1	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,2	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2017	-0,9	-1,3	0,1	0,2	0,1	1,1
2017 II	-1,2	.	.	.	.	0,9
III	-1,0	.	.	.	.	1,0
IV	-0,9	.	.	.	.	1,1
2018 I	-0,7	.	.	.	.	1,2

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki		
	Tekoči prihodki				Sredstva za zaposlene			Tekoči odhodki							
	Skupaj	Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	8	Sredstva za zaposlene		9	Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	6	7	10	11	12	13	14				
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	4,0		
2015	46,3	45,7	12,6	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9		
2016	46,1	45,7	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,0	10,0	5,2	2,1	22,8	3,5		
2017	46,2	45,8	12,9	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,9	5,1	2,0	22,5	3,7		
2017 II	46,3	45,8	12,7	13,0	15,3	0,5	47,5	43,8	9,9	5,2	2,1	22,7	3,7		
III	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,2	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,7		
IV	46,2	45,8	12,8	13,0	15,3	0,4	47,1	43,3	9,8	5,1	2,0	22,5	3,7		
2018 I	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,9	43,2	9,8	5,1	1,9	22,5	3,7		

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetičnik		Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	Do 1 leta	Nad 1 leta	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2014	91,9	2,7	17,1	72,0	44,0	25,6	47,9	10,0	81,9	18,8	31,9	41,2	89,8	2,1
2015	89,9	2,8	16,2	71,0	44,1	27,1	45,8	9,3	80,6	17,6	31,2	41,1	87,9	2,0
2016	89,0	2,7	15,5	70,8	46,1	30,4	42,9	9,0	80,0	17,2	29,9	41,9	87,0	2,0
2017	86,7	2,6	14,3	69,8	46,7	31,8	40,1	8,3	78,5	16,0	28,8	41,9	84,9	1,8
2017 II	89,1	2,7	14,9	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	88,1	2,8	14,7	70,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV	86,7	2,6	14,4	69,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2018 I	86,8	2,6	14,1	70,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Skupaj	Skupaj	Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov	Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno					
					Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2014	0,3	-0,1	-0,2	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,2			
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,3	-0,8	1,3			
2016	-1,0	-0,6	-0,2	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	1,6			
2017	-2,3	-1,1	-0,1	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8			
2017 II	-1,7	-0,9	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	0,0	-0,3	0,8			
III	-1,6	-1,0	0,1	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,7	1,2			
IV	-2,3	-1,1	-0,2	0,4	0,4	0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-1,0	0,8			
2018 I	-2,5	-1,2	-0,1	0,5	0,5	0,0	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-1,2	0,7			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾					Transakcije	
	Skupaj	Glavnica		Obresti			Stanje	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi			
		Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev	Do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2015	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2016	14,1	12,4	4,6	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,1	3,0	2,9	0,2	1,2
2017	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2017 II	13,8	12,1	4,3	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
III	13,0	11,3	3,8	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
IV	12,9	11,2	4,2	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 I	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
2018 feb.	12,7	11,1	4,1	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,4	1,2
mar.	13,0	11,4	4,2	1,6	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
apr.	12,9	11,3	4,0	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,1
maj	12,9	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	1,0
jun.	12,9	11,3	3,6	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9
jul.	12,8	11,3	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,2	2,7	2,5	0,4	1,0

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2014	-3,1	0,5	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-9,0	
2015	-2,5	0,8	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3	
2016	-2,5	1,0	-0,3	-0,5	0,6	-4,5	-3,4	-2,5	0,3	
2017	-1,0	1,3	-0,3	-0,3	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2017 II	-1,6	1,0	-0,7	-0,5	1,1	-3,6	-3,1	-2,5	0,8	
III	-1,3	1,3	-0,7	-0,6	1,1	-3,2	-2,9	-2,4	1,8	
IV	-1,0	1,2	-0,3	-0,4	0,8	-3,1	-2,6	-2,3	1,8	
2018 I	-1,0	1,4	-0,6	-0,4	1,1	-3,0	-2,6	-2,2	2,4	
Javni dolg										
2014	107,0	74,7	10,7	104,5	178,9	100,4	94,9	131,8	107,5	
2015	106,1	71,0	10,0	76,9	176,8	99,4	95,6	131,5	107,5	
2016	105,9	68,2	9,4	72,8	180,8	99,0	96,6	132,0	106,6	
2017	103,1	64,1	9,0	68,0	178,6	98,3	97,0	131,8	97,5	
2017 II	106,3	66,1	8,9	75,5	176,1	99,5	99,3	134,9	105,6	
III	107,2	65,2	8,9	72,9	177,4	98,5	98,3	134,2	102,5	
IV	103,4	64,1	9,0	68,4	178,6	98,3	96,8	131,8	97,5	
2018 I	106,3	62,9	8,7	69,3	180,4	98,8	97,7	133,4	94,7	
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19	
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)										
2014	-1,5	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,5	-2,7	-3,2
2015	-1,4	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7	-2,8
2016	0,1	0,3	1,6	1,0	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2	-1,8
2017	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,1	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2017 II	0,3	0,7	1,1	2,1	0,8	-1,2	-3,5	-1,0	-1,6	-1,0
III	0,1	0,9	1,4	3,3	1,0	-0,9	-2,4	-0,5	-1,6	-1,2
IV	-0,5	0,5	1,5	3,9	1,2	-0,7	-3,0	0,0	-1,0	-0,6
2018 I	0,2	0,4	1,4	3,3	1,6	-0,5	-0,7	0,4	-1,0	-0,4
Javni dolg										
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	84,0	130,6	80,3	53,5	60,2
2015	36,8	42,6	22,0	58,7	64,6	84,6	128,8	82,6	52,3	63,5
2016	40,5	40,1	20,8	56,2	61,8	83,6	129,9	78,6	51,8	63,0
2017	40,1	39,7	23,0	50,8	56,7	78,4	125,7	73,6	50,9	61,4
2017 II	39,9	41,7	23,4	55,0	58,9	81,4	131,7	79,8	51,7	61,8
III	38,2	39,4	23,4	53,4	57,2	80,2	130,5	78,5	51,3	60,6
IV	40,1	39,7	23,0	50,7	57,1	78,3	125,7	73,6	50,9	61,3
2018 I	35,8	36,3	22,2	50,4	55,2	77,2	126,4	75,1	50,8	59,8

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2018

Naslov 60640 Frankfurt na Majni, Nemčija
Telefon +49 69 1344 0
Spletna stran 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 12. september 2018.

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-18-006-SL-N (pdf)