

## Ekonomski bilten

številka 6 / 2019

# Vsebina

<b>Ekonomski in denarna gibanja</b>	<b>2</b>
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	6
2 Finančna gibanja	15
3 Gospodarska aktivnost	20
4 Cene in stroški	25
5 Denar in krediti	30
6 Javnofinančna gibanja	38
<b>Okvirji</b>	<b>41</b>
1 Septembrski sveženj ukrepov denarne politike	41
2 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 17. aprila do 30. julija 2019	45
3 Domači in tudi dejavniki upada industrijske proizvodnje v euroobmočju	51
4 Primerjava sedanjega obdobja povečevanja zaposlenosti v euroobmočju s preteklimi vzorci	54
5 Dohodkovno tveganje gospodinjstev v gospodarskem ciklu	59
6 Kako dobiček vpliva na domače cenovne pritiske v euroobmočju?	66
<b>Članka</b>	<b>70</b>
1 Derivatives transactions data and their use in central bank analysis	70
2 The taxonomy of ECB instruments available for banking supervision	86
<b>Statistični podatki</b>	<b>S1</b>

# Ekomska in denarna gibanja

## Povzetek

**Svet ECB je na seji o denarni politiki 12. septembra na podlagi temeljite ocene gospodarskih in inflacijskih obetov v euroobmočju ter ob upoštevanju najnovejših makroekonomskih projekcij sprejel vrsto sklepov o denarni politiki, namenjenih doseganju cilja stabilnosti cen.** Najnovejše informacije, ki so postale dostopne od zadnje seje Sveta ECB, nakazujejo dolgotrajnejše obdobje šibkih gospodarskih gibanj v euroobmočju, vztrajnost izrazitejših navzdol usmerjenih tveganj ter umirjene inflacijske pritiske. Takšno sliko dajejo tudi septembriske projekcije, ki kažejo nadaljnje upadanje inflacijskih obetov. Po drugi strani močna rast zaposlenosti in zviševanje plač še naprej podpirata odpornost gospodarstva v euroobmočju. V takšnih splošnih razmerah je Svet ECB napovedal celovit sveženj ukrepov denarne politike kot odziv na inflacijo, ki je že daljše obdobje nižja od inflacijskega cilja (glej okvir 1).

### Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 12. septembra 2019

**Svetovna gospodarska rast je v prvi polovici leta 2019 oslabela, kar je bil odraz upočasnitve gospodarske aktivnosti tako v visoko razvited kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih.** To je skladno z anketnimi kazalniki, ki kažejo na oslabljeno svetovno gospodarsko aktivnost. Svetovna gospodarska rast se bo letos predvidoma zmanjšala v okolju šibke aktivnosti v predelovalnih dejavnostih na svetovni ravni, kar je posledica zmanjševanja globalnih naložb ter vse večje politične negotovosti in negotovosti glede ekonomskih politik zaradi brexita in obnovljenih trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko. V prihodnje se bo svetovna gospodarska rast po projekcijah srednjeročno postopoma krepila, vendar bo ostala pod dolgoročnim povprečjem. Svetovna trgovinska menjava bo letos po pričakovanjih še dodatno precej oslabela, vendar bo srednjeročno okrevala, a bo ostala bolj umirjena kot gospodarska aktivnost. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali šibki, saj se povečujejo tveganja glede upočasnjevanja svetovne aktivnosti.

**Dolgoročne netvegane obrestne mere so se na svetovni ravni od letašnje junajske seje Sveta ECB znižale ob tržnih pričakovanjih o nadaljnji spodbujevalno naravnani denarni politiki in ob ponovnem pojavi negotovosti v svetovni trgovinski menjavi.** Znižanje netveganih obrestnih mer je pripomoglo k rasti tečajev delnic in cen podjetniških obveznic v euroobmočju. Obenem se je pričakovani dobiček podjetij nekoliko znižal, in sicer kot odziv na vztrajno zaskrbljenost glede svetovnih makroekonomskih obetov. Tudi krivulja terminskih obrestnih mer EONIA se je premaknila navzdol. Na deviznih trgih je tečaj eura, tehtan z utežmi trgovinskih partneric, ostal približno nespremenjen.

**BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2019 realno povečal za 0,2% glede na četrtletje prej, ko je rast znašala 0,4%.** Najnovejši ekonomski podatki in anketne informacije še naprej nakazujejo umirjeno, vendar pozitivno rast v tretjem četrtletju letošnjega leta. Upočasnitev rasti je v glavnem posledica vztrajno šibke mednarodne trgovinske menjave v okolju dolgotrajne negotovosti na svetovni ravni, ki negativno vpliva predvsem na predelovalni sektor euroobmočja. Obenem se storitveni in gradbeni sektor še naprej vztrajno krepita, rast v euroobmočju pa podpirajo tudi ugodni pogoji financiranja, nadaljnje povečevanje zaposlenosti, zviševanje plač, blago ekspanzivne javnofinančne politike v euroobmočju ter nadaljnja, čeprav nekoliko počasnejša rast svetovne aktivnosti.

**Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2019 pripravili strokovnjaki ECB.** Po projekcijah naj bi se medletni BDP v letu 2019 realno povečal za 1,1%, v letu 2020 za 1,2%, v letu 2021 pa za 1,4%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bile napovedi realne rasti BDP v letih 2019 in 2020 popravljene navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti. Ta tveganja se v glavnem nanašajo na dolgotrajno negotovost, ki jo povzročajo geopolitični dejavniki, vse močnejša grožnja protekcionizma in ranljivosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih.

**Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija, merjena s HICP, avgusta 2019 v euroobmočju znašala 1,0%, kar je enako kot julija.** Nižjo rast cen v skupini emergentov je odtehtala višja rast cen hrane, medtem ko je ostala stopnja inflacije brez hrane in emergentov nespremenjena. Sodeč po sedanjih terminskih cenah nafte se bo skupna inflacija verjetno znižala, zatem pa naj bi se proti koncu leta ponovno zvišala. Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena, kazalniki inflacijskih pričakovanj pa se gibljejo na nizki ravni. Pritiski, ki izhajajo iz stroškov dela, so se zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti in pomanjkanja ustrezne delovne sile na trgu dela sicer okreplili in razširili, vendar njihovo prenašanje v inflacijo traja dlje, kot je bilo pričakovano. Na srednji rok se bo osnovna inflacija predvidoma zvišala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in močna rast plač.

**Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2019 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,0%, v letu 2021 pa 1,5%.** V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol za celotno obdobje projekcij, in sicer zaradi nižjih cen emergentov in šibkejše gospodarske rasti. Medletna inflacija brez emergentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,1%, leta 2020 1,2% in leta 2021 1,5%.

**Medletna rast širokega denarja se je julija 2019 opazno povečala, medtem ko so posojila zasebnemu sektorju ostala bolj ali manj nespremenjena.** Rast širokega denarja (M3) se je julija 2019 okreplila na 5,2%, potem ko je junija znašala 4,5%. Vzdržna rast širokega denarja odraža nadaljnje bančno kreditiranje zasebnega sektorja ter nizke oportunitetne stroške imetja instrumentov M3. Poleg tega je ostala rast agregata M3 vztrajna kljub postopnemu izginjanju samodejnega prispevka neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev ter kljub vse šibkejšemu

gospodarskemu zagonu. Obenem so ugodni pogoji financiranja za banke ter bančni posojilni pogoji še naprej spodbujali tokove posojil ter s tem gospodarsko rast. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je julija 2019 ostala nespremenjena na ravni 3,9%. Ukrepi denarne politike, ki jih je sprejel Svet ECB, vključno z ugodnejšimi pogoji nove serije četrtletnih ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), bodo prispevali k ohranjanju ugodnih pogojev bančnega posojanja ter bodo še naprej olajševali dostop do financiranja, še posebej za mala in srednje velika podjetja.

**Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo predvidoma rahlo ekspanzivna, kar bo spodbujalo gospodarsko aktivnost.** Naravnost bo v naslednjih dveh letih še naprej rahlo ekspanzivna, in sicer predvsem zaradi nadaljnjega znižanja neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v večini večjih držav v euroobmočju. Zaradi vse šibkejših gospodarskih obetov in nadaljnjih izrazitih navzdol usmerjenih tveganj bi morale države, ki imajo fiskalni manevrski prostor, ukrepati učinkovito in pravočasno. V državah, ki imajo visok javni dolg, morajo vlade izvajati preudarne ekonomske politike, ki bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev.

## Sklepi o denarni politiki

**Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize sprejel naslednje sklepe:**

- Prvič, obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita se je znižala za 10 bazičnih točk na –0,50%. Obrestna mera za operacije glavnega refinanciranja in obrestna mera za odprto ponudbo mejnega posojila sta ostali nespremenjeni na ravni 0,00% oziroma 0,25%. Svet ECB sedaj pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni pod 2%, vendar dovolj blizu te meje, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije.
- Drugič, ponovno se bodo začeli izvajali neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer od 1. novembra dalje na mesečni ravni 20 milijard EUR. Svet ECB pričakuje, da se bo program izvajal tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer ECB, ter končali, tik preden začne dvigovati ključne obrestne mere ECB.
- Tretjič, ponovno investiranje glavnice zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru omenjenega programa, se bo v celoti nadaljevalo še daljše obdobje po datumu, ko bo Svet ECB začel dvigovati ključne obrestne mere ECB, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in zelo spodbujevalno naravnana denarna politika.
- Četrtič, Svet ECB je sklenil spremeniti način izvajanja operacij CUODR III, da bi se ohranili ugodni pogoji za bančna posojila, zagotovila nemotena transmisija denarne politike ter nadalje podprla spodbujevalno naravnana denarna politika. Obrestna mera v vsaki operaciji bo po novem določena na ravni povprečne

obrestne mere v Eurosistemovih operacijah glavnega refinanciranja v času trajanja posamezne operacije CUODR. Za banke, katerih primerno neto posojanje presega referenčno vrednost, bo obrestna mera v operacijah CUODR III nižja in bo lahko celo tako nizka kot povprečna obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita v času trajanja operacije. Ročnost operacij se bo podaljšala z dveh na tri leta.

- Petič, Svet ECB je sklenil uvesti dvostopenjski sistem obrestovanja rezervnih imetij, da bi podprt transmisijo denarne politike preko bančnega sistema, pri čemer bo del bančnih imetij presežne likvidnosti izvzet iz negativne obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.

Svet ECB je te sklepe sprejel kot odziv na inflacijo, ki je že daljše obdobje nižja od inflacijskega cilja. ECB s celovitim svežnjem sklepov o denarni politiki zagotavlja znatno spodbudo s strani denarne politike, s čimer bodo finančni pogoji ostali zelo ugodni ter bodo spodbujali konjunkturo v euroobmočju, nadaljnjo krepitev domačih cenovnih pritiskov in s tem vzdržno približevanje inflacije srednjeročnemu inflacijskemu cilju. Svet ECB je ponovno poudaril, da bo zelo spodbujevalno naravnana denarna politika potrebna še dalj časa. V prihodnje bo še naprej pripravljen, da po potrebi prilagodi vse svoje instrumente, s čimer bo zagotovil, da se bo v skladu z zavezanostjo simetriji inflacija vzdržno gibala v smeri cilja.

## Zunanje okolje

Svetovna gospodarska rast je v prvi polovici leta 2019 oslabela, kar odraža upočasnjevanje gospodarske aktivnosti tako v razvitih kot tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. To potrjujejo tudi anketni kazalniki, ki kažejo na oslabljeno svetovno aktivnost. V storitvenih dejavnostih se je aktivnost sicer zmanjševala, a je še naprej podpirala rast, medtem ko v predelovalnih dejavnostih zagon svetovne rasti ostaja oslabljen. Po projekcijah se bo svetovna gospodarska rast letos znižala zaradi šibke svetovne aktivnosti v predelovalnih dejavnostih, kar je posledica zmanjševanja naložb na svetovni ravni ter vse večje politične negotovosti in negotovosti glede politik, ki obstaja zaradi brexita in obnovljenih trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko. Medtem ko bosta ta dva dejavnika letos in prihodnje leto predvidoma upočasnjevala svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo, bodo nekaj spodbude zagotovili nedavno sprejeti ukrepi državnih politik. Posledično naj bi se svetovna rast v srednjeročnem obdobju stabilizirala, čeprav pod povprečno stopnjo rasti, ki smo jo beležili pred krizo. Svetovna trgovinska menjava bo letos po pričakovanjih precej oslabela, nato pa v srednjeročnem obdobju okrevala, a bo ostala bolj umirjena kot gospodarska aktivnost. Svetovni inflacijski pritiski bodo predvidoma ostali omejeni, po drugi strani pa se povečujejo tveganja za upočasnjevanje svetovne aktivnosti.

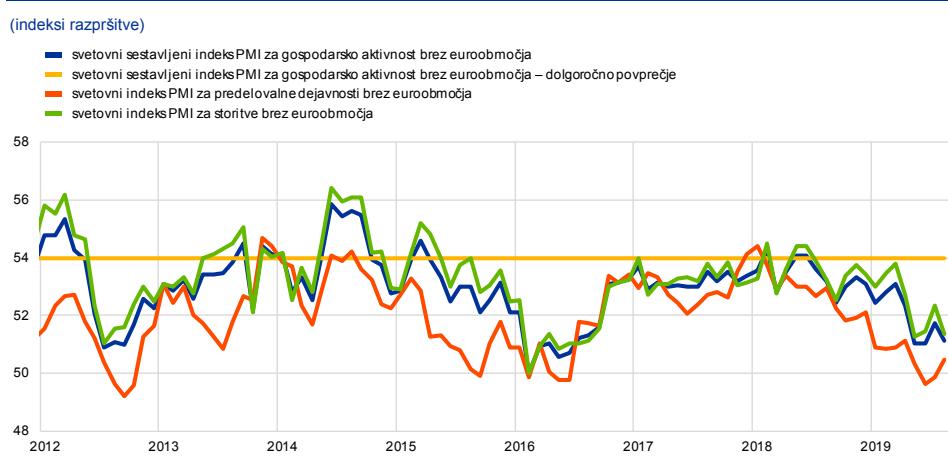
### Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

**Svetovna rast se je v prvi polovici leta 2019 nekoliko upočasnila.** V prvem četrletju je realna rast BDP v večini razvitih gospodarstev ostala razmeroma močna, in sicer zaradi začasnih dejavnikov v nekaterih državah (npr. pozitivni prispevki neto trgovinske menjave in povečevanja zalog v ZDA ter ustvarjanje zalog pred prvim rokom za brexit v Združenem kraljestvu). V drugem četrletju, ko je učinek teh dejavnikov popustil, se je rast umirila. V ZDA je po stabilizaciji uvoza negativen prispevek neto trgovinske menjave zaviral rast kljub javnofinančnim spodbudam in vztrajni rasti zasebne potrošnje. V Veliki Britaniji je rast v drugem četrletju postala negativna, med drugim zaradi upočasnitve rasti naložb. Na Kitajskem je gospodarska aktivnost v prvi polovici leta ostala relativno stabilna, saj je zasebna potrošnja ostala odporna, v številnih drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih pa je rast v prvem četrletju zastala, kar odraža neugodne idiosinkratične dejavnike v nekaterih državah (nesreča zaradi popustitve jezu v Braziliji in kontaminacija ruskega naftovoda) pa tudi druge, bolj vztrajne zaviralne dejavnike, kot je povečana domača politična negotovost (v Mehiki in Braziliji). Rast se je v drugem četrletju izboljšala, saj so nekateri od teh zaviralnih dejavnikov popustili, hkrati pa se je v nekaterih drugih državah (npr. v Turčiji zaradi močne zasebne potrošnje in pozitivnega prispevka neto trgovinske menjave) gospodarska aktivnost še naprej krepila.

**Anketni kazalniki še naprej nakazujejo oslabljeno svetovno gospodarsko aktivnost.** Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI, brez euroobmočja) je v drugem četrletju 2019 še bolj oslabel ter se avgusta po majhnem ponovnem povečanju v juliju spet znižal. Upočasnitev v prvi polovici leta je bila široko razširjena po razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstvih, čeprav je bil v slednjih v zadnjem času zabeležen majhen vzpon sestavljenega indeksa vodij nabave (PMI). Svetovna

aktivnost v storitvenih dejavnostih, ki so bile ob prelomu leta na splošno bolj odporne, se je v drugem četrletju prav tako poslabšala in avgusta še bolj upadla, a ostaja nad mejno vrednostjo 50 (prag rasti/krčenja). Svetovna aktivnost v predelovalnih dejavnostih se zmanjšuje že celo leto. Po prehodu v območje krčenja (torej pod mejno vrednost 50) v juniju in juliju se je v avgustu indeks PMI za predelovalne dejavnosti tako ponovno dvignil nad nevtralno vrednost (glej graf 1).

**Graf 1**  
Svetovni sestavljeni indeks PMI za gospodarsko aktivnost



Vir: Markit in izračuni ECB.

Opombe: Zadnji podatki so za avgust 2019. »Dolgoročno povprečje« se nanaša na obdobje od januarja 1999 do avgusta 2019.

**Svetovni pogoji financiranja so bili v zadnjih mesecih nekoliko volatilni.** Cene tveganega finančnega premoženja so med nasprotujočimi si signali nekoliko volatilne že vse od dokončanja letošnjih junijskih makroekonomskih projekcij strokovnjakov Eurosistema. Po eni strani so se zaradi upanja, da bosta ZDA in Kitajska sklenili dvostranski trgovinski dogovor, in pričakovanja, da bo denarna politika na obeh straneh Atlantika postala bolj spodbujevalno naravnana, cene finančnega premoženja v juniju in juliju zvišale. Ker so vlagatelji pričakovali znižanje obrestnih mer, se je donosnost ameriških državnih obveznic in drugih varnih državnih obveznic močno znižala, hkrati pa so finančni pogoji v nastajajočih tržnih gospodarstvih postali precej bolj ugodni. Po drugi strani pa je zaradi ponovnega stopnjevanja trgovinskega spora med ZDA in Kitajsko v začetku avgusta in nakazovanje Zveznega odbora za odprt trgovinskega (FOMC), da julijsko znižanje obrestne mere ne pomeni začetka cikla popuščanja denarne politike, popustil apetit za tveganje, kar je povzročilo velike izgube na svetovnih delniških trgih, medtem ko se je zaradi zmanjševanja časovnih premij donosnost glavnih državnih obveznic euroobmočja še dodatno znižala. Kljub nedavnemu obdobju izogibanja tveganju ostajajo razmere na finančnih trgih tako v razvitih kor tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih sproščene.

**Svetovna gospodarska rast se bo po projekcijah letos upočasnila.** Številni zaviralni dejavniki še naprej slabijo svetovno gospodarstvo. V predelovalnih dejavnostih bo svetovna aktivnost predvidoma ostala šibka, predvsem zaradi upočasnjevanja rasti svetovne naložbene aktivnosti in potrošnje trajnih proizvodov, ki predstavlja velik del proizvodnje v predelovalnih dejavnostih. Ker se negotovost glede prihodnosti mednarodnih trgovinskih odnosov povečuje, svetovna rast naložb

verjetno ne bo ponovno pridobila zagona. Nedavna analiza kaže, da so v drugi polovici leta 2018 in začetku leta 2019 vse bolj zaostreni pogoji financiranja, rastoča makroekonomska negotovost in neugodni šoki povpraševanja negativno vplivali na svetovno rast naložb.<sup>1</sup> V odziv na upočasnjevanje svetovnega gospodarstva so številni nosilci politik po vsem svetu sprejeli spodbujevalne ukrepe za ublažitev negativnega vpliva zaviralnih ekonomskega dejavnika. Na Kitajskem bodo ukrepi javnofinančnih spodbud, ki naj bi omilili upočasnitev domačega povpraševanja, po pričakovanjih začeli učinkovati predvsem v drugi polovici tega leta. V ZDA je poleg obsežnega paketa procikličnih javnofinančnih spodbud in nedavnega dogovora o novi zgornji meji javne porabe ameriška centralna banka sklenila, da zniža referenčno obrestno mero, da bi podprla sedanjo gospodarsko konjunkturo. Številne druge države so prav tako sprostile denarno politiko (npr. Avstralija, Brazilija, Južna Koreja, Indonezija, Indija in Turčija).

**V prihodnje naj bi si svetovna gospodarska rast po projekcijah srednjeročno postopoma opomogla, vendar bo ostala pod dolgoročnim povprečjem.** Na dinamiko svetovne gospodarske rasti vplivajo trije glavni dejavniki. V razvitih gospodarstvih se bo ciklični zagon predvidoma upočasnil, saj bo pomanjkanje prostih zmogljivosti postajalo vse večji omejevalni dejavnik v okolju pozitivne proizvodne vrzeli in nizke stopnje brezposelnosti v vseh ključnih gospodarstvih, medtem ko naj bi se proti koncu obdobja projekcij podpora s strani ekonomske politik postopoma zmanjševala. Poleg tega bosta postopno upočasnjevanje kitajskega gospodarstva ter preusmerjanje od naložb k potrošnji negativno vplivala na svetovno gospodarsko rast in predvsem na trgovinsko menjavo. Obenem je prispevek nastajajočih tržnih gospodarstev (razen Kitajske) k svetovni rasti sicer še vedno pozitiven, vendar se pričakuje, da bo šibkejši, kot je bilo pričakovano v projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2019. Nedavni podatki namreč kažejo, da predvideno okrevanje iz preteklih recesij poteka počasneje, kot je bilo pričakovano prej. Poleg tega nedavni finančni pretresi v Argentini, ki se doslej sicer še niso prelili v druga nastajajoča tržna gospodarstva, razkrivajo, da je okrevanje v nekaterih od njih v osnovi šibko. Na splošno se pričakuje, da se bo tempo svetovne gospodarske rasti ustalil pod ravnjo iz obdobja pred finančno krizo v letih 2007–2008.

**Kot kaže pregled po posameznih državah, je pričakovano, da bo aktivnost v ZDA v bližnji prihodnosti ostala močna kljub negativnemu vplivu trgovinskega spora s Kitajsko in manj ugodnemu zunanjemu okolju.** Gospodarstvo ZDA za zdaj ostaja trdno, kar odraža ugodne razmere na trgu dela in močno potrošnjo gospodinjstev. Dvig zgornje meje javne porabe v poslovнем letu 2020/21 in dveletna odprava omejitve zveznega dolga, ki ju je konec julija sprejel kongres, bosta še dodatno spodbujala gospodarsko rast. Finančni pogoji prav tako ostajajo ugodni. Realna rast BDP, ki je v prvem četrletju 2019 na medletni ravni znašala 3,1%, se je v drugem četrletju umirila na 2,0%, kar odraža popuščanje začasnih dejavnikov (npr. pozitiven prispevek zalog in zmanjševanje uvoza), medtem ko sta zasebna potrošnja in javnofinančna poraba na splošno še naprej podpirala gospodarsko aktivnost. Skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, se je z junijskih 1,6% v juliju malenkostno zvišala na 1,8%, k čemur je največ prispevala osnovna

<sup>1</sup> Glej okvir z naslovom "What is behind the decoupling of global activity and trade?", *Economic Bulletin*, številka 5, ECB, 2019.

inflacija, medtem ko so cene energentov upadle. Rahlo se je zvišala inflacija brez hrane in energentov, ki je julija dosegla 2,2%. Po projekcijah se bo rast postopno vrnila k potencialni stopnji rasti tik pod 2%. Inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, pa naj bi srednjeročno ostala nad 2%.

**Kitajsko gospodarstvo ostaja na poti postopnega upočasnjevanja.** V drugem četrtletju leta 2019 se je medletna rast BDP upočasnila na 6,2%, z 6,4% v prvem četrtletju, kar je posledica šibke končne potrošnje, ki so jo le delno omilile močnejše naložbe. V prihodnje naj bi se rast v letih 2020 in 2021 po projekcijah še nadalje upočasnila, poleg tega pa v odziv na najnovejše stopnjevanje trgovinskega spora niso bili napovedani nobeni dodatni javnofinančni podporni ukrepi. Gledano v celoti upočasnitev gospodarske aktivnosti odraža pretekle učinke ukrepov razdolževanja za zmanjšanje finančnih tveganj, prizadevanja vlade za novo uravnovešenje gospodarstva neodvisno od naložb in vpliv nadaljnjih trgovinskih napetosti z ZDA. Z nadaljnjih izvajanjem strukturnih reform se bo kitajska rast po projekcijah urejeno upočasnjevala na bolj zmerno raven, ki je manj odvisna od naložb in izvoza.

**Na Japonskem je osnovni zagon gospodarske rasti še vedno šibek.** V drugem četrtletju 2019 je rast znašala 0,4% (medčetrtletno), kar je boljše kot je bilo pričakovano, in je večinoma posledica številnih prehodnih dejavnikov, kot so močnejša potrošnja gospodinjstev zaradi prazničnega obdobja »zlati teden« in večji nakupi trajnega blaga. Slednje verjetno deloma odraža pospešeno povpraševanje pred zvišanjem davka na potrošnjo, ki je predvideno za oktober 2019. Kljub temu je izvoz ostal umirjen, industrijska proizvodnja in razpoloženje v predelovalnih dejavnostih sta upadla, zunanje povpraševanje je vse šibkejše, poleg tega pa se pričakuje povečanje negotovosti glede politik. Prispevek neto trgovinske menjave je bil negativen, saj je izvoz ostal nespremenjen, uvoz pa se je po šibkih gibanjih v prejšnjem četrtletju ponovno okreplil. Medtem ko bo na gibanja v bližnji prihodnosti vplivalo zlasti prihajajoče zvišanje davka na potrošnjo, kar implicira pospešeno potrošnjo v tretjem četrtletju in kasnejši upad, bo v obdobju zatem gospodarska aktivnost po napovedih ostala zmerna.

**V Združenem kraljestvu se je v drugem četrtletju 2019 realna rast BDP skrčila, večinoma zaradi negotovosti okoli brexita.** Realna rast BDP od začetka leta kaže nekaj volatilnosti, kar v glavnem odraža spremembe v vzorcih aktivnosti, ki so povezani z prvotnim rokom za brexit 29. marca. Po 0,5-odstotni rasti (medčetrtletno) v prvem četrtletju se je realni BDP v drugem skrčil za 0,2%. To je bilo prvo četrtletje negativne rasti od leta 2012 in odraža upočasnjevanje naložb in po podaljšanju roka za brexit v zadnjem trenutku tudi obratno gibanje od velike akumulacije zalog v prvem četrtletju. Kljub precejšnji depreciaciji britanskega funta od začetka leta 2019 se je izvoz v drugem četrtletju skrčil za 3,3%. Prispevek neto trgovinske menjave je kljub temu ostal pozitiven, saj je uvoz, zlasti blaga iz EU, upadel še bolj kot izvoz (-12,9% medčetrtletno). Rast domače potrošnje je v drugem četrtletju ostala robustna (0,5% medčetrtletno), kar je deloma zasluga močnejše realne rasti plač. Anketni podatki napovedujejo, da se bo gospodarska aktivnost v prihajajočem četrtletju še nekoliko upočasnila. Medletna inflacija, merjena z indeksom CPI, se je v drugem četrtletju rahlo povečala na 2,0% in v juliju še naprej na 2,1%, k čemur so največ prispevala nedavna negativna gibanja deviznega tečaja. Sedanje negotovosti, povezane s postopkom

brexita, so se delno odrazile v nadaljnji volatilnosti britanskega funta in bodo na strani realnega gospodarstva verjetno povzročile še dodatno volatilnost četrletne rasti realnega BDP in skromno rast v srednjeročnem obdobju.

#### **V državah srednje in vzhodne Evrope bo rast v obdobju projekcij po**

**pričakovanjih ostala močna, a bolj zmerna kot v letu 2018.** Pričakuje se, da bo v prihodnjem obdobju gospodarsko aktivnost podpirala močna potrošnja gospodinjstev zaradi ugodnih gibanj na trgu dela. Rast naložb bo po napovedih ostala močna, a se bo nekoliko upočasnila, ker bodo te države prehajale v kasnejšo fazo cikla črpanja evropskih sredstev. Poleg tega se obeti za regijo poslabšujejo zaradi upočasnjevanja rasti svetovne trgovinske menjave. Na srednji rok se pričakuje, da se bo rast v teh državah še naprej upočasnila proti potencialni stopnji.

#### **Obeti glede gospodarske aktivnosti v glavnih izvoznicah surovin kažejo na šibko rast.**

V Rusiji je na aktivnost v drugem četrletju negativno vplival izliv kontaminirane nafte v enega ključnih izvoznih naftovodov, kar je sprožilo ogromne motnje po dobavni verigi. Čeprav gre za zgolj začasen dejavnik, bo to zaviralo rast v letu 2019, ki jo je že prizadelo nepričakovano močno skrčenje v prvem četrletju zaradi šibkih naložb, skromnega neto izvoza in velikih popravkov preteklih podatkov navzdol. V prihodnjem obdobju bodo na gospodarsko rast v Rusiji vplivala predvsem dogajanja na svetovnih naftnih trgih, izvajanje javnofinančnih in strukturnih politik ter mednarodne sankcije, pod katerimi trenutno deluje rusko gospodarstvo. Zaradi vseh teh dejavnikov se bo na srednji rok rast predvidoma nekoliko upočasnila. V Braziliji bo rast po projekcijah ostala umirjena zaradi negotovosti v zvezi s pokojninsko reformo in strahov glede vzdržnosti javnih financ. Idiosinkratični šoki na začetku leta (zaradi rudarske nesreče) so prav tako negativno vplivali na aktivnost. Manjše domače povpraševanje in vztrajna negotovost, povezana z velikim obsegom prostih zmogljivosti zadržujeta močnejši odziv naložb in sta negativno vplivala na zaupanje.

#### **V Turčiji je gospodarska aktivnost v prvi polovici leta 2019 presenetila z zelo močno rastjo.**

Po strmem upadu v zadnjem četrletju 2018 si je gospodarstvo v začetku leta 2019 ponovno opomoglo zahvaljujoč obsežnemu paketu javnofinančnih spodbud pred marčnimi lokalnimi volitvami. V drugem četrletju se je rast ob močni potrošnji gospodinjstev in pozitivnem prispevku neto trgovinske menjave nadaljevala po solidni stopnji, čeprav so se nekateri javnofinančni spodbujevalni ukrepi že zaključevali. Po drugi strani so se naložbe še naprej strmo zmanjševale zaradi povečane politične negotovosti in zaostrenih pogojev financiranja. Za prihodnje obdobje se pričakuje, da se bo rast v preostanku leta 2019 upočasnila, nato pa proti koncu obdobju projekcij znova postopno krepila.

**Svetovna trgovinska menjava je v prvi polovici leta močno oslabila.** Rast svetovne trgovinske menjave je v prvem četrletju postala negativna in v drugem ostala šibka. K temu so največ prispevali upočasnjevanje aktivnosti v industrijskih dejavnostih, okrepljene trgovinske napetosti in do določene mere šibkejši tehnološki cikel v Aziji.<sup>2</sup> Svetovna trgovinska menjava se je skrčila v številnih državah. Poleg enkratnih dejavnikov (npr. začasno šibko domače povpraševanje v ZDA zaradi

---

<sup>2</sup> Za nadaljnje podrobnosti o svetovnem tehnološkem ciklu glej okvir z naslovom »[What the maturing tech cycle signals for the global economy](#)«, *Economic Bulletin*, št. 3, ECB, 2019.

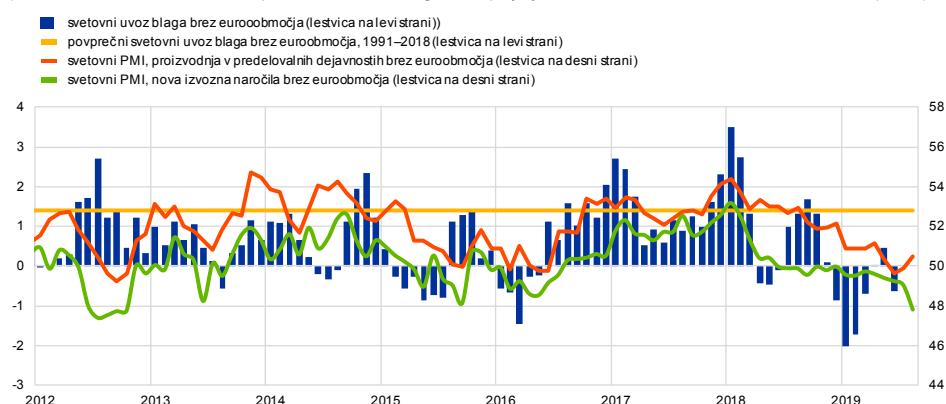
delnega zaprtja zvezne vlade v prvem četrtletju in krčenje britanskega uvoza v drugem četrtletju po kopičenju zalog v prvem) je trgovinsko menjavo oslabila tudi šibka menjava med azijskimi državami. Ta je očitno deloma povezana z upočasnjevanjem domačega povpraševanja na Kitajskem v kontekstu povezav med velikimi regionalnimi vrednostnimi verigami. Po podatkih CPB se je obseg svetovnega uvoza blaga (brez euroobmočja) junija skrčil za 0,6% glede na prejšnje trimesečno obdobje, kar potrjuje, da je zagon trgovinske menjave v drugem četrtletju leta ostal šibek (glej graf 2). Ker anketni kazalniki o novih izvoznih naročilih napovedujejo nadaljnje upadanje, se bo sedanja šibka dinamika svetovne trgovinske menjave v bližnji prihodnosti verjetno nadaljevala.

**Od avgusta se je trgovinski spor med ZDA in Kitajsko močno zaostril.** V začetku avgusta so ZDA po dvostranskem srečanju s kitajskimi oblastmi napovedale uvedbo 10-odstotnih carin na približno 300 milijard USD ameriškega uvoza iz Kitajske. Te carine se uvajajo v dveh korakih, namreč 1. septembra in 15. decembra. Sprva so kitajske oblasti napovedale zgolj povračilne ukrepe v naravi, ki so obsegale ustavitev uvoza ameriških poljščin. Proti koncu avgusta pa so napovedale nadaljnje povračilne ukrepe in sprejele odločitev o uvedbi dodatnih carin višini 5% ali 10% na 75 milijard kitajskega uvoza iz ZDA od 1. oktobra ter odločitev o ponovni uvedbi predhodno odpravljenih carin na avtomobile in avtomobilske dele. Ta zadnji ukrep je povzročil novo zaostritev trgovinskega spora, saj so ZDA napovedale uvedbo dodatnih 5-odstotnih carin na ves ameriški uvoz iz Kitajske (vrednosti okrog 550 milijard USD).<sup>3</sup> Ta dodatna zaostritev bo negativno vplivala na svetovno gospodarsko aktivnost in trgovinsko menjavo. Hkrati ostajajo nerešena tudi druga trgovinska vprašanja. Ameriška vlada je do sredine novembra 2019 odložila odločitev o možnem zvišanju avtomobilskih carin, medtem ko pogovori z EU o novem trgovinskem sporazumu, ki so bili napovedani julija 2018, še vedno potekajo.

## Graf 2

### Ankete in svetovna blagovna menjava

(lestvica na levi strani: 3-mesečne spremembe v odstotkih glede na prejšnje 3 mesece; lestvica na desni strani: indeksi razprtisitev)



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

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2019 za indeksa PMI in za junij 2019 za svetovni uvoz blaga.

<sup>3</sup> Ker je bil ta novi paket carin objavljen po presečnem datumu, ni bil vključen v osnovno napoved v makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB, pripravljenih septembra 2019. Najnovejša zaostritev trgovinskega spora pomeni splošno zvišanje uvoznih carin. Kitajske carine bodo verjetno začele veljati 1. oktobra 2019. Dodatne 5-odstotne ameriške carine na uvoz iz Kitajske pa bodo začele veljati 1. septembra, 1. oktobra in 15. decembra.

**Svetovna gospodarska rast bo po projekcijah letos oslabela, zatem pa naj bi se v srednjeročnem obdobju zelo postopno stabilizirala.** Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB se bo realna rast svetovnega BDP (brez euroobmočja) z lanskih 3,8% letos upočasnila na 3,1%. To je posledica vse močnejših zaviralnih dejavnikov v oklu velike negotovosti glede političnih razmer in državnih politik, ki se še nadalje povečuje. V obdobju 2020–2021 se bo rast svetovne gospodarske aktivnosti po projekcijah stabilizirala na ravni 3,5%, saj bo postopno okrevanje v več ključnih nastajajočih tržnih gospodarstvih po pričakovanjih samo deloma izravnalo (ciklično) upočasnjevanje v ključnih razvitih gospodarstvih in kitajski prehod k bolj zmernim stopnjam rasti. Ker dejavniki, ki zavirajo rast, močneje vplivajo na trgovinsko intenzivne komponente povpraševanja, kot so naložbe, se bo rast zunanjega povpraševanja euroobmočja po projekcijah letos upočasnila bolj od svetovne gospodarske aktivnosti in padla s 3,7% v letu 2018 na 1,0%. Svetovni uvoz naj bi se v srednjeročnem obdobju postopno povečeval. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema sta bila tako svetovna rast BDP kot tudi rast zunanjega povpraševanja v euroobmočju v obdobju projekcij popravljena navzdol. Gledano geografsko je bilo zunanje povpraševanje v euroobmočju popravljeno navzdol zaradi dejstva, da so obeti za trgovinsko menjavo z nastajajočimi tržnimi gospodarstvi, vključno s Kitajsko, slabši od pričakovanih, pa tudi zaradi pričakovane počasnejše rasti uvoza v nekaterih ključnih trgovinskih partnericah, vključno z Združenim kraljestvom in ostalimi evropskimi državami zunaj euroobmočja.

**Tveganja za upočasnitev svetovne aktivnosti so se v zadnjem času povečala.** Nadaljnje stopnjevanje trgovinskih sporov bi lahko ogrozilo svetovno trgovinsko menjavo in gospodarsko rast. Poleg tega bi brexit brez dogovora lahko povzročil močnejše negativne prelivne učinke, še zlasti v Evropi. Hitrejše upočasnjevanje kitajskega gospodarstva bi bilo morda težje uravnotežiti z učinkovitim spodbudami državnih politik in bi lahko ustvarilo težave v tekočem procesu iskanja novega ravnotežja na Kitajskem. Preoblikovanja cen na finančnih trgih bi lahko močno zavirala gibanja v ranljivih nastajajočih tržnih gospodarstvih. Na svetovno aktivnost in trgovinsko menjavo bi lahko negativno vplivalo tudi nadaljnje stopnjevanje geopolitičnih napetosti.

## Svetovna cenovna gibanja

**Na gibanja cen nafte je od konca julija vplivala predvsem zaskrbljenost glede svetovnih gospodarskih obetov.** Po ponovni zaostritvi trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko v začetku avgusta, so cene nafte sprva za okrog 5% upadle, zatem pa v drugi polovici meseca nadoknadile nekaj izgub. Od aprila so bili obeti za svetovno porabo nafte večkrat popravljeni navzdol. Zato zmanjšanja proizvodnje s strani skupine OPEC+, ki so podpirala ceno nafte predvsem v prvem četrtletju letošnjega leta, niso bila zadostna, da bi izravnala negativni vpliv negotovosti glede povpraševanja po nafti. Tudi nedavne geopolitične negotovosti na Bližnjem vzhodu so doslej imele zgolj omejen vpliv na cene. Kar zadeva prihodnje obdobje, se zdi, da so tveganja za cene nafte pretežno uravnotežena. Medtem ko bi nadaljevanje šibke svetovne aktivnosti pritiskalo cene nafte navzdol, bi jih omejitve proizvodnje poganjale

navzgor. Saudova Arabija in Rusija sta tako že nakazali, da bi skupina OPEC+ v bližnji prihodnosti lahko dodatno zmanjšala proizvodnjo, kar bi ponovno ustvarilo nekaj pritiska na rast cen.

**V septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB je predpostavljeno, da se bodo cene nafte do konca obdobja projekcij zniževale.**

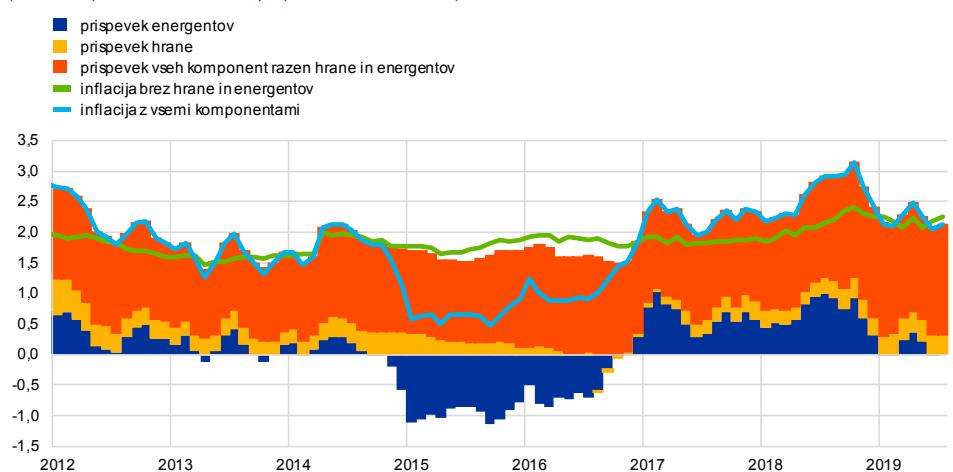
Ob kratkoročni volatilnosti so strahovi glede povpraševanja po nafti in ponovne zaostritve trgovinskih napetosti zavirali rast cen nafte, četudi so se članice OPEC in druge glavne proizvajalke dogovorile, da zmanjšajo proizvodnjo. Posledično so bile predpostavke glede cene nafte, na katerih temeljijo septembridske projekcije strokovnjakov ECB, za leto 2019 za približno 8,3% (in za 13,4% oz. 10,3% za leti 2020 in 2021) nižje od predpostavk v projekcijah strokovnjakov Eurosistema iz junija 2019. Vseeno se je po presečnem datumu za septembridske projekcije cena nafte rahlo zvišala in 5. septembra znašala 61 USD za sod surove nafte Brent.

**Svetovni inflacijski pritiski ostajajo zmerni.** V državah OECD je skupna medletna inflacija, merjena s cenami življenjskih potrebščin, julija 2019 v povprečju znašala 2,1%, kar je več kot mesec prej, ko je bila na ravni 2,0%. Zvišanje je posledica pozitivnega prispevka osnovne inflacije (brez hrane in energentov) (glej graf 3), ki se je okrepila na 2,3% z 2,2% mesec prej, medtem ko je inflacija v skupini energentov ostala nespremenjena. Omejene proste zmogljivosti na trgu dela v vseh glavnih razvitih gospodarstvih so doslej povzročile le zmerno zviševanje plač, kar nakazuje, da osnovni inflacijski pritiski ostajajo šibki. Vseeno se bo rast plač v obdobju projekcij predvidoma postopno okrepila, ker bo prostih zmogljivosti vse manj.

**Graf 3**

**Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD**

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: OECD in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na julij 2019.

**V prihodnjem obdobju bodo svetovni inflacijski pritiski predvidoma ostali omejeni.** Rast izvoznih cen konkurentov euroobmočja bo tekom letošnjega leta predvidoma močno upadla in se v srednjeročnem obdobju postopno upočasnevala. To je posledica navzdol usmerjene krivulje terminskih cen nafte, ki bo po pričakovanjih

več kot izravnala navzgor usmerjene pritiske, ki izvirajo iz postopnega zmanjševanja prostih zmogljivosti na svetovni ravni.

## 2

## Finančna gibanja

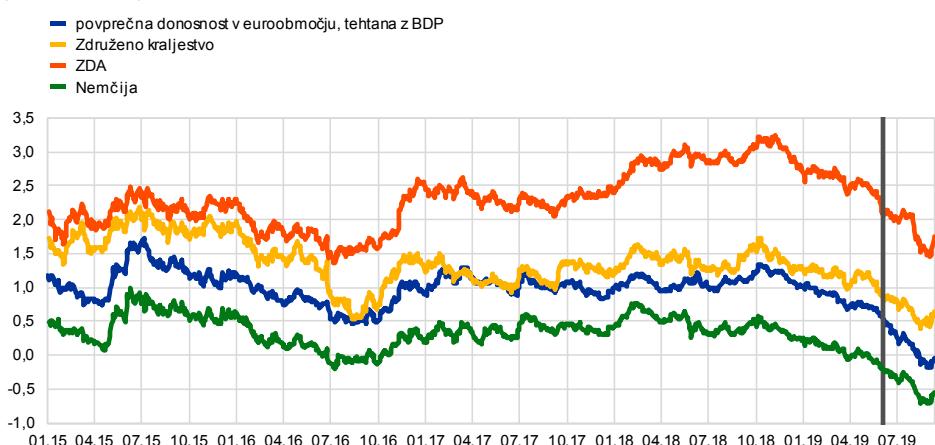
*Od letošnje junajske seje Sveta ECB so se globalne dolgoročne netvegane obrestne mere znižale, in sicer ob veliki svetovni trgovinski negotovosti in tržnih pričakovanjih, da se bo spodbujevalno naravnana denarna politika nadaljevala. Znižanje netveganih obrestnih mer je spodbudno vplivalo na tečaje delnic in podjetniških obveznic v euroobmočju. Medtem so se pričakovanja o dobičku podjetij nekoliko poslabšala zaradi vztrajne negotovosti glede svetovnih makroekonomskih obetov. Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtana z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila.*

**Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je v euroobmočju in ZDA precej zmanjšala.** V obravnavanem obdobju (tj. od 6. junija do 11. septembra 2019) se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, zmanjšala za 55 bazičnih točk na  $-0,06\%$  (glej graf 4). Precej se je zmanjšala tudi donosnost 10-letnih državnih obveznic v ZDA (za 38 bazičnih točk) in Združenem kraljestvu (za 19 bazičnih točk). Precejšnje zmanjšanje donosnosti državnih obveznic je deloma posledica popravka pričakovanj o obrestnih merah v glavnih jurisdikcijah ob večji negotovosti glede svetovnih trgovinskih odnosov in splošnejših makroekonomskih obetov.

### Graf 4

#### Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

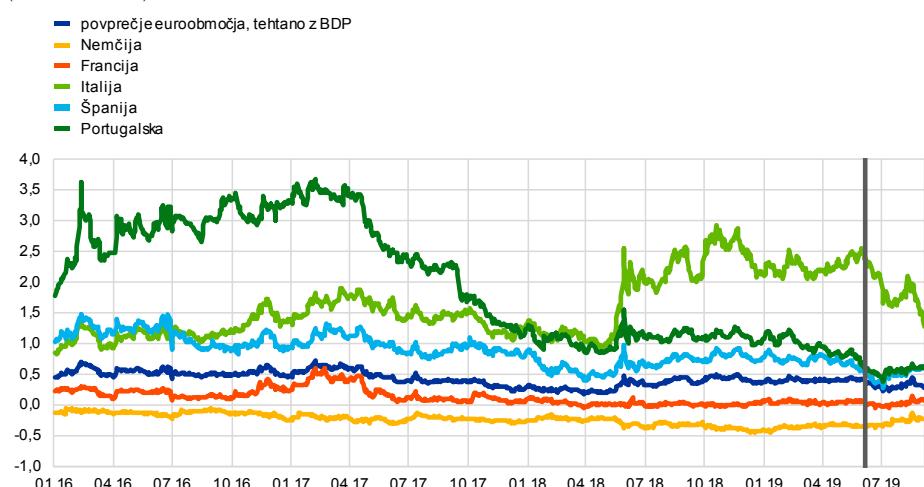
Opombe: Dnevi podatki. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2019.

**Razmiki v donosnosti državnih obveznic euroobmočja glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so v večini držav euroobmočja ostali približno nespremenjeni.** Razmiki v donosnosti državnih obveznic so bili v celotnem obravnavanem obdobju večinoma stabilni, razen na italijanskem trgu, kjer so se razmiki v donosnosti 10-letnih obveznic v pričakovanju oblikovanja nove vlade in po njenem poznejšem oblikovanju zmanjšali za 1,1 odstotne točke. Na splošno se je razmik v povprečni donosnosti 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtani z BDP, glede na obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč rahlo zmanjšal in je 11. septembra znašal 0,26 odstotne točke.

### Graf 5

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

(v odstotnih točkah)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo 10-letnih državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2019.

**EONIA (povprečje indeksa transakcij čez noč v eurih) je v obravnavanem obdobju povprečno znašala -36 bazičnih točk.** Presežna likvidnost se je zmanjšala za približno 141 milijard EUR na okrog 1.763 milijard EUR, k čemur so prispevali predvsem povečanje avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti in v manjši meri prostovoljna odplačila sredstev iz druge serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR-II). Več podrobnosti o likvidnostnih razmerah je v okvirju 2.

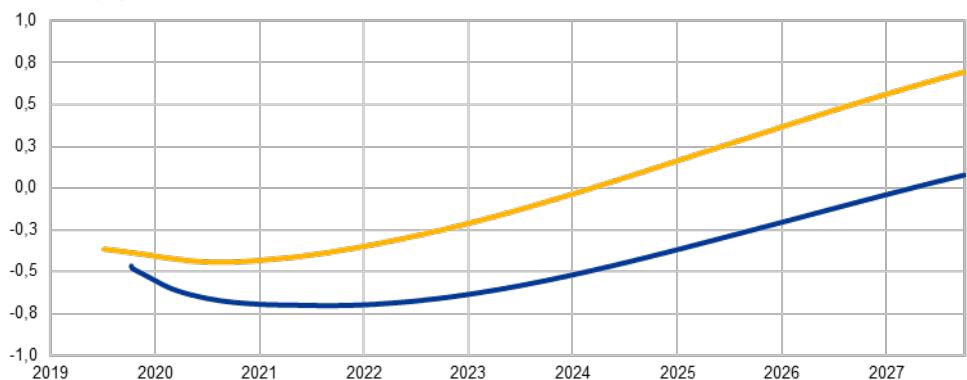
**Krivilja terminskih obrestnih mer EONIA se je pri krajših ročnostih premaknila močno navzdol v negativno območje.** Ob koncu obravnavanega obdobja je krivilja pri ročnostih okrog zadnjega četrletja 2021 doseglaj najnižjo točko, ki je bila za slabih 40 bazičnih točk nižja od ravnih obrestnih mere EONIA, pri vseh ročnostih do leta 2027 pa je ostala negativna, kar je mogoče pripisati tržnim pričakovanjem, da bodo obrestne mere daljše obdobje negativne (glej graf 6).

### Graf 6

#### Termske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)

- 11. september 2019
- 6. junij 2019

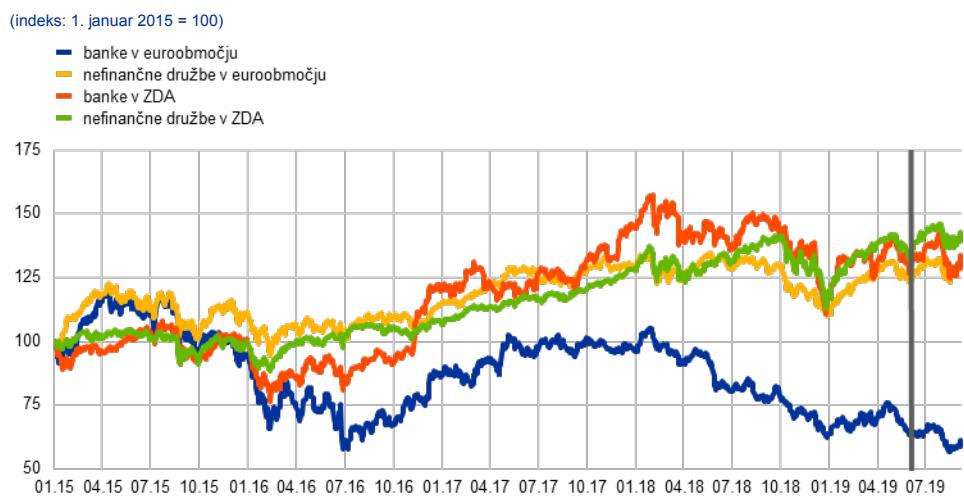


Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

**Tečaji delnic nefinančnega sektorja so se v euroobmočju in ZDA zvišali, k čemur je prispevalo znižanje netveganih obrestnih mer.** Tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju so se v povprečju zvišali za 6%, tečaji delnic bank v euroobmočju pa za slaba 2% (glej graf 7). Manjša relativna rast tečajev bančnih delnic bi bila lahko povezana z na splošno slabimi obeti glede dobičkonosnosti, ki so med drugim povezani z visoko stroškovno strukturo, sedanjim prilagajanjem poslovnih modelov ter z izzivi v zvezi z zadostnim izkoriščanjem učinkovitosti, ki jih prinaša digitalizacija. V ZDA so se tečaji delnic nefinančnih družb zvišali za okrog 5%, tečaji delnic bank pa za okrog 4%. Na zvišanje tečajev svetovnih delnic je vplivalo močno znižanje netveganih obrestnih mer. Ta vpliv pa so nekoliko odtehtali dvig premij za tveganje kot odziv na krepitev svetovne trgovinske negotovosti ter določeni negativni popravki pričakovanj o dobičku podjetij, ki so bili verjetno posledica vztrajne negotovosti glede svetovnih makroekonomskih obetov.

### Graf 7

#### Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA



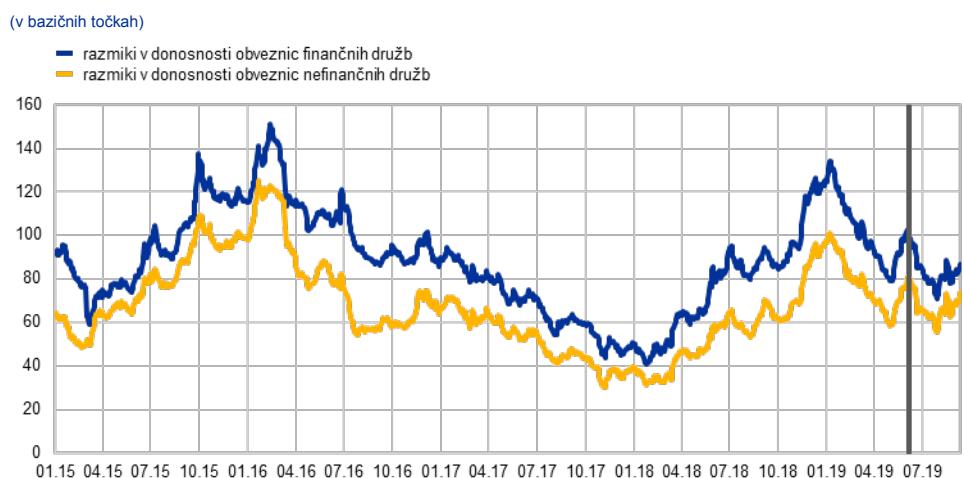
Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2019.

**Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju so se nekoliko zmanjšali.** Gledano v celoti se je razmik v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda glede na netvegano obrestno mero zmanjšal za 5 bazičnih točk na 74 bazičnih točk (glej graf 8). Zmanjšala se je tudi donosnost obveznic finančnega sektorja, pri čemer se je razmik v njihovi donosnosti glede na netvegano obrestno mero zmanjšal za približno 10 bazičnih točk. Čeprav ova razmika ostajata približno enaka povprečnim ravnem, ki prevladujejo od uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja v marcu 2016, bi lahko na njuno zadnje zmanjšanje vplivala tudi pričakovanja o dodatnih ukrepih denarne politike.

### Graf 8

#### Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja (6. junij 2019). Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2019.

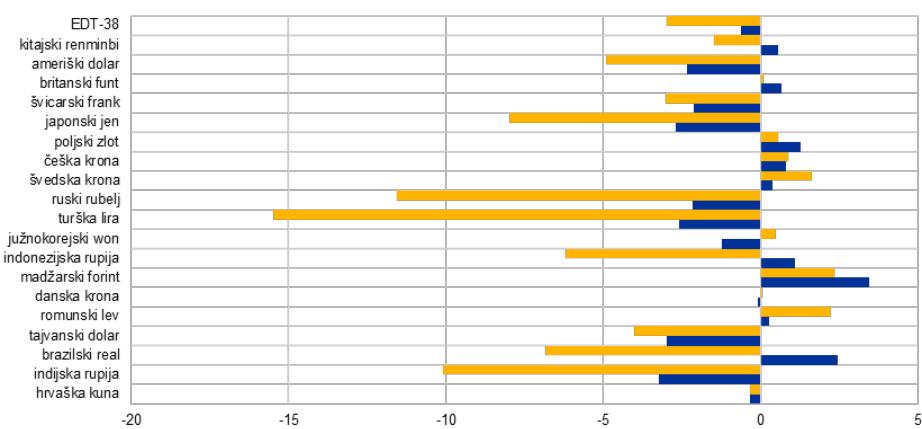
**Na deviznih trgih se vrednost eura, tehtano z utežmi trgovinskih partneric, večinoma ni spremenila (glej graf 9).** Nominalni efektivni tečaj eura, merjen v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja, se je znižal za 0,6%. Euro je oslabel v razmerju do ameriškega dolarja (za 2,3%), japonskega jena (za 2,7%) in švicarskega franka (za 2,1%), pa tudi v razmerju do valut večine nastajajočih tržnih gospodarstev. Nasprotno je v razmerju do kitajskega renminbia aprecirala za 0,6%, s čimer je izničil depreciacijo v razmerju do te valute v juliju. Euro se je okrepil tudi v razmerju do brazilskega reala in indonezijske rupije ter do britanskega funta (za 0,6%) in valut večine držav članic EU zunaj euroobmočja.

### Graf 9

#### Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)

- od 6. junija 2019
- od 11. septembra 2018



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 11. septembra 2019.

### 3

## Gospodarska aktivnost

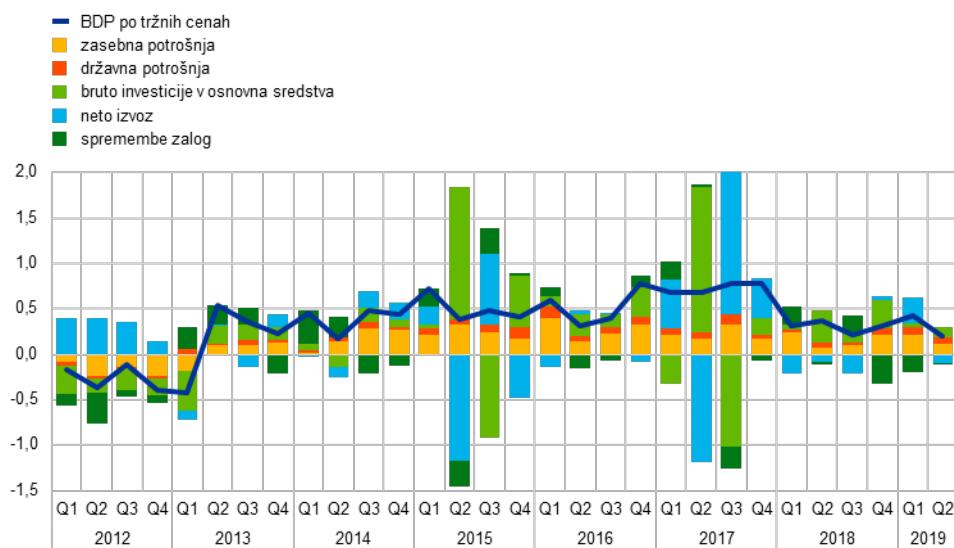
*Gospodarska rast v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2019 umirila, s čimer se je nadaljevalo umirjeno gibanje iz leta 2018. Realna rast BDP v euroobmočju se je v drugem četrtletju 2019 medčetrtletno zmanjšala na 0,2%, k čemur je prispevalo predvsem povečanje domačega povpraševanja, medtem ko je neto izvoz zaviral rast. Glede gibanj v prihodnosti najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket kažejo umirjeno rast. Po letošnjih septembrskih makroekonomskej projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2019 znašala 1,1% in v letu 2020 1,2%, nato pa bo v letu 2021 postopno dosegla 1,4%. V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomskej projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za realno rast BDP v euroobmočju za leti 2019 in 2020 popravljeni navzdol, kar je posledica poslabšanja kratkoročnih obetov ob šibkejših kazalnikih zaupanja in nadaljevanju svetovne negotovosti.*

**Rast v euroobmočju je bila v prvih dveh četrtletjih 2019 še vedno umirjena, pri čemer so razlike med državami postale bolj občutne v drugem četrtletju leta.** Realni BDP se je v prvih dveh četrtletjih letošnjega leta medčetrtletno v povprečju povečal za 0,3%, tj. po enaki povprečni stopnji rasti kot lani (glej graf 10). Umirjena rast je večinoma posledica vse šibkejšega zunanjega povpraševanja. Domače povpraševanje je bilo še naprej glavno gonilo gospodarske aktivnosti in glavna komponenta BDP, ki je spodbujala rast, odkar se je na začetku leta 2018 realna rast BDP začela upočasnjevati. Prispevek sprememb zalog k realni rasti BDP je bil v drugem četrtletju 2019 zanemarljiv, medtem ko je bil prispevek neto trgovinske menjave negativen zaradi skromnega zunanjega povpraševanja ob svetovni negotovosti glede ekonomskej politik. Na proizvodni strani je na umirjeno gospodarsko aktivnost v drugem četrtletju 2019 vplivala negativna rast v predelovalnih dejavnostih zaradi mednarodnih trgovinskih sporov in gibanj v posameznih državah (glej okvir 3). Rast dodane vrednosti v storitvenih dejavnostih je v drugem četrtletju 2019 izgubila nekaj zagona, verjetno zaradi določenega prelitja negativnih posledic šibkih gibanj v predelovalnih dejavnostih.

### Graf 10

#### Realni BDP v euroobmočju in komponente

(četrtrletne spremembe v odstotkih; četrtrletni prispevek v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019.

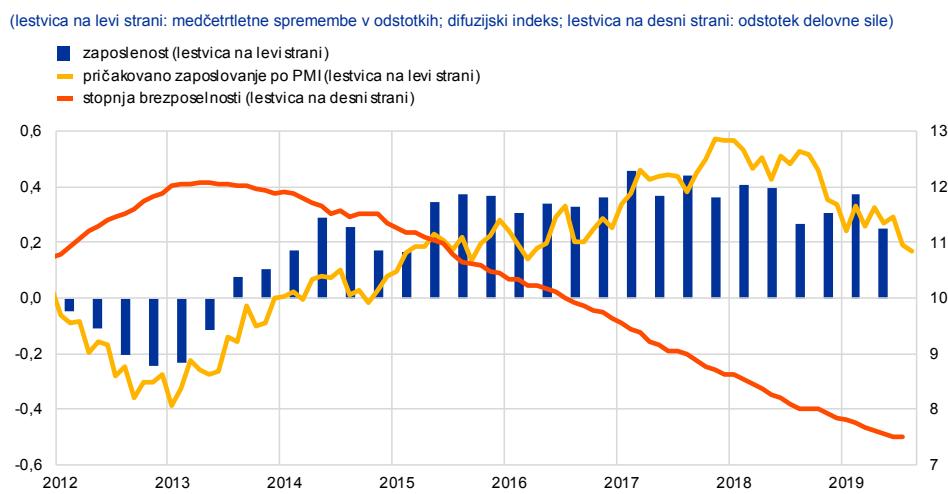
#### Razmere na trgih dela v euroobmočju se še vedno izboljšujejo, čeprav počasi.

Skladno z rastjo gospodarske aktivnosti se je zaposlenost v drugem četrtletju 2019 medčetrtletno povečala za 0,2%, potem ko je rast v prvem četrtletju znašala 0,4%. V primerjavi s prvim četrtletjem je rast zaposlenosti v storitvenih dejavnosti ostala nespremenjena na ravni 0,4%, medtem ko se je v industrijskem sektorju (brez gradbeništva) zmanjšala na 0,1%, potem ko se je v prvem četrtletju 2019 povečala za 0,4%. Nasprotno se je zaposlenost v gradbeništvu zmanjšala za 0,2%, potem ko se je v četrtletju prej v enakem obsegu povečala.

**Kar zadeva gibanja v prihodnosti, novejši podatki in anketni kazalniki še naprej kažejo pozitivno rast zaposlenosti ob določenem nadaljnjem umirjanju.** Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je julija ostala na enaki ravni kot mesec prej, tj. 7,5%, kar je najnižja raven od julija 2008. Čeprav so se kratkoročni anketni kazalniki znižali glede na visoke ravni, dosežene v letu 2018, še naprej kažejo, da bo rast zaposlenosti v bližnji prihodnosti pozitivna, pri čemer se bo nekoliko umirila.

### Graf 11

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



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.

Opombe: Indeks vodij nabave (PMI) je izražen kot odstopanje od 50, deljeno z 10. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019 pri zaposlenosti, na avgust 2019 pri PMI in na julij 2019 pri stopnji brezposelnosti.

#### H gibanju zasebne potrošnje še naprej največ prispeva okrevanje na trgu dela.

Zasebna potrošnja se je v drugem četrtletju 2019 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 s pričakovano vztrajno rastjo potrošnje v bližnji prihodnosti. Z dolgoročnejšega vidika vse višji dohodki od dela podpirajo zasebno potrošnjo, kar je razvidno tudi iz še vedno močnega zaupanja potrošnikov (glej okvir 5). Poleg tega je krepitev bilanc gospodinjstev še vedno pomemben dejavnik, ki prispeva k vztrajni rasti potrošnje, saj je kreditna sposobnost gospodinjstev odločilna za njihovo dostopnost do kreditov.

#### Rast podjetniških naložb bodo po pričakovanjih še naprej podpirali spodbujevalni pogoji financiranja, čeprav nižja pričakovanja o dobičku

**nakazujejo določeno umirjanje.** Rast naložb v euroobmočju (razen gradbeništva) se je v drugem četrtletju 2019 ponovno okreplila in medčetrtletno doseglila 1,0%, potem ko je v prvem četrtletju 2019 znašala -0,9%. V skladu s sorazmerno šibkimi poslovnimi maržami in vrednotenjem podjetij pa bodo podjetniške naložbe po pričakovanjih kratkoročno beležile umirjeno rast. Pričakovanja o dobičku javnih delniških družb v euroobmočju kažejo določeno mero umirjanja na področju naložbenih odločitev, čeprav bi se morali ugodni pogoji financiranja odraziti v dostopnosti nefinančnih družb do kreditov, kar naj bi spodbujalo rast naložb.

**Gibanja na stanovanjskih trgih bodo po pričakovanjih podpirala rast, čeprav zmerneje.** Četrtletna rast stanovanjskih naložb se je v drugem četrtletju 2019 bistveno upočasnila na 0,3%, potem ko je v četrtletju prej znašala 1,4%, in zabeležila najslabše rezultate od prvega četrtletja 2017 dalje. Novejši kratkoročni kazalniki in rezultati anket kažejo določeno upočasnitev v tretjem četrtletju 2019, čeprav ostajajo višji od dolgoročnega povprečja. Kazalniki Evropske komisije o zaupanju v gradbeništvu za julij in avgust kažejo pozitiven, čeprav počasnejši zagon v tretjem četrtletju. Tudi indeks vodij nabave (PMI) o obsegu gradbenih del in stanovanjska komponenta

indeksa sta julija in avgusta izkazovala na splošno nespremenjena pričakovanja glede rasti, pri čemer sta bila nižja od povprečne ravni v četrletju prej.

**Rast izvoza euroobmočja je v drugem četrletju 2019 še dodatno oslabela na 0,0%, in sicer zaradi zmanjšanja obsega izvoza blaga za 0,1%.** Izvoz storitev je še naprej slabel, vendar se je kljub temu povečal za 0,4%. Skupni rezultati so bili zlasti posledica izvoza v države zunaj euroobmočja ter še posebno hitrega padca izvoza v Združeno kraljestvo zaradi vztrajne negotovosti glede brexita. Nasprotno sta nekaj pozitivnega zagona zagotovila skupni izvoz v Azijo (razen Kitajske) in predvsem izvoz na kemijskem področju v ZDA. Glavni kazalniki v prihodnje nakazujejo šibko rast izvoza euroobmočja, čeprav kazalnik novih izvoznih naročil iz držav zunaj euroobmočja v predelovalnih dejavnostih daje nekoliko pozitivnejše signale, enako kot tudi nekateri špediterski indeksi čez poletje.

**Najnovejši ekonomski kazalniki in rezultati anket potrjujejo trenutna tveganja glede upočasnitve gospodarske rasti v euroobmočju.** V industrijski proizvodnji v euroobmočju (razen gradbeništva) je bilo julija zabeleženo splošno medmesečno znižanje za 1,6%, zlasti zaradi zmanjšanja proizvodnje investicijskega blaga. Kar zadeva anketne podatke, se je kazalnik gospodarske klime Evropske komisije julija in avgusta povečal ter je presegel dolgoročno povprečje. V primerjavi s četrletjem prej pa se je v tretem četrletju 2019 doslej v povprečju zmanjšal. Sestavljeni indeks PMI je v drugem četrletju 2019 ostal umirjen. Kljub nedavnemu rahlemu izboljšanju v avgustu je ostal pod dolgoročnim povprečjem, kar nakazuje šibke obete za gospodarsko rast.

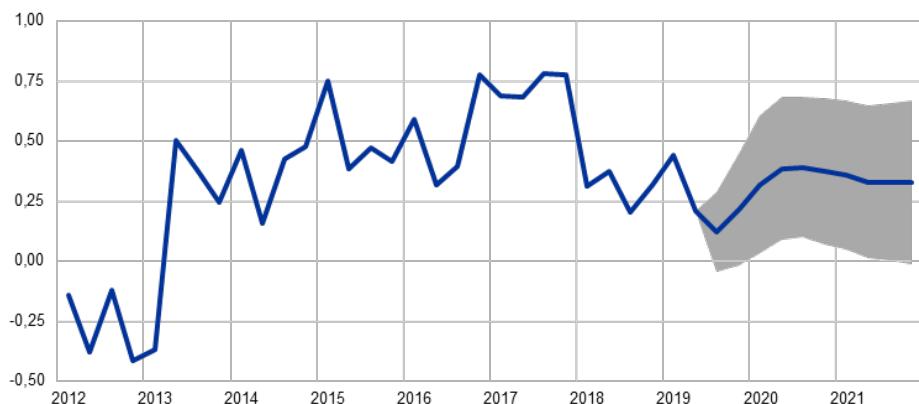
**Denarna politika ECB bo še naprej podpirala domače povpraševanje v okolju poslabšanja kratkoročnih obetov glede realne rasti BDP v euroobmočju.** Zasebno potrošnjo spodbujajo zdrave bilance gospodinjstev, močni trgi dela in nadaljnje naraščanje zaposlenosti. Podjetniške investicije spodbujajo ugodni pogoji financiranja in stabilno povpraševanje, in to kljub šibkejši dobičkonosnosti podjetij. Stanovanjske investicije na splošno ostajajo močne. Upočasnitev svetovne gospodarske aktivnosti bo po pričakovanjih še naprej zavirala rast v euroobmočju ter vplivala na izvoz euroobmočja zaradi sedanje svetovne negotovosti glede ekonomskih politik in okrepljenih geopolitičnih tveganj.

**Po letošnjih septembrskih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP v letu 2019 znašala 1,1%, v letu 2020 1,2% in v letu 2021 1,4% (glej graf 12).** V primerjavi z letošnjimi junijskimi makroekonomske projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili obeti za realno rast BDP v euroobmočju za leti 2019 in 2020 zaradi poslabšanja kratkoročnih obetov popravljeni navzdol. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, ostajajo na strani nižje rasti. Svetovna politična negotovost, naraščajoči protekcionizem in geopolitični dejavniki se zadnje čase večajo ter še naprej zavirajo rast euroobmočja.

### 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 12. septembra 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temeljijo 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.

## Cene in stroški

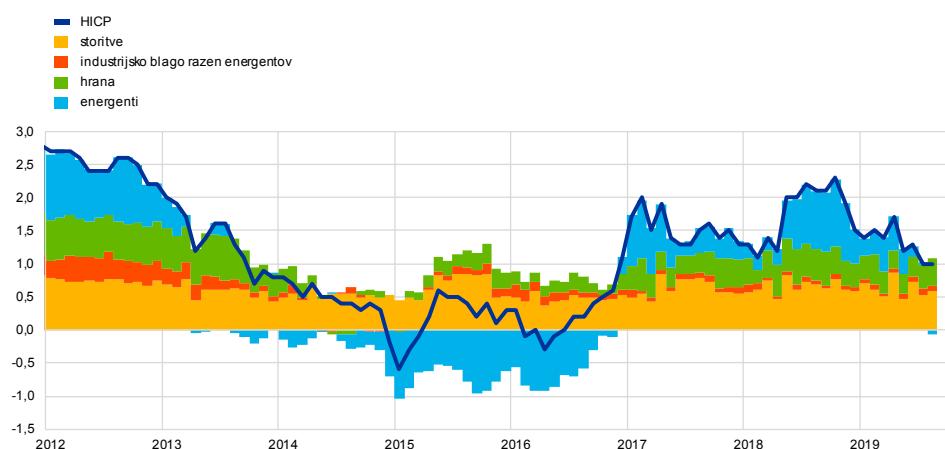
Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija, merjena s HICP, avgusta 2019 v euroobmočju znašala 1,0%, enako kot julija. Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena, kazalniki inflacijskih pričakovanj pa se gibljejo na nizki ravni. Pritiski, ki izhajajo iz stroškov dela, so se zaradi velike izkoriščenosti zmogljivosti in pomanjkanja ustrezne delovne sile na trgu dela sicer okrepili in razširili, vendar njihovo prenašanje v inflacijo traja dlje, kot je bilo pričakovano. Kar zadeva prihodnja gibanja, naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju zviševala, k čemur naj bi prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast in močna rast plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2019 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2019 znašala 1,2%, v letu 2020 1,0%, v letu 2021 pa 1,5%. V primerjavi z junijskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili inflacijski obeti popravljeni navzdol za celotno obdobje projekcij, in sicer zaradi nižjih cen energentov in šibkejše gospodarske rasti. Medletna inflacija brez energentov in hrane bo leta 2019 predvidoma znašala 1,1%, leta 2020 1,2% in leta 2021 1,5%.

**Skupna inflacija je bila avgusta nespremenjena.** Po Eurostatovi prvi oceni je medletna inflacija v euroobmočju avgusta znašala 1,0% in je bila enaka kot julija ter se je znižala z 1,3% v juniju (glej graf 13). Rast cen energentov se je še naprej zniževala in avgusta postala negativna, vendar jo je izravnala rast cen hrane, ki je bila višja kot julija.

**Graf 13**

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



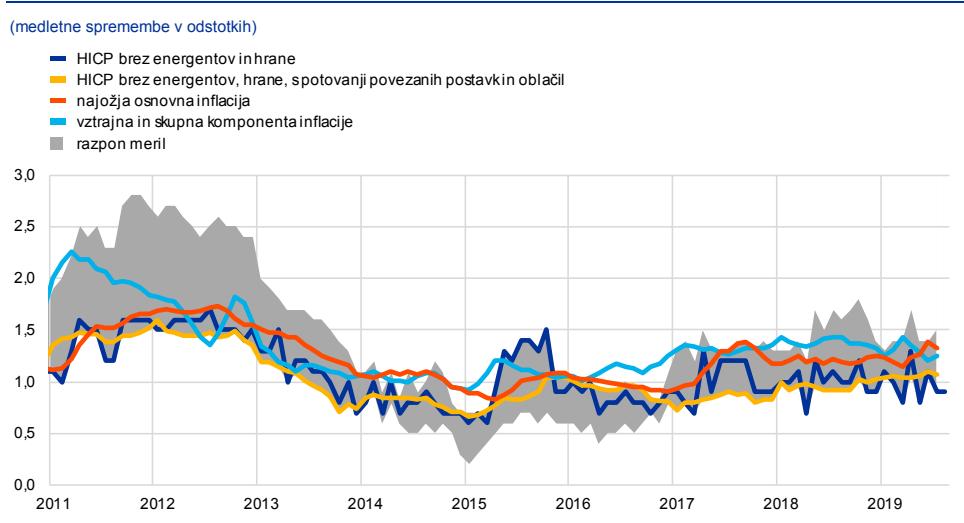
Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2019 (prva ocena). Stopnje rasti za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019).

**Merila osnovne inflacije so ostala na splošno umirjena.** Inflacija brez energentov in hrane je v juliju in avgustu upadla na 0,9% z 1,1% v juniju – kar je bilo deloma

povezano s sezonskimi gibanji in metodološkimi spremembami.<sup>4</sup> Tudi merila osnovne inflacije, ki so navadno manj volatilna kot inflacija brez emergentov in hrane, so bila v zadnjih četrtetljih precej stabilna (podatki so na voljo samo do julija, glej graf 14).

Inflacija brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil je bila junija in julija nespremenjena na ravni 1,1%. Kazalnik vztrajne in skupne komponente inflacije se je rahlo zvišal, in sicer z 1,2% junija na 1,3% julija. Merilo najožje osnovne inflacije pa se je julija v primerjavi z junijem znižalo z 1,4% na 1,3%.<sup>5</sup> Gledano v celoti, so merila osnovne inflacije še naprej ostala nespremenjena, vseeno pa so višja od nizkih ravni v letu 2016.

**Graf 14**  
Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.  
Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na avgust 2019 (prva ocena) pri inflaciji brez emergentov in hrane ter na julij 2019 pri vseh drugih merilih. Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez emergentov; HICP brez emergentov in nepredelane hrane; HICP brez emergentov in hrane; HICP brez emergentov, hrane, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; 30-odstotna modificirana aritmetična sredina inflacije; tehtana mediana HICP. Stopnje rasti inflacije brez emergentov in hrane za leto 2015 so zaradi metodološke spremembe izkrivljene navzgor (glej okvir z naslovom »Nova metoda izračunavanja cenovnega indeksa počitnic v paketu v Nemčiji in vpliv na stopnjo inflacije«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019).

### Najnovejši kazalniki cenovnih pritiskov v skupini potrošniških cen

**industrijskega blaga razen emergentov so dajali mešane signale.**

Rast cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih v skupini neživilskih proizvodov za široko porabo, namenjenih domači prodaji, se je znižala z 0,9% v maju in juniju na 0,8% v juliju, vendar je ostala precej nad dolgoročnim povprečjem. V tej skupini se je stopnja rasti uvoznih cen julija zvišala na 0,8%, potem ko je junija znašala 0,5%. Vseeno pa se je v zgodnejših fazah cenovne verige rast cen proizvodov za vmesno porabo pri domačih proizvajalcih še naprej zmanjševala, najverjetneje deloma zaradi nedavnega znižanja cen emergentov. Cenovni pritiski so se zmanjšali tudi v zelo zgodnjih fazah cenovne verige, saj so se avgusta v primerjavi z julijem znižale tako cene nafte kot tudi drugih primarnih surovin v medletni stopnji inflacije.

<sup>4</sup> Ocenjuje se, da so spremembe statističnega izračuna počitnic v paketu v Nemčiji vplivale na znižanje inflacije brez hrane in emergentov v euroobmočju. Podrobnosti so v okvirju z naslovom »Dampening special effect in the HICP in July 2019« iz članka z naslovom »Economic Conditions in Germany«, *Monthly Report*, Deutsche Bundesbank, avgust 2019, str. 57–59.

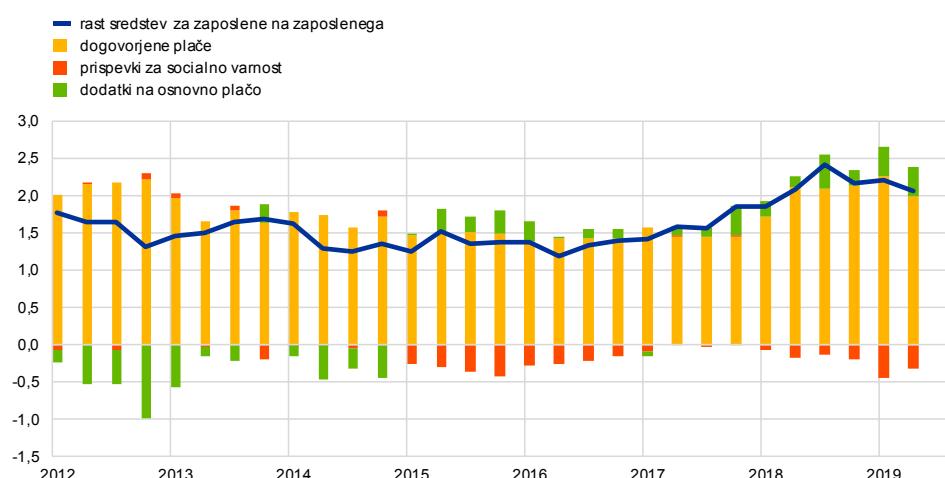
<sup>5</sup> Več informacij o omenjenih merilih osnovne inflacije je v okvirjih 2 in 3 članka z naslovom »Measures of underlying inflation for the euro area«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2018.

**Rast plač je ostala močna.** Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega se je v drugem četrtletju 2019 rahlo znižala in je znašala 2,1%, potem ko je v prvem četrtletju dosegla 2,2% (glej graf 15). Na stopnjo rasti v prvem in drugem četrtletju 2019 je vplival precejšen upad prispevkov za socialno varnost.<sup>6</sup> Medletna rast plač na zaposlenega, ki ne vključuje prispevkov za socialno varnost, je v drugem četrtletju znašala 2,4%, potem ko je v prvem četrtletju znašala 2,6% in v prejšnjem letu povprečno 2,3%. Medletna rast dogovorjenih plač v euroobmočju je v drugem četrtletju 2019 znašala 2,0% v primerjavi z 2,3% v prvem četrtletju, znižanje pa je bilo predvsem posledica enkratnih plačil v Nemčiji. Če odmislimo začasne dejavnike, se je medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega od sredine leta 2018 stabilizirala na ravni, ki je malce nad 2,1-odstotno dolgoročno povprečno ravnijo.<sup>7</sup>

### Graf 15

#### Prispevek komponent k sredstvu za zaposlene na zaposlenega

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019.

**Tržna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala na zelo nizki ravni, medtem ko so anketna merila prav tako na zgodovinsko nizki ravni.** Tržna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so v obravnavanem obdobju nekoliko upadla in se gibljejo malo nad zgodovinsko nizko ravnijo. Obrestna mera v 5-letnih obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 11. septembra 2019 znašala 1,22%, kar je okrog 7 bazičnih točk pod ravnijo v času julijске seje Sveta ECB o denarni politiki. Medtem ko verjetnost deflacji na podlagi tržnih pričakovanj vseeno ostaja majhna, pa 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. Po anketi ECB o napovedih drugih strokovnjakov za tretje četrtletje 2019 ter po julijski anketi Consensus Economics in Euro Zone Barometer so anketna merila dolgoročnih inflacijskih pričakovanj na rekordno nizki ravni.

<sup>6</sup> To je bilo povezano s trajnim znižanjem prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci, v prvem četrtletju 2019 v Franciji, ki je nadomestilo davčni odbitek zaradi spodbujanja zaposlenosti in konkurenčnosti (*crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi*).

<sup>7</sup> Dolgoročno povprečje temelji na podatkih od prvega četrtletja 1999 do drugega četrtletja 2019.

## Graf 16

### Tržna merila inflacijskih pričakovanj



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 11. september 2019.

**Po letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se osnovna inflacija v srednjeročnem obdobju zvišala.** Projekcije, ki temeljijo na informacijah na voljo konec avgusta, predvidevajo, da bo skupna inflacija v letu 2019 v povprečju znašala 1,2%, v letu 2020 1,0% in v letu 2021 1,5%, v primerjavi z 1,3%, 1,4% oziroma 1,6% za ista leta v junijskih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema (glej graf 17). Popravke je mogoče večinoma pojasniti s skupino emergentov, kjer so bile cene zaradi nižjih cen nafte opazno popravljene navzdol tako za leto 2019 kot tudi za leto 2020. Inflacija brez emergentov in hrane bo po projekcijah v letu 2020 ostala nespremenjena, nato pa se bo leta 2021 okrepila, k čemur bo prispevala predvidena krepitev gospodarske aktivnosti in s tem povezano okrevanje profitnih marž, ko se bo preteklo zvišanje stroškov dela preneslo na cene. Inflacija brez emergentov in hrane bo v letu 2019 narasla na 1,1%, v letu 2020 na 1,2% in v letu 2021 na 1,5%. Ta dinamika predstavlja popravek navzdol, ki je predvsem odraz dejanskih podatkov za letos, ki so bili do zdaj slabši od pričakovanih.

## Graf 17

### Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 12. septembra 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

Opombe: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2019 (dejanski podatki) in na zadnje četrletje 2021 (projekcije). Razponi, prikazani okrog osrednje projekcije, temelijo na razliki med dejanskimi vrednostmi in prejšnjimi projekcijami, ki se pripravljajo že več let. Širina razponov 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. Presečni datum za podatke v projekcijah je 29. avgust 2019.

## 5

## Denar in krediti

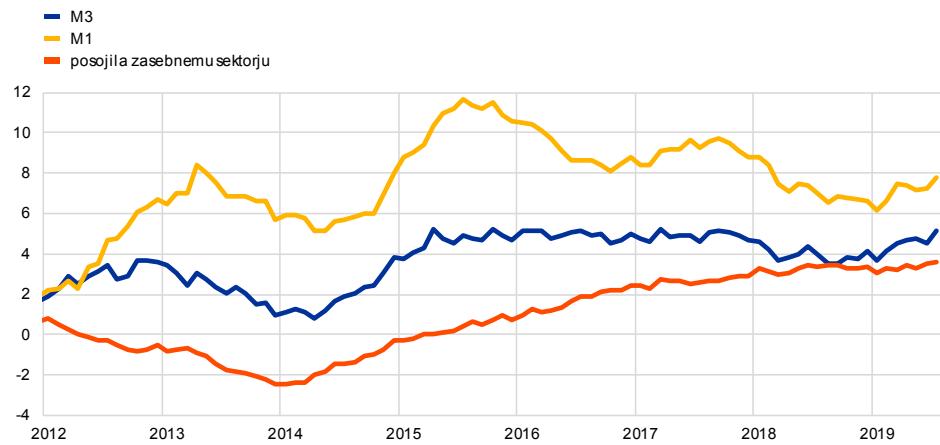
Medletna rast širokega denarja se je julija 2019 izrazito povečala, medtem ko so ostala posojila zasebnemu sektorju bolj ali manj nespremenjena. Rast agregata M3 je ostala vztrajna kljub upadanju samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev in kljub slabitvi gospodarskega zagona. Hkrati so pogoji financiranja za banke in bančni posojilni pogoji še naprej podpirali tokove posojil in s tem tudi gospodarsko rast. Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je bilo v drugem četrtletju 2019 močno, potem ko je v prvem četrtletju 2019 zabeležilo najvišjo vrednost neto izdajanja v okolju nadaljnjega izboljševanja razmer na obvezniških trgih.

**Julija se je rast širokega denarja izrazito povečala.** Medletna stopnja rasti agregata M3 se je z junijskih 4,5% julija 2019 povečala na 5,2% (glej graf 18) ter tako ponovno dosegla močne stopnje rasti, zabeležene med letoma 2015 in 2017. Višjo rast širokega denarja so podpirali nižji oportunitetni stroški, pri čemer je rast ostala vztrajna kljub izginjanju pozitivnega samodejnega prispevka neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in kljub šibkejšemu gospodarskemu zagonu. Ožji denarni agregat M1, ki vključuje najlikvidnejše komponente M3, je še naprej največ prispeval k rasti širokega denarja. Medletna stopnja rasti agregata M1 se je julija povečala na 7,8% (z junijskih 7,2%) in nadaljevala okrevanje, zabeleženo od začetka leta.

**Graf 18**

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombi: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2019.

**Vloge čez noč, ki so največ prispevale k rasti denarja, so še naprej močno rasle.** Medletna stopnja rasti vlog čez noč se je julija še povečala na 8,3%, kar je posledica močnega povečanja medletne rasti vlog čez noč v imetju nefinančnih družb in gospodinjstev. Med komponentami agregata M1 je medletna stopnja rasti gotovine v obtoku ostala trdna, čeprav ne izjemno visoka glede na pretekla gibanja. To kaže, da v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer v euroobmočju kot celoti ne prevladuje nadomeščanje vlog z gotovino. Na kratkoročne vloge razen vlog čez noč (tj. M2 minus M1) še naprej vplivajo nižji oportunitetni stroški imetja M3, tako da je bil prispevek k

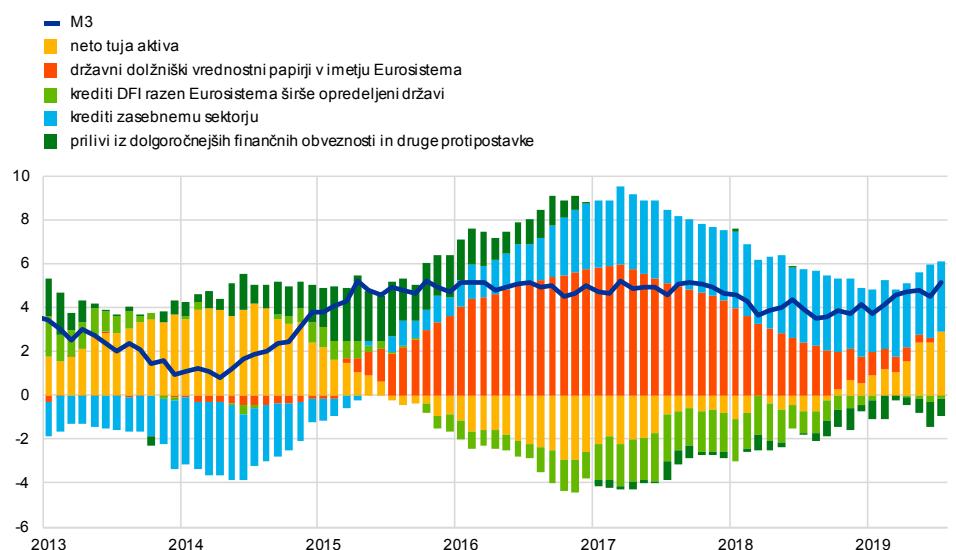
rasti M3 julija nevtralen. Hkrati so tržni instrumenti (M3 minus M2) še naprej negativno prispevali k rasti širokega denarja zaradi razmeroma nizkega obrestovanja teh instrumentov.

### **Prispevek zunanjih denarnih prilivov k rasti agregata M3 se je julija še okrepil.**

Upadanje samodejnega vpliva programa nakupa vrednostnih papirjev na M3 je večinoma odtehtal pozitivni prispevek kreditov zasebnemu sektorju, ki je ostal glavni vir ustvarjanja denarja (glej modri del stolpcev v grafu 19). Pozitivni prispevek državnih dolžniških vrednostnih papirjev in imetju Eurosistema k rasti denarnega agregata M3, kar je posledica samodejnega prispevka programa nakupa vrednostnih papirjev k rasti agregata M3, je postal majhen (glej rdeči del stolpcev v grafu 19). V zadnjih mesecih so manjši prispevek programa nakupa vrednostnih papirjev nadomestili zunanji denarni tokovi (glej rumeni del stolpcev v grafu 19). Naraščanje prispevka neto tuje aktive je posledica večjega interesa tujih vlagateljev za vrednostne papirje, izdane v euroobmočju.

**Graf 19**  
**M3 in protipostavke**

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



Vir: ECB.

Opombi: Krediti zasebnemu sektorju obsegajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniške vrednostne papirje v imetju DFI, ki jih je izdal zaseben nedenarni sektor euroobmočja. Obsegajo tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2019.

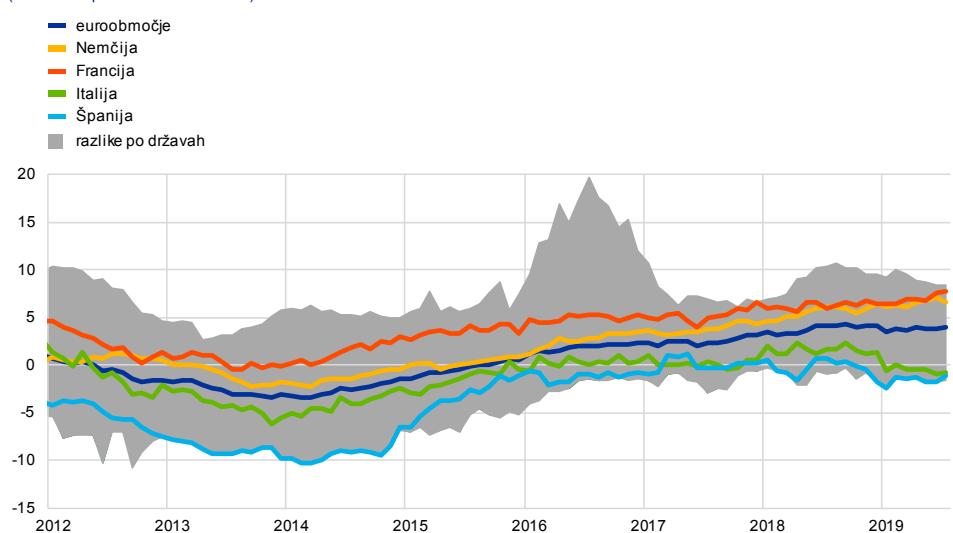
**Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju je ostala na splošno nespremenjena, nekateri ciklično občutljivi segmenti pa so bili šibki.** Julija je medletna stopnja rasti posojil denarnih finančnih institucij (DFI) zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) znašala 3,6% (v primerjavi s 3,5% v juniju) (glej graf 18). To je bilo predvsem posledica povečanja medletne stopnje rasti posojil gospodinjstvom, in sicer s 3,3% v juniju na 3,4% v juliju. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je torej še naprej sledila postopnemu trendu naraščanja ob podpori nadaljnega izboljšanja na trgu dela in še vedno ugodnih gibanj na stanovanjskih trgih. Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam je julija ostala nespremenjena na ravni 3,9%, potem ko je

septembra 2018 dosegla točko preobrata (na ravni 4,3%). To je sovpadalo s ciklično dinamiko zaostajanja za realno gospodarsko aktivnostjo in z upočasnitvijo skupnega povpraševanja v letu 2018. To se kaže zlasti v šibkih ciklično občutljivih segmentih, kot so kratkoročna posojila in posojila sektorju predelovalnih dejavnosti. Ugodni posojilni pogoji so na splošno še naprej podpirali rast posojil. Rast posojil podjetjem in gospodinjstvom je bila zaznamovana s precejšnjo heterogenostjo po državah (glej grafa 20 in 21), kar je med drugim posledica razlik med državami v poslovнем ciklu, različne razpoložljivosti drugih virov financiranja in raznolikih gibanj cen stanovanj po državah.

### Graf 20

#### Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)

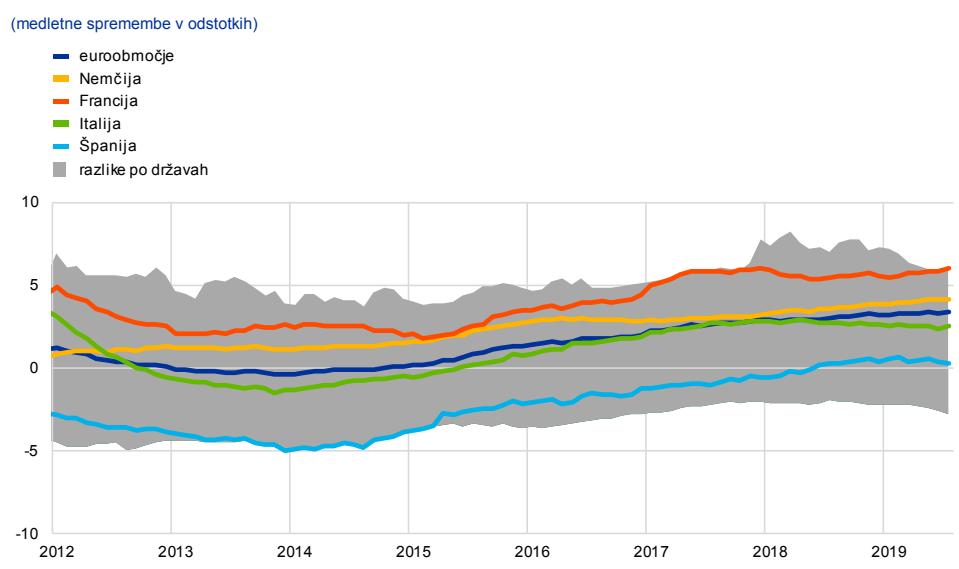


Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena 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 2019.

**Graf 21**

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja



Vir: ECB.

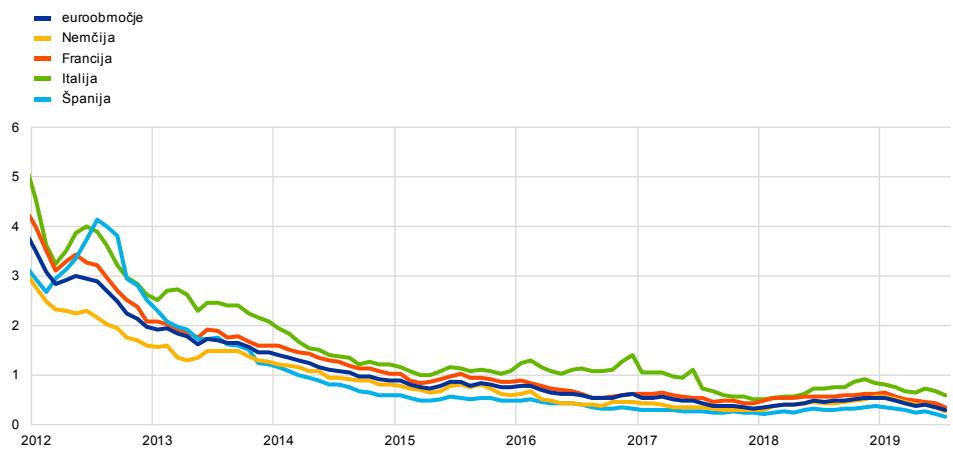
Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2019.

**Pogoji dolžniškega financiranja so se za banke še dodatno izboljšali.** Skupni stroški dolžniškega financiranja za banke v euroobmočju so se od začetka leta 2019 še zmanjšali, kar je na splošno skladno z gibanji tržnih referenčnih obrestnih mer (glej graf 22). To je bilo zlasti posledica precejšnjega znižanja donosnosti bančnih obveznic, medtem ko so ostale depozitne obrestne mere bank v euroobmočju blizu najnižjih vrednosti. V primerjavi z vlogami so bančne obveznice ostale dražji vir financiranja, ki je predstavljal majhen delež v skupnem bančnem dolžniškem financiranju. Izboljšanje na področju stroškov bančnega dolžniškega financiranja je bilo na splošno zabeleženo v vseh največjih državah euroobmočja. Banke v euroobmočju so v svojih odgovorih na anketo ECB o bančnih posojilih poročale tudi o boljšem dostopu do financiranja v prvi polovici leta 2019, zlasti zaradi dostopa do financiranja z dolžniškimi vrednostnimi papirji. Hkrati je bila raven stroškov financiranja za banke v največjih državah euroobmočja raznolika. V prvi polovici leta 2019 se je v bankah euroobmočja nekoliko zmanjšala razlika med posojilnimi in depozitnimi obrestnimi merami pri novih poslih. Na velikost te razlike močno vpliva možnost obračunavanja negativnih obrestnih mer na vloge nefinančnih družb, pri čemer se tu pojavljajo razlike med državami. Manjšanje razlike med posojilnimi in depozitnimi obrestnimi merami tako zavira dobičkonosnost bank. Vendar pa to odtehta pozitiven vpliv nizkih ali celo negativnih obrestnih mer na kreditno kvaliteto (s čimer se znižujejo stroški rezervacij) in na obseg posojil. Pogoji financiranja za banke v euroobmočju so še naprej ugodni zaradi spodbujevalno naravnane denarne politike ECB in kreditne bančnih bilanc. Kljub napredku bank na področju konsolidiranja svojih bilanc, na primer z zmanjševanjem obsega nedonosnih posojil, ostaja stopnja dobičkonosnosti bank v euroobmočju nizka.

## 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.

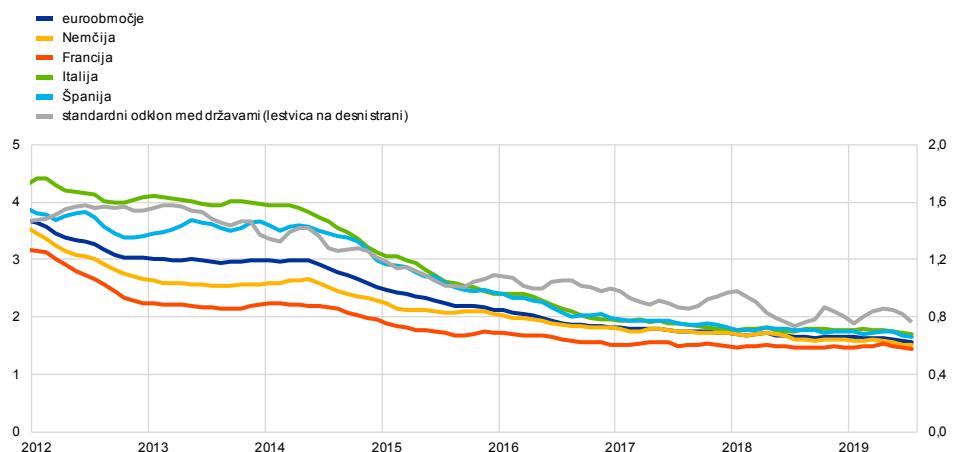
Opombi: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki se nanašajo na julij 2019.

**Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom so se še znižale.** To je bilo bolj ali manj v skladu z gibanji tržnih referenčnih obrestnih mer. Julija 2019 so skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 23) znašale 1,56%, kar je le malo več od najniže ravni, medtem ko so skupne obrestne mere za stanovarska posojila julija dosegle novo najnižjo stopnjo, ko so se znižale na 1,61% (glej graf 24). Obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom v euroobmočju so zavirali konkurenčni pritiski in ugodnejši stroški bančnega financiranja. Od napovedi ukrepov ECB za sprostitev kreditnih razmer junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom na splošno precej znižale. Od maja 2014 do julija 2019 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 140 bazičnih točk, za posojila gospodinjstvom pa za okoli 130 bazičnih točk. Znižanje obrestnih mer bank za posojila nefinančnim družbam in tudi za posojila malim podjetjem (ob predpostavki, da se zelo nizka posojila do 0,25 milijona EUR odobravajo predvsem malim podjetjem) je bilo še posebno pomembno v tistih državah euroobmočja, ki jih je finančna kriza bolj prizadela. To nakazuje bolj enotno transmisijo ukrepov denarne politike na obrestne mere za bančna posojila med državami euroobmočja in podjetji različnih velikosti.

### Graf 23

#### Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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



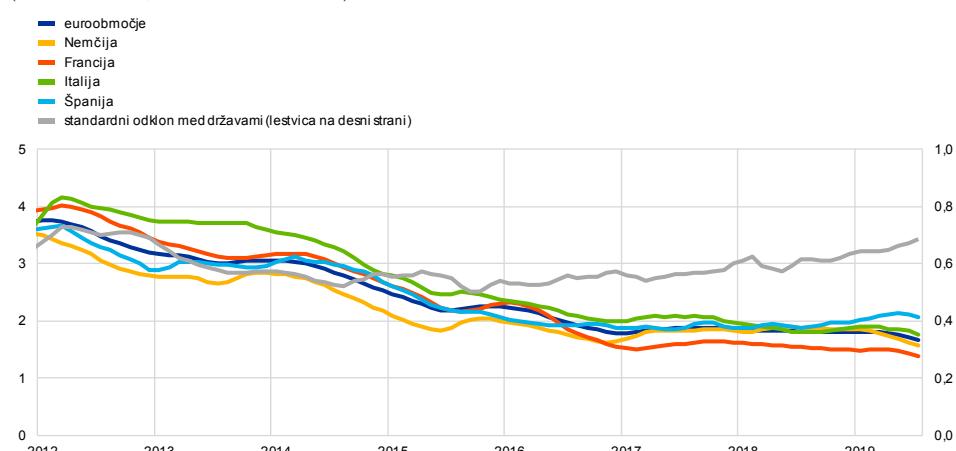
Vir: ECB.

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 2019.

### 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 2019.

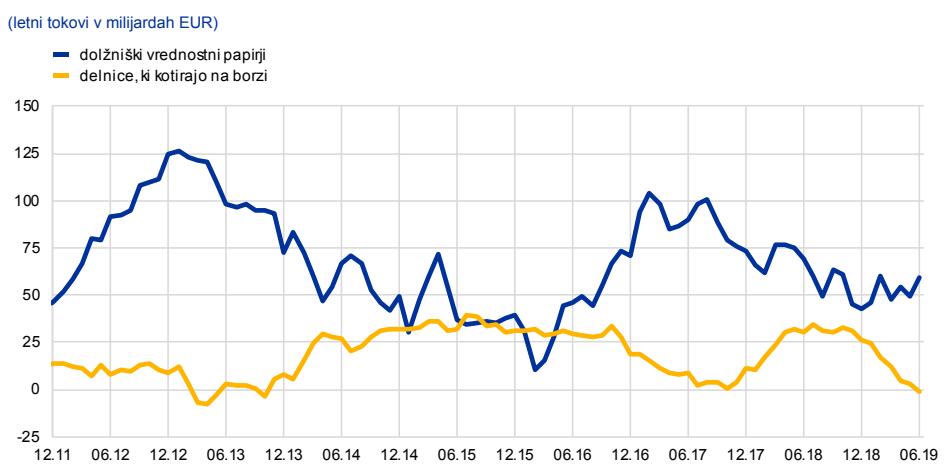
**Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe euroobmočja so bili v drugem četrletju 2019 bolj ali manj nespremenjeni, potem ko so se v četrletju prej močno zmanjšali.** Zadolževanje pri bankah se je med četrletjem okrepilo, medtem ko je ostalo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev na solidni ravni. Nasprotno je ostalo neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, in najemanje posojil od nedenarnih sektorjev šibko. V primerjavi s preteklimi gospodarskimi upočasnitvami so ostali tokovi dolžniškega financiranja v nefinančne družbe dokaj vztrajni. To je posledica ugodnih pogojev dolžniškega financiranja, večjega prispevka storitev in nepremičninskih dejavnosti k skupni gospodarski rasti,

solidne rasti podjetniških naložb in upočasnitve rasti dobička, vse ti dejavniki pa so spodbujali obseg dolžniškega financiranja.

**Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je ostalo v drugem četrtletju 2019 precej močno, čeprav se je zmanjšalo v primerjavi s četrtletjem prej, ko je bila raven najvišja po letu 1999.** Umirjanje neto izdajanja dolžniških vrednostnih papirjev v drugem četrtletju 2019 je skladno s tipično sezonsko dinamiko v tej podatkovni seriji ter z učinkom odplačila, potem ko je bilo v četrtletju prej neto izdajanje zelo močno (42 milijard EUR). Poleg tega so se od aprila do junija 2019 stroški tržnega dolžniškega financiranja zmanjšali za nadaljnjih 25 bazičnih točk in so tako še naprej podpirali neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev. S srednjeročnega vidika je videti, da se je postopna upočasnitev medletnih tokov neto izdajanja, ki se je začela leta 2017, vsaj začasno zaustavila (glej graf 25), kar potrjuje znake postopne stabilizacije, zabeležene od začetka leta 2019. Tržni podatki kažejo, da je bilo neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev julija in avgusta 2019 še naprej močno, čeprav omejeno na izdajatelje obveznic naložbenega razreda, medtem ko je bilo izdajanje visoko donosnih obveznic še naprej precej bolj umirjeno kakor v drugem četrtletju 2019. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, se je še naprej umirjalo in postal v drugem četrtletju 2019 negativno zaradi skromnih prevzemnih aktivnosti in tudi zaradi nadaljnje rasti stroškov financiranja z lastniškimi vrednostnimi papirji.

### Graf 25

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



Vir: ECB.

Opombi: Mesečni podatki temeljijo na 12-mesečnem tekočem obdobju. Zadnji podatki se nanašajo na junij 2019.

**Stroški financiranja za nefinančne družbe so bili junija 2019 rahlo višji od najniže vrednosti, dosežene aprila 2019.** Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so junija 2019 znašali 4,6%. To je bilo 16 bazičnih točk več kot aprila 2019, ko so bili stroški financiranja najnižji, vendar pa še vedno manj kakor sredi leta 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Povečanje stroškov financiranja je mogoče pripisati višjim stroškom lastniških

vrednostnih papirjev (zaradi naraščanja premij za tveganje), ki jih je le deloma odtehtalo nadaljnje zmanjšanje stroškov tržnega dolžniškega financiranja. Po ocenah naj bi v prihodnjih dveh mesecih ostali skupni stroški financiranja na splošno nespremenjeni na ravni, doseženi junija 2019.

## Javnofinančna gibanja

*Po napovedih se bo javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju povečal zaradi nižjega primarnega salda v celotnem obdobju napovedi (2019–2021). Zaradi ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti ter pozitivnega primarnega salda, čeprav se ta zmanjšuje, se delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP še naprej zmanjšuje. Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo po pričakovanjih še naprej rahlo ekspanzivna, s čimer bo nekoliko spodbujala gospodarsko aktivnost. Ob vse šibkejših gospodarskih obetih in nadaljnjih izrazitih navzdol usmerjenih tveganjih bi morale vlade, ki imajo fiskalni manevrski prostor in se soočajo z upočasnitvijo gospodarstva, ukrepati učinkovito in pravočasno. Obenem bi morale vlade v državah, ki imajo visok javni dolg, izvajati preudarne politike ter izpolniti cilje na področju strukturnega salda. S tem bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev.*

**Proračunski saldo širše opredeljene države naj bi se v euroobmočju v obdobju projekcij po pričakovanjih znižal.**<sup>8</sup> Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrskih makroekonomskih projekcijah napovedujejo povečanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 0,5% BDP v letu 2018 na 0,8% BDP v letu 2019. To je posledica nižjega ciklično prilagojenega primarnega salda, kar deloma odtehtajo nižji odhodki za obresti, medtem ko ostaja ciklična komponenta na splošno nespremenjena. Višji primanjkljaj bo predvidoma vztrajal tudi leta 2020 in se leta 2021 še zvišal na 1,0% BDP (glej graf 26) zaradi nadaljnega zmanjševanja ciklično prilagojenega primarnega salda.

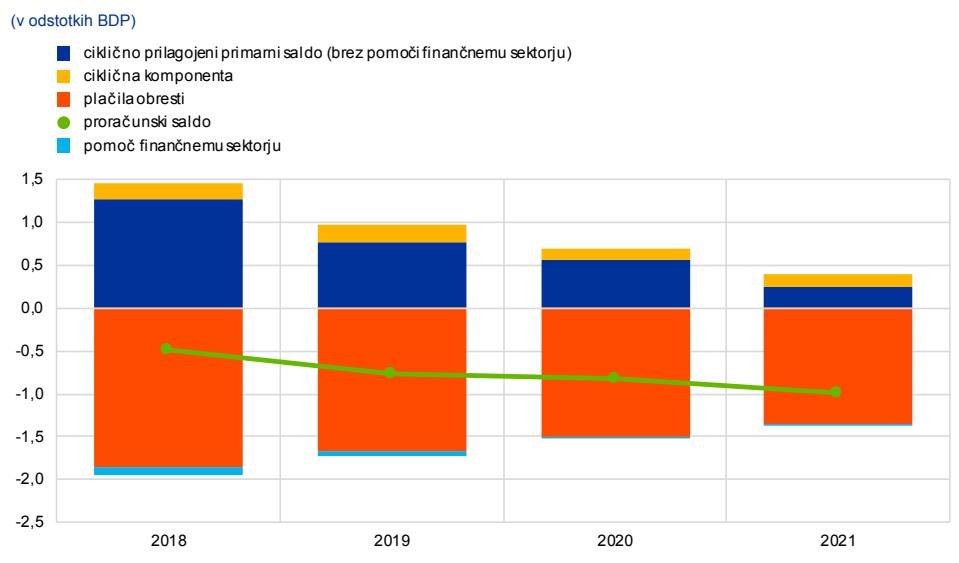
**Obeti glede proračunskega salda širše opredeljene države v euroobmočju so v primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema približno nespremenjeni.** Medtem ko naj bi bil delež primanjkljaja leta 2019 po napovedih rahlo nižji zaradi višjega ciklično prilagojenega primarnega salda, je bil za leto 2021 popravljen rahlo navzgor zaradi manj ugodne ciklične komponente.

---

<sup>8</sup> Glej članek z naslovom »[Septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje](#)«, ki je bil 12. septembra 2019 objavljen na spletnem mestu ECB.

## Graf 26

### Proračunski saldo in komponente



Viri: ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

**Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju bo v celotnem obdobju napovedi po ocenah rahlo ekspanzivna.<sup>9</sup>** Popuščanje naravnosti javnofinančne politike leta 2019 je zlasti posledica zmanjšanja neposrednih davkov v Franciji in Nemčiji ter povečanja javnih izdatkov v Nemčiji. V prihodnjih dveh letih bo naravnost še naprej rahlo ekspanzivna zlasti zaradi nadaljnjega zmanjšanja neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost v večini večjih držav euroobmočja.

**Skupni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP naj bi se še naprej zmanjševal.** Strokovnjaki ECB v letošnjih septembrisih makroekonomskih projekcijah napovedujejo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP s 85,4% leta 2018<sup>10</sup> na 81,2% leta 2021. K predvidenemu zmanjšanju deleža javnega dolga naj bi prispevala negativna razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP<sup>11</sup> ter vztrajni primarni presežek, čeprav naj bi se po pričakovanjih postopoma zmanjševala (glej graf 27). V obdobju projekcij naj bi se delež javnega dolga v vseh državah euroobmočja zmanjšal, čeprav bo v nekaterih še naprej precej večji od referenčne vrednosti 60% BDP. V primerjavi z letošnjimi junijskimi projekcijami se pričakuje, da bo zmanjšanje skupnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP nekoliko počasnejše, pri čemer je predvideni delež za leto 2021 popravljen navzgor za 0,7 odstotne točke. Povečanje je posledica popravka razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP navzgor, nižjega primarnega

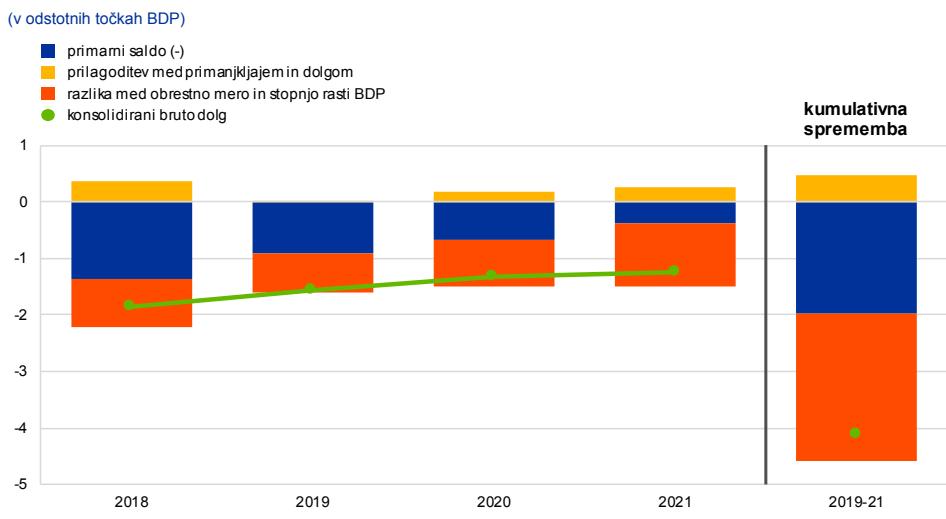
<sup>9</sup> Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Tukaj se meri kot spremembu ciklično prilagojenega primarnega salda brez državne pomoči finančnemu sektorju. Koncept naravnosti javnofinančne politike v euroobmočju je podrobneje obravnavan v članku z naslovom »The euro area fiscal stance«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, junij 2016.

<sup>10</sup> Morebitno odstopanje od najnovejših potrjenih podatkov Eurostata je posledica tega, da so v projekcijah navadno upoštevane zadnje revizije podatkov.

<sup>11</sup> Več informacij je v okvirju z naslovom »Razlika med obrestno mero in stopnjo rasti BDP ter gibanje javnega dolga«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, marec 2019.

presežka in statističnih popravkov deleža javnega dolga v razmerju do BDP za leto 2018.

**Graf 27**  
Dejavniki sprememb javnega dolga



Viri: ECB in septembske makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

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

### Države morajo pripraviti proračun za leto 2020 v skladu z določbami

**javnofinančnega okvira EU.** Ob slabšanju gospodarskih obetov in še naprej izrazitih navzdol usmerjenih tveganj bi morale vlade, ki imajo fiskalni manevrski prostor in se soočajo z upočasnitvijo gospodarstva, ukrepati pravočasno in učinkovito. V državah, ki imajo visok javni dolg, morajo vlade izvajati preudarne politike ter izpolniti cilje na področju strukturnega salda. S tem bodo ustvarile pogoje za prosto delovanje avtomatičnih stabilizatorjev. Vse države bi morale okrepliti prizadevanja, da dosežejo rasti prijaznejšo sestavo javnih financ.

# Okvirji

## 1 Septembrski sveženj ukrepov denarne politike

Pripravila Julian Schumacher in Ine Van Robays

**Svet ECB je bil na septembrski seji soočen s podatki o daljšem obdobju upočasnitve gospodarstva v euroobmočju, kot je bilo sprva pričakovano, z vztrajnimi in pomembnimi navzdol usmerjenimi tveganji ter z nadaljnjam prepočasnim približevanjem inflacije srednjeročnemu inflacijskemu cilju.**

Inflacijski obeti so bili še naprej nižji od ciljne ravni Sveta ECB, in sicer zaradi počasnejše dinamike rasti v euroobmočju. Niti realizirana niti napovedna stopnja inflacije se v zadnjih mesecih ni okreplila, merila osnovne inflacije so na splošno ostala umirjena, tržni in anketni kazalniki dolgoročnih inflacijskih pričakovanj pa se nahajajo na zgodovinsko nizki ravni. To izhaja tudi iz najnovejših projekcij strokovnjakov ECB za euroobmočje, ki kažejo nadaljnje upadanje inflacijskih in gospodarskih obetov.

**Svet ECB je v skladu s svojim mandatom, da zagotovi cenovno stabilnost v euroobmočju, sprejel obsežen sveženj ukrepov denarne politike.** V svežnju je pet elementov: (i) znižanje obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, (ii) prilagoditev prihodnje usmeritve denarne politike glede gibanja ključnih obrestnih mer ECB, (iii) ponoven začetek izvajanja neto nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, (iv) spremenjen način izvajanja nove serije ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja (CUODR III), (v) uvedba dvostopenjskega sistema obrestovanja rezervnih imetij. Ti ukrepi se pri zagotavljanju spodbude s strani denarne politike medsebojno dopolnjujejo. Ohranili bodo finančne pogoje v različnih segmentih trga, ki lahko v zadostnih meri spodbudijo ponoven zagon rasti in zasidranje inflacijskih pričakovanj. Prispevajo k ohranjanju ugodnih pogojev najemanja bančnih posojil in k nemoteni transmisiji spodbujevalno naravnane denarne politike v realno gospodarstvo.

**Prvič, Svet ECB je sklenil znižati obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita na -0,50%.** V okolju presežne likvidnosti je obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita sidro kratkoročnih obrestnih mer, na katerih po drugi strani temelji transmisijski mehanizem denarne politike. Obrestna mera na medbančnem trgu (EONIA) sidra krivuljo zamenjav na indeks transakcij čez noč v euroobmočju, ki je podlaga za določanje cene številnih finančnih instrumentov in še posebno referenčnih obrestnih mer, ki so pomembne pri fiksiranju posojilnih obrestnih mer. Z znižanjem obrestne mере za odprto ponudbo mejnega depozita se tako zagotavlja spodbuda s strani denarne politike v celotni časovni strukturi obrestnih mer, kar predstavlja podlago za stroške financiranja podjetij in gospodinjstev. Z znižanjem obrestne mere za mejni depozit za 10 bazičnih točk bo tako zagotovljena dodatna spodbuda, banke pa bodo poleg tega motivirane, da gospodarstvu odobravajo posojila, namesto da zadržujejo likvidnost, kar naj bi podprlo kanal prilaganja sestave portfeljev prek programa nakupa vrednostnih papirjev.

**Drugič, Svet ECB je pokazal jasno smer prihodnjega gibanja kratkoročnih obrestnih mer s tem, ko je spremenil od razmer odvisen element prihodnje usmeritve denarne politike.** Sprememba dopolnjuje poudarek, ki ga Svet ECB daje simetriji v inflacijskem cilju, kot je izpostavil na julijski seji, s čimer je učvrstil svojo odločenost, da z enako zavezanostjo ukrepa v primeru inflacije, ki je pod opredelitvijo cenovne stabilnosti, in v primeru inflacije, ki se giblje nad to opredelitvijo. Na septembrski seji je bila prihodnja usmeritev denarne politike dodatno pojasnjena.

**Svet ECB je sedaj okreplil od razmer odvisen element prihodnje usmeritve, saj ga je povezal s strožjimi pogoji glede inflacijskih obetov.** Z okreplitvijo je pojasnjena funkcija Sveta ECB, da se odziva na gibanje inflacijskih obetov. Svet ECB tako sedaj pričakuje, da bodo ključne obrestne mere ECB ostale »na sedanji ali nižji ravni tako dolgo, dokler se inflacijski obeti v obdobju projekcij zanesljivo ne približajo ravni pod 2%, vendar dovolj blizu te meje, in se takšno približevanje dosledno ne odraža v gibanju osnovne inflacije«. Sklicevanje na raven, ki je pod 2%, vendar dovolj blizu te meje, signalizira, da se morajo inflacijski obeti precej dvigniti s trenutne realizirane in pričakovane ravni ter da bo treba približevanje inflacijskih obetov ciljni ravni spremljati znotraj obdobja projekcij. Poleg tega se bodo morali inflacijski obeti približevati ciljni ravni zanesljivo, kar pomeni, da hoče biti Svet ECB prepričan, da je proces približevanja v zadostni meri zrel in realističen, preden začne dvigovati obrestne mere denarne politike. Izjava, da se mora približevanje odražati v gibanju osnovne inflacije, zagotavlja, da mora biti gibanje realizirane inflacije osnova za inflacijske obete. Ti elementi so varovalo pred pretiranim odzivanjem na začasne inflacijske šoke ter na napake v napovedih in pri merjenju.

**Okrepljena prihodnja usmeritev denarne politike poudarja zavezanost Sveta ECB ohranjanju zelo spodbujevalno naravnane denarne politike tako dolgo, dokler bo potrebno, da inflacija vzdržno doseže raven okrog srednjeročnega cilja.** Poleg tega je Svet ECB nakazal, da bi se lahko obrestne mere še dodatno znižale, če bi to terjali inflacijski obeti, s čimer je ohranil »ekspanzivno pritranskost« v zvezi s ključnimi obrestnimi merami.

**Tretjič, Svet ECB je sklenil, da se bodo ponovno začeli izvajati neto nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer na mesečni ravni 20 milijard EUR, ter da bo reinvestiranje potekalo še daljše časovno obdobje.** Z obnovitvijo neto nakupov vrednostnih papirjev bo gibanje dolgoročnih obrestnih mer omejeno zaradi zmanjšanja premij za tveganje. Obenem je Svet ECB sklenil, da bo glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa, še naprej v celoti ponovno investiral, in sicer daljše obdobje po datumu, ko bo začel dvigovati ključne obrestne mere, vsekakor pa tako dolgo, kot bo potrebno, da se vzdržujejo ugodne likvidnostne razmere in velika stopnja spodbujevalne naravnosti denarne politike. Svet ECB je sklenil tudi, da bo možnost nakupa vrednostnih papirjev, katerih donosnost je pod obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita, po potrebi razširil na tisti del programa, ki vključuje zasebni sektor, tj. tretji program nakupa kritih obveznic, program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Razširitev bo omogočala nadaljnje nemoteno izvajanje programa nakupa vrednostnih papirjev, odražala pa bo tudi

spremembe v tržnih obrestnih merah glede na obrestno mero za odprto ponudbo mejnega depozita.

**Ponovno izvajanje neto nakupov bo dopolnilo vpliv, ki ga ima prihodnja usmeritev na obrestne mere, saj naj bi se nakupi izvajali tako dolgo, kot bo potrebno, da se okrepi spodbujevalni učinek ključnih obrestnih mer, ter se končali tik pred začetkom dviganja obrestnih mer.** S tem se bo okreplila vloga signaliziranja, ki jo imajo ključne obrestne mere. Ker od razmer odvisen element prihodnje usmeritve glede gibanja ključnih obrestnih mer ECB temelji na gibanju napovedane in osnovne inflacije, je časovno obdobje neto nakupov pogojeno z inflacijskimi obeti. Poleg tega se s povezovanjem politike reinvestiranja z obrestnimi merami tudi zagotavlja, da se časovno obdobje reinvestiranja giblje skupaj s pričakovanim gibanjem obrestnih mer, kar krepi spodbujevalni učinek obrestnih mer.

**Četrtič, Svet ECB je sklenil prilagoditi način izvajanja operacij CUODR III.** Cena novih operacij je zdaj privlačnejša. Tako je bil odstranjen pribitek v višini 10 bazičnih točk nad začetno in najnižjo posojilno obrestno mero, ki je bil napovedan junija. Obrestna mera v vsaki operaciji bo po novem določena na ravni povprečne obrestne mere v operacijah glavnega refinanciranja v času trajanja posamezne operacije CUODR III. Bankam, katerih posojila presegajo določeno referenčno vrednost, bo na voljo nižja obrestna mera, ki je lahko celo tako nizka kot povprečna obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita. Nova cena bo omogočala ugodne pogoje financiranja za banke, kar jih bo spodbujalo, da bodo še naprej nudile ugodna posojila podjetjem in gospodinjstvom. Poleg tega je bila ročnost operacij CUODR III podaljšana z dveh na tri leta, da bi bila njihova dolžina bolj usklajena s tipično ročnostjo bančnega financiranja investicijskih projektov. S tem se krepi podpora, ki jo operacije CUODR III dajejo financiranju realnega gospodarstva. Nasprotne stranke bodo imele tudi možnost prostovoljnega predčasnega odplačila izposojenih sredstev, in sicer četrletno po dveh letih od poravnave vsake operacije. Z omenjenimi spremembami se bodo ohranili ugodni pogoji za bančna posojila, zagotovila nemotena transmisija denarne politike ter nadalje podprla spodbujevalno naravnana denarna politika.

**Petič, Svet ECB je sklenil uvesti dvostopenjski sistem obrestovanja rezervnih imetij, pri čemer je del bančnih imetij presežne likvidnosti izzet iz uporabe negativne obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita.** Svet ECB natančno spremlja morebitne stranske učinke negativnih obrestnih mer na bančno posredništvo, pri čemer lahko takšni učinki postanejo izrazitejši, čim dlje negativne obrestne mere veljajo in čim bolj so nizke. V tem pogledu bo z dvostopenjskim sistemom mogoče ohraniti pozitiven vpliv politike negativnih obrestnih mer na gospodarstvo, saj bo odtehtal del neposrednega vpliva na dobičkonosnost bank. Največji obseg rezervnih imetij nad obveznimi rezervami, ki bo izzet iz uporabe obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita – izzeti del – bo določen kot večkratnik obveznih rezerv kreditne institucije. Večkratnik, ki se bo uporabljal od sedmega obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019, bo 6, izzeti del pa se bo

obrestoval po letni obrestni meri 0%.<sup>12</sup> Stopnja obrestovanja izvzetega dela rezervnih imetij in večkratnik, s katerim se določa največja velikost tega dela, se lahko sčasoma spreminja, odvisno od razmer na denarnem trgu. V sedanjih likvidnostnih razmerah<sup>13</sup> naj bi izvzeti del znašal 43% imetij presežne likvidnosti, če kreditne institucije izvzetje v celoti izkoristijo. To bo spodbudilo transmisijo denarne politike preko bančnega sistema ter s tem izboljšalo učinkovitost politike negativnih obrestnih mer pri prenosu nizkih obrestnih mer denarne politike na bančne obrestne mere za posojila.

**S celovitim svežnjem ukrepov denarne politike se bo spodbudilo približevanje inflacije ciljni ravni Sveta ECB.** Septembrski sklepi o denarni politiki bodo prek vsakega od ukrepov ter prek njihove medsebojne krepitve zagotovili precejšnjo spodbudo s strani denarne politike, s čimer bo podjetjem in gospodinjstvom omogočeno nadaljnje najemanje posojil po zelo privlačnih obrestnih merah. Ugodni pogoji financiranja bodo spodbujali gospodarsko rast, saj podpirajo dinamiko potrošnje in naložb, kar bo po drugi strani podpiralo približevanje inflacije ciljni ravni Sveta ECB.

**Vsekakor je Svet ECB ponovno poudaril, da je še naprej pripravljen, da po potrebi ustrezno prilagodi kateregakoli od instrumentov, da bo inflacijo vzdržno usmeril proti inflacijskemu cilju.** Zelo spodbujevalno naravnana denarna politika bo potrebna še dalj časa. Septembrski svežnj ukrepov denarne politike potruje odločenost in pripravljenost Sveta ECB, da pri izpolnjevanju cilja cenovne stabilnosti zagotovi potrebno spodbudo s strani denarne politike. Če se bodo inflacijski obeti še naprej gibali na ravni, ki je precej pod inflacijskim ciljem, je Svet ECB še naprej pripravljen, da po potrebi uporabi vse instrumente, s čimer bo zagotovil, da se bo v skladu z zavezanostjo simetriji inflacija vzdržno približevala ciljni ravni pod 2%, vendar blizu te meje, v srednjeročnem obdobju.

---

<sup>12</sup> Velikost izvzetega dela je določena na podlagi povprečnega stanja na računu rezerv kreditnih institucij ob koncu koledarskega dneva v obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Če vključimo obvezne rezerve, ki se obrestujejo po obrestni meri za operacije glavnega refinanciranja (trenutno 0%), je tako največji skupni znesek rezerv (tj. obveznih plus presežnih rezerv), za katere obrestna mera za odprto ponudbo mejnega depozita ne velja, omejen na sedemkratnik obveznih rezerv.

<sup>13</sup> Na podlagi povprečnih obveznih rezerv in imetij presežne likvidnosti v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019. Glej okvir 2 z naslovom »Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 17. aprila do 30. julija 2019« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

## 2

# Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 17. aprila do 30. julija 2019

Pripravila Annette Kamps in Christian Lizarazo

**V tem okvirju so opisane likvidnostne razmere v Eurosistemuh in operacije denarne politike ECB v tretjem in četrtem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019, ki sta trajali od 17. aprila do 11. junija 2019 oziroma od 12. junija do 30. julija 2019.** V navedenih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprtou ponudbo mejnega posojila in odprtou ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma -0,40%. Hkrati je Eurosistem nadaljeval fazo ponovnega investiranja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, pri čemer je ponovno investiral glavnico zapadnih vrednostnih papirjev javnega sektorja, kritih obveznic, listinjenih vrednostnih papirjev in vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja.

## Likvidnostne potrebe

**V obravnavanem obdobju so agregatne povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.511,3 milijarde EUR, kar je za 14,9 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. prvem in drugem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2019) (glej tabelo A).** Rahlo povečanje likvidnostnih potreb je bilo predvsem posledica povečanja neto avtonomnih dejavnikov v obravnavanem obdobju, in sicer za 13,0 milijarde EUR na 1.381,3 milijarde EUR.

**Povečanje neto avtonomnih dejavnikov je bilo posledica povečanja dejavnikov umikanja likvidnosti, ki je več kot odtehtalo rast dejavnikov povečevanja likvidnosti.** K povečanju dejavnikov umikanja likvidnosti so prispevali predvsem »drugi avtonomni dejavniki«, ki so se v povprečju povečali za 28,2 milijarde EUR na 788,7 milijarde EUR, in bankovci v obtoku, ki so se v povprečju povečali za 21,8 milijarde EUR na 1.234,1 milijarde EUR. Vloge države, ki so lahko sezonsko volatilne, so v obravnavanem obdobju v povprečju ostale približno nespremenjene na ravni 270,5 milijarde EUR (povečale so se za 7,2 milijarde EUR). Med dejavniki povečevanja likvidnosti se je neto aktiva v eurih v povprečju povečala za 16,3 milijarde EUR na 213,0 milijarde EUR, medtem ko je bilo v prejšnjem obravnavanem obdobju povečanje močnejše zaradi sezonske dinamike ob koncu leta. Ker se je vrednost neto tuje aktive v povprečju zvišala za 27,9 milijarde EUR, kar je podobno kot v prejšnjem obravnavanem obdobju, so se povečali tudi dejavniki povečevanja likvidnosti.

**Tabela A**  
Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

**Pasiva – likvidnostne potrebe**

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019						Prejšnje obravnavano obdobje: 30. januar–16. april 2019	
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–30. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>2.293,3</b>	<b>(+57,2)</b>	<b>2.253,4</b>	<b>(+3,5)</b>	<b>2.339,0</b>	<b>(+85,6)</b>	<b>2.236,1</b>	<b>(+59,3)</b>
Bankovci v obtoku	1.234,1	(+21,8)	1.228,1	(+12,4)	1.240,8	(+12,7)	1.212,2	(+2,2)
Vloge države	270,5	(+7,2)	248,3	(−22,2)	295,9	(+47,6)	263,3	(+27,2)
Drugi avtonomni dejavniki	788,7	(+28,2)	776,9	(+13,3)	802,3	(+25,3)	760,6	(+29,9)
<b>Tekoči računi</b>	<b>1.372,5</b>	<b>(+1,2)</b>	<b>1.404,6</b>	<b>(+25,6)</b>	<b>1.335,7</b>	<b>(−68,9)</b>	<b>1.371,3</b>	<b>(+13,7)</b>
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>717,5</b>	<b>(−40,1)</b>	<b>730,8</b>	<b>(−17,3)</b>	<b>702,3</b>	<b>(−28,5)</b>	<b>757,6</b>	<b>(−7,3)</b>
Obvezne rezerve <sup>1</sup>	130,1	(+1,9)	128,8	(+0,4)	131,5	(+2,6)	128,1	(+1,1)
Odprta ponudba mejnega depozita	587,4	(−42,0)	601,9	(−17,7)	570,8	(−31,1)	629,4	(−8,4)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)

## Aktiva – ponudba likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019						Prejšnje obravnavano obdobje: 30. januar–16. aprila 2019	
	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv 17. april–11. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv 12. junij–30. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv					
<b>Avtonomni likvidnostni dejavniki</b>	<b>912,3</b> <b>(+44,2)</b>	<b>904,9</b> <b>(+18,0)</b>	<b>920,8</b> <b>(+16,0)</b>	<b>868,1</b> <b>(+75,4)</b>				
Neto tuja aktiva	699,4	(+27,9)	689,7	(+11,1)	710,3	(+20,6)	671,4	(+32,2)
Neto aktiva v eurih	213,0	(+16,3)	215,1	(+6,9)	210,5	(-4,6)	196,6	(+43,2)
<b>Instrumenti denarne politike</b>	<b>3.341,2</b> <b>(-27,9)</b>	<b>3.355,2</b> <b>(-6,8)</b>	<b>3.325,1</b> <b>(-30,0)</b>	<b>3.369,1</b> <b>(-10,8)</b>				
Operacije odprtega trga	3.341,0	(-28,0)	3.354,8	(-7,1)	3.325,1	(-29,7)	3.369,0	(-10,7)
Avkcijski postopki	715,1	(-12,6)	724,2	(-1,8)	704,7	(-19,5)	727,7	(-4,9)
Operacije glavnega refinanciranja	5,1	(-0,8)	5,5	(-0,2)	4,6	(-0,9)	5,9	(-1,5)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	3,3	(-0,7)	3,3	(-0,3)	3,3	(-0,0)	3,9	(-0,7)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)	0,0	(+0,0)
Dokončni portfelji	2.625,9	(-15,4)	2.630,6	(-5,2)	2.620,4	(-10,3)	2.641,3	(-5,9)
Prvi program nakupa kritih obveznic	3,1	(-1,0)	3,2	(-0,7)	2,9	(-0,3)	4,1	(-0,2)
Drugi program nakupa kritih obveznic	3,5	(-0,4)	3,5	(-0,3)	3,4	(-0,1)	3,9	(-0,1)
Tretji program nakupa kritih obveznic	261,7	(-0,5)	261,9	(-0,1)	261,5	(-0,4)	262,2	(-0,1)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	61,4	(-3,9)	62,8	(+0,1)	59,7	(-3,1)	65,3	(-7,7)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	26,1	(-0,0)	26,2	(+0,3)	26,0	(-0,2)	26,2	(-1,5)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	2.092,4	(-9,2)	2.095,2	(-4,4)	2.089,2	(-6,0)	2.101,6	(+2,9)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	177,7	(-0,3)	177,7	(-0,1)	177,6	(-0,1)	178,0	(+0,9)
<b>Mejno posojilo</b>	<b>0,2</b> <b>(+0,1)</b>	<b>0,4</b> <b>(+0,3)</b>	<b>0,0</b>	<b>(-0,3)</b>	<b>0,1</b>	<b>(-0,1)</b>		

## Druge informacije o likvidnosti

(povprečje; v milijardah EUR)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019							Prejšnje obravnavano obdobje: 30. januar–16. aprila 2019
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–30. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Agregatne likvidnostne potrebe	1.511,3	(+14,9)	1.477,4	(–14,3)	1.550,0	(+72,6)	1.496,4	(–15,1)
Avtonomni dejavniki <sup>2</sup>	1.381,3	(+13,0)	1.348,6	(–14,7)	1.418,6	(+70,0)	1.368,3	(–16,2)
Presežna likvidnost	1.829,6	(–42,9)	1.877,4	(+7,3)	1.775,1	(–102,3)	1.872,5	(+4,3)

## Gibanje obrestnih mer

(povprečje; v odstotkih)

	Sedanje obravnavano obdobje: 17. april–30. julij 2019							Prejšnje obravnavano obdobje: 30. januar–16. aprila 2019
	Tretje in četrti obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Tretje obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 17. april–11. junij	Četrto obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv: 12. junij–30. julij	Prvo in drugo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)	0,00	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega posojila	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)	0,25	(+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	–0,40	(+0,00)	–0,40	(+0,00)	–0,40	(+0,00)	–0,40	(+0,00)
EONIA	–0,363	(+0,00)	–0,360	(+0,01)	–0,367	(–0,01)	–0,367	(–0,00)

Vir: ECB.

Opombe: Vse številke v tabeli so zaokrožene na najbljžo 0,1 milijarde EUR. Odstotki v oklepajih pomenijo spremembo od prejšnjega obravnavanega obdobja ali obdobja izpolnjevanja obveznih rezerv.

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

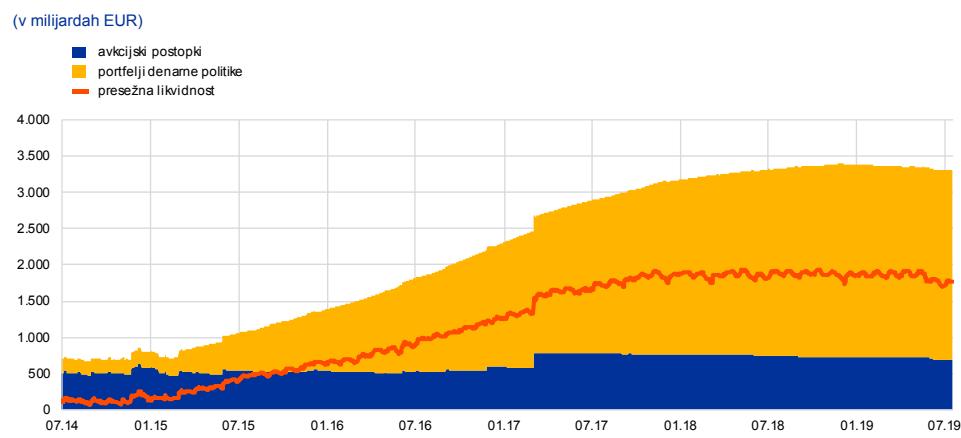
2) Skupna vrednost avtonomnih dejavnikov vključuje tudi »neporavnane postavke«.

## Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

**Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. z avkcijskimi postopki in portfelji denarne politike) se je zmanjšal za 27,9 milijarde EUR na 3.341,2 milijarde EUR (glej graf A).** K zmanjšanju sta prispevala manjše povpraševanje v avkcijskih postopkih in manjša likvidnostna injekcija iz portfeljev denarne politike, kar je bilo posledica unovčenja vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev, in majhnega znižanja knjigovodske vrednosti instrumentov, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. V fazi ponovnega investiranja se lahko zaradi operativnih razlogov pri skupnem obsegu in sestavi programa nakupa vrednostnih papirjev pojavijo manjša začasna odstopanja.

### Graf A

#### Likvidnost, zagotovljena z operacijami odprtega trga, in presežna likvidnost



Vir: ECB.

**Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 12,6 milijarde EUR na 715,1 milijarde EUR.** K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje likvidnosti, zagotovljene s ciljno usmerjenimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, in sicer v povprečju za 11,2 milijarde EUR kot posledica prostovoljnih predčasnih odplačil. Zaradi manjšega povpraševanja nasprotnih strank se je znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, v povprečju zmanjšal za 0,8 milijarde EUR na 5,1 milijarde EUR, znesek likvidnosti, zagotovljene s 3-mesečnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, pa v povprečju za 0,7 milijarde EUR na 3,3 milijarde EUR.

**Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in manjšega upada vrednosti portfelja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemuvi portfelji denarne politike, zmanjšal za 15,4 milijarde EUR na 2.625,9 milijarde EUR.** Unovčenje obveznic v portfelju programa v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v portfelju prvih dveh programov nakupa kritih obveznic je znašalo 5,4 milijarde EUR. Kar zadeva portfelje programa nakupa vrednostnih papirjev, je ta program od 1. januarja 2019 v fazi ponovnega investiranja. V fazi ponovnega investiranja se lahko zaradi operativnih razlogov pri skupnem obsegu in sestavi programa nakupa vrednostnih papirjev pojavi manjša začasna odstopanja.<sup>14</sup> Vrednost portfelja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja se je v obravnavanem obdobju v povprečju rahlo zmanjšala za 9,2 milijarde EUR na 2.092,4 milijarde EUR.

### Presežna likvidnost

**Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem zmanjšala za 42,9 milijarde EUR na 1.829,6**

<sup>14</sup> Glej članek z naslovom »[Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases](#)«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019.

**milijarde EUR (glej graf A).** K zmanjšanju so prispevali večji neto avtonomni dejavniki in manjša likvidnost, zagotovljena z Eurosistemovimi avkijskimi postopki in portfelji denarne politike. Kar zadeva razporeditev imetij presežne likvidnosti med tekoče račune in odprto ponudbo mejnega depozita, so se povprečna imetja na tekočih računih malenkostno zvišala za 1,2 milijarde EUR na 1.372,5 milijarde EUR, povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita pa se je zmanjšala za 42,0 milijarde EUR na 587,4 milijarde EUR.

## Gibanje obrestnih mer

**Obrestne mere na nezavarovanem in zavarovanem denarnem trgu čez noč so se pri splošnem finančnem premoženju za zavarovanje terjatev ohranile na ravni blizu obrestne mere ECB za odprto ponudbo mejnega depozita.** Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala -0,363%, kar je nespremenjeno od prejšnjega obravnavanega obdobja. EONIA se je gibala med najnižjo vrednostjo na ravni -0,379% 19. junija in najvišjo vrednostjo na ravni -0,252% 7. junija pred binkoštnim ponedeljkom 10. junija. Zvišanje obrestne mere je sovpadalo z občutnim upadom obsega trgovanja, na katerem temelji njen izračun, in sicer za skoraj 800 milijonov EUR na 611 milijonov EUR med četrtkom, 6. junija, in petkom, 7. junija. Po sporadičnih podatkih so se banke, ki prispevajo podatke za izračun EONIA, v preteklosti navadno preusmerjale z zapadlosti čez noč na dvo- ali tridnevno zapadlost, da bi premostile dolge konce tedna. Zato se je obseg trgovanja, na katerem temelji izračun obrestne mere EONIA, v takih dneh običajno nenadno zmanjšal. Na zavarovanem denarnem trgu se je razmik med povprečnimi repo obrestnimi merami čez noč pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev na trgu GC Pooling<sup>15</sup> malenkostno povečal. V primerjavi s prejšnjim obravnavanim obdobjem se je povprečna repo obrestna mera čez noč pri standardni košarici finančnega premoženja za zavarovanje zvišala za 0,6 bazične točke na -0,419%, pri razširjeni košarici pa za 1,1 bazične točke na -0,397%.

<sup>15</sup> Trg GC Pooling omogoča trgovanje z repo pogodbami na platformi Eurex na podlagi standardizirane košarice finančnega premoženja za zavarovanje terjatev.

### 3

## Domači in tuji dejavniki upada industrijske proizvodnje v euroobmočju

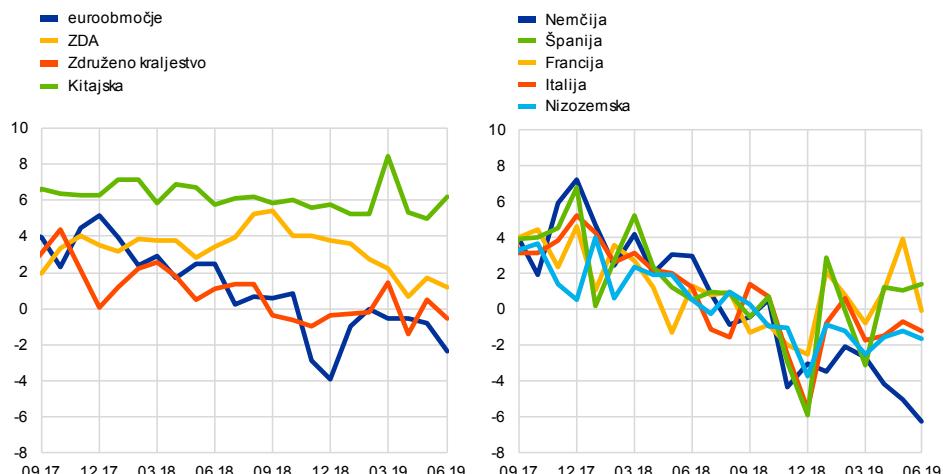
Pripravila Roberto A. De Santis in Srečko Zimic

**Po izrazitem upadu v letu 2018 ob šibki svetovni trgovinski menjavi se je medletna rast industrijske proizvodnje v euroobmočju (brez gradbeništva) v letu 2019 malenkostno okrepila, vendar je ostala negativna.** V obdobju od januarja 2018 do junija 2019 se je medletna stopnja rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju (brez gradbeništva) skupno znižala za 6,3 odstotne točke s 3,9% na -2,4% (glej graf A). To je med večjimi gospodarstvi daleč največji upad v tem obdobju. V ZDA je industrijska proizvodnja začela upadati pozneje, in sicer v septembru 2018. Med največjimi državami euroobmočja se je industrijska proizvodnja najbolj zmanjšala v Nemčiji (za 10,9 odstotne točke), na Nizozemskem (za 5,7 odstotne točke) in v Italiji (za 5,5 odstotne točke). V Franciji in Španiji se je leta 2018 skladno z gibanji v vseh drugih državah euroobmočja zmanjšala, vendar se je leta 2019 negativni trend obrnil, čeprav se še vedno giblje zelo volatilno. Kot kaže, je upočasnitev aktivnosti v predelovalnih dejavnostih v euroobmočju negativno vplivala tudi na stopnje rasti v nekaterih podkomponentah storitev, čeprav za zdaj storitvene dejavnosti na splošno ostajajo relativno trdožive. V tem okvirju obravnavamo dejavnike, ki so vplivali na gibanje industrijske proizvodnje v euroobmočju, da bi kvantificirali relativni pomen šokov iz tujine v primerjavi z domačimi šoki na podlagi večdržavnega modela strukturne vektorske avtoregresije (SVAR).

### Graf A

#### Industrijska proizvodnja (brez gradbeništva) v euroobmočju in drugih večjih gospodarstvih

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: Eurostat.

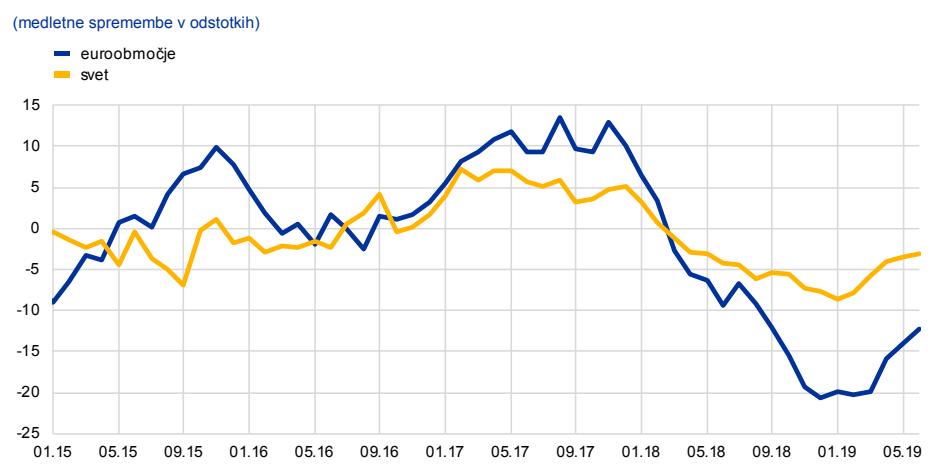
Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na junij 2019.

**Omenjena gibanja so bila zabeležena v razmerah, ko se je svetovna trgovinska menjava zmanjševala.** Zaradi zaostrovanja trgovinskih napetosti med ZDA in Kitajsko ter negotovosti glede brexita so se v obravnavanem obdobju nova izvozna

naročila na svetovni ravni zmanjšala, še izraziteje pa so upadla nova izvozna naročila v euroobmočju (glej graf B).

### Graf B

Indeksi vodij nabave (PMI) o novih izvoznih naročilih na svetovni ravni in v euroobmočju



Vir: Markit.

Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na junij 2019.

**Pomen prelitja negativnih posledic iz tujine v industrijsko proizvodnjo v euroobmočju je ocenjen z modelom, ki zajema industrijsko proizvodnjo v več večjih gospodarstvih.** V modelu so uporabljeni desezonirane mesečne časovne vrste o industrijski proizvodnji (brez gradbeništva) v euroobmočju, na Kitajskem, v Združenem kraljestvu in ZDA (glej graf A). Ocene so za razmeroma kratko vzorčno obdobje (januar 2007–junij 2019), deloma zato, ker so bili gospodarski odnosi med državami pred svetovno gospodarsko in finančno krizo najbrž drugačni, pa tudi zato, da bi se vključili podatki za Kitajsko. Poleg tega model kontrolira tudi za svetovni dejavnik, katerega približek je indeks vodij nabave (PMI) o novih izvoznih naročilih na svetovni ravni (glej graf B). Da bi svetovnemu trgovinskemu dejavniku dali večji pomen, predpostavljamo, da se na šoke v industrijski proizvodnji v posameznih državah odziva šele z zamikom, medtem ko se industrijska proizvodnja v vsaki državi na svetovne šoke odziva sočasno. Vse druge spremenljivke so modelirane ob predpostavki, da ima šok takojšen učinek na spremenljivko v domači državi, ki je v absolutni vrednosti večji od učinka na tuje spremenljivke.<sup>16</sup>

**Rezultati modela kažejo, da so k upadu rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju v preteklem letu prispevali šibkejše tuje povpraševanje po blagu iz euroobmočja in negativni domači šoki.** Medtem ko je k upadu rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju v prvi polovici leta 2018 največ prispevala šibka mednarodna trgovinska menjava (glej sivi del stolpcev v grafu C),<sup>17</sup> so imela od julija 2018 pri tem pomembno vlogo tudi gibanja v euroobmočju (glej rumeni del stolpcev v

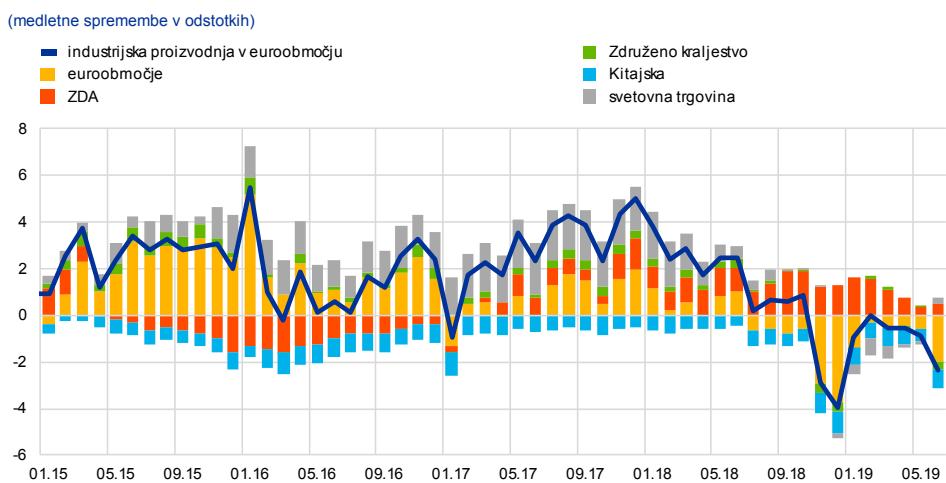
<sup>16</sup> Metoda ugotavljanja šokov je razložena v De Santis, R. A., in Zimic, S., »[Spillovers among sovereign debt markets: Identification through absolute magnitude restrictions](#)«, *Journal of Applied Econometrics*, 33, št. 5, 2018, str. 727–747.

<sup>17</sup> V prvi polovici leta 2018 je svetovni trgovinski dejavnik k upadu industrijske proizvodnje v euroobmočju prispeval 1,5 odstotne točke. To je razlika med sivim delom stolpcev (v grafu C) v juniju 2018 in januarju 2018.

grafu C). Obenem je treba poudariti, da so na industrijsko proizvodnjo v euroobmočju vplivala tudi nedavna gibanja v ZDA (glej rdeči del stolpcov v grafu C). Negativni prispevek Kitajske je od začetka leta 2016 razmeroma stabilen. Glede na gibanja, prikazana za Nemčijo v grafu A, bi bili lahko domači šoki v euroobmočju odraz negativnih gibanj v nemški avtomobilski industriji. Zdi se, da sta uvedba novega emisijskega testa za motorna vozila 1. septembra 2018, t. i. globalno usklajenega testnega postopka za lahka vozila (WLTP), ki je povzročila motnje v ponudbi v Nemčiji, in verjetno tudi morebitna prepoved dizelskih motorjev, ki je bila napovedana poleti 2018 in naj bi bila v večjih nemških mestih uvedena leta 2019 ter je potrošnike najbrž odvrnila od nakupa dizelskih avtomobilov, ključna začasna dejavnika v posameznih državah, ki sta prispevala velik delež k upadu industrijske proizvodnje v euroobmočju v drugi polovici leta 2018. Novejše povečanje negativnega prispevka domačih dejavnikov k rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju (junija 2019) je posledica nižje rasti industrijske proizvodnje v Nemčiji (glej graf A), ki je morebiti povezana s šibkejšo rastjo potrošnje v tej državi v drugem četrletju 2019.

### Graf C

Razčlenitev šokov, ki vplivajo na industrijsko proizvodnjo v euroobmočju (brez gradbeništva)



Viri: Eurostat, Markit in izračuni ECB.  
Opombe: Šoki, ki vplivajo na industrijsko proizvodnjo posameznih držav, se ugotavljajo z metodo absolutnih omejitev velikosti učinka (glej De Santis, R. A., in Zimic, S., op. cit.), ki predpostavlja, da je v času vpliva učinek šoka na domače gospodarstvo večji v absolutni vrednosti kot velikost prenosa negativnih učinkov iz tujine. Predpostavlja se, da se indeks PMI o novih izvoznih naročilih na svetovni ravni, ki je približek za svetovno trgovino, na šoke za industrijsko proizvodnjo posameznih držav odzove z odlogom. Skupno vzorčno obdobje je januar 2007–junij 2019.

**Na splošno je videti, da so k upadu rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju v zadnjih letih prispevali zaostrovanje svetovnih trgovinskih napetosti in domača gibanja.** Med julijem 2018 in junijem 2019 so svetovni trgovinski dejavnik ter vsi dejavniki, povezani z gibanji na Kitajskem, v Združenem kraljestvu in ZDA, k upadu rasti industrijske proizvodnje v euroobmočju prispevali 37%, domači dejavniki pa 63%, čeprav bi lahko ta učinek delno izviral iz začasnih dejavnikov, povezanih z avtomobilsko industrijo v drugi polovici leta 2018. Izrazito šibka aktivnost bi lahko vplivala na nekatere podkomponente storitev, vendar na splošno storitvene dejavnosti za zdaj ostajajo odporne proti negativnemu šoku. Morebitne posledice za storitve je treba pozorno spremljati.

## Primerjava sedanjega obdobja povečevanja zaposlenosti v euroobmočju s preteklimi vzorci

Pripravila Vasco Botelho in António Dias da Silva

**Ta okvir obravnava sedanje obdobje povečevanja zaposlenosti v euroobmočju in ga primerja s preteklimi obdobji rasti zaposlenosti.** Zaposlenost v euroobmočju od drugega četrtletja 2013, ko je dosegla najnižjo raven, skoraj šest let zapored raste. Od začetka sedanjega obdobja povečevanja zaposlenosti se je število zaposlenih povečalo za več kot 11 milijonov, stopnja brezposelnosti pa se je znižala za več kot 4 odstotne točke in se približala ravnem, doseženim pred krizo. Medtem sta bili rast produktivnosti dela in rast realnih plač razmeroma šibki. Glede na to je namen tega okvirja poiskati podobnosti in razlike med sedanjim in prejšnjimi obdobji povečevanja zaposlenosti. Pri tem je treba razmerje med rastjo zaposlenosti in rastjo BDP, gibanje brezposelnosti ter razmerje med rastjo produktivnosti in rastjo realnih plač analizirati z dolgoročnega vidika. Analiza temelji na letnih podatkih iz podatkovne zbirke AMECO Evropske komisije za prvih 12 držav, ki so se pridružile euroobmočju,<sup>18</sup> za obdobje med letoma 1960 in 2018. Ti podatki so nato razdeljeni v deset ločenih obdobjij zaporedne pozitivne ali negativne rasti zaposlenosti.<sup>19</sup> Ta obdobja, ki označujejo obdobja povečevanja oz. zmanjševanja zaposlenosti, so koristno referenčno merilo za oceno intenzivnosti in zrelosti sedanjega obdobja povečevanja zaposlenosti.

**Z vidika preteklih gibanj sedanje obdobje povečevanja zaposlenosti do zdaj ni bilo posebno dolgo, pri čemer je povprečna rast zaposlenosti malenkostno nižja kot v prejšnjem obdobju povečevanja zaposlenosti.** Graf A prikazuje povprečno medletno rast zaposlenosti in BDP za obravnavanih 12 držav v zgoraj opredeljenih obdobjih povečevanja ali zmanjševanja zaposlenosti. Povprečno obdobje povečevanja zaposlenosti je trajalo okrog šest let, pri čemer je bilo obdobje 1995–2008 najdaljše obdobje zaporedne rasti zaposlenosti v celotnem časovnem razponu, analiziranem v tem okvirju. Povprečno obdobje zmanjševanja zaposlenosti je trajalo okrog dve leti. Glede na to sedanje obdobje povečevanja zaposlenosti ni posebno dolgo. Kar zadeva medletno stopnjo rasti zaposlenosti, je ta v zadnjih treh obdobjih povečevanja zaposlenosti v povprečju znašala 1,4%. Nasprotno se je zaposlenost v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti med letoma 2014 in 2018 vsako leto povečala za okrog 1,2%, za leto 2019 pa je napovedana nižja medletna stopnja rasti.<sup>20</sup>

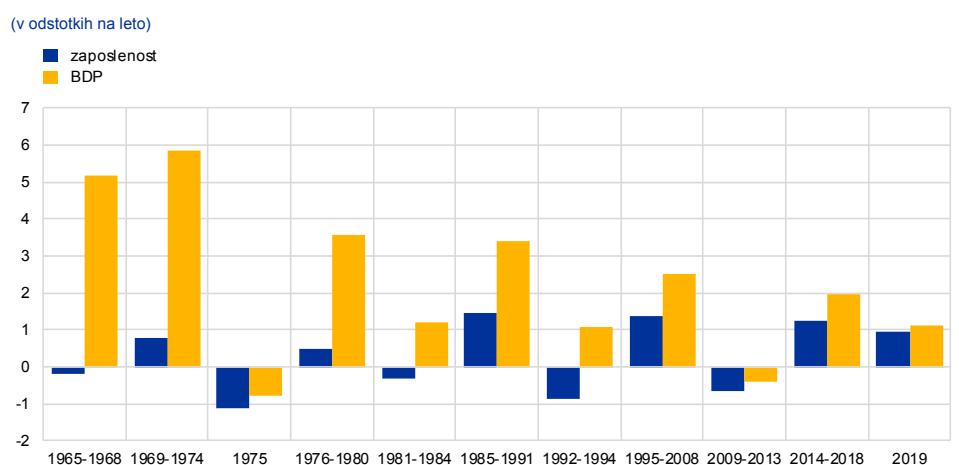
<sup>18</sup> V analizo je vključenih naslednjih 12 držav: Belgija, Nemčija, Irska, Grčija, Španija, Francija, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Avstrija, Portugalska in Finska. Poimenovane so s kratico EA12.

<sup>19</sup> Na podlagi te opredelitev so bili podatki iz obdobja 1960–2018 razdeljeni v deset ločenih obdobjij. Izjema je leto 2011, ki je bilo vključeno v obdobje zmanjševanja zaposlenosti, čeprav se je tisto leto rast zaposlenosti rahlo povečala. Podatki za leto 2019 so prikazani ločeno in temeljijo na letosnjih spomladanski napovedi Evropske komisije, da bi se zagotovila skladnost z analizo preteklih podatkov iz podatkovne zbirke AMECO.

<sup>20</sup> Ker je namen te analize primerjati rast zaposlenosti z rastjo BDP, v njej ni izrecno upoštevano spreminjaњe prebivalstva v določenem času. Če namesto tega upoštevamo stopnjo delovne aktivnosti, je gibanje zaposlenosti v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti videti izrazitejše kot v prejšnjih obdobjih povečevanja zaposlenosti. Stopnja delovne aktivnosti (v starostni skupini 15–64 let) je tako v letu 2015 dosegla predkrizn raven, sedanja raven pa je najvišja zabeležena raven v celotnem časovnem razponu, analiziranem v tem okvirju.

## Graf A

### Povprečna medletna rast zaposlenosti in realna rast BDP



Viri: podatkovna zbirka AMECO Evropske komisije in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki za leto 2019 temeljijo na spomladanski napovedi Evropske komisije za države EA12, ki je na voljo v podatkovni zbirki AMECO.

**Hkrati je rast zaposlenosti v sedanjem obdobju konjunkture višja kot v prejšnjih obdobjih, če rast zaposlenosti ocenjujemo glede na realno rast BDP.<sup>21</sup>**

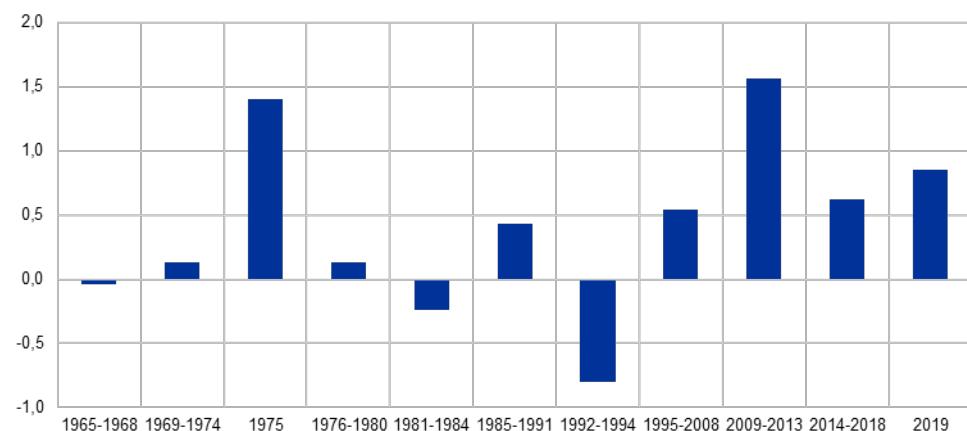
Povprečna realna rast BDP je v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti v primerjavi z vsemi drugimi obdobji povečevanja zaposlenosti v vzorčnem obdobju dejansko najnižja, toda rast zaposlenosti se je upočasnila manj. Gledano dolgoročneje je za zadnja tri obdobja povečevanja zaposlenosti (2014–2018, 1995–2008 in 1985–1991) značilna precej višja stopnja rasti zaposlenosti kot v prejšnjih obdobjih. To pomeni, da se je elastičnost rasti zaposlenosti (glede na rast BDP) v zadnjih treh obdobjih povečevanja zaposlenosti okreplila ter se v času med obdobjem povečevanja 1985–1991 in sedanjim obdobjem povečevanja vztrajno zviševala (glej graf B).

<sup>21</sup> Glej tudi okvir 3 z naslovom »Rast zaposlenosti in BDP v euroobmočju«, *Ekonomski bilten*, številka 2, ECB, 2019.

## Graf B

### Elastičnost zaposlenosti glede na realni BDP

(v odstotkih)



Viri: podatkovna zbirka AMECO Evropske komisije in izračuni strokovnjakov ECB.

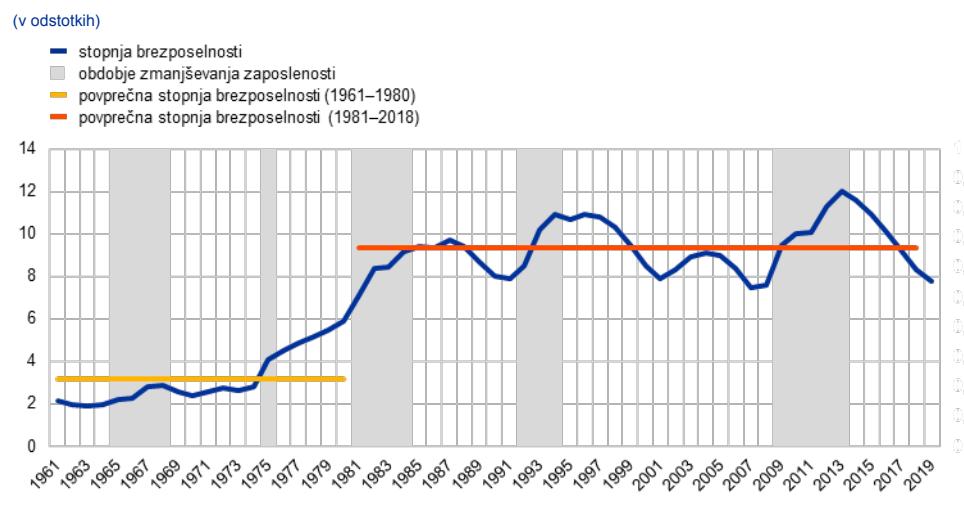
Opombe: Podatki za leto 2019 temelijo na spomladanski napovedi Evropske komisije za države EA12, ki je na voljo v podatkovni zbirki AMECO. Elastičnost je izračunana kot razmerje med skupno rastjo zaposlenosti in skupno rastjo BDP v vsakem obdobju.

**Poleg tega je bilo v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti znižanje stopnje brezposelnosti glede na pretekla gibanja še posebno izrazito.** V obdobju 2014–2018 se je stopnja brezposelnosti v povprečju znižala za 0,7 odstotne točke na leto, kar je najhitrejša stopnja zniževanja v kateremkoli petletnem obdobju v zajetem vzorcu (glej graf C). Hitro zniževanje stopnje brezposelnosti je bilo zabeleženo ob zgodovinsko gledano visoki stopnji brezposelnosti. Z dolgoročnega vidika je mogoče strukturno spremembo v stopnji brezposelnosti pri skupini 12 držav umestiti v čas okrog sredine 1970-ih let, ko se je stopnja brezposelnosti dvignila na precej višjo raven.<sup>22</sup> Medletna stopnja brezposelnosti se je v zadnjih treh desetletjih namreč redko spustila pod 8%. Če se bo stopnja brezposelnosti še naprej zniževala po sedanji stopnji, bo do leta 2020 padla pod predkrizno raven. Vseeno še ni gotovo, ali se bo stopnja brezposelnosti v euroobmočju znižala na raven, ki je bližje ravnem, doseženim pred začetkom 1980-ih let.

<sup>22</sup> Povečevanje evropske brezposelnosti so poskušali razložiti številni avtorji. Glej na primer Blanchard, O., »European unemployment: the evolution of facts and ideas«, *Economic Policy*, 21, št. 45, 2006, str. 5–59. Avtor v članku trdi, da ima povečanje evropske brezposelnosti v 1970-ih letih več možnih vzrokov. Glavne razlage v zvezi z začetnim povečanjem brezposelnosti v Evropi se nanašajo na vpliv negativnih in večinoma skupnih šokov, kot sta zvišanje cen naftne in upočasnitve rasti produktivnosti. Poleg tega so bili zaradi različnih institucij rezultati med državami raznoliki, nekateri odzivi politike trga dela pa so bili neustrezni za obravnavo problematike povečevanja brezposelnosti.

## Graf C

### Stopnja brezposelnosti



Viri: podatkovna zbirka AMECO Evropske komisije in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki za leto 2019 temeljijo na spomladanski napovedi Evropske komisije za države EA12, ki je na voljo v podatkovni zbirki AMECO.

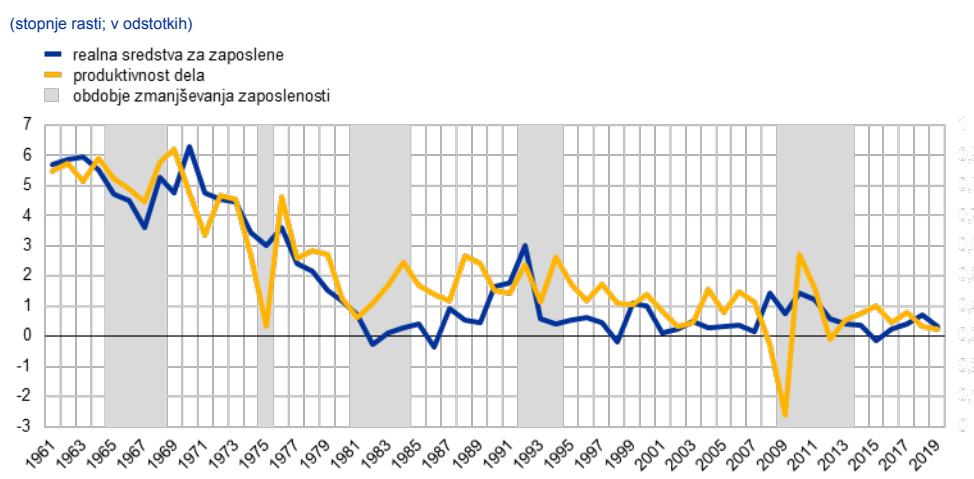
**Upad brezposelnosti in rast zaposlenosti v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti sta potekala ob umirjanju rasti stroškov dela, ki pa je bilo manjše kot v prejšnjem obdobju povečevanja zaposlenosti.** Realne plače so se v obdobju 2014–2018 zviševale po 0,3-odstotni povprečni medletni stopnji, kar je nižje od 0,5-odstotne stopnje iz prejšnjega obdobja povečevanja zaposlenosti. Toda povprečna stopnja rasti produktivnosti je bila v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti le 0,7-odstotna, medtem ko je bila v prejšnjem obdobju povečevanja zaposlenosti 1,1-odstotna.<sup>23</sup> Zato so se realni stroški dela na enoto proizvoda še naprej zmanjševali, čeprav počasneje<sup>24</sup> (glej graf D). Gledano dolgoročneje je zmanjševanje povprečne rasti BDP skupaj z večjo elastičnostjo rasti zaposlenosti glede na rast BDP povezano z zniževanjem stopnje rasti produktivnosti dela na zaposlenega. Upočasnjevanje rasti produktivnosti v 12 državah iz vzorca traja zadnja štiri desetletja, spremila pa ga upočasnjevanje rasti realnih plač. Upočasnjevanje rasti realnih plač je bilo zlasti izrazito v primerjavi z upočasnjevanjem rasti produktivnosti v 1980-ih letih, zaradi česar se je delež dela v tem obdobju močno zmanjšal, saj so se začele realne plače manj odzivati na gibanje produktivnosti dela.

<sup>23</sup> Realne plače so opredeljene kot realna sredstva za zaposlene za celotno gospodarstvo, produktivnost dela pa kot realni bruto domači proizvod na zaposlenega. Pretvorba iz nominalnega v realno je narejena na podlagi cenovnega deflatorja BDP po tržnih cenah.

<sup>24</sup> Stopnja rasti realnih stroškov dela na enoto proizvoda se lahko izračuna kot razlika med stopnjo rasti realnih plač in stopnjo rasti produktivnosti dela. Kot taki so se realni stroški dela na enoto proizvoda v obdobju povečevanja zaposlenosti 1995–2008 vsako leto v povprečju znižali za 0,6%, v sedanjem obdobju povečevanja zaposlenosti pa se znižujejo po povprečni medletni stopnji 0,4%.

## Graf D

### Produktivnost dela in realna sredstva za zaposlene



Viri: podatkovna zbirka AMECO Evropske komisije in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Podatki za leto 2019 temeljijo na spomladanski napovedi Evropske komisije za države EA12, ki je na voljo v podatkovni zbirki AMECO.

**Na splošno nam dolgoročna analiza omogoča, da zadnje okrevanje obravnavamo s širšega zornega kota v kontekstu preteklih obdobjij povečevanja in zmanjševanja zaposlenosti.** Odzivnost zaposlenosti na rast BDP se od sredine 1980-ih let povečuje, pri čemer je rast zaposlenosti v sedanjem obdobju konjunkture višja kot v prejšnjih obdobjih. Vseeno je bila v preteklosti elastičnost zaposlenosti glede na BDP v obdobjih zmanjševanja zaposlenosti večja (v absolutnem smislu) kot v obdobjih povečevanja zaposlenosti, kar kaže določeno asimetrijo v načinu prilagajanja zaposlenosti v obdobjih gospodarskega vzpona in upada. Možno je, da so na razmerje med rastjo zaposlenosti in rastjo BDP vplivali številni dejavniki, med katerimi so strukturne reforme, namenjene povečanju fleksibilnosti na trgu dela in trgu proizvodov, ali dolgoročne spremembe v sektorski sestavi zaposlenosti in povečanje zaposlenosti v storitvenih dejavnostih. V celoti gledano bi bile lahko spremembe v dolgoročnem razmerju med zaposlenostjo in BDP ter v dolgoročnem razmerju med realnimi sredstvi za zaposlene in produktivnostjo tudi posledica drugih dejavnikov, kot so ugodne spremembe v časovnem vidiku ponudbe delovne sile ter neugodna gibanja skupne faktorske produktivnosti oziroma produktivnosti kapitala, pri čemer se povpraševanje po delovni sili krepi na račun povpraševanja po kapitalu.

## 5

# Dohodkovno tveganje gospodinjstev v gospodarskem ciklu

Pripravila Maarten Dossche in Jacob Hartwig

## Dohodek gospodinjstev in premoženska neenakost sta pri razlagi makroekonomije vse pomembnejša.

**makroekonomije vse pomembnejša.** Od finančne krize se krepi zavedanje, da so razlike med gospodinjstvi in podjetji ključne za razumevanje nihanj v gospodarskem ciklu (npr. prek bilanc, kreditnih omejitev),<sup>25</sup> hkrati pa se še naprej povečuje zanimanje javnosti za distribucijske vidike ekonomskeih politik. Poleg tega je zaradi večje razpoložljivosti mikropodatkov mogoče dokumentirati stilizirane mikroekonomske ugotovitve o tej temi. V tem smislu ta okvir pojasnjuje razmerje med nihanji v gospodarskem ciklu in spremembami dohodka na ravni posameznih delavcev v euroobmočju.

## Iz nekaterih podatkov je razvidno, da se dohodkovno tveganje gospodinjstev v gospodarskem ciklu spreminja, vseh delavcev pa ne prizadene enakomerno.

Tveganje v zvezi s plačo posameznikov je mogoče obravnavati kot najbolj neposredno vrsto dohodkovnega tveganja gospodinjstev, sledijo pa zavarovanje iz socialnih transferjev ali združevanje sredstev znotraj gospodinjstev. Na podlagi tega Guvenen et al. dokumentirajo spremembe tveganja v zvezi s plačo posameznikov z uporabo obsežnega niza administrativnih mikropodatkov za ZDA.<sup>26</sup> Avtorji ugotavljajo, da je nesimetričnost sprememb v dohodku močno prociklična: med recesijami je močno zvišanje dohodka manj verjetno, bolj verjetno pa je njegovo močno znižanje. Poleg tega isti avtorji ugotavljajo, da agregatni šoki na različne vrste delavcev ne vplivajo enako: dohodek nekaterih delavcev (npr. mladih in tistih, ki prejemajo nižje plače) je sistematično bolj občutljiv na gospodarski cikel kot dohodek drugih delavcev. To je precej drugače od povsem naključnih dohodkovnih šokov, ki se večinoma uporabljajo pri modeliranju dohodkovnega tveganja gospodinjstev.

## Dohodkovno tveganje gospodinjstev je pomembno pri širjenju makroekonomskih šokov in pri transmisiji ekonomskeih politik.

Več avtorjev ugotavlja, da dinamika dohodkovnega tveganja gospodinjstev povzroča ciklični motiv za previdnostno varčevanje, zaradi katerega se bistveno poveča občutljivost potrošnje na nihanja skupnega dohodka.<sup>27</sup> Podatki prav tako kažejo, da je mejna nagnjenost k trošenju iz razpoložljivega dohodka večja pri gospodinjstvih z večjim dohodkovnim tveganjem, zaradi česar je aggregatna potrošnja še bolj občutljiva na gospodarski cikel.<sup>28</sup> Ker imajo politike makroekonomske stabilizacije večji pozitivni vpliv na dohodke gospodinjstev, ki imajo veliko mejno nagnjenost k trošenju, se zaradi

<sup>25</sup> Glej Ahn, S., Kaplan, G., Moll, B., Winberry, T., in Wolf, C., »When Inequality Matters for Macro and Macro Matters for Inequality«, *NBER Macroeconomics Annual* 2017, 32, 2018.

<sup>26</sup> Glej Guvenen, F., Ozkan, S., in Song, J., »The Nature of Countercyclical Income Risk«, *Journal of Political Economy*, 122, št. 3, junij 2014, št. 621–660.

<sup>27</sup> Glej McKay, A., »Time-varying idiosyncratic risk and aggregate consumption dynamics«, *Journal of Monetary Economics*, 88, junij 2017, str. 1–14; Bayer, C., Luetticke, R., Pham-Dao, L., in Tjaden, V., »Precautionary Savings, Illiquid Assets, and the Aggregate Consequences of Shocks to Household Income Risk«, *Econometrica*, 87, št. 1, januar 2019, str. 255–290; Heathcote, J., in Perri, F., »Wealth and Volatility«, *The Review of Economic Studies*, 85, št. 4, oktober 2018, str. 2173–2213.

<sup>28</sup> Glej Jappelli, T., in Pistaferri, L., »Fiscal Policy and MPC Heterogeneity«, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6, št. 4, oktober 2014, str. 107–136; Auclert, A., »Monetary Policy and the Redistribution Channel«, *American Economic Review*, 109, št. 6, junij 2019, str. 2333–2367.

porazdelitve dohodkovnega tveganja gospodinjstev okrepijo tudi učinki fiskalne in denarne politike.<sup>29</sup>

**Spremembe dohodkovnega tveganja v euroobmočju je mogoče preučevati na podlagi anketnih podatkov o dohodku.** Ker je bila do pred kratkim razpoložljivost podatkov omejena, trend tveganja v zvezi s plačo posameznikov v euroobmočju do zdaj še ni bil sistematično analiziran s časovnega vidika in z vidika posameznikov. Za namen takšne analize so v tem okvirju uporabljeni longitudinalni podatki o ravneh individualnega dohodka, zabeleženih v štiriletnem obdobju, iz statistike Evropske unije o dohodku in življenjskih pogojih (EU-SILC). Analiza je osredotočena na štiri največje države euroobmočja. S tem je omogočeno boljše razumevanje stiliziranih mikroekonomskih ugotovitev v euroobmočju ob hkratnem upoštevanju razlik med posameznimi državami z vidika gospodarske strukture in najnovejših makroekonomskih gibanj.<sup>30</sup>

---

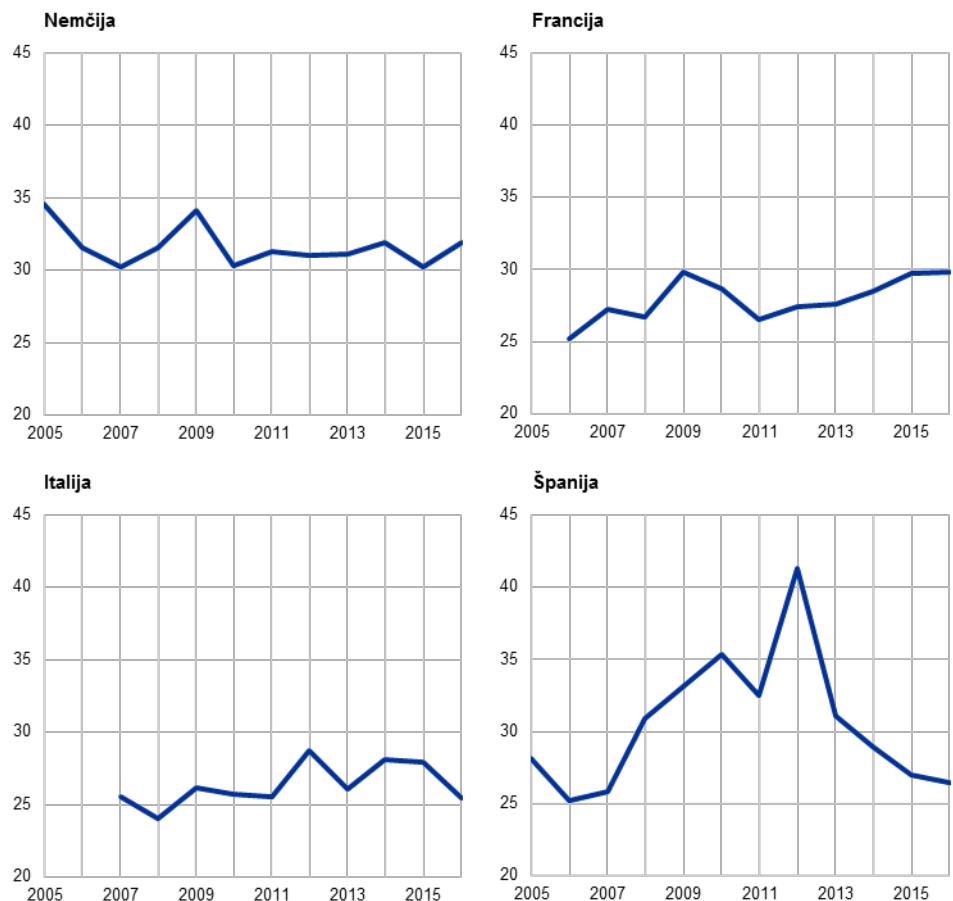
<sup>29</sup> Glej Ampudia, M., Georganacos, D., Slacalek, J., Tristani, O., Vermeulen, P., in Violante, G., »Monetary policy and household inequality«, *Working Paper Series*, št. 2170, ECB, julij 2018; Kaplan, G., in Violante, G., »A Model of the Consumption Response to Fiscal Stimulus Payments«, *Econometrica*, 82, št. 4, julij 2014, str. 1199–1239.

<sup>30</sup> Longitudinalna razsežnost podatkov EU-SILC ni na voljo za Nemčijo. Ker nemški podatki EU-SILC temeljijo na nemškem družbeno-ekonomskem panelu (GSOEP), je v analizi uporabljen novo razviti klon EU-SILC, ki je v GSOEP na voljo od 34. različice dalje.

## Graf A

### Tveganje zmanjšanja dohodka od dela

(odstotni delež posameznikov, katerih dohodek od dela se je zmanjšal)



Viri: Eurostat, DIW Berlin in izračuni ECB.

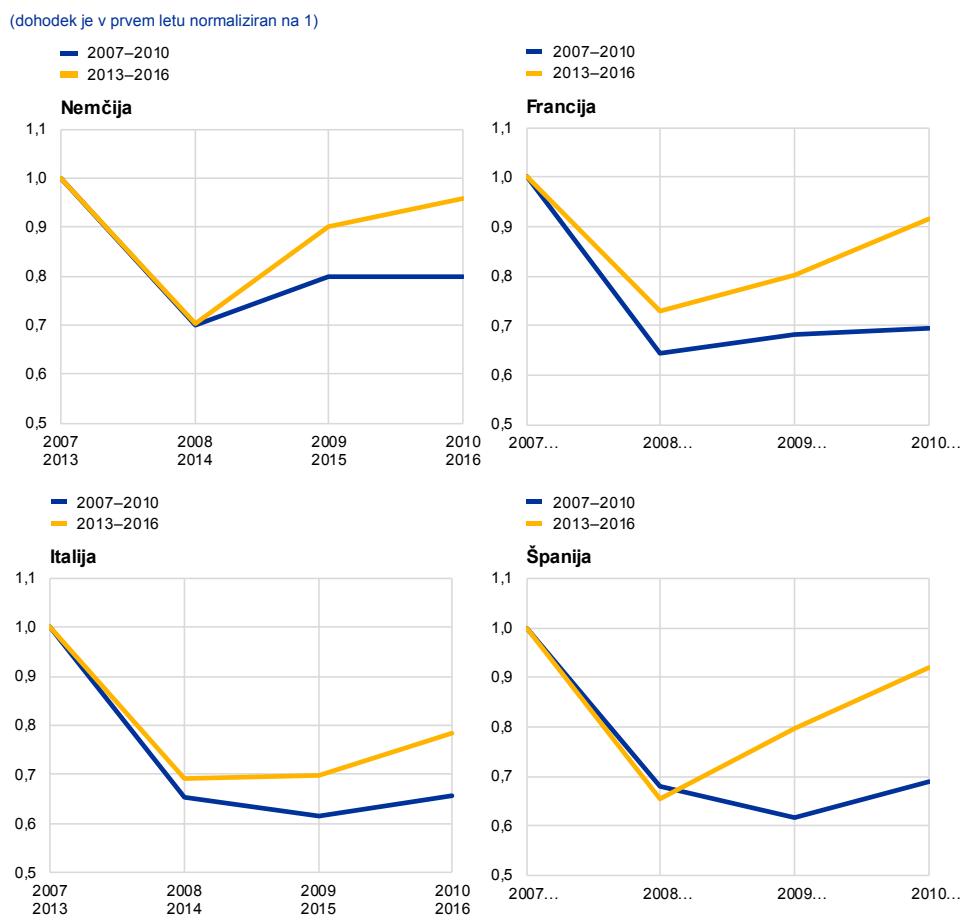
Opomba: Delež posameznikov v starosti 25–65 let, katerih dohodek od dela se je zmanjšal (na podlagi spremenljivke PY010G iz EU-SILC o bruto denarnem dohodku zaposlenih v longitudinalnih podatkovnih datotekah; za Nemčijo je uporabljen klon longitudinalnih podatkovnih datotek EU-SILC iz GSOEP).

**Tveganje zmanjšanja dohodka je v euroobmočju prociklično, vendar pa se med državami precej razlikuje.** Graf A prikazuje spremembe v deležu delavcev, katerih dohodek od dela se je glede na prejšnje leto zmanjšal (tj. realizirano dohodkovno tveganje).<sup>31</sup> Ker se med recesijo število delavcev, ki postanejo brezposelni, poveča, se takrat poveča tudi delež delavcev, katerih dohodek se je zmanjšal, med konjunkturo pa velja obratno. To je jasno vidno v letih 2008 in 2009 med finančno krizo, še bolj pa v Španiji v letih 2011 in 2012 med državno dolžniško krizo. V Španiji se večja spremenljivost brezposelnosti odraža tudi v večji spremenljivosti deleža delavcev, katerih dohodek od dela se je zmanjšal. To je precej manj običajno v Nemčiji, Franciji in Italiji, za katere je znano, da imajo manj prožen trg dela.

<sup>31</sup> Odstotni delež posameznikov, katerih dohodek iz plač se je zmanjšal, zajema vrsto različnih pojavov: obdobje brezposelnosti, znižanje plač ter prilagajanje ponudbe dela tako z vidika števila zaposlenih kot tudi z vidika števila opravljenih delovnih ur. Tega kazalnika si zato ni mogoče razlagati kot merilo rigidnosti plač.

## Graf B

### Gibanje dohodka od dela po velikem zmanjšanju dohodka



Viri: Eurostat, DIW Berlin in izračuni ECB.

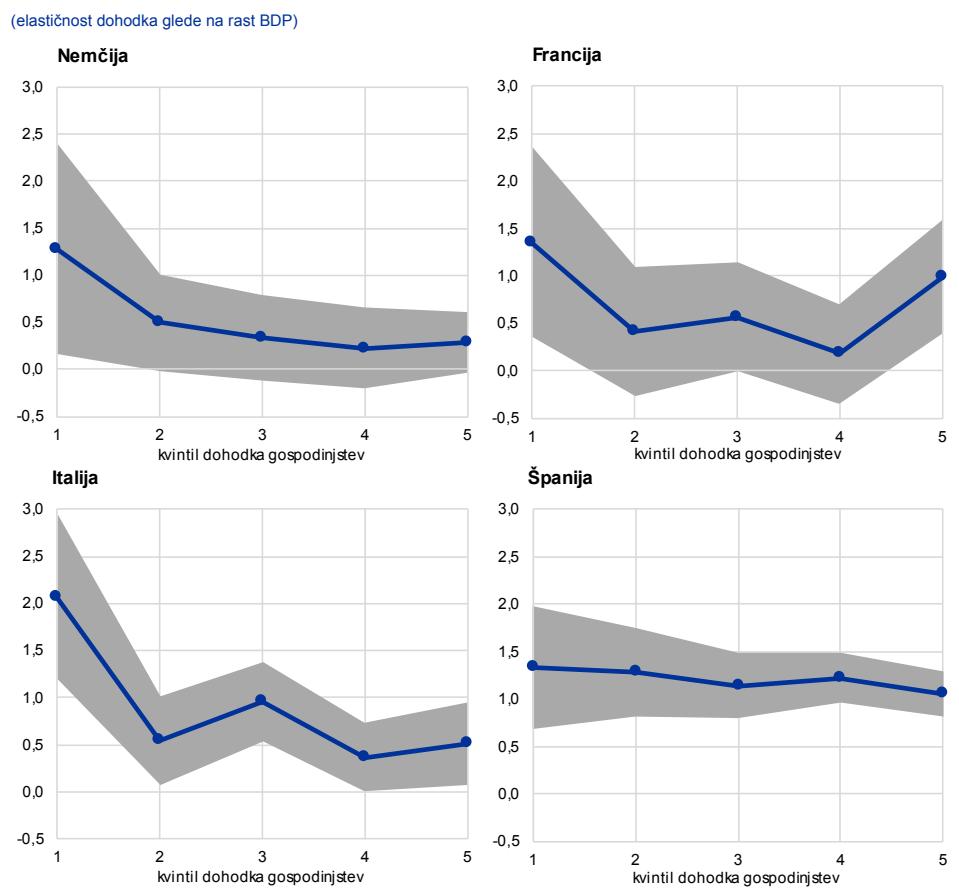
Opomba: Gibanje normaliziranega dohodka od dela moških v starosti 26–50 let, katerih dohodek se je v letu 2007 ali v letu 2013 močno zmanjšal (za več kot 15%) (dohodek temelji na spremenljivki PY010G iz EU-SILC o bruto denarnem dohodku zaposlenih v longitudinalnih podatkovnih datotekah; za Nemčijo je uporabljen klon longitudinalnih podatkovnih datotek EU-SILC iz GSOEP).

**Tveganje zmanjšanja dohodka je vztrajno, kar pomeni, da je vpliv na življenjske dohodke velik.** Graf B prikazuje, kako je posameznikov dohodek od dela po velikem zmanjšanju navadno precej nižji tudi v naslednjih dveh letih. To kaže, da je realizirano tveganje zmanjšanja dohodka vztrajno, kar pomeni, da lahko izguba dela precej vpliva na posameznikov življenjski dohodek od dela in s tem tudi na zasebno potrošnjo.<sup>32</sup> Poleg tega se zdi, da je vztrajnost odvisna tudi od stanja gospodarskega cikla: realizirano tveganje zmanjšanja dohodka je pri zmanjšanju dohodka po letu 2013, tj. po začetku sedanje gospodarske ekspanzije, manj vztrajno kot pri zmanjšanju dohodka ob začetku finančne krize. Čeprav so pri spremembami deleža delavcev, katerih dohodek od dela se je zmanjšal, med državami precejšnje razlike, je stopnja vztrajnosti videti dokaj primerljiva.

<sup>32</sup> Glej Pissarides, C., »Loss of Skill During Unemployment and the Persistence of Employment Shocks«, *The Quarterly Journal of Economics*, 107, št. 4, november 1992, str. 1371–1391.

### Graf C

#### Beta koeficient delavcev v dohodkovni porazdelitvi



Viri: Eurostat, DIW Berlin in izračuni ECB.

Opomba: Ocenjena elastičnost dohodka od dela glede na skupno rast BDP v porazdelitvi gospodinjstev (posamezniki so razvrščeni v dohodkovne kvintile na podlagi dohodka gospodinjstev v predhodnih dveh letih, da bi se izognili dozdevni korelaciji med izpostavljenostjo in razvrščanjem; dohodek gospodinjstev temelji na spremenljivki HY020 iz EU-SILC o celotnem razpoložljivem dohodu gospodinjstev v longitudinalnih podatkovnih datotekah; za Nemčijo je uporabljen klon longitudinalnih podatkovnih datotek EU-SILC iz GSOEP). Sivo obarvano območje označuje 95-odstotni interval zaupanja.

#### Dohodkovno tveganje v euroobmočju se med posameznimi gospodinjstvimi razlikuje.

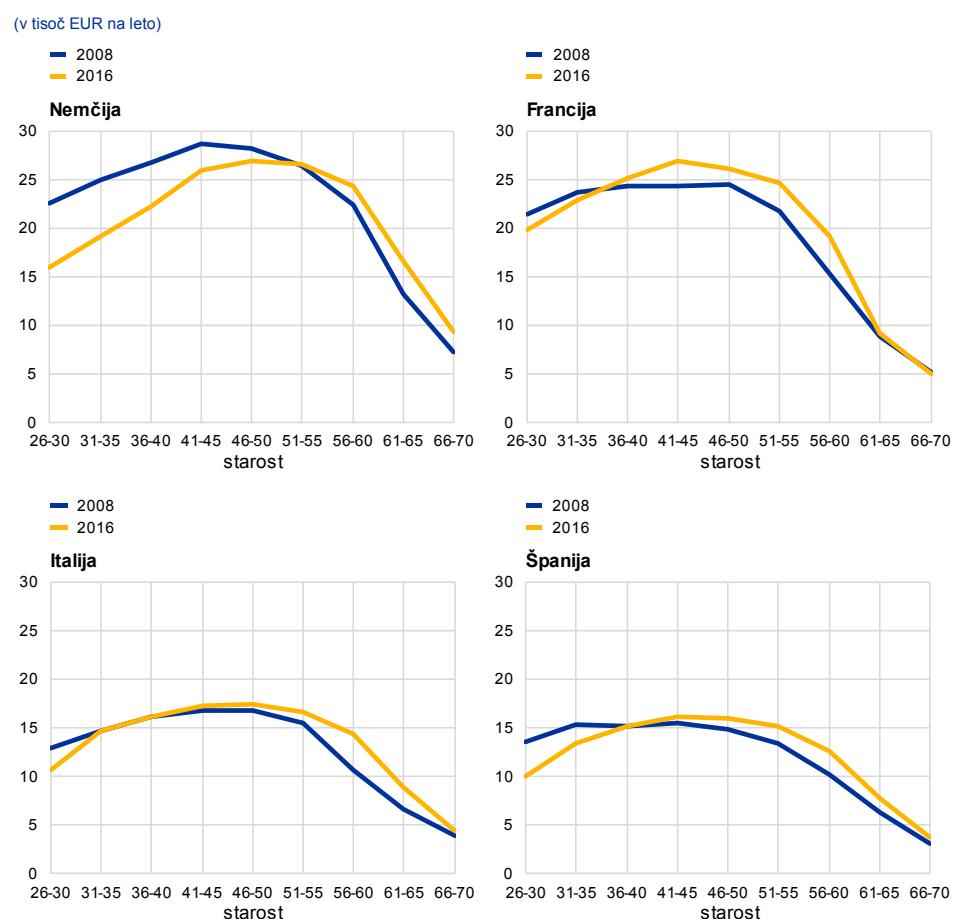
V grafu C so prikazani »beta koeficienti delavcev«, kot so dokumentirani v Guvenen et al. za ZDA.<sup>33</sup> S temi koeficienti se meri elastičnost dohodka od dela glede na spremembe skupne rasti BDP. Kar zadeva dohodkovno porazdelitev, je občutljivost dohodka od dela na spremembe rasti BDP precej večja pri delavcih iz gospodinjstev z nižjimi dohodki. Ta vzorec je zlasti prepoznaven v Nemčiji, Franciji in Italiji. V Španiji je občutljivost dohodka od dela delavcev iz gospodinjstev z nižjimi dohodki na rast BDP primerljiva z občutljivostjo pri sorodnih delavcih v drugih državah, vendar se s povečevanjem dohodkov gospodinjstev ne zmanjšuje v tolikšni meri. K temu bi lahko prispevala na splošno večja spremenljivost brezposelnosti v Španiji, ki na delavce v dohodkovni porazdelitvi vpliva enakomerne.<sup>34</sup> Vendar pa iskanje strukturne razlage za to presega namen tega okvirja.

<sup>33</sup> Glej Guvenen, F., Schulhofer-Wohl, S., Song, J., in Yogo, M., »Worker Betas: Five Facts about Systematic Earnings Risk«, *American Economic Review*, 107, št. 5, maj 2017, str. 398–403.

<sup>34</sup> Iz nekaterih podatkov je razvidno, da so razlike v stopnji brezposelnosti med državami euroobmočja povezane z obstojem različnih institucij trga dela. Glej Boeri, T., in Jimeno, J., »Learning from the Great Divergence in unemployment in Europe during the crisis«, *Labour Economics*, 41, št. C, 2016, str. 32–46.

## Graf D

### Dohodek od dela v starostni porazdelitvi



Viri: Eurostat, DIW Berlin in izračuni ECB.

Opomba: Ocenjeni dohodek od dela posameznikov v starosti 26–70 let (v petletnih starostnih skupinah) v konstantnih eurih leta 2015 (na podlagi spremenljivke PY010G iz EU-SILC o bruto denarnem dohodku zaposlenih v longitudinalnih podatkovnih datotekah; za Nemčijo je uporabljen klon longitudinalnih podatkovnih datotek EU-SILC iz GSOEP).

**Iz porazdelitve dohodkovnega tveganja je razvidno tudi, kdo večinoma nosi stroške nihanj v gospodarskem ciklu.** V makroekonomiji že vrsto let poteka razprava o socialnih stroških gospodarskih ciklov. Lucas tako na podlagi reprezentativnega agentnega modela utemeljuje, da so socialni stroški recesij razmeroma majhni.<sup>35</sup> To pomeni, da bi bili argumenti za uporabo makroekonomskih politik z namenom stabiliziranja gospodarskega cikla precej šibki. Pozneje raziskave so pokazale, da je razumevanje porazdelitve dohodka ter izgub v potrošnji in njihove vztrajnosti ključno za oceno škodljivosti gospodarskih recesij.<sup>36</sup> V zvezi s tem graf D prikazuje porazdelitev realnega dohodka od dela po starostnih skupinah v letih 2008 in 2016. Iz grafa je razvidno, da se od finančne krize dohodek mlajših delavcev ni povečal v enakem obsegu kot dohodek starejših delavcev. V Nemčiji in Španiji je bil dohodek mlajših delavcev leta 2016 realno celo nižji kot leta 2008. Ob upoštevanju razlik med posamezniki je zato verjetno, da so socialni stroški gospodarskih ciklov v euroobmočju precej veliki.

<sup>35</sup> Lucas, R., *Models of business cycles*, Basil Blackwell, Oxford, 1987.

<sup>36</sup> Glej Krebs, T., »Job Displacement Risk and the Cost of Business Cycles«, *American Economic Review*, 97, št. 3, junij 2007, št. 664–686.

**Dohodkovno tveganje gospodinjstev se v euroobmočju obnaša podobno kot v drugih gospodarstvih, kar je koristno spoznanje za oceno trenutnih gospodarskih obetov.** Na splošno analiza kaže, da je tako kot v ZDA (i) tveganje v zvezi s plačo posameznikov močno povezano z delovanjem trga dela in da (ii) se v recesiji za nekatere skupine delavcev poveča precej bolj kot za druge. To je pomembno za razumevanje transmisije ekonomskih politik in okrepitev makroekonomskih šokov. Po precejšnjem zunanjem šoku, ki je pred kratkim prizadel gospodarstvo euroobmočja, bi lahko s sedanjimi vztrajnimi gibanji na trgu dela (prim. 3. poglavje) pojasnili, zakaj dohodkovno tveganje gospodinjstev do zdaj še ni prispevalo k okrepitevi makroekonomskega učinka tega šoka.

## 6

# Kako dobiček vpliva na domače cenovne pritiske v euroobmočju?

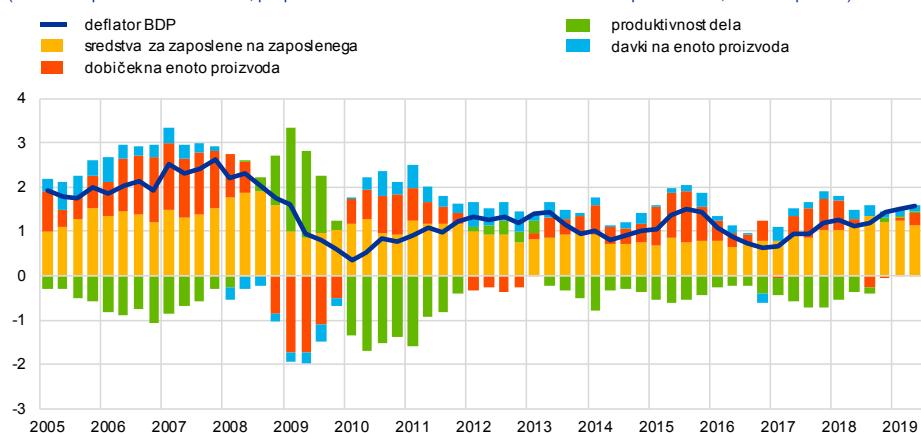
Pripravila Elke Hahn

**Dobiček je lahko pomemben pri oblikovanju domačih cen in lahko vpliva na prenos sprememb stroškov v končne cene.** Nacionalni računi vsebujejo široko merilo dobička – bruto poslovni presežek – ki nam lahko pove več o vlogi dobička pri domačih cenovnih pritiskih, kot so merjeni v deflatorju BDP. Graf A to vlogo ponazarja z gibanjem dobička na enoto proizvoda, tj. z bruto poslovnim presežkom, deljenim z realnim BDP, ki je merilo profitnih marž, uporabljeno v tem okvirju. Z dobičkom na enoto proizvoda je mogoče pojasniti približno eno tretjino zvišanja deflatorja BDP v euroobmočju v zadnjih dveh desetletjih. V tem okvirju prikazujemo, kako je dobiček v zadnjem času vplival na domače cenovne pritiske v euroobmočju. Obenem pojasnjujemo, kateri dejavniki so glavno gonilo gibanja profitnih marž, in obravnavamo, kako so najverjetneje prispevali k njihovi nedavni dinamiki.

### Graf A

#### Deflator BDP in prispevki

(medletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah k medletnim odstotnim spremembam, četrletni podatki)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Kombinirana prispevka sredstev za zaposlene na zaposlenega in produktivnosti dela predstavlja prispevek stroškov dela na enoto proizvoda. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2019.

**Prispevki dobička na enoto proizvoda k domačim cenovnim pritiskom se je v letu 2018 znižal, nato pa se je v prvi polovici leta 2019 rahlo okreplil, vendar je ostal majhen.** Rast dobička na enoto proizvoda je tekom leta 2018 izrazito oslabela, torej v obdobju, ko sta se rast plač (merjena kot sredstva za zaposlene na zaposlenega) in rast stroškov dela na enoto proizvoda močno okreplili in tako omejili dinamiko zviševanja stopnje rasti deflatorja BDP (glej graf A). V prvi polovici leta 2019 je nato rast dobička na enoto proizvoda postala rahlo pozitivna in je spodbujala postopno nadaljnje zviševanje stopnje rasti deflatorja BDP. Na agregatni ravni je gibanje prispevkova dobička na enoto proizvoda navadno mogoče pojasniti z dvema glavnima gonilnima dejavnikoma – z gospodarskim ciklom in pogoji menjave.

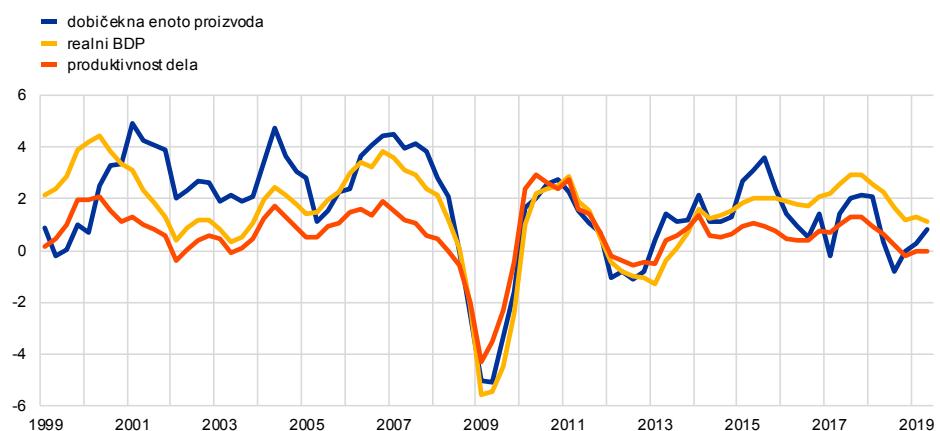
**Po empiričnih ugotovitvah se profitne marže gibljejo prociklično vzporedno z dinamiko gospodarske aktivnosti (glej graf B).** V času upada se stroški dela na

enoto proizvoda navadno zvišajo, ker se pogodbeno določene plače na upad odzovejo šele z zamikom, medtem ko produktivnost dela upade takoj, ker se proizvodnja v odziv zmanjša hitreje od zaposlenosti. Ker je v šibkejšem gospodarskem okolju težje izravnati zvišanje cen, se v času upada profitne marže krčijo, v času vzpona pa se povečujejo. Profitne marže se tako močno pozitivno odzivajo na gibanje realnega BDP in produktivnosti dela, ki sta širša ciklična kazalnika. Graf B ponazarja, da je bilo to sogibanje zabeleženo tudi leta 2018, ko je rast dobička na enoto proizvoda oslabela vzporedno z umirjanjem rasti realnega BDP in produktivnosti dela. V prvi polovici leta 2019 so se vsi trije kazalniki nehalo poslabševati, medtem ko se je rast dobička na enoto proizvoda že začela postopoma krepiti, kar je bil odraz vpliva drugih dejavnikov in ne cikla.

### Graf B

#### Dobiček na enoto proizvoda, BDP in produktivnost dela

(medletne spremembe v odstotkih, četrtletni podatki)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019.

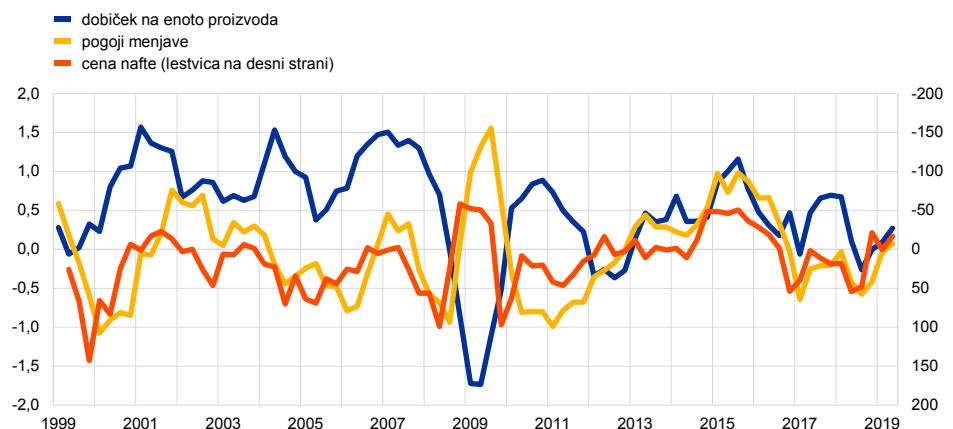
**Profitne marže so včasih tesno povezane tudi z gibanjem pogojev menjave, še posebej če se ti močno spreminja** (glej graf C). Takšne spremembe lahko izhajajo iz različnih virov. Izboljšanje pogojev menjave, ki je povezano s padcem cen uvoženih proizvodnih dejavnikov, kakršna je na primer nafta, lahko pozitivno vpliva na profitne marže, če podjetja prodajne cene prilagodijo navzdol za manj kot upadejo njihovi stroški proizvodnih dejavnikov. Zdi se, da se je to dogajalo v obdobju od sredine leta 2014 do začetka leta 2016. Spremembe izvoznih cen, povezane z depreciacijo tečaja eura, lahko ugodno vplivajo na profitne marže, če izvozniki cene svojih proizvodov določajo v skladu s tržnimi cenami in izvozne cene v tujih valutah ohranijo nespremenjene. Prav tako lahko na gibanje pogojev menjave vpliva tudi gibanje relativnih cen med domačim in tujim gospodarstvom, če se relativne cene odražajo tudi v dinamiki izvoznih in uvoznih cen. Tako bi gibanje relativnih cen v domačem gospodarstvu, ki je močnejše od njihovega gibanja v tujem gospodarstvu, lahko pomenilo izboljšanje pogojev menjave s pozitivnimi posledicami za profitne marže. Zdi se, da so leta 2018 pogoji menjave negativno vplivali na profitne marže, in sicer predvsem zaradi zvišanja cen nafte. Cene nafte pa so se od konca leta 2018 znižale, zato so se pogoji menjave izboljšali. To je predvidoma podpiralo rast dobička na enoto

proizvoda in tako v prvi polovici leta 2019 prispevalo k ugodnejšemu gibanju pogojev menjave v primerjavi z gibanjem cikličnih kazalnikov.<sup>37</sup>

### Graf C

#### Dobiček na enoto proizvoda, pogoji menjave in cene nafte

(prispevki v odstotnih točkah k deflatorju BDP, medletne spremembe v odstotkih, četrletni podatki)



Viri: Eurostat, Bloomberg in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrtletje 2019.

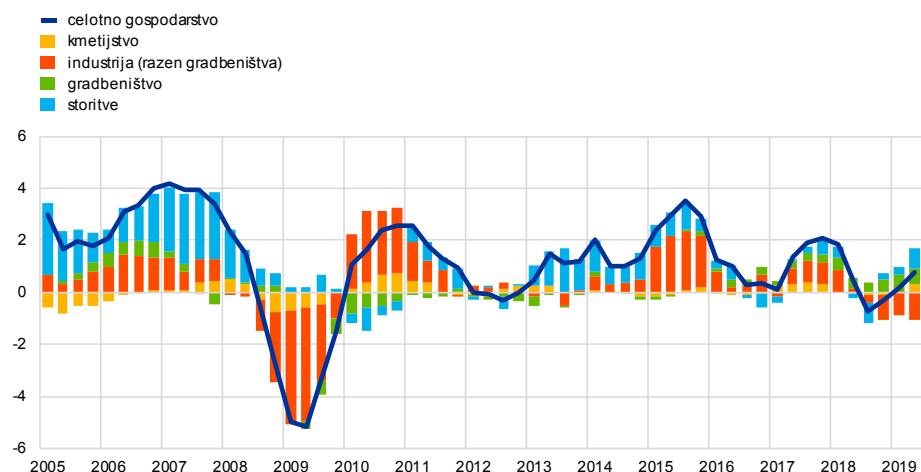
**Sektorska sestava gibanja dobička na enoto proizvoda potrjuje, da je bil dobiček na enoto proizvoda v letu 2018 šibkejši predvsem v sektorjih, ki so občutljivi na ciklična gibanja, medtem ko je bila postopna krepitev dobička na enoto proizvoda v prvi polovici leta 2019 odraz gibanja v sektorjih, ki so manj občutljivi na ciklična gibanja (glej graf D).** Prociklični vpliv na dobiček na enoto proizvoda je izrazit predvsem v industrijskem sektorju (razen gradbeništva), ki je močno izpostavljen gibanju trgovinske menjave in ga je zato najbolj prizadelo poslabševanje svetovnega okolja in gospodarskega cikla euroobmočja od konca leta 2017. Poslabšanje pogojev menjave, povezano z odbojem cen nafte tekom leta 2018, je najverjetneje prispevalo k umirjanju rasti profitnih marž v letu 2018, predvsem v sektorjih, kakršen je na primer promet (del storitvenega sektorja), znižanje cen nafte, ki je sledilo, pa je podobno najbrž podpiralo ponovno zvišanje profitnih marž. Obenem je bilo gibanje profitnih marž v sektorjih, ki so bolj usmerjeni na domači trg, na primer v gradbeništvu, v celotnem obdobju bolj stabilno, in sicer tudi zaradi trenutno zelo ugodnih pogojev financiranja.

<sup>37</sup> Dodaten dejavnik, ki je v prvi polovici leta 2019 prispeval k zvišanju rasti dobička na enoto proizvoda, je bila uveljavitev javnofinančnega ukrepa v Franciji v letu 2019. Javnofinančni ukrep vključuje pretvorbo davčnega odbitka v trajno znižanje prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo delodajalci, kar nakazuje znižanje rasti sredstev za zaposlene na zaposlenega in obenem zvišanje rasti dobička na enoto proizvoda.

## Graf D

### Gibanje dobička na enoto proizvoda in prispevki različnih gospodarskih sektorjev

(medletne spremembe v odstotkih, prispevki v odstotnih točkah k medletnim odstotnim spremembam, četrletni podatki)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Pri razčlenitvi rasti dobička na enoto proizvoda po gospodarskih sektorjih je dobiček na enoto proizvoda izračunan na podlagi dodane vrednosti. Zadnji podatki se nanašajo na drugo četrletje 2019.

**Na agregatni ravni so se profitne marže tekom leta 2018 zniževale in istega leta zavirale povečanje domačih cenovnih pritiskov v euroobmočju, nato pa so se v prvi polovici leta 2019 začele postopoma zviševati.** Znižanje profitnih marž v letu 2018 je bilo odziv na nedavno upočasnitev gospodarske aktivnosti in poslabšanje pogojev menjave zaradi cen nafte v istem letu.<sup>38</sup> Z znižanjem se je deloma izravnalo zabeleženo zvišanje stroškov dela, kar kaže na omejen prenos plač v cene. V prvi polovici leta 2019 so se profitne marže začele ponovno povečevati, kar je bil med drugim odraz izboljšanja pogojev menjave, povezanega z nižjimi cenami nafte. V prihodnje naj bi se profitne marže okrepile v skladu s postopnim povečevanjem gospodarske aktivnosti, kot predvidevajo makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih septembra 2019 pripravili strokovnjaki ECB.

<sup>38</sup> Ekonometrični podatki kažejo, da je znižanje stopnje rasti dobička na enoto proizvoda v letu 2018 v veliki meri mogoče pojasniti z zunanjim povpraševanjem, ponudbo nafte in šoki zaradi pribitkov na plače (glej govor Philipa R. Lana z naslovom »The Phillips Curve at the ECB«, London School of Economics, 4. september 2019).

# Članka

## 1 Derivatives transactions data and their use in central bank analysis

Prepared by Lena Boneva, Benjamin Böninghausen, Linda Fache Rousová and Elisa Letizia

Data on derivatives transactions have recently become available at a number of central banks, including the ECB, and have opened up new avenues for analysis. Collected as a result of reforms of the over-the-counter (OTC) derivatives market, which were primarily designed to counter systemic risk, the data have numerous applications beyond the domain of financial stability.

This article presents two such applications. It demonstrates how data gathered under the European Market Infrastructure Regulation (EMIR) can be used to better understand two types of derivatives market that are of particular importance for central bank analysis, namely the interest rate derivatives and inflation-linked swap markets.

For the interest rate derivatives market, the article shows how investor expectations for interest rates may be inferred through “positioning indicators” that track how a set of “informed investors” take positions in the market in anticipation of future interest rate movements. Such quantity-based indicators can complement other, more established indicators of interest rate expectations, such as forward rates or survey-based measures.

For euro area inflation-linked swap markets, the article exploits the fact that EMIR data allow a first systematic look at trading activity in these markets, which can provide valuable and timely information on investors’ inflation expectations. It highlights a number of structural features of activity in these markets and discusses their possible implications for the monitoring of market-based measures of inflation compensation.

### 1 Introduction

**Since the collapse of Lehman Brothers and near-collapse of AIG in 2008, OTC derivatives have been recognised as one of the amplifiers of the global financial crisis.** In response, G20 leaders pledged at the Pittsburgh summit in September 2009 to reform OTC derivatives markets to improve their transparency, prevent market abuse and reduce systemic risks. In Europe, this initiative was formalised in 2012 in the European Market Infrastructure Regulation (EMIR). EMIR imposes several requirements on entities that enter into a derivatives contract, such as the

implementation of risk management standards, clearing of certain contracts through central counterparties (CCPs) and reporting obligations.<sup>39</sup>

**While the OTC derivative reforms were primarily designed with the aim of reducing systemic risk, data from EMIR have applications in central bank analysis beyond the financial stability domain.**<sup>40</sup> Following a brief introduction to the EMIR data (see Section 2), this article presents two examples of such uses. First, it shows how EMIR data on interest rate derivatives can be used to gauge the expectations of investors regarding the future evolution of key interest rates (see Section 3). This is based on the premise that investors expecting lower interest rates in the future position themselves by buying more contracts (than they sell) that benefit from lower interest rates. “Positioning indicators” calculated on this basis can thus be seen as capturing the strength of informed investors’ expectations and have the potential to complement other indicators of interest rate expectations such as forward rates or survey-based measures. Second, the article looks at structural activity patterns in euro area inflation-linked swap markets (see Section 4). It provides an overview of the most relevant contracts and the counterparties that trade in those markets, and draws some conclusions for the ECB’s monitoring of market-based measures of inflation compensation, in particular regarding the information content at various maturities. Both applications demonstrate the wide potential for the use of EMIR data in central bank analysis.

## 2 The EMIR data

**In February 2014 EMIR introduced mandatory reporting of all individual derivatives contracts.** This reporting obligation applies to both OTC and exchange-traded derivatives in all five main asset classes, i.e. commodity, equity, foreign exchange, credit and interest rate derivatives. Trades cleared via CCPs are also included. The reporting covers information on both the counterparties involved and the characteristics of the contract, which may change over the life cycle of a derivative trade and are submitted daily.<sup>41</sup>

**All EU-located entities that enter a derivatives contract are subject to the reporting obligation.** They must report to one of the seven trade repositories

---

<sup>39</sup> For a comprehensive overview of the elements of the OTC derivative reforms, see the article entitled “[Looking back at OTC derivative reforms – objectives, progress and gaps](#)”, *Economic Bulletin*, Issue 8, ECB, 2016.

<sup>40</sup> For examples of how EMIR data are used in the financial stability context, see e.g. Abad, J. et al., “[Shedding light on dark markets: First insights from the new EU-wide OTC derivatives dataset](#)”, *ESRB Occasional Paper Series*, No 11, European Systemic Risk Board, 2016; Hoffmann, P., Langfield, S., Pierobon, F. and Vuillemey, G., “[Who bears interest rate risk?](#)”, *Working Paper Series*, No 2176, ECB, 2018; Dalla Fontana, S., Holz auf der Heide, M., Pelizzon, L. and Scheicher, M., “[The anatomy of the euro area interest rate swap market](#)”, *Working Paper Series*, No 2242, ECB, September 2018; Rosati, S., Vacirca, F., “[Interdependencies in the euro area derivatives clearing network: A multi-layer network approach](#)”, forthcoming in the *Journal of Network Theory in Finance*; Benos, E., Payne, R. and Vasios, M., “[Centralized Trading, Transparency and Interest Rate Swap Market Liquidity: Evidence from the Implementation of the Dodd-Frank Act](#)”, forthcoming in the *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

<sup>41</sup> For each derivative transaction more than 120 data fields have to be reported. The information includes the type of derivative, the underlying, the price, the amount outstanding, the execution and clearing venues of the contract, the valuation, the collateral and life-cycle events. For more details, see “[Commission Delegated Regulation \(EU\) No 148/2013](#)”.

currently authorised by the European Securities and Markets Authority (ESMA). Daily transaction-by-transaction derivatives data are then made available to over 100 authorities in the EU, depending on their mandate and jurisdiction. For example, the ECB obtains a subset of the data reported by euro area counterparties.<sup>42</sup> One important implication of this is that transactions between two counterparties domiciled outside the euro area (e.g. between two UK banks or between UK and US banks) are typically not available to the ECB.

**Owing to their volume, velocity and variety, the EMIR data can be classified as “big data”, which poses many challenges for using them.** In cooperation with the European Systemic Risk Board (ESRB), the ECB has developed an EMIR-dedicated IT infrastructure to store and access the data received from all trade repositories. Despite the significant improvement in data quality since the launch of EMIR reporting in 2014, a careful data cleaning procedure has to be applied before the data can be used for policy analysis; for example, observations are deleted when both the market and notional values are missing or when the notional value is considered an outlier.<sup>43</sup> This article focuses on data between 2 May 2018 and 12 June 2019, as the cleaned data – even as a time-series – are of sufficiently good quality and easily accessible through the EMIR IT infrastructure.

### 3 Inferring market expectations for future interest rates from EMIR data

**The interest rate derivatives market allows market participants to trade financial products linked to future interest rates.** The market value of these contracts changes as interest rates move, and investors can use them to hedge against movements in interest rates or for speculative purposes. By analysing the positioning of participants in the market, some inference can be made about their views on the outlook for interest rates.

**The market positioning indicators based on EMIR data help to inform central bank analysis.** Information on the positioning of certain groups of investors in interest rate derivatives can complement price-based indicators and surveys, which are both commonly used to infer financial market expectations for monetary policy or the macroeconomic outlook.<sup>44</sup>

**Positioning indicators rely on three main building blocks:** (i) the assessment of an investor’s “net long” (or “net short”) position in a certain contract, (ii) the identification of a specific set of “informed investors”, and (iii) the choice of appropriate interest rate derivative contracts.

---

<sup>42</sup> In fact, the ECB's access is somewhat wider than this. See Article 2 of “[Commission Delegated Regulation \(EU\) No 151/2013](#)”.

<sup>43</sup> This is when the value exceeds a fixed threshold. The thresholds differ across asset classes and have been set on the basis of ECB market intelligence activity.

<sup>44</sup> Price-based indicators include, in particular, those calculated on the basis of forward contracts on key euro area interest rates such as EONIA and EURIBOR, either for a given forward horizon (e.g. a one-year rate, one year ahead) or for reserve maintenance periods that are tied to specific ECB Governing Council meetings. Surveys considered by the ECB include those from private providers commonly referenced in the marketplace as well as the ECB's own, recently introduced [Survey of Monetary Analysts](#).

**An investor's net long (or net short) position captures how and to what extent they may profit from future interest rate movements.** In the case of a fixed-income futures contract – say, a bond futures contract – a buyer, or an investor holding a long position, gains from a decline in interest rates owing to the inverse relationship between interest rates and the value of the underlying bond. The opposite is true for a seller, or the investor who holds a short position. Where an investor simultaneously holds long and short positions, exposure to future interest rate movements is determined by netting all positions. As a result, investors with a “dovish” interest rate outlook (i.e., expecting interest rate declines) are likely to be positioned net long, while those with a “hawkish” view would position themselves net short.

**Any meaningful positioning indicator needs to single out a particular subset of investors since the market overall is positioned neither net long nor net short.** This follows from the fact that, if one investor takes a long position, another investor has to take an equivalent short position in the same derivative. As a consequence, the net long (and net short) position of all investors combined must be equal to zero, barring reporting errors and/or sample limitations. An informative positioning indicator therefore has to focus on a particular, meaningful set of investors.<sup>45</sup>

**The positioning indicator constructed here aims to single out “informed investors” who actively take positions in interest rate derivatives on the basis of their expectations for future interest rates.** Their identification is challenging, however. Box 1 explains how EMIR data are enriched to obtain a detailed sector classification which facilitates this task. But even a granular sector classification cannot fully capture the heterogeneity of individual investors’ trading strategies in interest rate derivatives.<sup>46</sup> To address these challenges, “informed sectors” are chosen according to the following criteria: (i) they form a view on future interest rates on the basis of monetary policy and macroeconomic developments, (ii) they react quickly to a change in the outlook, (iii) they trade actively in derivatives contracts, primarily to generate a profit from them, and (iv) they pursue a strategy that is neither very short-term (e.g. arbitrageurs trading to exploit intraday volatility) nor very long-term (e.g. insurance companies or banks hedging their balance sheet duration gaps). The sector referred to as “hedge funds” can satisfy all these criteria, in particular as it is normally identified as comprising entities which take positions on the basis of their expectations for the future evolution of financial market prices in a relatively unconstrained way. However, there are many difficulties in correctly identifying such funds<sup>47</sup> and there may be other classes of investors acting in a similar manner.

**Therefore, we report a range of positioning indicators based on different investor categories (Table 1).** The first sample follows the definition of hedge funds

---

<sup>45</sup> The frequently cited (disaggregated) Commitments of Traders report published by the US Commodity Futures Trading Commission provides such subsets. Some market observers use it to follow the evolution of the long and short positions of commercial and non-commercial counterparties in futures contracts on, for instance, currencies and commodities.

<sup>46</sup> Other approaches, complementary to the one employed here, can be more data-driven, e.g. focusing on investors that change their position often or whose activity in the market is particularly intense. Such approaches will be explored in further extension of this work.

<sup>47</sup> The main difficulty is limited data coverage and disclosure, as many hedge funds are domiciled in off-shore centres.

in the ECB's Manual on investment fund statistics<sup>48</sup> and includes all non-UCITS funds, as well as UCITS funds<sup>49</sup> with a hedge fund strategy (see Box 1). The second sample is broader as it includes all investment funds. One rationale for broadening the category is that an asset manager would have only one view on the short-term interest rate outlook, but would typically control several funds, some of them falling into the category of hedge funds and others not. The third sample also includes other financial institutions – which are not banks, insurance companies or pension funds – to control for misclassification and to capture other types of active investor such as systematic trading firms. Finally, to capture only large and active<sup>50</sup> investors, all previous samples are restricted to the counterparties that hold the largest 100 portfolios in terms of gross notional amount on average over time.

**Table 1**  
Defining informed investors

	Non-UCITS and hedge fund UCITS	All investment funds	Other financial institutions	Largest 100 investors	Average number of investors in the sample across time
Positioning measure 1	✓				229
Positioning measure 2		✓			402
Positioning measure 3		✓	✓		450
Positioning measure 4	✓			✓	97
Positioning measure 5		✓		✓	99
Positioning measure 6		✓	✓	✓	100

Note: The average number of investors included in positioning measures 4-6 is not always 100 as some of the 100 counterparties with the largest portfolios are not active over the full period.

**Finally, a class of interest rate derivatives needs to be chosen.** A basic choice is between derivatives with linear payoffs (e.g., swaps, forwards or futures) and derivatives with non-linear payoffs (most notably options). Since the positioning indicators are intended to capture exposure to general interest rate movements rather than unusual developments, this suggests a preference for derivatives with linear payoffs. In addition, the market segment has to be sufficiently liquid, which is not always the case for options markets.

**The full interest rate derivatives market in the euro area is very large in terms of both volume and the number of instruments it contains (Chart 1).** As of June 2019 the total outstanding notional amount in interest rate derivatives was around

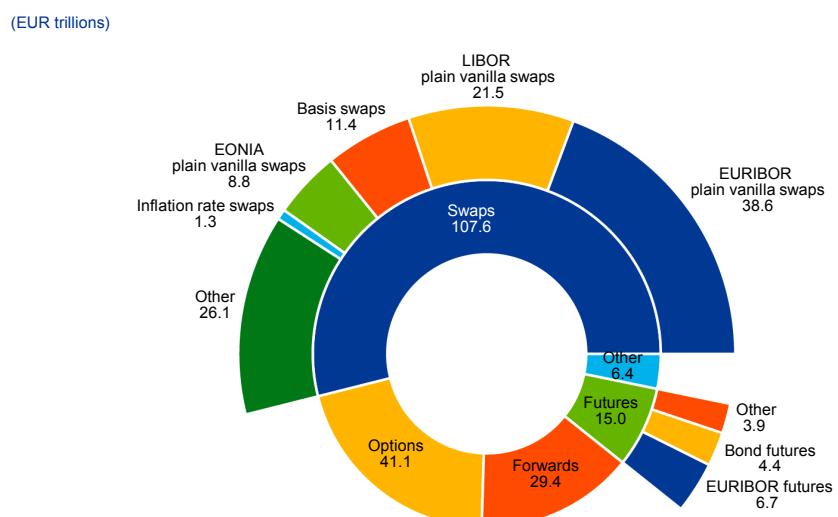
<sup>48</sup> The [Manual on investment fund statistics](#) defines hedge funds as funds “which apply relatively unconstrained investment strategies to achieve positive absolute returns, and whose managers, in addition to management fees, are remunerated in relation to the fund’s performance”, but it is acknowledged that a generally accepted definition of hedge funds does not exist.

<sup>49</sup> The classification of funds into UCITS and non-UCITS depends on whether they fall under the [EU Directive on undertakings for collective investment in transferable securities \(UCITS\)](#). UCITS funds are mutual funds which can be sold to retail investors and are perceived as non-speculative, diversified and well-regulated investments.

<sup>50</sup> Classifying funds on the basis of their description as active or passive shows that the sample is not dominated by passive funds.

€200 trillion, which accounted for two-thirds of the total euro area derivatives market.<sup>51</sup> Interest rate swaps and futures are key instruments in the interest rate derivatives market. Swaps are the most prominent contracts, covering about 54% of the notional value of outstanding contracts. Swaps (including those based on EONIA) are traded “over the counter” and are used for a wide range of purposes, including the hedging of interest rate risks on banks and insurers’ balance sheets (e.g. risks arising from positive and negative duration gaps respectively). The futures market is smaller than the swaps market, but is exchange-traded and hence much more standardised and extremely liquid. Among futures, three-month EURIBOR futures have the largest notional amount outstanding (around €7 trillion out of €15 trillion in June 2019), followed by eurodollar and Bund futures.

**Chart 1**  
The euro area interest rate derivatives market



Sources: EMIR data available to the ECB.  
Notes: Figures show notional amounts outstanding as at 12 June 2019. The sample includes both cleared and uncleared outstanding contracts for which the direction (i.e. buyer or seller side) is known. “Forwards” includes forward rate agreements; “Options” includes swaptions. “Other” (€6.4 trillion) includes less common and unclassified contracts. For swaps, “LIBOR plain vanilla swaps” comprises contracts referenced to pound sterling LIBOR, US dollar LIBOR, Japanese yen LIBOR and Swiss franc LIBOR. “Basis swaps” includes all contracts which exchange two floating rates. “Other” comprises contracts exchanging two fixed rates and fixed-for-floating rate swaps not indexed to EURIBOR, EONIA or LIBOR, as well as other less common or unclassified contracts. For futures, “Bonds” includes all bond futures (both government and corporate, of any maturity and any country), while “Other” includes eurodollar futures and unclassified contracts. The notional amounts reported should be interpreted as an upper bound because transactions could be counted more than once as a result of transactions that could not be paired. In addition, if a clearing member clears a trade on behalf of a client, two transactions (a transaction between the client and the clearing member and a transaction between the clearing member and the CCP) are counted.

**The positioning indicators are based on EURIBOR futures contracts, owing to their significant information content as regards euro area interest rate developments.** As suggested by market intelligence, informed investors make extensive use of EURIBOR futures, primarily on account of their substantial liquidity and high degree of standardisation. Investors that need to adjust their positions may often prefer futures contracts to interest rate swaps, since it is easier to close out existing positions. Moreover, futures on the three-month EURIBOR are attractive

<sup>51</sup> The aggregates of gross notional values derived from EMIR data tend to be different from those obtained from the Bank for International Settlements semi-annual surveys, owing to various conceptual and measurement differences between the two data sources. For more details, see Abad, J. et al., op. cit.; *ESMA Annual Statistical Report, EU Derivatives Markets, 2018*, European Securities and Markets Authority, October 2018.

because of their direct link to euro area short-term interest rate developments at specific horizons. The basis risk of tracking EONIA through a EURIBOR futures contract is fairly limited at present given the stable spreads between the two. The focus of the positioning indicators is on EURIBOR futures with a residual maturity of above one year to facilitate comparison with gauges of interest rate expectations commonly used by central banks, for instance the one-year EONIA, one year ahead.<sup>52</sup>

**The positioning measure is the ratio of informed investors' net long positions to their gross positions.**<sup>53</sup> The net long position (long minus short) of each investor is normalised by their gross position (long plus short). This measure has at least two advantages. First, because the measure is normalised by the gross position, it allows the views expressed by all informed investors to be considered, including smaller investors that may have strong views but are unable to take sizeable absolute positions. A simple sum of net long positions across all informed investors without any normalisation would give significant weight to very large investors and idiosyncrasies of individual players. Second, the sum across all informed investors and the normalisation also make the indicator more robust against misreporting.

**The measure reveals that the positioning of investment funds is relatively polarised, suggesting that a focus on this investor category is indeed warranted since investment funds appear more inclined to express a view on future interest rates than other types of investor.** Using all investment funds (positioning measure 2) as the category representative of informed investors, Chart 2 shows that around 60% of these investors take an either extreme hawkish or extreme dovish view, with the extreme dovish view clearly predominating on the date in question (12 June 2019). This pattern is different from that for dealer banks, for example, which tend to be positioned in a more neutral way, as they typically act as market makers. This does not imply that dealer banks do not have views on monetary policy or the macroeconomic outlook, but their dealing activity generally outweighs the proprietary risk-taking motive. Since dealing activity also implies that many of their positions offset each other, their portfolios tend to be large in terms of gross notional amount (as indicated by the size of the bubbles) but less so in terms of the net notional amount.

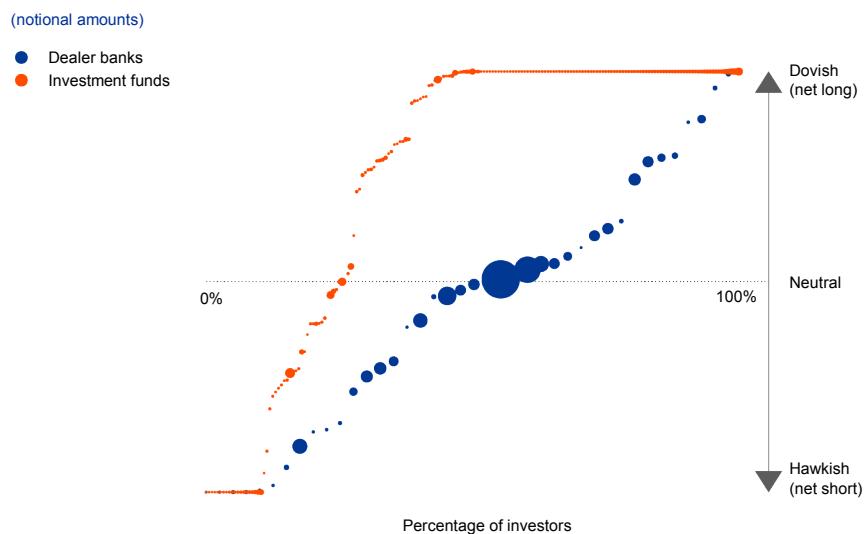
---

<sup>52</sup> In addition, for maturities of over one year the mechanical roll-over effect in the nearest-dated futures is removed.

<sup>53</sup> Positioning at the sector level is computed as the average of individual positions.

## Chart 2

Empirical quantiles of the net-over-gross positioning of investment funds and dealer banks



Sources: EMIR data available to the ECB.

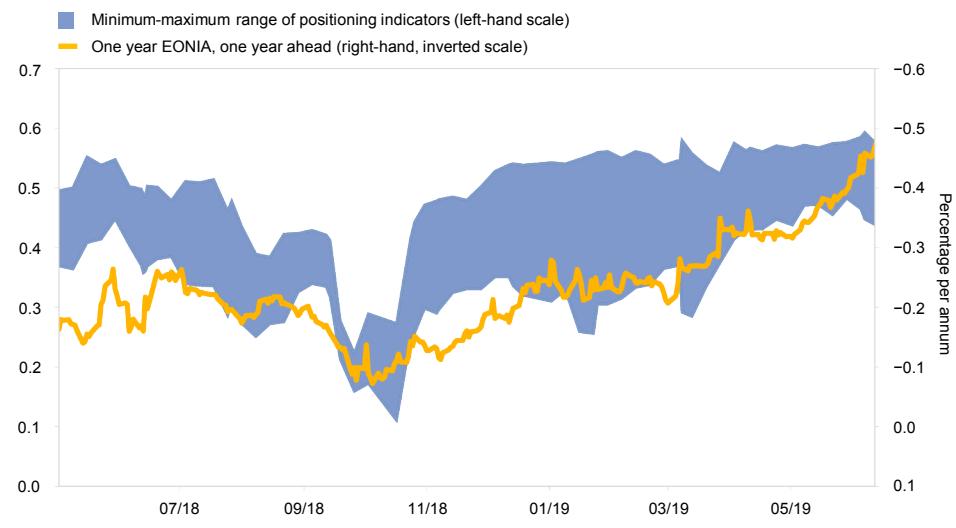
Note: Data are as at 12 June 2019 and show net-over-gross positions of individual investors in the market for EURIBOR futures with a residual maturity of more than one year. The size of the bubbles is proportional to the size of individual portfolios in terms of gross notional amount.

### Net long positioning has trended upwards since the start of 2019, consistent with market expectations of a more accommodative monetary policy (Chart 3).

The one-year EONIA forward rate one year ahead provides another approximation of how interest rate expectations have evolved over the period under consideration. It shows a downward trend starting in late 2018 as investors started pricing in a more accommodative monetary policy and became less sanguine about the global economic outlook. Consistent with these developments, informed investors have increased their net long positions over the same period. The results shown here thus suggest that the positioning indicators – as a quantity, or volume-based, proxy for expectations about monetary policy and the general economic outlook – can provide signals comparable to price, or rate-based, proxies. Further data analysis may also help identify sectors whose positioning, on average, appears to be the most indicative of the market's price formation mechanism. Ideally, such analysis would also shed new light on the information embedded in forward interest rates, in particular in situations where the signals from the positioning and price-based indicators are not entirely consistent.

### Chart 3

Positioning of informed investors in three-month EURIBOR futures and one-year EONIA, one year ahead



Source: EMIR data available to the ECB.

Note: The range is calculated from positioning indicators based on six different samples of informed investors as detailed in Table 1. A positioning indicator is calculated as the mean of the ratio of net to gross notional amount across individual investors in a sample. A smoothing correction has been applied for an outlier observation on 5 June 2019.

### Box 1

#### Identifying counterparty sector in EMIR data

Prepared by Francesca D. Lenoci and Elisa Letizia

**A prerequisite for the definition of “informed investors” is comprehensive and detailed information on sector classification.** This box explains how EMIR data are enriched to obtain such a classification.

**While EMIR data contain a field with information on the sector of a reporting counterparty, this information suffers from some limitations.** The first relates to data quality: the sector reported by some counterparties varies over time, and in some cases the sector is missing. The second limitation is conceptual: the EMIR sector classification is not sufficiently detailed for many central bank purposes and does not single out entities with key roles in the derivatives market. In particular, CCPs, their clearing members and banks which are subsidiaries of the 16 largest dealers (G16) are not directly identifiable.<sup>54</sup> Furthermore, the EMIR sector breakdown<sup>55</sup> does not always overlap with the widely used ESA 2010 classification.<sup>56</sup>

<sup>54</sup> The G16 are: Bank of America, Barclays, BNP Paribas, Citigroup, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS and Wells Fargo.

<sup>55</sup> The EMIR sector classification distinguishes eight types of financial entity: alternative investment funds, assurance undertakings, credit institutions, insurance undertakings, investment firms, institutions for occupational retirement provision, reinsurance undertakings, undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) and their management companies, and a residual category. Non-financial corporations report one letter codes from the NACE statistical classification.

<sup>56</sup> The European System of Accounts (ESA 2010) is a statistical classification system used to group institutional units with the same primary activity. The sector code divides the economy into six sectors: non-financial corporations, financial corporations, general government, households, non-profit institutions serving households and the rest of the world.

**To overcome these limitations, EMIR data are enriched with eight data sources to obtain a sector classification.** The classification is performed using one source at a time, thereby establishing a hierarchy among sources. In the first step, counterparties are classified using four official lists: the ECB's lists of monetary financial institutions and investment funds, the list of insurance undertakings compiled by the European Insurance and Occupational Authority (EIOPA) and ESMA's list of CCPs. As these lists cover only a limited set of entities located in the EU/euro area, four more data sources are used in the second step: the European System of Central Banks' Register of Institutions and Affiliates Data (RIAD) and three commercial data sources (BankFocus, Lipper and Orbis). As a last source in the hierarchy, the sector given in the EMIR data is used, but only if reported consistently.

**The resulting sector classification has a good coverage, is detailed and shows whether an entity plays a key role in the derivatives market.** As of mid-2019, the counterparty sector has been identified for more than 98% of the notional value of outstanding trades in EMIR data (Chart A).<sup>57</sup> Granular information on subsectors is often also available. For instance, banks are further split into investment and commercial banks, and investment funds into UCITS and alternative investment funds. Information on investment funds' strategy (e.g. bond, equity, hedge fund) is also at hand. Moreover, entities with key roles in the derivatives market, such as clearing members and banks belonging to the G16 dealers, are flagged as such.

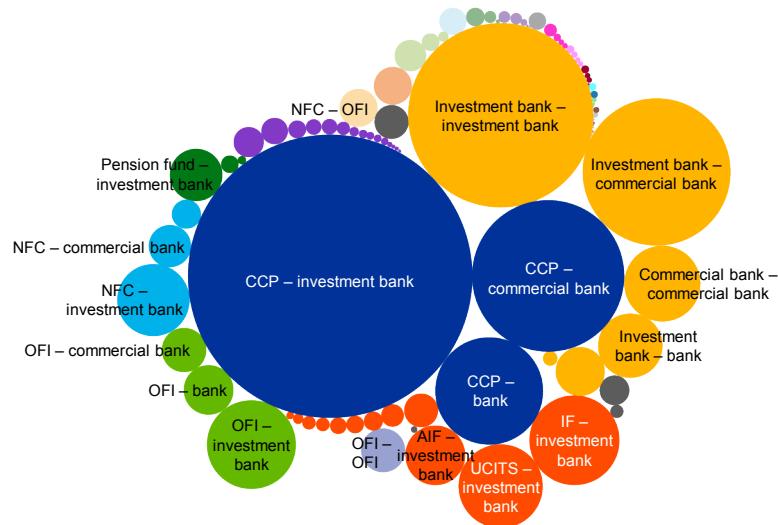
---

<sup>57</sup> For the remaining 2%, the domicile of the counterparty is either not available or outside Europe.

## Chart A

### Identifying counterparty sector in EMIR data: breakdown by notional value

(percentages of gross notional value of outstanding contracts)



<b>Banks</b>	Investment	43.1%
	Commercial	13.2%
	Not allocated	4.8%
<b>CCPs</b>		23.3%
<b>Investment funds (IFs)</b>	UCITS	1.7%
	AIFs	1.2%
	Not allocated	2.0%
<b>Other financial institutions (OFIs)</b>		4.3%
<b>Non-financial corporations (NFCs)</b>		3.0%
<b>Insurance companies</b>	Life and composite	0.3%
	Non-life	0.1%
	Not allocated	0.3%
<b>Pension funds (PFs)</b>	Private	0.4%
	Public	0.1%
	Not allocated	0.1%
<b>Government institutions</b>		0.4%
<b>Central bank</b>		0.1%
<b>Money market funds</b>		0.0%
<b>Other</b>		1.7%

Sources: EMIR data, ECB, EIOPA, ESMA, BankFocus, Lipper, Orbis and ECB calculations.

Notes: Data are as at mid-June 2019. The table shows the new sector classification sorted by percentage of gross notional value of all outstanding contracts ("Not allocated" indicates that the notional amount has not been allocated to one of the subsector categories). The chart shows pairs of counterparty sectors, where the bubbles are proportional to the gross notional value of all outstanding contracts. Investment banks include G16 dealers (and relevant banking subsidiaries) and banks performing both commercial and investment banking activity. AIF stands for alternative investment fund. "Other" is a residual category for when the sector is not known.

## 4 Examining euro area inflation-linked swap markets

**Another promising application of the EMIR data lies in providing a more thorough understanding of euro area inflation-linked derivatives markets,**

**which contain important information on the inflation expectations of investors.**

Inflation expectations play a central role for the ECB, since its primary objective is to maintain price stability in the euro area. In the conduct of monetary policy, such expectations are relevant in their own right, since they influence economic decisions in areas such as consumption and investment, as well as wage and price setting, and thus inflation. Moreover, they serve as a cross-check on the inflation outlook in the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projections, which in turn inform the ECB's monetary policy decisions. In addition to survey-based measures, which capture inflation expectations as expressed directly in regular expert surveys, there are market-based measures of inflation compensation, reflecting the information derivable from the prices of financial instruments. These include inflation-linked swaps, inflation-linked bonds and inflation options, all of which are linked to future inflation outcomes. Since these financial instruments are traded continuously, market-based measures not only provide additional valuable information on the inflation expectations of investors, but can also give more timely indications of potential shifts in the inflation outlook.<sup>58</sup>

**EMIR data allow a first quantitative look at the structure of the euro area**

**inflation-linked swap (ILS) market.** To date the ECB has relied heavily on market intelligence regarding the activity underlying developments in, for instance, ILS rates. Such market intelligence – while useful – is generally qualitative in nature, and challenging to gather in a consistent fashion across counterparties in practice. The EMIR data complement this type of information and allow it to be cross-checked by offering a quantitative, more systematic look at trading activity in euro area ILS markets. This section uses the EMIR data to demonstrate some structural features of these markets.<sup>59</sup>

**The data suggest that activity in the euro area ILS market is dominated by swaps linked to aggregate euro area inflation rather than national consumer price indices.** Chart 4 shows that, on average, swaps linked to the euro area Harmonised Index of Consumer Prices excluding tobacco (HICPxT) account for more than 80% of both the number of transactions and the notional amount involved. The remaining euro area ILS market is almost exclusively linked to the French consumer price index (CPI). Activity in swaps linked to other countries' CPIs is very limited, even Italian CPI-linked swaps, despite the existence of a sizeable Italian CPI-linked bond market.<sup>60</sup> Since the monitoring of investors' inflation expectations relies on market quotes (as ILSs are traded "over the counter"), it appears reasonable to assign a higher information content to those ILSs for which quotes are more firmly supported by

---

<sup>58</sup> For more information see the article entitled "Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2018.

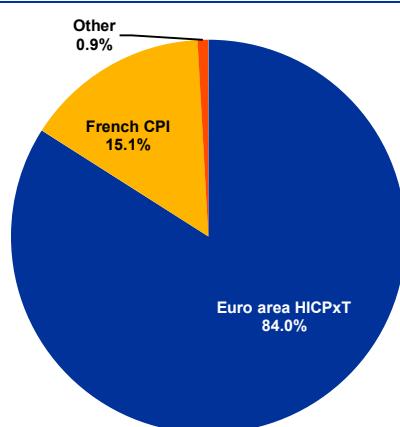
<sup>59</sup> The portion of euro area ILS markets covered by the data available at the ECB has an outstanding notional amount of close to €1 trillion. However, since these data represent a subset of the market (see Section 2), the actual size of the market is larger, and potentially significantly so. In any case, the subset reveals that, in the euro area, the ILS market is substantially smaller than the interest rate derivatives market. For instance, the outstanding notional amount of EURIBOR futures contracts is roughly ten times as high as that of euro area HICP-linked swaps.

<sup>60</sup> Inflation-linked bonds are also primarily indexed to the aggregate euro area HICPxT, but both France and Italy have substantial – and comparable – amounts of bonds outstanding that are linked to their respective national CPIs.

underlying activity.<sup>61</sup> On that basis and in light of the above observations, monitoring aggregate euro area inflation expectations in ILS markets seems most reliable. However, this does not preclude the monitoring of individual countries' CPI-linked ILS rates to detect expectations of possible deviations from the aggregate at the national level.

#### Chart 4

Euro area inflation-linked swap market activity, by underlying reference index



Sources: EMIR data and ECB calculations.

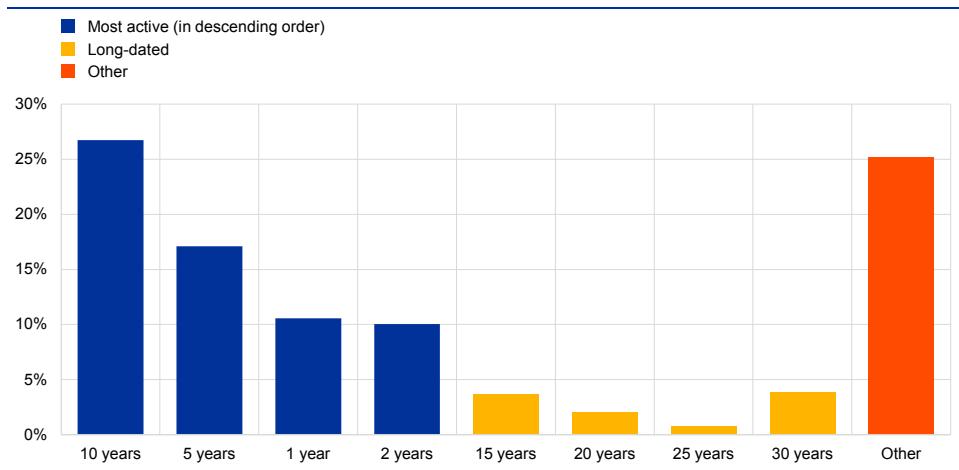
Notes: Data are as at mid-2019. The shares are based on the average of two activity measures, namely the number of transactions and the notional amount involved in these transactions.

**EMIR data also show that activity is relatively concentrated in the ten-year, five-year, two-year and one-year maturity segments.** These results relate to spot rates of zero coupon swaps – that is, swaps that exchange fixed rate payments for variable payments on the basis of realised inflation between now and a given future date. Chart 5 shows that the four most active points on the curve account for around 50% of all activity in euro area HICPxT-linked swaps. The fact that almost a quarter of activity is clustered at the ten-year spot point, with the second-largest share at the five-year spot point, has an interesting corollary. It suggests that among *forward* ILS rates, the five-year rate five years ahead – which commands considerable attention in the marketplace – is also the rate most supported by underlying activity. Moreover, rather than declining mechanically with maturity, activity is still notable at a number of longer-dated points along the spot curve, for example at the 15, 20, and 30-year maturities. In the context of central bank analysis, this is reassuring since longer-term ILS rates are less affected by short-term transitory shocks and may thus provide a cleaner guide to investors' "steady state" inflation expectations.

<sup>61</sup> Note that these quotes are "created" in large data warehouses of global banks and probably also include some information derived from the inflation-linked bond and other markets. Nonetheless, underlying activity is useful in judging the information content of quotes in OTC markets. This is because, while the actual price (or rate) at which two counterparties transact remains confidential, a sizeable amount of activity in these markets is intermediated by dealers that take (at least) one side of the transaction and simultaneously provide quotes for the product in question. Hence, published dealer quotes are informed by – and adjusted in response to – the trades conducted between dealers and other investors. This suggests that the more sizeable the underlying activity in an OTC market, the more likely it is that quoted prices (or rates) provide a reliable guide to where investors are willing to transact.

### Chart 5

#### Activity in euro area HICPxT-linked inflation swaps, by maturity



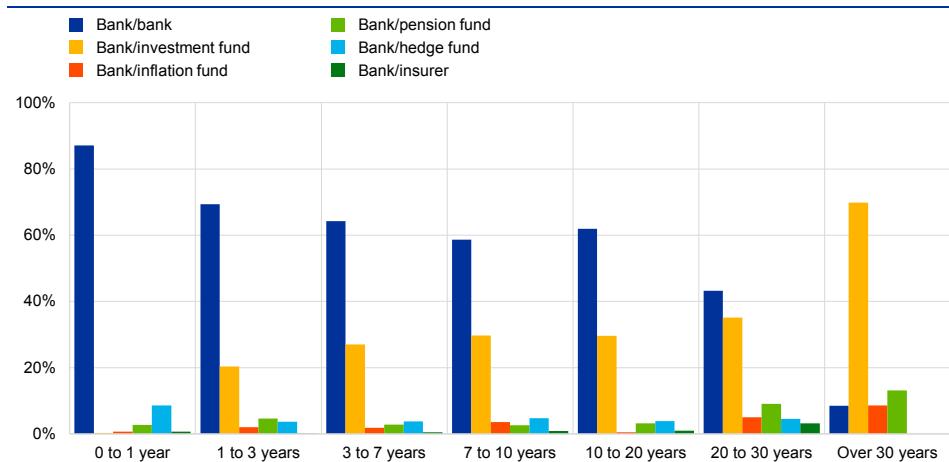
Sources: EMIR data and ECB calculations.

Notes: Data are as at mid-2019. The activity shares are based on the average of four measures that (i) consider the number of transactions or the notional amount involved and (ii) define maturity either as maturity date minus effective date or as maturity date minus execution date. "Other" refers to maturities not shown in the chart.

**There are important differences in sectoral activity across maturities: hedge funds are quite active at the very short end of the curve, while pension funds show above-average activity in the long to ultra-long segments.** Chart 6 sorts transactions into different maturity buckets instead of focusing on individual maturity points. It further shows sector pairs involving banks on at least one side of the transaction. This is due to the dominant role played by banks in the ILS market and because activity accounted for by other sector pairs is negligible. Apart from highlighting the dominance of bank-bank and bank-investment fund transactions across maturity buckets, Chart 6 shows notable activity of hedge funds at short maturities. This observation is consistent with market intelligence, according to which some hedge funds have in recent years stepped up their efforts to forecast near-term inflation and then trade on the basis of those forecasts in ILS markets. Moreover, the fact that pension funds are over-proportionally represented in maturities of 20 years and above is in line with the notion that these actors use the ILS market to hedge inflation-linked liabilities, in particular those incurred as part of defined-benefit plans.

### Chart 6

Shares of euro area HICPxT-linked swap transactions for selected sector pairs, by maturity



Sources: EMIR data and ECB calculations.

Notes: Sectors are identified using the classification reported in the EMIR database, enriched by a more granular classification and following a thorough data quality check. For example, inflation funds are identified as investment funds whose names and descriptions suggest a strong focus on inflation-adjusted or real returns. Shares are based on the average of the share of the number of transactions between June 2016 and January 2018 and the share of the notional amount involved in these transactions. Percentages add up to 100% for each maturity bucket across the six sector pairs shown. Data are based on reports from DTCC, which is one of the seven trade repositories reporting under EMIR currently authorised by ESMA.

**The results show that it is important for the ECB, in assessing investors' inflation expectations, to consider not only overall activity patterns across the ILS curve but also the sectoral composition of activity in different segments of the curve.** More precisely, while the article has shown that activity in longer-dated euro area ILSs of 15 years and beyond is not negligible compared with shorter-dated maturities, the sectoral analysis indicates that a relatively large share of that activity stems from pension funds. Since the latter often use the ILS market to hedge against developments in inflation, they tend to act more as price takers, certainly when compared with hedge funds active at the short end of the ILS curve, which are more likely to express particular views on future inflation. Thus, when price sensitivity is also factored in, the information content of longer-dated ILS rates may be lower than suggested by overall activity in that maturity bucket.

**Overall, EMIR data help uncover a number of interesting structural features of euro area ILS markets, suggesting that further EMIR-based analysis can help the ECB better assess future developments in these markets.** The findings presented in this section are consistent with market intelligence received. This supports the notion that the EMIR data can indeed serve as a complement to and cross-check other information by offering a quantitative, more systematic view. Natural extensions of the more structural analysis presented here are tracking overall activity or the activity of different investor groups over time as well as across maturities. Moreover, the richness of the data extends beyond the information touched upon in this article, most notably to the prices at which counterparties transact with each other. EMIR data are thus an important addition to the ECB's toolbox for analysis of euro area ILS markets.

## 5 Conclusions

**This article has shown how EMIR data can be used for analysis beyond the domain of financial stability.** This article presents examples based on two classes of derivatives market that are of particular importance for central bank analysis: the interest rate and inflation-linked derivatives markets.

**The first example illustrates how EMIR data can help infer investor expectations for future interest rates.** The positioning indicators developed track how a group of “informed investors” position themselves in the futures market in anticipation of future interest rate movements. Such quantity-based indicators can act as a complement to other, more established indicators of interest rate expectations, such as forward rates or survey-based measures. While this article provides first insights from such quantity-based indicators, further data analysis may help refine the indicators and also shed new light on the information embedded in forward interest rates, particularly in situations where the signals from the positioning and price-based indicators are not entirely consistent.

**The second example shows how EMIR data allow a first systematic look at trading activity in euro area inflation-linked swap markets.** This example highlights a number of structural features of these markets, which can provide valuable and timely information on the inflation outlook of investors. Overall, the results support the notion that EMIR data can complement and help to cross-check more qualitative market intelligence on activity in these markets. For example, the data can help assess the information content of inflation-linked swap rates, both across different maturities and on the basis of the relative activity of different types of investors. The data can thus be seen as an important addition to the analytical toolbox of the ECB.

**Despite the many challenges in using these “big data”, the use of EMIR data at the ECB and at central banks more generally is on the rise.** The increasing scale of analysis based on these data underlines the benefits for policymakers of the reporting of EMIR data as part of the measures to increase transparency in the OTC derivatives market.

## 2

# The taxonomy of ECB instruments available for banking supervision

Prepared by Rinke Bax and Andreas Witte

## 1 Introduction

**In November 1999, the ECB Monthly Bulletin featured an article on the legal instruments of the European Central Bank.** Since being entrusted with the task of supervising credit institutions in 2014, the ECB has adopted a wide range of further legal and non-legal instruments in the context of prudential supervision. These tasks have been conferred on the ECB by the SSM Regulation<sup>62</sup> and give the ECB the exclusive competence to carry them out with respect to all credit institutions. The SSM Regulation establishes specific types of legal act which the ECB can adopt for the purpose of exercising its tasks under that regulation. The SSM Regulation also stipulates that the ECB's supervisory tasks must be exercised separately from those relating to monetary policy. This article describes the instruments the ECB has adopted in its role as banking supervisor in recent years.

**Supervising banks involves changes to their legal position, e.g. as a result of the imposition of supervisory measures which must be complied with as a legal obligation, or by granting permission for a course of action which the bank would otherwise not be allowed to take.** Such changes in legal position can only be effected by means of a binding legal instrument. For these purposes, primary law (primarily the Treaty on the Functioning of the European Union and the Statute of the ESCB) and secondary law (primarily the SSM Regulation) provide a broad range of instruments (some of which qualify as legal acts) for the ECB to adopt as tools to carry out its supervisory tasks.

**In many cases, however, it may be useful for the ECB – or, for that matter, any other supervisory authority – to issue instruments other than binding legal acts.** Such instruments can, for instance, be used to communicate to the public the ECB's position on a question of policy, or to provide guidance on how it intends to use its supervisory powers in the future.

**There is, therefore, a range of instruments which the ECB may use in the area of supervision, reflecting the relatively wide range of supervisory activities it undertakes.** Different kinds of instruments may be useful for different purposes. The present article attempts to bring some order to this multitude of different instruments and to describe their legal implications. Section II will discuss legal acts of a binding nature while Section III will broadly address legally non-binding instruments and documents, some of which qualify as legal acts in spite of their non-binding nature. Section IV will address the difficulties in distinguishing between these two categories,

---

<sup>62</sup> Council Regulation (EU) No 1024/2013 of 15 October 2013 conferring specific tasks on the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions (OJ L 287, 29.10.2013, p. 63).

which is not always straightforward, and Section V will summarise and draw some general conclusions.

## 2 Binding legal acts and other binding instruments

### 2.1 General remarks

**Article 4(3) of the SSM Regulation lists the binding legal instruments which are available for adoption by the ECB in its supervisory capacity.** This list was not created entirely by the drafters of the SSM Regulation, but rather builds on the primary law catalogue of legal acts under Union law in Article 34.1 of the Statute of the ESCB<sup>63</sup>, which lists regulations, decisions, recommendations and opinions<sup>64</sup>. In addition, the SSM Regulation mentions several other instruments which are not included in the primary law catalogue of legal acts but which can be adopted in a binding manner in order to carry out its tasks under the SSM Regulation.

**There are five main tools available to the ECB for this purpose: regulations, decisions, guidelines, recommendations and instructions to NCAs (mentioned in Article 9(1)(3) of the SSM Regulation and Article 22 of the SSM Framework Regulation).**

### 2.2 ECB Regulations

**ECB Regulations are characterised by two defining features which they share with Regulations adopted by Parliament and the Council: they apply on a general – rather than case-specific – basis and they are directly applicable in the Member States (of the euro area for the ECB regulations).** In this sense, the term “regulation” in Article 4(3) of the SSM Regulation is used in the same sense as in Articles 288(2) and 132(1), first indent, TFEU and Article 34.1, first indent, of the Statute of the ESCB. They also benefit from the supremacy of Union law and supersede the application of conflicting national legislation. However, in the supervisory field the ECB is not a legislator itself; it is – as is made explicit in Article 4(3) of the SSM Regulation – bound by the “single rulebook” This consists of the “level 1” texts adopted by Parliament and the Council, most importantly CRD IV (Directive 2013/36/EU), the BRRD (Directive 2014/59/EU), the CRR (Regulation 575/2013), the SRM Regulation (Regulation 806/2014), as well as the “level 2” texts. These “level 2 texts” consist largely of Regulatory Technical Standards (RTSs) drafted by the EBA on the basis of Article 10 of the EBA Regulation and subsequently adopted by the Commission on the basis of Article 290 TFEU, using an empowerment included in a

---

<sup>63</sup> It corresponds, in substance, to Article 132(1) TFEU, which, in turn, constitutes a specification of the general catalogue of Union legal acts in Article 288 TFEU. Not all legal acts listed in the latter are also included in Article 132(1) TFEU and Article 34.1 of the Statute of the ESCB; in particular, the omission of directives makes it clear that the ECB is not empowered to adopt this type of legal act.

<sup>64</sup> ECB Opinions will not be discussed further in this article. Although ECB Opinions may be adopted in relation to draft legislation relating to the supervision of credit institutions, they are not intrinsically linked to the exercise of the ECB’s supervisory powers.

level 1 text and Implementing Technical Standards (ITSs) drafted by the EBA on the basis of Article 15 of the EBA Regulation and subsequently adopted by the Commission on the basis of Article 291 TFEU, also using an empowerment in a level 1 text. In addition, there are cases where the Commission adopts delegated regulations in the area of banking supervision directly on the basis of Article 290 of the TFEU and an empowerment in a level 1 text without the need for an EBA drafting procedure under Article 10 of the EBA Regulation. One example of this is Commission Delegated Regulation (EU) 2015/61 which, on the basis of Article 291 of the TFEU and Article 460 of the CRR, defines the calculation of the liquidity coverage ratio (LCR). RTSs, ITSs and Commission Delegated Regulations make up the vast majority of “level 2” texts and are adopted in the form of regulations, ensuring their direct applicability throughout the Union. The ECB is mandated to apply these acts and it may not amend or deviate from them or enact new legislation in the form of generally applicable Regulations not foreseen in the level 1 acts.<sup>65</sup>

**Article 4(3) is not, in itself, a sufficient legal basis for the adoption of regulations but rather presupposes an otherwise existing legal basis for the ECB to act. It is limited to stating that, in principle, regulations are also an admissible legal act which the ECB may use in the area of banking supervision.**

An example of the ECB acting in a regulatory capacity is Regulation 2016/445, in which the ECB exercised options and discretions available under relevant Union law with direct applicability within the Member States participating in the SSM, with the exception of Member States in close cooperation. The ECB could exercise these options and discretions only where they are entrusted not to Member States but to the competent authority – a role which, according to Article 9(1) of the SSM Regulation, is now exercised by the ECB for significant institutions. Another example is Article 6(7), which enables the adoption of regulations establishing a framework to organise the practical arrangements for the implementation of the interaction between the ECB and the NCAs within the SSM and which has been used, most importantly, for the SSM Framework Regulation (Regulation (EU) No 468/2014). These examples show some parallels with the ECB’s competence to adopt regulations within the area of monetary policy. The ECB may also only adopt regulations for specific fields of monetary policy, unlike the EU legislator which, once it is conferred a competence, is normally granted the choice of the most appropriate legal instrument to adopt.<sup>66</sup> In the case of ECB regulations, publication in the Official Journal of the EU is mandatory for them to enter into effect (Article 297(2) of the TFEU and Article 17.7 of the ECB Rules of Procedure).

---

<sup>65</sup> It would therefore appear that ECB Regulations are “regulatory acts” as opposed to “legislative acts” in the dichotomy developed by case-law for the purposes of Article 263(4) of the TFEU. See Case C-583/11 P Inuit Tapiriit Kanatami and Others v Parliament and Council, ECLI:EU:C:2013:625.

<sup>66</sup> This difference is visible in the field of banknotes and coins: while the rules on coins are adopted in the form of a regulation, the rules on the reproduction of banknotes had to be adopted via a decision as the Statute does not allow the ECB to adopt regulations in the field of banknotes.

## 2.3 ECB Decisions

### Different types of “decisions”

**As in the rest of the Treaty, the word “decision” has three different connotations:**

- First – and this is the narrowest meaning – the term is used in the same sense as in Articles 288(4) and 132(1), second indent, of the TFEU and Article 34.1, second indent, of the Statute of the ESCB. In other words, it describes an act which is intended to create legal effects which are case-specific and sometimes limited to specific addressees, rather than applicable in general – this constitutes the main difference from a regulation. This is the meaning of the word “decision” which is the focus of the present discussion.
- Second, the term is used in Article 26(8) of the SSM Regulation to describe the decision-making process within the SSM. In this sense, “decision” is a generic term that encompasses any act which must be adopted by the Governing Council of the ECB upon a proposal from the Supervisory Board. This decision-making procedure applies to all measures involving an assessment connected to the exercise of the tasks conferred on the ECB by the SSM Regulation, unless a decision-making power has been delegated to heads of business areas within the ECB – again, by the Governing Council upon a proposal from the Supervisory Board, to whom the act adopted under delegation is attributed. This second meaning includes all decisions under the first bullet point, but also goes well beyond this; the adoption of an ECB Regulation in the area of supervision, for instance, would also be a supervisory “decision” in this sense.
- Finally, in the broadest possible sense and in the sense which is closest to non-technical common usage, the word “decision” is, within the ECB, sometimes also used for any kind of resolution made by bodies of the ECB. These “decisions” need not necessarily have legal effect towards parties outside the ECB, but they are binding for the institution and the body that has adopted them. For example, certain letters to banks are decided on by the Supervisory Board of the ECB in its meetings without these letters being sent through a non-objection procedure. Such “decisions” on the text of letters sent to banks are not legal acts (and not “decisions” in the present sense) but rather tools for the execution of supervisory tasks (Article 26(1) of the SSM Regulation).

**As mentioned above, the first meaning of the word “decision”, that corresponding to Articles 288(4) and 132(1), second indent, of the TFEU, is the meaning on which the present discussion will focus.** In this sense, a decision is characterised by its binding legal effect, which it has in common with a regulation. The primary difference between the two lies in their scope of application. While regulations are generally applicable, decisions without addressees apply only to a specific object. Decisions, moreover, come in two varieties, either as decisions with specified

addressees or decisions without addressee yet addressing a specific issue (see below).<sup>67</sup>

### Decisions with addressees

**A decision with addressees must specify these addressees unambiguously and is binding only on them.** For this reason, it is the usual form of legal act used by the ECB to carry out its supervision in concrete individual cases. Supervisory measures imposing requirements on supervised entities, or conversely granting a permission required under applicable law, for example, almost always take the form of a decision with addressee. For this reason, it can be thought of as analogous to case-specific, legally binding forms of legal acts in national administrative law systems, e.g. the *Verwaltungsakt* in Germany, the *acte administratif* in France, or the *Bescheid* in Austria. Owing to its legally binding nature, the decision with addressee is challengeable before the Union courts, usually by means of an action for annulment under Article 263 of the TFEU. The specified addressees have automatic standing for such an action, while (non-privileged) non-addressees do so only if they can demonstrate that they are directly and individually affected by it. Such decisions must be notified to their addressees.<sup>68</sup>

### Decisions without addressees

**The decision without addressee is also binding, but it cannot be used to directly affect the legal situation of a given party, e.g. a supervised entity, for which purpose a decision addressed to that entity would be needed.** It is the appropriate legal form to define, with legal effect, a case which affects more than the situation of a particular party while establishing binding rules for the ECB in the conduct of certain tasks. It is often used to establish organisational arrangements in a legally sound manner, e.g. the Administrative Board of Review and its procedure or the internal separation between the supervisory and the monetary policy functions of the ECB (see below). There is, therefore, a certain overlap with the scope of application for regulations, the only difference being the internally binding nature of the decisions without addressees.

**The ECB has already adopted several such decisions without addressees in the context of the SSM, some of which have been published in the Official Journal.** This list shows that the majority of such decisions without addressees are of an institutional nature.

- A decision on the establishment of an Administrative Board of Review.<sup>69</sup>

---

<sup>67</sup> Since the Treaty of Lisbon this distinction has been explicitly codified in Article 288(4) of the TFEU, but it was common practice even before.

<sup>68</sup> This follows also from Article 17a.4 of the ECB Rules of Procedure. In addition to the addressees, and according to Article 24(5) of the SSMR, persons to whom the decision is of "direct and individual concern" may also request a review of a decision.

<sup>69</sup> Decision of the ECB of 14 April 2014 concerning the establishment of an Administrative Board of Review and its Operating Rules (ECB/2014/16), (OJ L 175, 14.6.2014, p. 47).

- A decision amending the ECB's Rules of Procedure in the light of the ECB's supervisory tasks.<sup>70</sup>
- A decision on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member States whose currency is not the euro.<sup>71</sup>
- A decision on the appointment of representatives of the ECB to the Supervisory Board.<sup>72</sup>
- Decisions on the provision to the ECB of supervisory information reported to the national competent authorities.<sup>73</sup>
- A decision on the implementation of separation between the monetary policy function and the supervisory function.<sup>74</sup>
- A decision on public access to ECB documents in the possession of the national competent authorities.<sup>75</sup>
- A decision on the disclosure of confidential information in the context of criminal proceedings.<sup>76</sup>
- A decision on principles for performance feedback to national competent authority sub-coordinators.<sup>77</sup>
- Decisions on the delegation of certain decision-making powers related to supervisory tasks.<sup>78</sup>

---

<sup>70</sup> Decision (EU) 2016/1717 of the ECB of 21 September 2016 amending Decision ECB/2004/2 adopting the Rules of Procedure of the ECB (ECB/2016/27), (OJ L 258, 24.9.2016, p. 17).

<sup>71</sup> Decision of the ECB of 31 January 2014 on the close cooperation with the national competent authorities of participating Member States whose currency is not the euro (ECB/2014/5), (OJ L 198, 5.7.2014, p. 7).

<sup>72</sup> Decision of the ECB of 6 February 2014 on the appointment of representatives of the ECB to the Supervisory Board (ECB/2014/4), (OJ L 196, 3.7.2014, p. 38).

<sup>73</sup> Decision of the ECB of 2 July 2014 on the provision to the ECB of supervisory data reported to the national competent authorities by the supervised entities pursuant to Commission Implementing Regulation (EU) No 680/2014 (ECB/2014/29), (OJ L 214, 19.7.2014, p. 34); Decision (EU) 2017/1493 of the ECB of 3 August 2017 amending Decision ECB/2014/29 on the provision to the ECB of supervisory data reported to the national competent authorities by the supervised entities pursuant to Commission Implementing Regulation (EU) No 680/2014 (ECB/2017/23), (OJ L 216, 22.8.2017, p. 23); and Decision (EU) 2017/1198 of the ECB of 27 June 2017 on the reporting of funding plans of credit institutions by national competent authorities to the ECB (ECB/2017/21), (OJ L 172, 5.7.2017, p. 32).

<sup>74</sup> Decision of the ECB of 17 September 2014 on the implementation of separation between the monetary policy and supervision functions of the ECB (ECB/2014/39), (OJ L 300, 18.10.2014, p. 57).

<sup>75</sup> Decision (EU) 2015/811 of the ECB of 27 March 2015 on public access to ECB documents in the possession of the national competent authorities (ECB/2015/16), (OJ L 128, 23.5.2015, p. 27).

<sup>76</sup> Decision (EU) 2016/1162 of the ECB of 30 June 2016 on disclosure of confidential information in the context of criminal investigations (ECB/2016/19), (OJ L 192, 16.7.2016, p. 73).

<sup>77</sup> Decision (EU) 2017/274 of the ECB of 10 February 2017 laying down the principles for providing performance feedback to national competent authority sub-coordinators and repealing Decision (EU) 2016/3 (ECB/2017/6), (OJ L 40, 17.2.2017, p. 72).

## 2.4 ECB Instructions and guidelines

**National competent authorities are responsible for assisting the ECB, where appropriate, with the preparation and implementation of any acts relating to the ECB's supervisory tasks.** To this end, the SSM Regulation gives the ECB the power to adopt guidelines and instructions addressed to national competent authorities.

**Such guidelines and instructions are not legal acts (because they are not included in the catalogue of legal acts defined in Article 132(1) of the TFEU and Article 34.1 of the Statute of the ESCB), but they are legal instruments and are binding on the national competent authorities to which they are addressed.**

**More specifically, ECB instructions exist in two variants.** They can be case-specific or general, i.e. relating not to an individual case but to a particular subject and applying in all relevant future cases.

### Case-specific ECB Instructions

**Case-specific instructions command the national competent authority to take a particular course of action with regard to an individual case.** The instruction can, most importantly, order the adoption of a national decision or other administrative act by the national competent authority, making use of a power available to it (but not to the ECB) under the relevant national law. These instructions, which are analogous to intra-Eurosystem instructions pursuant to Article 14.3 of the Statute of the ESCB in the realm of monetary policy, have their legal basis in Article 9(1), third sub-paragraph, of the SSM Regulation, as further specified in Article 22 of the SSM Framework Regulation. The ECB may also adopt instructions addressed to the national competent authority of a Member State in close cooperation within the meaning of Article 7(1) of the SSM Regulation. The instructions are binding on the national competent authority to which they are addressed; this can be concluded from the word “require” in the legal basis cited, which denotes the creation of a binding obligation. They must be notified to their addressees (Article 17a.3 of the ECB Rules of Procedure).

---

<sup>78</sup> Decision (EU) 2017/933 of the ECB of 16 November 2016 on a general framework for delegating decision-making powers for legal instruments related to supervisory tasks (ECB/2016/40), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 14); Decision (EU) 2017/934 of the ECB of 16 November 2016 on the delegation of decisions on the significance of supervised entities (ECB/2016/41), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 18); Decision (EU) 2017/935 of the ECB of 16 November 2016 on delegation of the power to adopt fit and proper decisions and the assessment of fit and proper requirements (ECB/2016/42), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 21); Decision (EU) 2017/936 of the ECB of 23 May 2017 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2017/16), (OJ L 141, 1.6.2017, p. 26); Decision (EU) 2018/228 of the ECB of 13 February 2018 amending Decision (EU) 2017/936 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2018/6), (OJ L 43, 16.2.2018, p. 18); Decision (EU) 2018/228 of the ECB of 13 February 2018 amending Decision (EU) 2017/936 nominating heads of work units to adopt delegated fit and proper decisions (ECB/2018/6), (OJ L 43, 16.2.2018, p. 18); Decision (EU) 2018/546 of the ECB of 15 March 2018 on delegation of the power to adopt own funds decisions (ECB/2018/10), (OJ L 90, 6.4.2018, p. 105); Decision (EU) 2018/547 of the ECB of 27 March 2018 nominating heads of work units to adopt delegated own funds decisions (ECB/2018/11), (OJ L 90, 6.4.2018, p. 110).

## General ECB Instructions

**In addition, instructions can be general, i.e. not relating to an individual case but rather to a subject, to be applied in all future cases in which the issue governed by the instruction arises.** In this case, the instruction is of a general nature. Such general instructions, normally addressed to only one NCA, contain the general framework and the main rules to be implemented by the national competent authorities.

**Article 6(5)(a) of the SSM Regulation explicitly empowers the ECB to adopt general instructions governing the supervision of less significant institutions by the national competent authorities.** This is consistent with the principle that carrying out specific supervisory tasks for less significant institutions is the responsibility of the national competent authorities, including the adoption of supervisory decisions, with the exception of licencing and the qualifying holding regime (Article 6(6) of the SSM Regulation). The ECB exercises general oversight over the functioning of the system (Article 6(5)(c) of the SSM Regulation) but does not intervene in individual cases, with the caveat that it can take over direct supervision entirely where necessary (Article 6(5)(b) of the SSM Regulation). The SSM Regulation therefore only allows the ECB to issue case-specific instructions to significant institutions for which it is directly competent, or in the case of close cooperation, while limiting it to general instructions for less significant institutions. Nonetheless, within their scope of application general instructions are also binding on the national competent authorities to which they are addressed; they are not mere “soft law” instruments. They can thus be seen as an embodiment of the idea, emphasised by the European Court of Justice, that the ECB has been conferred exclusive competences as regards the tasks listed in Article 4(1) of the SSM Regulation for the prudential supervision of less significant institutions as well, and that the activities of the national competent authorities in this regard are a case of assistance provided by them to the ECB rather than an exercise of an inherently national competence.<sup>79</sup>

**ECB Guidelines, which are addressed to all national competent authorities, are also of a general rather than case-specific nature, yet are nonetheless binding on their addressees.** The line between general instructions and guidelines is therefore not easy to establish, and practical experience in the adoption of general instructions is limited. However, it can be argued that the main difference lies in the fact that guidelines are of a quasi-regulatory nature. Even though they do not impose obligations directly on third parties other than national competent authorities (in particular not on credit institutions), they do govern a particular area in a general manner, applying to all national competent authorities and prescribing in an abstract way what is entailed in the performance of the activities governed by the guidelines. General instructions, on the other hand, can be addressed to one or a subset of national competent authorities and in response to a narrow supervisory topic, such as a pressing need to take action which has arisen, but applying to all less significant institutions subject to the supervision of these authorities and which find themselves in the situation envisaged by the general instruction.

---

<sup>79</sup> Court of Justice, Judgment of 8 May 2019, Case C-450/17 P Landeskreditbank Baden-Württemberg - Förderbank v European Central Bank, ECLI:EU:C:2019:372, paras. 38-41.

The ECB has to date adopted and published several ECB Guidelines:

- Guideline (EU) 2015/856 of the ECB of 12 March 2015 laying down the principles of an Ethics Framework for the Single Supervisory Mechanism (ECB/2015/12), (OJ L 135, 2.6.2015, p. 29).<sup>80</sup>
- Guideline (EU) 2016/256 of the ECB of 5 February 2016 concerning the extension of common rules and minimum standards to protect the confidentiality of the statistical information collected by the ECB assisted by the national central banks to national competent authorities of participating Member States and to the ECB in its supervisory functions (ECB/2016/1), (OJ L 47, 24.2.2016, p. 16).
- Guideline (EU) 2016/1993 of the ECB of 4 November 2016 laying down the principles for the coordination of the assessment pursuant to Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council and the monitoring of institutional protection schemes including significant and less significant institutions (ECB/2016/37), (OJ L 306, 15.11.2016, p. 32).
- Guideline (EU) 2016/1994 of the ECB of 4 November 2016 on the approach for the recognition of institutional protection schemes for prudential purposes by national competent authorities pursuant to Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council (ECB/2016/38), (OJ L 306, 15.11.2016, p. 37).
- Guideline (EU) 2017/697 of the ECB of 4 April 2017 on the exercise of options and discretions available in Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions (ECB/2017/9), (OJ L 101, 13.4.2017, p. 156).

**In any case, it is imperative to distinguish between guidelines of the ECB and those issued by the EBA under Article 16 of the EBA Regulation (Regulation (EU) No 1093/2010).** In spite of the use of the same label, these EBA guidelines are not legally binding; they are soft law instruments addressed by the EBA to competent authorities (the ECB being one of them) which carry only a comply-or-explain obligation.

**Since ECB Guidelines, like general instructions, are not addressed to credit institutions, they cannot have any binding legal effect on such institutions.**

They are, however, binding upon the national competent authorities. In addition to this, and in line with the principle of harmonious interpretation, one would expect the national competent authorities not only to faithfully implement the guidelines but also to interpret and apply their respective national law in a manner which gives the best possible effect to the guidelines. There are no obligations under Union law to publish ECB Guidelines; they only need to be notified to their addressees (Article 17a.2 of the

---

<sup>80</sup> Unlike the other guidelines in this list, this particular one was adopted on the basis of a special decision-making procedure in Article 6(7) of the SSM Regulation, rather than the non-objection procedure under Article 26(8) of the SSM Regulation which is the usual procedure for the adoption of instruments in the area of banking supervision. The reason behind this is that the non-objection procedure does not apply to the general framework under which supervisory decisions are taken, like the organisational framework referred to in Article 6(7) of the SSM Regulation; see recital (6) of Decision ECB/2014/1.

ECB Rules of Procedure for guidelines adopted under Articles 4(3) and 6(5)(a) of the SSM Regulation and Article 17.2 of the ECB Rules of Procedure for guidelines adopted on different legal bases). However, in line with the transparency obligation of EU public institutions, the ECB has published parts of the ECB Guidelines which are of interest to the general public. This, in turn, enhances the transparency of the activities of European banking supervision.

### 3 Non-legally binding legal acts, instruments and documents

#### 3.1 General remarks

**In addition to the legal acts and binding instruments described above, the ECB may also make public any non-binding instruments or documents for the purpose of providing transparency to supervised entities and the general public.** In doing so, the ECB shall ensure that such instruments are not perceived as having any binding effect on third parties. It is noted that instruments and policy documents published on the ECB's website, while not imposing any obligations on third parties, do bind the ECB and therefore create legitimate expectations as to how European banking supervision will perform its supervisory tasks. To the extent it has created legitimate expectations the ECB is bound to act accordingly.<sup>81</sup>

#### 3.2 ECB Recommendations

**ECB Recommendations are legal acts without binding effect. They are normally adopted by the Governing Council.**<sup>82</sup> ECB Recommendations may be published in the Official Journal, in which case they are published in all official EU languages. There are two types of ECB Recommendation.

**First, ECB Recommendations can be the instrument by which the ECB recommends legislative procedures at the Union level, leading to the enactment of complementary legislation.** Although recommendations of this type may be adopted in relation to legislation relating to the ECB's supervisory tasks, this contribution to the legislative activity is not intrinsically linked to the exercise of the ECB's supervisory powers.<sup>83</sup>

**Second, ECB Recommendations can also be used by the ECB to recommend actions to be taken.** In the execution of its supervisory tasks, the ECB has made use of this type of recommendation on a number of occasions to provide credit institutions

---

<sup>81</sup> See for instance Case T-374/04 Germany v Commission, paragraph 111.

<sup>82</sup> Article 17.4 of the ECB Rules of Procedure states that ECB recommendations shall be adopted by the Governing Council or the Executive Board in their respective domain of competence, and shall be signed by the President.

<sup>83</sup> The ECB has adopted a Recommendation for a Council Regulation amending Regulation (EC) No 2532/98 concerning the powers of the ECB to impose sanctions (ECB/2014/19), (OJ C 144, 14.5.2014, p. 2).

with a series of recommendations on dividend distribution policies.<sup>84</sup> To date, dividend distribution is the only topic on which the ECB has issued recommendations addressed to all credit institutions. The ECB has also addressed national competent authorities in a recommendation on common specifications for the exercise of some options and discretions available under Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions.<sup>85</sup> All of the aforementioned ECB Recommendations have been published in the Official Journal.

### 3.3 Supervisory disclosure obligations

**Directive 2013/36/EU<sup>86</sup> requires competent authorities responsible for banking supervision to disclose the texts of laws, regulations, administrative rules and general guidance adopted in their Member State in the field of prudential requirements, as well as the manner of exercise of the options and discretions available in Union law, the general criteria and methodologies of the Supervisory Review and Evaluation Process (SREP) and aggregate statistical data on key aspects of the implementation of the prudential.** In keeping with these rules, the ECB makes public information on rules and guidance, options and national discretions, the SREP and aggregate statistical data on its Banking Supervision website.

**The ECB applies all relevant Union law and all the implementing relevant laws and regulations of the Member States whose currency is the euro or whose currency is not the euro but which have established a close cooperation.** In view of the large number of relevant laws and regulations applicable, the ECB's website refers to the website of the EBA for information on these laws and regulations. The EBA lists on its website the national laws and regulations adopted by each EU Member State to implement the provisions of CRD IV and the CRR, the administrative rules, e.g. instructing supervised banks on how to comply with legislative and regulatory requirements, and general guidance, e.g. explicit disclosure requirements under CRD IV, or any other information that supervisory authorities publish to increase understanding of the new capital adequacy framework. The ECB also refers to the EBA's website regarding the manner of exercise of the options and discretions available under Union law. Additionally, the ECB has adopted and published on its

---

<sup>84</sup> Recommendation of the European Central Bank of 28 January 2015 on dividend distribution policies (ECB/2015/2) (OJ C 51, 13.2.2015, p. 1.); Recommendation of the ECB of 17 December 2015 on dividend distribution policies (ECB/2015/49), (OJ C 438, 30.12.2015, p. 1.); Recommendation of the ECB of 13 December 2016 on dividend distribution policies (ECB/2016/44) (OJ C 481, 23.12.2016, p. 1.); Recommendation of the ECB of 28 December 2017 on dividend distribution policies (ECB/2017/44) (OJ C 8, 11.1.2018, p. 1.); and Recommendation of the ECB of 7 January 2019 on dividend distribution policies (ECB/2019/1) (OJ C 11, 11.1.2019, p. 1).

<sup>85</sup> Recommendation of the European Central Bank of 4 April 2017 on common specifications for the exercise of some options and discretions available in Union law by national competent authorities in relation to less significant institutions (ECB/2017/10), (OJ C 120, 13.4.2017, p. 2).

<sup>86</sup> Directive 2013/36/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on access to the activity of credit institutions and the prudential supervision of credit institutions and investment firms, amending Directive 2002/87/EC and repealing Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC (OJ L 176, 27.6.2013, p. 338).

website a Regulation and a Guide on the ECB's exercise of options and discretions available under Union law.<sup>87</sup>

**The ECB has made available on its website specific information about the SREP, both for significant institutions and for less significant institutions.** This information includes year-by-year descriptions of the methodology used for the supervisory review and aggregate statistical data. It also publishes on its website aggregate statistical data on the financial sector, market risk, operational risk, supervisory measures and administrative penalties as well as waivers.

### 3.4 Policy documents

**In addition to disclosing those instruments typically made public as part of the supervisory disclosure requirements, the ECB, in an ongoing effort to provide transparency to supervised entities and the general public, also publishes different types of policy documents, which are not legal acts and are not legally binding on third parties, with the purpose of clarifying supervisory practices and expectations and ensuring the consistent application and equal treatment of supervised entities.** Such policy documents have differing names, including "Policy stance", "Guidance", "Joint Supervisory Standard", "Methodology", "Guide" or "Letter". These policy documents are to be distinguished from non-binding ECB legal acts such as recommendations.

**Apart from the letters to Members of the European Parliament from either the President of the ECB or the Chair of the Supervisory Board, of which there have been over 160 to date, these various policy documents can be divided into three further broad categories: guides, reports and letters to CEOs of credit institutions.**

**The ECB has published guides and guidance on a number of different topics.** Guides typically aim to ensure consistency between and equal treatment of significant credit institutions, for instance by setting out the details of processes applied by the ECB in the exercise of its supervisory tasks (see as an example the Guide to assessments of licence applications, the Guide to internal models, the Guides to the internal liquidity adequacy assessment process (ILAAP) and the internal capital adequacy assessment process (ICAAP), the Guide to on-site inspections and internal model investigations and the Guide to fit and proper assessments). Generally speaking, the ECB will make use of "Guides" or "Guidance" where its policy objective is to provide transparency to credit institutions either on how the ECB intends to apply the relevant Union law or to describe the details of processes applied by the ECB in carrying out its supervisory tasks, as well as how it would expect a prudent credit institution to act in view of relevant Union law. It may be expected that, with the initial phase of the SSM behind it, future ECB publications on its supervisory policies would increasingly be labelled with names such as "Guide" or "Guidance". Guides or

---

<sup>87</sup> Regulation (EU) 2016/445 of the ECB of 14 March 2016 on the exercise of options and discretions available in Union law (ECB/2016/4), (OJ L 78, 24.3.2016, p. 60) and ECB Guide on options and discretions available in Union law of November 2016.

guidance cannot and should not aim to create new obligations or requirements on credit institutions. Similarly, such documents should not appear to exclude any different application of relevant Union law in specific cases. Accordingly, the wording and context, its substance and the intention of the ECB should not produce any legal effect on credit institutions.

**The ECB also publishes reports, such as the Report on recovery plans<sup>88</sup>, the Report on the Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting<sup>89</sup>, the SSM thematic review on profitability and business models<sup>90</sup> or the ECB Annual Report on supervisory activities.** These documents aim to inform the general public of supervisory activities performed by the ECB or lessons learned from such supervisory activities. Such documents are typically purely descriptive in nature and follow either a specific supervisory exercise or activity. With the notable exception of the ECB Annual Report on supervisory activities, these reports are normally produced only once.

**Finally, the ECB publishes letters to CEOs of credit institutions, providing transparency to the general public on the existing supervisory practices or supervisory tasks performed.** Typically, letters to CEOs of credit institutions are addressed to all credit institutions and contain general, non-confidential information relevant for all credit institutions or a large portion of them. Examples of such letters are the “Announcement letter to institutions on the launch of the validation reporting on internal models for credit risk” of 5 March 2019, the “Letter on variable remuneration policy” which has been sent to credit institutions on a more or less yearly basis and recalls the importance of a sound remuneration policy and the expectation that credit institutions take into account future legislation when determining remuneration policies. Only non-confidential letters to credit institutions are made public, and usually only those letters that are addressed to or relevant for all credit institutions.

Occasionally, a letter to one specific credit institution is made public, for instance the letter to Dexia of 27 November 2017 containing an ECB Decision permitting Dexia Crédit Local S.A., on the basis of the consolidated situation of Dexia S.A., to include in Common Equity Tier 1 the instruments issued as a result of the conversion of the preferred shares into ordinary shares. Letters to CEOs may also merely contain information on upcoming publications or supervisory exercises. Examples of such letters are the letter on Validation reporting on internal models for credit risk of 5 March 2019 or the letter with a Status update on TRIM: overview of outcome of general topics review and interim update on preliminary results of credit risk on-site investigations of 15 June 2018.

**Although most of the documents made public by the ECB in the exercise of its supervisory tasks can be placed in one of the broad categories listed above, not all such documents fit perfectly into one of these categories.** A case in point would be the SSM thematic review on profitability and business models of September

---

<sup>88</sup> Report on recovery plans of July 2018.

<sup>89</sup> Report on the Thematic Review on effective risk data aggregation and risk reporting of May 2018.

<sup>90</sup> SSM thematic review on profitability and business models, Report on the outcome of the assessment, September 2018.

2018, which is labelled as a “report” but at the same time contains certain supervisory expectations.

#### 4 Distinguishing between binding and non-binding instruments

**In its supervisory capacity the ECB is to execute the policy devised by the Union legislator, the Commission and the EBA.** The ECB may adopt the necessary regulations to organise or specify the arrangements required for it to carry out the tasks conferred on it by the SSM Regulation. The ECB is prevented from adopting rules of general application imposing prudential requirements on credit institutions. Similarly, the ECB cannot regulate fields which the legislator has, for the time being, decided not to harmonise, nor can it complement Union law when the latter leaves options or discretions to the national legislature or to the financial institutions themselves. The power to act by adopting rules of general application on these matters lies with the Union legislator, together with the Commission and the EBA, as appropriate, in accordance with the Treaties.

**In practice, the distinction between rules of general application on the one hand, and providing transparency on the consistent application of relevant Union law and equal treatment on the other hand, may not always be apparent.** For instance, a guide setting out supervisory expectations regarding the implementation of a specific provision under Union law may be perceived as binding by its addressees if that Guide does not make explicit that such expectations will always be assessed against all the relevant circumstances of an individual case and will be adjusted where appropriate. This distinction must nevertheless be made on the basis of the content of a document as well as its title, as the jurisprudence of the ECJ makes clear that the content of a document, and not its form or designation, determines its legal effect and whether it can be challenged.<sup>91</sup>

**Therefore, the distinction between legally binding acts containing prudential requirements, on the one hand, and non-binding legal acts and documents, on the other, needs to be carefully applied by the ECB when adopting legal acts or when publishing policy documents.** This is not only a question of legal certainty for the intended addressees of an instrument but can also be of crucial relevance in litigation, since case-law (including a ruling against an ECB policy document<sup>92</sup>) has made it clear that acts with legal effects are subject to actions for annulment and may imply liability on the part of the ECB, irrespective of how they are titled.

**In order to determine whether an act has legal effects, the wording and context of the act in question<sup>93</sup> as well as its content are examined by the European**

---

<sup>91</sup> See for instance Commission v Council, 22/70, paragraph 39 and Athinaiki Techniki v Commission, Case C-521/06, paragraphs 43 and 45. As the General Court recalled in its judgment in United Kingdom v ECB Case T-496/11, paragraph 30, case-law is intended to prevent the form or designation given to the act by its author from allowing that act to escape judicial review even though it does, in fact, have legal effects.

<sup>92</sup> Judgement of 23 April 1986, Parti écologiste “Les Verts” v Parliament, 294/83, ECLI:EU:C:1986:166. Judgment of 4 March 2015, T-496/11, United Kingdom v ECB, ECLI:EU:T:2015:133.

<sup>93</sup> See e.g. judgment of 20 March 1997, France v Commission, C-57/95, EU:C:1997:164, paragraph 18.

**Court of Justice.**<sup>94</sup> Measures producing legal effects likely to affect an addressee's interests by clearly altering its legal position constitute acts or decisions open to challenge by an application for annulment, no matter what their title, name or qualification.<sup>95</sup>

**In addition, the Court has consistently held that the binding legal effects of a measure must be assessed in accordance with objective criteria, such as the contents of that measure<sup>96</sup>, taking into account, as appropriate, the context in which it was adopted<sup>97</sup>, and the powers of the institution which adopted the measure.**<sup>98</sup> In extreme cases, this objective assessment can lead to an admissible action for annulment even against acts which were not subjectively intended to be binding by the adopting institution.<sup>99</sup>

**Against this background, the ECB, when publishing non-binding documents, either in the form of legal acts (recommendations) or in the form of policy documents, must ensure that they cannot be considered as legally binding by any interested party and that they should not have effects that modify the legal rights of a third party.** This is particularly difficult in this context, in which markets have an impact on individual positions, and in which the markets react to ECB/SSM communications, even though they are not meant to be binding but rather only a clarification or preannouncement of the policy which will be applied in the future.

## 5 Conclusions

**The ECB may adopt a wide range of legal instruments in the exercise of its supervisory tasks, and has also has regularly published non-legal acts to further clarify its position.**

**The ECB may adopt a number of legally binding legal acts for the purpose of exercising its supervisory powers and its supervisory discretion.** The ECB has some regulatory powers to fulfil its supervisory tasks, but it can only exercise them within the scope granted to it by the legislator; it cannot legislate to amend or deviate from the Single Rulebook, or enact new legislation in the form of generally applicable regulations. By adopting legal acts, legal instruments or by disclosing documents, the ECB can, however, bind its discretion with a view to the principle of self-commitment. On the other hand, the ECB is mandated to adopt individual supervisory decisions addressed to credit institutions, and it does so on a continuous basis. In addition, the

---

<sup>94</sup> See e.g. judgments of 9 October 1990, France v Commission, C-366/88, EU:C:1990:348, paragraph 11; of 13 November 1991, France v Commission, C-303/90, EU:C:1991:424, paragraph 10; and of 20 March 1997, France v Commission, C-57/95, cited above, paragraph 9.

<sup>95</sup> See inter alia the judgment of 11 November 1981 in Case 60/81 IBM v Commission [1981] ECR 2639, paragraph 12.

<sup>96</sup> Judgment of 11 November 1981, C-60/81, IBM v Commission ECLI:EU:C:1981:264, paragraph 9; and judgment of 20 March 1997, C-57/95 France v Commission, ECLI:EU:C:1997:164, paragraph 9.

<sup>97</sup> Order of 13 June 1991, C-50/90, Sunzest v Commission, ECLI:EU:C:1991:253, paragraph 13, and judgment of 26 January 2010, C-362/08 P, Internationaler Hilfsfonds v Commission, ECLI:EU:C:2010:40, paragraph 58.

<sup>98</sup> Judgment of 1 December 2005, C-301/03, Italy v Commission, ECLI:EU:C:2005:727, paragraph 28.

<sup>99</sup> Judgment of 4 March 2015, T-496/11, United Kingdom v ECB, ECLI:EU:T:2015:133.

ECB has adopted decisions without addressees, mainly to further organise the functioning of the SSM. The ECB may also adopt non-binding legal acts, primarily consisting of recommendations to banks and NCAs.

**An important tool for banking supervisors, and also for the ECB in the exercise of its supervisory tasks, is the disclosure of non-binding policy documents to provide transparency on supervisory practices and expectations towards credit institutions.** These policy documents are not legal acts and are therefore to be distinguished from recommendations. The ECB has made public a large number of such policy documents on its website and is expected to continue to make use of this useful and practical tool. Considering that there may be only a very fine line between adopting rules of general application, on the one hand, and providing transparency on the consistent application of relevant Union law and equal treatment, on the other, the ECB must give due consideration to the limitations of such documents and make adequate efforts to be clear on the non-binding nature of its stances in this respect. Policy documents should not appear to contain rules of general application, in either title or content, as the content of a document and not its name determines its legal effect and whether it can be challenged.

# 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 <sup>1)</sup> (spremembe v odstotkih glede na predhodno obdobje)						CPI (letne spremembe v odstotkih)						
	G 20	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Države OECD		ZDA	Združeno kraljestvo (HICP)	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje <sup>2)</sup> (HCPI)
							Skupaj	Brez živil in energentov					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2016	3,3	1,6	1,8	0,6	6,7	1,9	1,1	1,9	1,3	0,7	-0,1	2,0	0,2
2017	3,8	2,4	1,8	1,9	6,8	2,5	2,3	1,9	2,1	2,7	0,5	1,6	1,5
2018	3,7	2,9	1,4	0,8	6,6	1,9	2,6	2,1	2,4	2,5	1,0	2,1	1,8
2018 III	0,8	0,7	0,7	-0,5	1,6	0,2	2,9	2,2	2,6	2,5	1,1	2,3	2,1
IV	0,7	0,3	0,2	0,4	1,5	0,3	2,8	2,3	2,2	2,3	0,8	2,2	1,9
2019 I	0,8	0,8	0,5	0,5	1,4	0,4	2,2	2,2	1,6	1,9	0,3	1,8	1,4
II	.	0,5	-0,2	0,3	1,6	0,2	2,3	2,2	1,8	.	0,8	2,6	1,4
2019 mar.	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,9	1,9	0,5	2,3	1,4
apr.	-	-	-	-	-	-	2,5	2,2	2,0	2,1	0,9	2,5	1,7
maj	-	-	-	-	-	-	2,3	2,1	1,8	2,0	0,7	2,7	1,2
jun.	-	-	-	-	-	-	2,0	2,2	1,6	2,0	0,7	2,7	1,3
jul.	-	-	-	-	-	-	.	.	1,8	2,1	0,5	2,8	1,0
avg. <sup>3)</sup>	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	.	.	1,0

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 spremenljajočo 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 <sup>1)</sup>			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI <sup>2)</sup>			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet <sup>2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,7	52,0	50,1	1,1	1,4	0,9
2017	53,2	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,8	53,8	52,8	5,8	3,1	7,7
2018	53,4	55,0	53,3	52,1	52,3	54,6	53,1	53,8	50,9	4,4	3,1	5,2
2018 III	53,1	54,8	53,9	51,5	52,1	54,3	52,6	53,2	49,8	1,7	0,5	2,4
IV	53,1	54,7	51,4	52,3	51,5	52,3	52,0	53,5	49,9	-0,9	1,6	-2,4
2019 I	52,8	54,8	50,6	50,6	51,5	51,5	50,9	53,4	49,6	-0,7	-0,2	-1,1
II	51,5	51,8	50,5	50,8	51,6	51,8	50,4	51,8	49,4	-0,6	-1,4	-0,1
2019 mar.	53,1	54,6	50,0	50,4	52,9	51,6	50,9	53,8	49,7	-0,7	-0,2	-1,1
apr.	52,3	53,0	50,9	50,8	52,7	51,5	51,1	52,7	49,6	0,0	-1,2	0,8
maj	51,0	50,9	50,9	50,7	51,5	51,8	50,3	51,3	49,4	0,5	-0,9	1,3
jun.	51,0	51,5	49,7	50,8	50,6	52,2	49,6	51,5	49,2	-0,6	-1,4	-0,1
jul.	51,7	52,6	50,7	50,6	50,9	51,5	49,9	52,3	49,0	.	.	.
avg.	51,1	50,7	50,2	51,9	51,6	51,9	50,5	51,3	47,8	.	.	.

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 <sup>1)</sup>					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
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	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17	2,31	-0,05
2019 feb.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,68	-0,08
mar.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,61	-0,07
apr.	-0,37	-0,37	-0,31	-0,23	-0,11	2,59	-0,06
maj	-0,37	-0,37	-0,31	-0,24	-0,13	2,53	-0,07
jun.	-0,36	-0,38	-0,33	-0,28	-0,19	2,40	-0,07
jul.	-0,37	-0,40	-0,36	-0,35	-0,28	2,29	-0,07
avg.	-0,36	-0,41	-0,41	-0,40	-0,36	2,16	-0,10

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 <sup>1), 2)</sup>					Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje <sup>1), 2)</sup>			
	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
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	-0,80	-0,75	-0,66	-0,26	0,32	1,07	0,08	0,51	-0,67	-0,45	0,44	1,17
2019 feb.	-0,57	-0,57	-0,54	-0,28	0,23	0,80	0,17	0,49	-0,56	-0,44	0,27	1,06
mar.	-0,57	-0,61	-0,62	-0,45	-0,01	0,60	0,00	0,35	-0,64	-0,59	-0,02	0,75
apr.	-0,56	-0,60	-0,59	-0,39	0,08	0,67	0,12	0,43	-0,62	-0,54	0,08	0,88
maj	-0,57	-0,64	-0,69	-0,56	-0,13	0,51	-0,08	0,24	-0,72	-0,72	-0,17	0,64
jun.	-0,60	-0,69	-0,75	-0,64	-0,26	0,43	0,07	0,14	-0,78	-0,79	-0,29	0,44
jul.	-0,67	-0,74	-0,79	-0,72	-0,39	0,35	0,02	0,09	-0,82	-0,84	-0,45	0,25
avg.	-0,84	-0,88	-0,93	-0,92	-0,65	0,23	-0,27	0,03	-0,94	-1,00	-0,73	-0,12

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		
	Primerjalni indeks		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				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	Standard & Poor's 500	Nikkei 225		
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	375,5	3.386,6	766,3	264,9	697,3	336,0	173,1	629,5	502,5	278,8	292,9	800,5	2.746,2	22.310,7		
2018 feb.	355,0	3.223,1	699,4	266,4	667,5	329,9	152,9	598,9	480,6	301,7	285,8	743,0	2.754,9	21.123,6		
mar.	365,7	3.332,9	718,3	272,1	692,2	339,9	157,6	621,0	493,4	307,8	297,0	755,1	2.804,0	21.414,9		
apr.	379,0	3.458,8	750,9	277,8	731,0	341,6	163,8	652,7	522,5	311,9	296,9	749,6	2.903,8	21.964,9		
maj	369,4	3.385,4	710,2	267,4	721,6	324,7	157,0	643,9	519,6	312,0	290,9	732,7	2.854,7	21.218,4		
jun.	369,7	3.406,0	722,6	264,9	728,5	323,2	152,0	652,3	517,5	323,9	296,6	734,0	2.890,2	21.060,2		
jul.	380,0	3.507,8	739,6	271,8	752,7	329,3	155,8	666,2	548,2	326,4	292,2	769,2	2.996,1	21.593,7		
avg.	363,6	3.355,3	704,2	262,0	722,8	303,0	144,1	639,4	523,4	325,7	281,9	778,9	2.897,5	20.629,7		

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

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

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 <sup>3)</sup>			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov <sup>3)</sup>						
		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			
2018 avg.	0,03	0,45	0,30	0,64	6,01	16,78	5,44	5,88	6,41	2,38	1,63	1,82	1,92	1,85	2,11	1,81			
sep.	0,03	0,45	0,30	0,69	6,04	16,71	5,30	5,74	6,27	2,33	1,60	1,81	1,91	1,85	2,08	1,79			
okt.	0,03	0,45	0,29	0,73	5,97	16,73	5,06	5,71	6,23	2,45	1,60	1,80	1,91	1,86	2,09	1,80			
nov.	0,04	0,44	0,29	0,73	5,93	16,67	4,94	5,68	6,18	2,37	1,61	1,85	1,94	1,88	2,11	1,81			
dec.	0,03	0,43	0,30	0,78	5,87	16,68	4,92	5,47	5,98	2,27	1,61	1,80	1,91	1,84	2,10	1,80			
2019 jan.	0,03	0,42	0,33	0,74	5,92	16,63	5,32	5,83	6,34	2,36	1,61	1,81	1,89	1,86	2,09	1,82			
feb.	0,03	0,42	0,32	0,70	5,97	16,61	5,28	5,71	6,28	2,41	1,59	1,84	1,87	1,84	2,09	1,80			
mar.	0,03	0,40	0,30	0,76	5,90	16,65	5,41	5,61	6,18	2,36	1,60	1,80	1,83	1,81	2,06	1,78			
apr.	0,03	0,40	0,32	0,75	5,88	16,66	5,56	5,63	6,19	2,36	1,60	1,77	1,77	1,77	2,02	1,75			
maj	0,03	0,43	0,31	0,79	5,81	16,67	5,61	5,76	6,34	2,33	1,58	1,79	1,73	1,74	1,99	1,72			
jun.	0,03	0,43	0,32	0,82	5,81	16,63	5,43	5,67	6,24	2,31	1,56	1,73	1,67	1,65	1,95	1,67			
jul. (p)	0,03	0,43	0,31	0,80	5,75	16,58	5,74	5,73	6,30	2,34	1,56	1,71	1,59	1,57	1,90	1,61			

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)<sup>1), 2)</sup>

(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	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leto	nad 1 leto						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2018 avg.	0,03	0,08	0,61	2,25	2,19	2,43	2,32	1,67	1,63	1,73	1,10	1,27	1,69	1,63			
sep.	0,03	0,08	0,44	2,22	2,21	2,35	2,31	1,65	1,54	1,67	1,13	1,40	1,69	1,65			
okt.	0,03	0,06	0,52	2,22	2,13	2,43	2,33	1,66	1,60	1,69	1,23	1,10	1,66	1,64			
nov.	0,03	0,06	0,63	2,19	2,19	2,40	2,34	1,67	1,60	1,67	1,20	1,35	1,69	1,66			
dec.	0,03	0,07	0,53	2,18	2,20	2,29	2,25	1,60	1,59	1,67	1,21	1,39	1,59	1,63			
2019 jan.	0,03	0,05	0,54	2,22	2,15	2,40	2,32	1,67	1,62	1,72	1,13	1,30	1,61	1,63			
feb.	0,03	0,03	0,52	2,21	2,15	2,41	2,33	1,65	1,63	1,70	1,13	1,39	1,56	1,64			
mar.	0,03	0,07	0,62	2,17	2,17	2,38	2,30	1,66	1,58	1,68	1,19	1,36	1,57	1,65			
apr.	0,03	0,06	0,54	2,19	2,19	2,36	2,26	1,67	1,60	1,64	1,16	1,33	1,44	1,62			
maj	0,03	0,04	0,46	2,15	2,18	2,38	2,29	1,66	1,59	1,63	1,09	1,16	1,50	1,57			
jun.	0,03	0,03	0,56	2,17	2,13	2,33	2,25	1,63	1,55	1,56	1,09	1,28	1,39	1,55			
jul. (p)	0,03	0,04	0,58	2,11	2,06	2,49	2,19	1,65	1,56	1,54	1,16	1,32	1,39	1,56			

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 <sup>1)</sup>						
		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														
2016	1.241	518	135	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33
2017	1.240	519	155	.	70	438	57	367	167	54	.	37	79	31
2018	1.222	505	174	.	72	424	47	388	171	65	.	41	76	35
2019 feb.	1.277	539	170	.	94	419	55	392	189	74	.	42	63	24
mar.	1.331	564	178	.	98	435	55	431	186	81	.	44	79	40
apr.	1.319	562	169	.	109	418	61	421	195	68	.	53	58	47
maj	1.338	574	169	.	115	422	59	443	196	70	.	56	83	37
jun.	1.303	557	162	.	100	428	56	370	152	68	.	45	71	35
jul.	1.332	576	167	.	109	424	57	455	204	74	.	55	76	45
Dolgoročne														
2016	15.379	3.695	3.174	.	1.184	6.684	641	220	62	53	.	19	78	8
2017	15.360	3.560	3.050	.	1.243	6.865	642	247	66	73	.	18	83	7
2018	15.753	3.687	3.151	.	1.267	7.022	626	228	64	68	.	16	75	6
2019 feb.	15.956	3.749	3.175	.	1.276	7.125	632	300	104	56	.	14	115	11
mar.	16.024	3.754	3.201	.	1.301	7.127	641	269	76	63	.	25	88	17
apr.	15.999	3.746	3.183	.	1.307	7.122	641	233	55	68	.	19	84	8
maj	16.061	3.766	3.202	.	1.306	7.153	635	247	62	80	.	13	86	7
jun.	16.109	3.766	3.222	.	1.313	7.175	633	242	61	74	.	22	80	5
jul.	16.184	3.788	3.254	.	1.324	7.183	636	250	70	70	.	25	76	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			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
Stanje													
2016	16.620,2	4.213,2	3.309,9	.	1.243,5	7.149,9	703,7	7.089,5	537,6	1.080,2	5.471,6		
2017	16.600,8	4.079,3	3.205,3	.	1.312,6	7.303,6	699,9	7.954,7	612,5	1.249,6	6.092,6		
2018	16.975,2	4.191,4	3.325,4	.	1.339,7	7.446,0	672,7	7.027,2	465,1	1.099,4	5.462,7		
2019 feb.	17.233,2	4.287,1	3.344,7	.	1.370,8	7.544,0	686,5	7.716,0	518,7	1.225,2	5.972,1		
mar.	17.354,9	4.318,0	3.379,3	.	1.399,5	7.562,4	695,7	7.761,2	495,8	1.230,9	6.034,5		
apr.	17.318,1	4.308,1	3.351,6	.	1.415,7	7.540,5	702,3	8.090,6	537,0	1.281,8	6.271,8		
maj	17.399,4	4.339,3	3.370,9	.	1.421,0	7.574,4	693,8	7.586,8	470,9	1.208,1	5.907,8		
jun.	17.411,4	4.322,8	3.383,8	.	1.413,7	7.602,7	688,4	7.940,6	493,3	1.246,0	6.201,3		
jul.	17.516,6	4.363,8	3.420,9	.	1.433,3	7.606,2	692,4	7.980,5	484,0	1.252,8	6.243,7		
Stopnja rasti													
2016	0,3	-3,0	-1,2	.	6,2	2,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4		
2017	1,3	-0,5	0,1	.	5,9	2,3	0,5	1,0	6,1	2,8	0,2		
2018	1,9	1,7	3,1	.	3,3	1,9	-4,3	0,7	-0,1	2,4	0,4		
2019 feb.	2,7	3,0	2,6	.	4,6	2,5	-1,6	0,5	-0,1	2,1	0,3		
mar.	2,5	3,0	3,0	.	3,6	2,1	0,0	0,4	-0,2	1,7	0,2		
apr.	2,3	2,9	1,6	.	4,0	2,1	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1		
maj	2,6	3,9	2,0	.	3,7	2,1	0,6	0,0	-0,2	-0,2	0,0		
jun.	2,8	4,4	1,8	.	4,4	2,3	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,0		
jul.	2,9	5,1	1,9	.	4,7	2,0	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1		

Vir: ECB.

## 2 Finančna gibanja

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

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM <sup>2)</sup>	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2016	94,4	89,5	90,8	85,1	79,0	89,3	109,7	88,9
2017	96,6	91,4	91,9	86,0	78,3	89,8	112,0	90,0
2018	98,9	93,4	93,4	87,5	79,3	90,9	117,9	93,8
2018 III	99,2	93,7	93,4	87,7	79,3	91,3	119,2	94,8
IV	98,5	93,0	92,9	87,1	79,1	90,4	118,4	93,8
2019 I	97,4	91,7	92,1	85,9	78,6	89,1	116,7	92,1
II	97,3	91,4	91,6	-	-	-	116,8	91,9
2019 mar.	96,9	91,1	91,5	-	-	-	116,2	91,6
apr.	96,7	91,0	91,3	-	-	-	116,1	91,4
maj	97,4	91,4	91,8	-	-	-	117,0	91,9
jun.	97,9	91,9	91,9	-	-	-	117,4	92,2
jul.	97,5	91,4	91,1	-	-	-	116,5	91,4
avg.	98,1	91,9	91,4	-	-	-	117,6	92,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2019 avg.	0,7	0,6	0,4	-	-	-	0,9	0,8
% sprememba glede na predhodno leto								
2019 avg.	-0,8	-1,6	-1,9	-	-	-	-1,2	-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 ren-minbi	Hrvaška kuna	Češka krona	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
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
2018	7,808	7,418	25,647	7,453	318,890	130,396	4,261	0,885	4,6540	10,258	1,155	1,181
2018 III	7,915	7,417	25,718	7,455	324,107	129,606	4,303	0,892	4,6471	10,405	1,144	1,163
IV	7,895	7,420	25,864	7,462	322,995	128,816	4,299	0,887	4,6605	10,320	1,137	1,141
2019 I	7,663	7,422	25,683	7,464	317,907	125,083	4,302	0,873	4,7358	10,419	1,132	1,136
II	7,672	7,418	25,686	7,467	322,973	123,471	4,282	0,875	4,7480	10,619	1,126	1,124
2019 mar.	7,587	7,421	25,676	7,462	315,924	125,674	4,297	0,858	4,7546	10,500	1,131	1,130
apr.	7,549	7,428	25,677	7,465	321,181	125,436	4,286	0,862	4,7584	10,482	1,132	1,124
maj	7,674	7,419	25,768	7,468	324,978	122,948	4,296	0,872	4,7594	10,737	1,130	1,118
jun.	7,794	7,408	25,605	7,467	322,559	122,081	4,264	0,891	4,7250	10,626	1,117	1,129
jul.	7,715	7,390	25,548	7,466	325,269	121,406	4,260	0,899	4,7286	10,560	1,108	1,122
avg.	7,858	7,390	25,802	7,460	326,906	118,179	4,347	0,916	4,7280	10,736	1,089	1,113
% sprememba glede na predhodni mesec												
2019 avg.	1,9	0,0	1,0	-0,1	0,5	-2,7	2,0	1,8	0,0	1,7	-1,7	-0,8
% sprememba glede na predhodno leto												
2019 avg.	-0,6	-0,5	0,5	0,1	1,2	-7,8	1,4	2,1	1,8	2,6	-4,6	-3,7

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 <sup>1)</sup>			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
<i>Saldo (stanje mednarodnih naložb)</i>												
2018 II	25.683,4	26.256,5	-573,2	10.999,6	9.039,5	8.752,4	10.907,1	-96,6	5.337,9	6.309,9	690,0	14.294,7
III	25.848,2	26.265,3	-417,1	10.967,4	8.923,6	8.891,9	10.984,8	-80,1	5.395,1	6.356,9	673,9	14.343,2
IV	25.145,7	25.478,1	-332,4	10.679,9	8.813,7	8.481,9	10.369,2	-94,5	5.359,4	6.295,2	719,1	14.054,3
2019 I	26.292,8	26.450,1	-157,3	10.900,8	8.851,1	9.091,7	11.127,4	-100,1	5.659,2	6.471,6	741,1	14.431,9
<i>Saldo kot odstotek BDP</i>												
2019 I	226,3	227,6	-1,4	93,8	76,2	78,2	95,8	-0,9	48,7	55,7	6,4	124,2
<i>Transakcije</i>												
2018 III	26,5	-58,8	85,3	-110,6	-93,6	39,0	-9,5	34,9	62,0	44,3	1,3	-
IV	-379,3	-447,2	67,8	-269,6	-182,3	-35,4	-143,7	29,9	-110,0	-121,2	5,8	-
2019 I	337,3	279,8	57,5	79,7	27,7	52,9	142,3	6,6	195,4	109,7	2,7	-
II	172,3	103,4	68,9	-15,8	2,1	1,5	53,1	13,1	170,7	48,2	2,8	-
2019 jan.	293,8	291,1	2,6	53,7	38,9	38,3	59,9	1,0	203,5	192,4	-2,7	-
feb.	-2,6	-5,4	2,8	20,6	7,8	-0,8	23,0	-1,1	-21,6	-36,2	0,2	-
mar.	46,2	-5,9	52,1	5,4	-18,9	15,3	59,5	6,8	13,5	-46,4	5,2	-
apr.	166,3	189,6	-23,3	29,0	73,7	9,4	-8,6	3,1	121,7	124,5	3,2	-
maj	86,8	45,9	40,9	12,8	-4,2	-0,2	58,3	2,2	70,2	-8,1	1,8	-
jun.	-80,8	-132,1	51,3	-57,6	-67,4	-7,7	3,5	7,8	-21,1	-68,2	-2,2	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>												
2019 jun.	156,8	-122,7	279,5	-316,3	-246,1	58,0	42,3	84,4	318,2	81,1	12,6	-
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>												
2019 jun.	1,3	-1,0	2,4	-2,7	-2,1	0,5	0,4	0,7	2,7	0,7	0,1	-

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 <sup>1)</sup>			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog <sup>2)</sup>	Zunanjetrgovinska bilanca <sup>1)</sup>		
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Spremembe zalog <sup>2)</sup>		Skupaj	Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2016	10.806,0	10.340,5	5.853,0	2.228,6	2.211,7	1.053,5	686,2	466,4	47,1	465,5	4.938,7	4.473,1
2017	11.183,8	10.702,9	6.025,6	2.292,4	2.325,1	1.116,8	720,2	482,7	59,8	480,9	5.303,1	4.822,2
2018	11.544,0	11.053,2	6.197,9	2.357,4	2.425,8	1.189,5	757,2	473,9	72,0	490,8	5.560,7	5.069,8
2018 III	2.893,1	2.777,4	1.554,1	590,8	612,6	300,3	192,0	119,0	19,9	115,8	1.401,6	1.285,8
IV	2.917,2	2.800,7	1.564,7	595,5	623,4	305,9	192,9	123,3	17,1	116,5	1.415,6	1.299,0
2019 I	2.939,5	2.807,5	1.572,9	599,9	627,1	312,5	192,5	120,8	7,6	132,0	1.429,4	1.297,4
II	2.959,2	2.829,9	1.583,9	604,9	633,3	314,5	195,3	122,2	7,7	129,3	1.433,5	1.304,2
<i>Odstotek BDP</i>												
2018	100,0	95,7	53,7	20,4	21,0	10,3	6,6	4,1	0,6	4,3	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrtletne spremembe v odstotkih</i>												
2018 III	0,2	0,4	0,2	0,2	0,5	0,1	0,8	1,0	-	-	0,4	0,9
IV	0,3	0,3	0,4	0,4	1,5	1,3	0,5	3,6	-	-	1,0	1,0
2019 I	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	1,4	-0,1	-2,3	-	-	0,9	0,4
II	0,2	0,3	0,2	0,3	0,5	0,0	1,2	0,9	-	-	0,0	0,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2016	1,9	2,4	2,0	1,8	4,0	2,8	5,9	4,2	-	-	3,0	4,2
2017	2,5	2,1	1,6	1,5	3,5	3,4	4,4	2,5	-	-	5,4	4,8
2018	1,9	1,5	1,4	1,1	2,3	3,3	4,4	-2,9	-	-	3,5	2,8
2018 III	1,7	1,8	1,1	0,9	3,4	2,3	4,3	4,7	-	-	3,3	3,8
IV	1,2	1,8	1,2	1,0	4,0	3,3	2,3	8,8	-	-	1,9	3,3
2019 I	1,3	1,4	1,1	1,3	4,0	4,7	3,2	3,6	-	-	3,4	3,8
II	1,2	1,2	1,2	1,3	2,8	2,9	2,4	3,2	-	-	2,4	2,6
<i>Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2018 III	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,2	-	-
IV	0,3	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	-0,3	0,0	-	-
2019 I	0,4	0,1	0,2	0,1	0,0	0,2	0,0	-0,1	-0,2	0,3	-	-
II	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,1	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2016	1,9	2,3	1,1	0,4	0,8	0,3	0,4	0,2	0,0	-0,4	-	-
2017	2,5	2,1	0,9	0,3	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,5	-	-
2018	1,9	1,5	0,7	0,2	0,5	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,5	-	-
2018 III	1,7	1,8	0,6	0,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,1	-	-
IV	1,2	1,7	0,6	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,0	-0,5	-	-
2019 I	1,3	1,3	0,6	0,3	0,8	0,5	0,2	0,1	-0,4	0,0	-	-
II	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	-0,3	0,0	-	-

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)												
2016	9.694,0	159,3	1.944,5	485,1	1.831,7	449,1	473,6	1.097,2	1.075,0	1.847,5	331,1	1.112,0
2017	10.024,2	174,0	2.008,4	510,0	1.909,8	470,0	466,4	1.121,4	1.128,7	1.897,8	337,8	1.159,6
2018	10.340,0	175,4	2.059,5	546,5	1.968,8	489,5	467,9	1.153,9	1.179,1	1.956,1	343,3	1.203,9
2018 III	2.590,6	44,0	516,6	137,7	492,5	122,4	117,3	288,9	295,4	490,0	85,8	302,5
IV	2.613,5	44,5	516,2	140,9	497,2	124,7	117,7	291,5	299,5	494,8	86,4	303,7
2019 I	2.633,2	44,9	518,0	144,6	501,3	125,8	117,9	294,0	302,1	497,5	87,1	306,3
II	2.650,7	46,3	515,5	146,4	505,4	127,0	118,0	296,3	305,5	502,2	88,0	308,5
Odstotek dodane vrednosti												
2018	100,0	1,7	19,9	5,3	19,0	4,7	4,5	11,2	11,4	18,9	3,3	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrletne spremembe v odstotkih												
2018 III	0,2	-0,8	-0,2	0,7	0,0	1,6	0,7	0,4	0,2	0,3	0,4	0,1
IV	0,3	0,8	-0,4	1,2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,8	0,5	0,3	0,2
2019 I	0,5	0,7	0,0	1,5	1,0	1,3	0,0	0,4	0,2	0,1	0,6	0,1
II	0,1	0,0	-0,7	0,1	0,1	0,5	0,7	0,4	0,6	0,3	0,1	0,9
Medletne spremembe v odstotkih												
2016	1,8	-1,4	3,0	1,6	1,9	3,9	-0,8	0,4	2,5	1,6	0,2	2,8
2017	2,5	1,0	3,4	2,5	3,0	4,9	1,3	0,5	4,1	1,6	0,9	2,5
2018	2,0	1,0	1,9	3,5	2,2	4,2	0,7	1,4	3,4	1,0	0,6	1,7
2018 III	1,7	0,1	1,3	3,4	1,8	4,8	0,9	1,3	2,7	0,8	0,4	1,8
IV	1,2	0,0	-0,6	3,5	1,5	3,5	0,4	1,3	2,8	0,9	0,5	1,3
2019 I	1,4	0,4	-0,3	4,6	1,9	4,4	0,9	1,2	1,9	1,1	1,1	0,9
II	1,1	0,7	-1,3	3,5	1,6	3,8	1,4	1,5	1,9	1,2	1,4	1,3
Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2018 III	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
2019 I	0,5	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2016	1,8	0,0	0,6	0,1	0,4	0,2	0,0	0,1	0,3	0,3	0,0	-
2017	2,5	0,0	0,7	0,1	0,6	0,2	0,1	0,1	0,5	0,3	0,0	-
2018	2,0	0,0	0,4	0,2	0,4	0,2	0,0	0,2	0,4	0,2	0,0	-
2018 III	1,7	0,0	0,3	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-
IV	1,2	0,0	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2019 I	1,4	0,0	-0,1	0,2	0,4	0,2	0,0	0,1	0,2	0,2	0,0	-
II	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(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	Informa-cjske in komuni-kacijske dejavnosti	Finančne in zavaroval-niške dejavnosti	Poslo-vanje z nepre-mičnimi	Stro-kovne, poslovne in podpor-nestoritve	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>													
2016	100,0	85,4	14,6	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,2	7,0
2017	100,0	85,8	14,2	3,2	14,7	6,0	24,9	2,8	2,5	1,0	13,8	24,2	7,0
2018	100,0	86,0	14,0	3,1	14,7	6,0	24,9	2,9	2,4	1,0	13,9	24,1	6,9
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,7	-0,3	-0,3	0,8	0,3	1,5	3,1	-0,5	2,2	2,9	1,3	0,7
2017	1,6	2,0	-0,7	-0,6	1,2	1,8	1,7	3,1	-1,4	2,1	3,3	1,3	1,0
2018	1,5	1,8	-0,3	-0,4	1,4	2,6	1,5	3,2	-1,0	1,8	2,6	1,2	0,5
2018 III	1,4	1,7	-0,2	0,0	1,3	2,7	1,5	3,6	-1,2	1,7	2,4	1,2	0,0
IV	1,4	1,6	-0,2	-0,3	1,2	3,2	1,5	3,5	-0,7	1,3	1,9	1,2	-0,1
2019 I	1,4	1,6	-0,1	0,2	1,2	2,6	1,3	3,9	-0,3	2,1	1,8	1,2	0,3
II	1,2	1,5	-0,5	-1,9	0,9	1,7	1,3	3,9	-0,5	1,3	1,5	1,3	1,1
<i>Opravljenje delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2016	100,0	80,7	19,3	4,3	15,3	6,6	25,7	3,0	2,6	1,0	13,3	21,9	6,2
2017	100,0	81,1	18,9	4,2	15,3	6,7	25,7	3,0	2,5	1,0	13,5	21,8	6,2
2018	100,0	81,5	18,5	4,2	15,3	6,8	25,7	3,1	2,5	1,0	13,7	21,8	6,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	1,4	1,9	-0,5	-0,2	1,0	0,4	1,6	3,1	-0,1	2,7	3,1	1,3	0,6
2017	1,2	1,7	-0,9	-1,1	1,0	1,8	1,2	2,9	-2,0	2,2	2,9	0,8	0,4
2018	1,5	1,9	-0,5	0,2	1,2	2,9	1,2	3,0	-1,1	1,9	2,8	1,3	0,3
2018 III	1,6	2,0	0,0	0,7	1,1	3,6	1,4	3,6	-1,1	2,1	3,1	1,3	0,3
IV	1,5	2,0	-0,3	0,0	1,2	3,5	1,4	3,7	-0,4	0,8	2,3	1,4	0,4
2019 I	1,7	2,0	0,5	1,2	1,4	3,8	1,6	4,0	-0,1	1,6	2,2	1,3	0,5
II	1,0	1,3	-0,5	-1,7	0,6	2,2	1,0	3,4	-1,0	1,5	1,5	1,0	0,8
<i>Opravljenje delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2016	0,0	0,2	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,4	0,5	0,1	0,0	-0,1
2017	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,2	0,0	-0,5	-0,2	-0,6	0,1	-0,3	-0,5	-0,6
2018	0,0	0,1	-0,2	0,6	-0,2	0,3	-0,3	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,1	-0,2
2018 III	0,2	0,3	0,2	0,7	-0,2	0,9	-0,1	0,1	0,0	0,4	0,7	0,0	0,3
IV	0,2	0,3	-0,1	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,4	-0,5	0,3	0,2	0,5
2019 I	0,3	0,4	0,5	1,0	0,2	1,2	0,3	0,1	0,3	-0,5	0,3	0,0	0,2
II	-0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,4	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	0,1	-0,3	-0,3

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki o zaposlenosti temeljijo na ESR 2010.

### 3 Gospodarska aktivnost

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

(desezonirano, če ni navedeno drugače)

	Zaposleni v milijonih <sup>1)</sup>	Pod- zaposlenost v odstotkih <sup>1)</sup>	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest <sup>2)</sup>	
			Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile <sup>1)</sup>	Po starosti				Po spolu				
			V milijonih	% delovne sile	Odrasli	Mladi		V milijonih	% delovne sile	Moški	Ženske	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				
2016	162,028	4,3	16,258	10,0	5,0	13,294	9,0	2,965	20,9	8,484	9,7	7,774	10,4	1,7		
2017	162,659	4,1	14,761	9,1	4,4	12,094	8,1	2,667	18,8	7,637	8,7	7,124	9,5	1,9		
2018	163,301	3,8	13,393	8,2	3,8	10,964	7,4	2,429	17,0	6,900	7,9	6,493	8,6	2,1		
2018 III	163,730	3,6	13,144	8,0	3,6	10,744	7,2	2,400	16,8	6,792	7,7	6,352	8,4	2,1		
IV	163,702	3,7	12,970	7,9	3,6	10,596	7,1	2,375	16,5	6,651	7,6	6,319	8,3	2,3		
2019 I	163,278	3,6	12,690	7,7	3,5	10,371	6,9	2,319	16,1	6,480	7,4	6,209	8,2	2,3		
II	.	.	12,417	7,6	.	10,166	6,8	2,251	15,6	6,387	7,3	6,029	7,9	2,3		
2019 feb.	-	-	12,713	7,8	-	10,393	7,0	2,320	16,1	6,495	7,4	6,217	8,2	-		
mar.	-	-	12,563	7,7	-	10,264	6,9	2,299	15,9	6,422	7,3	6,141	8,1	-		
apr.	-	-	12,500	7,6	-	10,238	6,8	2,262	15,6	6,421	7,3	6,079	8,0	-		
maj	-	-	12,413	7,6	-	10,153	6,8	2,260	15,6	6,396	7,3	6,017	7,9	-		
jun.	-	-	12,338	7,5	-	10,107	6,8	2,231	15,5	6,345	7,2	5,992	7,9	-		
jul.	-	-	12,322	7,5	-	10,077	6,7	2,245	15,6	6,332	7,2	5,991	7,9	-		

Viri: 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

	Industrija brez gradbeništva						Grad- beništvo	Kazal- nik ECB o novih naročilih v indus- triji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov				
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pijača in tobačni izdelki	Neživila	Goriva					
	Predelovalne dejavnosti	Proiz- vodi za vmesno porabo	Proiz- vodi za investi- cije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	100,0	88,7	32,1	34,5	21,8	11,6	100,0	100,0	100,0	40,4	52,5	7,1	100,0				
% od skupaj v letu 2015																	
<b>Medletne spremembe v odstotkih</b>																	
2016	1,6	1,8	1,8	2,0	1,8	0,5	3,0	0,6	1,6	1,0	2,3	1,3	7,2				
2017	2,9	3,2	3,4	3,8	1,4	1,2	3,1	7,9	2,5	1,6	3,5	1,0	5,7				
2018	0,9	1,2	0,6	1,8	1,3	-1,5	2,1	2,7	1,6	1,3	1,9	0,6	0,8				
2018 III	0,5	0,7	-0,3	1,5	1,0	-1,2	2,4	1,6	1,3	1,1	1,5	0,1	3,4				
IV	-1,9	-1,7	-2,1	-2,0	-0,4	-3,6	1,9	-1,0	1,5	1,4	1,7	1,7	-9,4				
2019 I	-0,5	-0,2	-0,6	-0,5	1,4	-2,7	4,5	-3,2	2,4	1,1	3,5	2,9	-3,6				
II	-1,4	-1,5	-2,1	-2,8	1,6	0,1	2,0	-3,3	2,0	1,1	2,9	0,5	-1,7				
2019 feb.	-0,2	0,7	-0,5	0,3	3,4	-6,1	6,9	-3,8	3,0	0,9	4,6	2,9	-2,3				
mar.	-0,7	0,2	-0,3	1,1	-0,2	-7,7	5,9	-3,0	2,1	0,6	3,7	1,8	-5,5				
apr.	-0,7	-0,8	-1,1	-2,2	1,9	0,0	3,0	-1,8	2,1	2,3	1,8	1,5	-0,2				
maj	-0,8	-0,8	-2,4	-1,8	3,1	0,4	1,7	-5,0	1,1	-0,3	2,5	-0,9	1,1				
jun.	-2,6	-2,8	-2,6	-4,4	-0,1	-0,1	1,0	-3,1	2,8	1,2	4,4	1,0	-5,6				
jul.	.	.	.	.	.	.	.	2,2	1,3	2,8	2,0	.	.				
<b>Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)</b>																	
2019 feb.	0,0	0,5	0,0	0,0	0,6	-3,3	3,1	-1,5	0,7	0,3	1,1	-0,4	-0,1				
mar.	-0,2	-0,2	0,0	0,8	-0,8	-0,8	-0,2	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,6	-3,6				
apr.	-0,5	-0,8	-0,9	-1,9	0,3	1,8	-1,5	0,9	0,2	0,0	0,4	-0,2	4,8				
maj	0,8	0,8	-0,2	0,9	2,5	0,5	-0,5	-1,9	-0,4	-0,8	0,0	-1,4	2,8				
jun.	-1,6	-1,7	-0,8	-4,0	-2,6	-0,2	0,0	0,8	1,2	1,3	1,1	1,8	-6,7				
jul.	.	.	.	.	.	.	.	-0,6	-0,3	-1,0	0,0	.	.				

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

### 3 Gospodarska aktivnost

#### 3.6 Mnenjske ankete (desezonirano)

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 zmožljivosti (v %)	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmožljivosti (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
1999-2015	99,2	-5,3	80,7	-11,7	-15,0	-8,7	7,2	-	51,2	52,5	53,0	52,8
2016	104,1	-1,8	81,7	-8,1	-16,4	0,6	11,3	88,9	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,1	5,5	83,2	-5,4	-4,2	2,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2018	111,2	6,6	83,8	-4,9	6,1	1,3	15,2	90,3	54,9	54,7	54,5	54,6
2018 III	110,9	5,9	83,7	-5,1	6,6	1,9	15,3	90,3	54,3	54,0	54,4	54,3
IV	108,8	3,6	83,6	-6,4	7,9	-0,3	13,4	90,4	51,7	51,0	52,8	52,3
2019 I	106,0	-0,5	83,2	-7,0	7,5	-1,0	11,6	90,7	49,1	49,0	52,4	51,5
II	104,1	-4,3	82,4	-7,0	6,1	-0,7	11,6	90,5	47,7	48,5	53,1	51,8
2019 mar.	105,6	-1,6	-	-6,6	7,5	0,3	11,5	-	47,5	47,2	53,3	51,6
apr.	103,9	-4,3	82,8	-7,3	6,5	-1,1	11,8	90,6	47,9	48,0	52,8	51,5
maj	105,2	-2,9	-	-6,5	4,1	-0,9	12,1	-	47,7	48,9	52,9	51,8
jun.	103,3	-5,6	-	-7,2	7,6	0,1	11,0	-	47,6	48,5	53,6	52,2
jul.	102,7	-7,3	81,9	-6,6	5,0	-0,7	10,6	90,5	46,5	46,9	53,2	51,5
avg.	103,1	-5,9	-	-7,1	3,7	0,5	9,3	-	47,0	47,9	53,5	51,9

Viri: Evropska komisija (generalni direktorat za gospodarstvo in finance) (stolci 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) <sup>1)</sup>	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje <sup>2)</sup>	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička <sup>3)</sup>	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti <sup>4)</sup>	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2016	12,1	93,8	1,8	2,0	6,1	3,3	2,7	35,7	7,7	139,0	4,9	6,1	2,9
2017	11,7	93,7	1,4	2,1	7,2	4,3	4,2	34,5	6,9	137,3	3,7	4,5	2,3
2018	11,9	93,5	1,6	2,0	7,7	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	7,7	1,3
2018 II	11,7	93,5	2,1	2,0	8,2	4,0	4,7	34,8	7,0	137,7	3,1	1,6	1,8
III	11,8	93,5	1,4	2,0	8,5	3,6	4,7	34,4	6,8	137,4	2,7	8,6	1,6
IV	11,9	93,5	1,6	2,0	8,5	2,5	4,7	34,3	6,6	136,2	2,0	21,3	1,3
2019 I	12,4	93,1	2,7	2,2	7,7	3,5	4,0	33,9	6,4	135,9	1,8	5,5	1,3

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 <sup>1)</sup>	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2018 III	1.038,1	963,7	74,4	588,2	525,3	230,1	204,4	191,1	165,4	28,7	68,7	8,8	5,7
IV	1.058,8	978,0	80,8	600,4	530,8	233,3	205,8	195,1	167,4	29,9	74,1	22,0	64,3
2019 I	1.061,1	969,7	91,3	606,2	524,6	233,7	205,7	192,0	171,5	29,2	67,9	10,5	14,8
II	1.043,9	972,2	71,8	597,0	520,9	232,1	217,4	188,0	171,1	26,8	62,8	9,0	6,1
2019 jan.	361,0	322,8	38,3	201,7	173,6	77,3	68,8	71,5	56,6	10,5	23,8	3,9	4,6
feb.	348,9	318,6	30,4	200,8	173,2	77,1	68,1	62,3	55,3	8,7	21,9	3,6	4,1
mar.	351,1	328,4	22,7	203,6	177,9	79,3	68,7	58,2	59,5	10,0	22,3	3,0	6,1
apr.	346,9	323,8	23,1	197,9	174,0	77,1	70,9	63,2	58,4	8,7	20,5	2,4	1,9
maj	350,9	320,6	30,3	199,7	172,8	77,0	71,4	64,8	56,9	9,3	19,5	3,0	2,0
jun.	346,2	327,8	18,4	199,3	174,1	78,0	75,1	60,0	55,8	8,8	22,8	3,6	2,3
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2019 jun.	4.201,8	3.883,6	318,2	2.391,8	2.101,5	929,1	833,3	766,2	675,3	114,6	273,5	50,2	91,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2019 jun.	35,9	33,2	2,7	20,4	17,9	7,9	7,1	6,5	5,8	1,0	2,3	0,4	0,8

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)				
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek:
				Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago		Blago za vmesno porabo	Investi- cijsko blago	Potrošno blago	Industrijski proizvodi	Nafta		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Vrednosti (v milijardah EUR; stolpc 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2018 III	4,7	10,2	572,8	278,5	117,7	166,8	479,1	530,8	310,1	86,1	127,0	373,6	68,5	
IV	3,8	7,8	580,1	278,3	123,3	168,3	485,1	535,6	309,4	88,5	129,9	379,8	66,0	
2019 I	4,1	5,1	588,1	283,9	120,5	172,7	492,9	531,6	306,5	85,0	132,6	381,2	64,2	
II	2,4	2,4	582,4	.	.	.	485,8	529,7	.	.	.	378,0	.	
2019 jan.	2,6	3,5	195,2	94,9	40,6	56,9	164,3	177,9	102,6	29,0	43,7	127,0	20,9	
feb.	6,2	5,6	195,4	94,2	40,0	57,1	163,9	174,8	100,8	27,5	43,9	126,2	21,0	
mar.	3,5	6,2	197,5	94,9	40,0	58,7	164,6	178,9	103,2	28,5	45,0	128,0	22,2	
apr.	5,4	6,8	192,7	92,4	39,1	58,2	159,8	177,4	101,8	27,9	44,8	126,8	21,8	
maj	7,1	4,8	195,5	91,6	40,4	59,0	163,3	175,9	101,1	28,3	43,7	125,0	22,3	
jun.	-4,7	-4,2	194,3	.	.	.	162,7	176,4	.	.	.	126,2	.	
Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)														
2018 III	1,1	2,0	125,4	125,8	125,3	127,6	126,2	115,6	115,1	119,1	115,6	120,4	99,5	
IV	0,2	1,7	126,0	124,9	130,1	127,7	126,6	116,2	115,2	119,9	117,1	120,8	100,5	
2019 I	0,1	1,4	126,8	126,9	126,2	129,3	126,9	116,6	116,6	115,3	118,8	120,7	107,9	
II	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2018 dec.	-5,0	0,3	125,6	123,7	132,5	127,6	125,6	116,8	116,0	120,0	115,4	119,8	108,9	
2019 jan.	-1,1	1,9	126,4	127,1	127,9	128,3	126,8	117,6	118,2	118,8	116,9	120,6	111,3	
feb.	2,0	1,5	126,6	126,3	125,6	128,4	126,7	115,3	115,0	112,4	118,8	120,5	105,8	
mar.	-0,7	0,8	127,5	127,1	125,1	131,2	127,1	116,9	116,7	114,6	120,9	121,2	106,5	
apr.	0,9	2,4	123,6	123,1	121,4	129,6	122,9	115,8	114,9	113,1	120,4	120,7	98,8	
maj	3,3	1,3	125,3	122,1	125,9	130,2	125,6	115,1	113,6	117,0	118,0	119,5	99,2	

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

## 4 Cene in stroški

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

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

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 2019	100,0	100,0	70,9	55,5	44,5	100,0	14,5	4,5	26,4	10,1	44,5	83,6	16,4
2016	100,2	0,2	0,8	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,6	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2018	103,6	1,8	1,0	2,0	1,5	-	-	-	-	-	-	1,7	2,2
2018 III	104,1	2,1	1,0	2,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,1	2,7	0,3	2,1	2,4
IV	104,3	1,9	1,0	2,3	1,5	0,3	0,3	0,3	0,1	1,6	0,2	1,8	2,8
2019 I	103,5	1,4	1,0	1,5	1,4	0,0	0,6	0,2	0,1	-2,4	0,3	1,3	2,4
II	105,3	1,4	1,1	1,3	1,5	0,5	0,6	-0,2	0,1	1,6	0,6	1,3	2,1
2019 mar.	104,4	1,4	0,8	1,6	1,1	0,1	0,4	-1,3	-0,1	0,8	0,2	1,3	2,2
apr.	105,1	1,7	1,3	1,5	1,9	0,3	0,1	0,0	0,0	0,7	0,5	1,7	2,1
maj	105,2	1,2	0,8	1,4	1,0	0,1	0,2	0,5	0,1	0,9	-0,2	1,1	2,0
jun.	105,4	1,3	1,1	1,0	1,6	0,1	0,2	0,4	0,0	-1,2	0,4	1,1	2,2
jul.	104,9	1,0	0,9	0,9	1,2	0,0	0,2	0,4	0,1	-0,6	0,1	1,0	1,3
avg. <sup>3)</sup>	105,1	1,0	0,9	.	1,3	0,1	0,2	0,9	0,0	-0,6	0,1	.	.
% od skupaj v letu 2019	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 2019	19,0	14,5	4,5	36,5	26,4	10,1	11,0	6,5	7,2	2,6	15,3	8,4	.
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,3	1,2	.
2017	1,8	1,5	2,4	1,5	0,3	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,1	2,1	0,8	.
2018	2,2	2,1	2,3	1,9	0,3	6,4	1,2	1,2	1,5	-0,1	2,0	1,4	.
2018 III	2,5	2,1	3,8	2,7	0,2	9,5	1,1	1,1	1,4	0,2	2,2	1,3	.
IV	2,0	1,9	2,0	2,4	0,2	8,4	1,2	1,1	1,5	-0,3	1,9	1,7	.
2019 I	2,0	1,9	1,9	1,3	0,3	3,9	1,2	1,2	1,3	-0,6	1,7	1,5	.
II	1,5	1,8	0,6	1,2	0,3	3,6	1,3	1,3	2,1	-1,2	2,0	1,5	.
2019 mar.	1,8	2,0	1,1	1,5	0,1	5,3	1,2	1,2	1,1	-0,7	1,2	1,5	.
apr.	1,5	1,7	0,8	1,6	0,2	5,3	1,3	1,2	2,5	-1,2	2,8	1,6	.
maj	1,5	1,9	0,4	1,3	0,3	3,8	1,3	1,2	1,5	-1,5	1,0	1,4	.
jun.	1,6	1,9	0,7	0,6	0,3	1,7	1,5	1,4	2,2	-0,9	2,1	1,4	.
jul.	1,9	2,0	1,7	0,4	0,4	0,5	1,5	1,5	2,1	-1,1	0,8	1,4	.
avg. <sup>3)</sup>	2,1	2,0	2,5	.	0,4	-0,6	.	.	.	.	.	.	.

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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 <sup>1)</sup>											Gradbe- ništvo <sup>2)</sup>	Cene stanovanj <sup>3)</sup>	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin <sup>3)</sup>				
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov															
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo			Ener- genti										
% od skupaj v letu 2015	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13					
100,0	100,0	77,3	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9									
2016	97,9	-2,1	-1,4	-0,5	-1,6	0,5	0,0	0,0	-6,9	0,7	4,0	5,0						
2017	100,8	3,0	3,0	2,1	3,2	0,9	1,9	2,9	0,2	5,6	2,0	4,3	4,8					
2018	104,0	3,2	2,4	1,5	2,6	1,0	0,4	0,2	0,6	8,1	2,4	4,8	4,2					
2018 III	104,9	4,3	3,2	1,5	3,1	1,1	0,1	-0,3	0,7	12,5	3,0	4,9	3,3					
IV	105,7	4,0	2,3	1,4	2,5	1,1	0,3	-0,2	0,8	11,1	2,3	4,7	3,0					
2019 I	105,4	3,0	1,3	1,1	1,3	1,5	0,4	-0,1	1,0	7,7	2,5	4,0	.					
II	104,8	1,6	1,0	0,9	0,7	1,5	1,0	0,9	0,9	3,1	.	.	.					
2019 feb.	105,5	3,0	1,5	1,2	1,3	1,6	0,5	0,0	1,0	8,0	-	-	-					
mar.	105,4	2,9	1,7	1,1	1,2	1,6	0,2	-0,4	1,0	7,7	-	-	-					
apr.	105,1	2,6	1,6	1,1	1,2	1,5	0,8	0,6	1,0	6,4	-	-	-					
maj	105,0	1,6	1,2	1,0	0,8	1,6	1,0	0,9	0,9	3,1	-	-	-					
jun.	104,4	0,7	0,3	0,8	0,2	1,5	1,2	1,3	0,9	-0,2	-	-	-					
jul.	104,6	0,2	0,3	0,6	-0,2	1,5	1,0	1,1	0,8	-1,7	-	-	-					

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

1) Na domačem trgu.

2) Lastne cene v stanovanjski gradnji.

3) 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](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	Domača povpraševanje			Izvoz <sup>1)</sup>	Uvoz <sup>1)</sup>		Tehtano z uvozom <sup>2)</sup>			Tehtano s porabo <sup>2)</sup>			
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
% od skupaj	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
2016	106,9	0,8	0,4	0,4	0,5	0,7	-1,3	-2,4	39,9	-2,0	-1,4	-2,8	-3,1	-3,7	-2,3
2017	107,9	0,9	1,3	1,3	1,4	1,6	1,9	2,9	48,1	5,8	-3,5	16,6	6,7	-1,6	17,8
2018	109,2	1,3	1,7	1,5	1,7	1,9	1,3	2,3	60,4	-0,9	-6,3	4,3	-0,2	-5,5	5,7
2018 III	109,3	1,2	1,9	1,7	1,9	2,3	2,2	3,8	64,8	2,0	-3,4	7,1	3,1	-2,2	8,8
IV	109,9	1,4	2,0	1,7	1,7	2,1	1,7	2,9	59,5	1,9	0,1	3,6	2,3	0,2	4,4
2019 I	110,3	1,5	1,6	1,3	1,6	2,2	1,3	1,6	55,6	3,2	3,7	2,8	3,9	5,2	2,7
II	110,8	1,6	1,6	1,4	1,6	2,2	1,1	1,2	61,0	-1,8	-0,6	-2,8	-0,1	4,8	-4,9
2019 mar.	-	-	-	-	-	-	-	-	58,8	4,3	2,4	6,0	5,9	6,3	5,5
apr.	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	2,0	1,2	2,8	4,3	7,5	1,0
maj	-	-	-	-	-	-	-	-	63,1	-4,2	-3,3	-5,0	-2,3	2,6	-7,1
jun.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,0	-2,9	0,5	-5,8	-2,1	4,4	-8,4
jul.	-	-	-	-	-	-	-	-	57,1	2,9	4,2	1,8	3,0	7,8	-1,6
avg.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-1,0	1,0	-2,7	-1,2	3,3	-5,7

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	
1999-2015	4,2	-	-	-3,6	32,0	56,7	56,3	-	49,7	
2016	-0,4	2,3	4,4	-7,1	0,6	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	9,2	5,1	6,9	2,5	12,7	64,6	56,3	55,1	51,6	
2018	11,5	7,4	9,4	12,1	20,3	65,4	57,9	56,1	52,7	
2018 III	11,1	7,5	9,0	12,4	21,2	65,2	58,4	55,5	52,8	
IV	11,9	8,5	10,0	13,0	23,9	62,6	58,4	54,5	52,7	
2019 I	8,9	8,2	10,4	11,4	20,4	53,9	57,7	53,0	53,1	
II	4,6	7,2	9,1	6,1	19,7	50,6	57,1	51,2	52,3	
2019 mar.	6,9	7,8	10,4	8,9	21,5	52,3	56,8	52,3	53,3	
apr.	5,2	8,3	10,1	7,8	15,6	52,7	57,7	51,4	53,1	
maj	5,3	7,7	8,2	6,7	22,6	51,2	57,5	51,6	51,6	
jun.	3,2	5,5	9,0	3,9	21,0	48,0	56,2	50,6	52,3	
jul.	1,4	6,8	8,5	4,0	18,7	46,3	56,7	48,8	52,3	
avg.	2,2	6,0	8,7	4,4	18,1	46,7	56,8	49,4	52,1	

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: 2016 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač <sup>1)</sup>	
			1	2	3	4	5		
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	7		
2016	100,0	1,3	1,4	1,0	1,1	1,6	1,4		
2017	101,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,6	1,5		
2018	104,1	2,2	2,1	2,7	2,4	1,8	2,0		
2018 III	100,8	2,4	2,3	2,9	2,6	2,1	2,1		
IV	110,6	2,3	2,3	2,4	2,3	2,4	2,1		
2019 I	99,6	2,5	2,5	2,2	2,4	2,4	2,3		
II	.	.	.	.	.	2,0	.		

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih										Umetnost, zabava in druge storitve
			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 stavbami	Strokovne, poslovne in podporne stоритве	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
Stroški dela na enoto proizvoda													
2016	105,6	0,8	1,3	-0,7	0,5	1,1	-0,2	2,7	4,6	1,0	1,1	2,0	
2017	106,3	0,7	-0,7	-0,8	1,0	0,2	0,6	-1,9	4,1	1,8	1,3	1,6	
2018	108,1	1,7	0,7	1,5	0,9	1,7	1,8	-0,3	3,7	1,9	2,2	2,2	
2018 III	108,5	2,2	2,2	2,2	1,5	2,4	1,5	-0,4	4,3	2,7	2,5	2,5	
IV	109,0	2,4	1,3	3,5	1,6	2,3	2,3	0,0	4,2	2,0	2,3	2,5	
2019 I	109,4	2,2	1,3	3,6	1,0	2,3	1,4	-0,5	4,8	2,0	2,0	1,7	
II	110,0	2,1	-0,9	3,8	0,8	2,2	1,6	-1,1	2,7	2,1	2,0	2,7	
Sredstva za zaposlene													
2016	109,6	1,3	0,1	1,4	1,8	1,5	0,6	2,4	2,8	0,6	1,4	1,5	
2017	111,4	1,6	0,8	1,4	1,7	1,5	2,3	0,8	2,5	2,6	1,6	1,5	
2018	113,8	2,1	2,1	1,9	1,8	2,4	2,8	1,4	3,2	2,7	2,0	2,3	
2018 III	114,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,7	2,7	1,8	3,9	3,0	2,1	2,9	
IV	114,9	2,2	1,6	1,7	1,9	2,3	2,3	1,1	4,3	2,9	2,0	3,2	
2019 I	115,3	2,2	1,6	2,1	2,9	2,9	1,9	0,8	3,9	2,0	1,8	2,5	
II	115,9	2,1	1,8	1,5	2,6	2,5	1,5	0,9	3,0	2,5	1,9	3,0	
Produktivnost dela na zaposlenega													
2016	103,8	0,5	-1,1	2,2	1,3	0,4	0,8	-0,2	-1,7	-0,4	0,3	-0,5	
2017	104,8	0,9	1,5	2,2	0,7	1,3	1,8	2,7	-1,6	0,8	0,3	-0,1	
2018	105,2	0,4	1,5	0,4	0,8	0,7	1,0	1,7	-0,4	0,7	-0,2	0,2	
2018 III	105,3	0,2	0,1	0,0	0,7	0,3	1,2	2,1	-0,4	0,3	-0,4	0,4	
IV	105,3	-0,2	0,3	-1,8	0,4	0,0	0,0	1,2	0,0	0,9	-0,3	0,7	
2019 I	105,4	0,0	0,3	-1,5	1,9	0,6	0,5	1,3	-0,8	0,0	-0,2	0,8	
II	105,3	-0,1	2,7	-2,2	1,8	0,3	-0,1	2,0	0,2	0,4	-0,1	0,3	
Sredstva za delovno uro													
2016	111,2	1,1	-0,5	1,2	1,9	1,0	0,5	1,9	2,4	0,2	1,4	1,6	
2017	113,3	1,9	1,0	1,5	1,6	1,8	2,5	1,4	2,4	2,7	2,1	2,1	
2018	115,6	2,0	1,8	2,0	1,2	2,4	2,7	1,5	2,7	2,4	1,9	2,1	
2018 III	115,5	2,1	2,4	2,2	1,4	2,5	2,5	1,8	2,8	2,3	2,0	2,1	
IV	116,0	1,8	1,3	1,7	1,3	2,1	1,9	0,8	4,0	2,5	1,7	2,4	
2019 I	116,5	1,8	0,2	1,9	1,9	2,3	1,6	0,5	3,8	1,7	1,8	2,4	
II	117,3	2,2	2,7	1,8	2,4	2,6	1,7	1,3	2,6	2,5	2,2	3,4	
Produktivnost dela na uro													
2016	105,7	0,5	-1,2	2,0	1,2	0,3	0,8	-0,6	-2,2	-0,5	0,3	-0,4	
2017	107,2	1,3	2,1	2,4	0,8	1,8	2,0	3,3	-1,7	1,2	0,8	0,6	
2018	107,7	0,5	0,8	0,6	0,5	1,0	1,2	1,8	-0,5	0,5	-0,3	0,3	
2018 III	107,2	0,1	-0,6	0,2	-0,1	0,4	1,1	2,1	-0,8	-0,4	-0,5	0,1	
IV	107,2	-0,3	0,0	-1,7	0,0	0,1	-0,2	0,8	0,5	0,6	-0,5	0,2	
2019 I	107,3	-0,3	-0,7	-1,7	0,7	0,2	0,3	1,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,6	
II	107,5	0,2	2,5	-1,9	1,3	0,6	0,4	2,5	0,0	0,3	0,2	0,7	

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

## 5 Denarna statistika

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

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

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		M2-M1		Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	Gotovina v obtoku	Vloge čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Stanja											
2016	1.075,3	6.082,8	7.158,1	1.330,6	2.221,0	3.551,5	10.709,7	69,6	523,1	86,6	679,2	11.388,9
2017	1.111,6	6.637,3	7.748,9	1.197,0	2.260,9	3.457,9	11.206,8	74,7	512,0	71,6	658,4	11.865,1
2018	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2018 III	1.150,6	7.009,8	8.160,3	1.126,6	2.284,6	3.411,2	11.571,5	71,4	495,4	60,4	627,3	12.198,8
IV	1.162,7	7.114,8	8.277,4	1.128,2	2.298,0	3.426,1	11.703,6	74,6	523,3	73,1	670,9	12.374,5
2019 I	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
II	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
2019 feb.	1.172,8	7.190,1	8.362,9	1.125,1	2.308,9	3.433,9	11.796,8	70,7	505,1	57,4	633,2	12.430,0
mar.	1.180,7	7.285,2	8.465,9	1.113,0	2.318,5	3.431,5	11.897,4	74,4	509,6	30,9	614,9	12.512,3
apr.	1.182,2	7.307,3	8.489,5	1.126,3	2.327,2	3.453,5	11.943,0	73,9	514,0	39,4	627,3	12.570,3
maj	1.185,4	7.365,5	8.550,9	1.124,6	2.335,2	3.459,8	12.010,7	70,7	511,9	46,0	628,5	12.639,2
jun.	1.188,0	7.419,2	8.607,2	1.110,2	2.338,9	3.449,1	12.056,3	74,9	509,6	38,0	622,6	12.678,9
jul. (p)	1.193,1	7.492,8	8.685,9	1.099,5	2.345,0	3.444,5	12.130,3	76,5	525,1	36,2	637,8	12.768,2
	Transakcije											
2016	38,1	541,6	579,7	-106,1	16,1	-90,0	489,8	-4,3	34,3	18,3	48,3	538,0
2017	36,4	591,8	628,1	-110,5	34,3	-76,2	551,9	6,9	-10,9	-18,4	-22,4	529,5
2018	50,0	461,9	511,9	-71,5	45,0	-26,5	485,4	-3,5	11,3	-2,3	5,5	490,8
2018 III	16,0	116,1	132,1	-51,8	14,1	-37,7	94,4	-2,4	-12,6	-4,8	-19,7	74,7
IV	12,1	105,3	117,4	0,3	13,4	13,7	131,1	2,9	27,7	9,3	39,8	170,9
2019 I	18,1	167,8	185,9	-17,5	21,0	3,5	189,4	-0,5	-20,5	-38,7	-59,6	129,7
II	7,9	138,8	146,6	-3,7	20,3	16,5	163,2	0,8	0,3	7,6	8,6	171,8
2019 feb.	5,1	66,3	71,4	0,8	6,2	6,9	78,3	-4,3	-3,5	-4,2	-12,0	66,2
mar.	8,0	90,7	98,7	-13,4	9,5	-3,9	94,8	3,5	2,5	-24,7	-18,7	76,1
apr.	1,5	22,3	23,8	13,2	8,6	21,7	45,6	-0,5	4,6	8,2	12,3	57,9
maj	3,2	58,4	61,6	-3,2	8,0	4,7	66,3	-3,2	-2,1	5,3	0,0	66,3
jun.	3,2	58,0	61,2	-13,7	3,8	-9,9	51,3	4,5	-2,2	-5,9	-3,6	47,6
jul. (p)	5,0	70,4	75,4	-12,1	6,0	-6,1	69,3	1,4	15,6	-3,0	13,9	83,3
	Stopnje rasti											
2016	3,7	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,8	7,0	26,1	7,6	5,0
2017	3,4	9,8	8,8	-8,4	1,5	-2,1	5,2	10,0	-2,1	-21,4	-3,3	4,7
2018	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2018 III	4,1	7,3	6,9	-7,4	1,8	-1,4	4,3	2,5	-6,7	-26,1	-8,1	3,6
IV	4,5	6,9	6,6	-6,0	2,0	-0,8	4,3	-4,6	2,2	-3,4	0,8	4,1
2019 I	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
II	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
2019 feb.	5,0	6,9	6,6	-4,9	2,2	-0,2	4,5	-7,1	-1,7	-4,1	-2,6	4,1
mar.	5,6	7,8	7,5	-5,5	2,6	-0,2	5,2	-1,1	-1,7	-49,5	-6,3	4,5
apr.	5,2	7,7	7,4	-3,7	2,8	0,6	5,3	-4,6	-0,8	-42,9	-5,8	4,7
maj	4,9	7,6	7,2	-3,9	3,0	0,7	5,2	-2,4	-0,3	-28,2	-3,4	4,8
jun.	4,8	7,7	7,2	-6,2	3,0	-0,1	5,0	1,1	-1,0	-39,6	-4,7	4,5
jul. (p)	5,0	8,3	7,8	-5,5	3,0	0,1	5,5	10,7	1,9	-40,5	-1,2	5,2

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

## 5 Denarna statistika

### 5.2 Vloge v denarnem agregatu M3<sup>1)</sup>

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>					Gospodinjstva <sup>3)</sup>					Drugi finančni posredniki <sup>2)</sup>	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država <sup>4)</sup>
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2016	2.093,2	1.630,3	295,1	159,6	8,2	6.055,5	3.402,3	644,9	2.006,3	2,1	972,0	199,5	383,8
2017	2.239,0	1.795,5	285,7	148,8	9,1	6.315,2	3.700,7	562,0	2.051,9	0,7	998,6	204,4	412,6
2018	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2018 III	2.309,7	1.886,3	267,9	148,7	6,8	6.545,8	3.946,3	524,6	2.073,8	1,1	986,4	212,2	438,3
IV	2.336,5	1.900,3	280,8	147,5	7,8	6.643,0	4.034,7	517,3	2.089,8	1,2	1.004,6	200,2	431,2
2019 I	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
II	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,3
2019 feb.	2.347,9	1.919,0	275,8	147,0	6,1	6.723,6	4.103,0	516,8	2.102,0	1,5	965,2	206,0	452,1
mar.	2.383,9	1.960,5	269,6	147,9	5,9	6.753,9	4.126,3	515,0	2.111,2	1,3	977,7	213,2	462,3
apr.	2.390,9	1.963,1	271,7	148,8	7,2	6.789,7	4.156,2	513,5	2.118,3	1,7	983,4	211,7	459,0
maj	2.401,7	1.977,0	268,5	149,2	7,0	6.828,6	4.188,3	512,7	2.126,1	1,6	990,2	216,7	458,7
jun.	2.407,2	1.985,8	263,8	150,2	7,4	6.844,1	4.203,9	510,3	2.128,0	1,9	1.012,3	217,4	462,3
jul. (p)	2.438,0	2.018,0	263,2	150,4	6,4	6.898,1	4.253,7	508,8	2.133,4	2,1	1.003,2	220,9	453,6
Transakcije													
2016	131,8	156,6	-25,2	0,3	0,1	300,7	334,2	-46,5	13,9	-0,9	24,1	-28,4	19,1
2017	179,8	182,7	-3,1	-0,8	1,0	254,1	303,6	-81,6	33,5	-1,3	55,4	6,3	26,9
2018	93,6	103,0	-6,9	-1,1	-1,4	327,1	325,8	-45,1	45,9	0,5	-1,9	-4,8	17,8
2018 III	25,9	35,4	-9,9	0,6	-0,2	76,0	75,5	-10,7	11,3	0,0	-29,2	-8,0	11,4
IV	27,3	14,2	13,0	-0,7	0,9	96,6	88,3	-7,5	15,7	0,1	17,2	-12,4	-6,8
2019 I	50,1	61,9	-11,4	0,8	-1,2	109,7	90,9	-2,7	21,4	0,1	-31,8	12,4	30,5
II	26,8	28,1	-5,4	2,6	1,5	90,2	78,1	-4,8	16,3	0,6	34,9	4,5	-0,3
2019 feb.	22,6	19,6	4,4	-0,3	-1,0	44,9	38,8	-0,5	6,8	-0,1	-14,5	2,1	13,7
mar.	34,0	40,0	-6,6	0,8	-0,2	29,7	22,8	-2,1	9,2	-0,3	9,8	7,0	10,0
apr.	7,0	2,7	2,1	1,0	1,3	35,1	29,8	-2,0	6,9	0,4	6,4	-1,6	-3,3
maj	11,8	15,0	-3,3	0,3	-0,2	38,8	32,0	-0,9	7,7	-0,1	4,7	5,0	-0,3
jun.	8,1	10,5	-4,1	1,3	0,4	16,3	16,3	-1,9	1,7	0,3	23,8	1,0	3,3
jul. (p)	30,2	31,1	0,1	0,0	-1,0	53,6	49,6	-1,8	5,4	0,3	-12,8	3,3	-8,7
Stopnje rasti													
2016	6,8	10,4	-7,9	0,3	1,4	5,2	10,9	-6,7	0,7	-29,3	2,5	-12,5	5,2
2017	8,6	11,2	-1,1	-0,5	12,5	4,2	8,9	-12,7	1,7	-65,5	5,8	3,2	7,0
2018	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2018 III	4,8	7,0	-6,8	0,3	27,4	4,5	8,4	-10,0	1,9	-45,8	1,0	5,2	4,8
IV	4,2	5,7	-2,5	-0,7	-16,0	5,2	8,8	-8,0	2,2	65,1	-0,2	-2,3	4,3
2019 I	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
II	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
2019 feb.	4,4	6,0	-2,8	-0,1	-25,7	5,6	8,9	-6,1	2,5	-13,6	-3,7	-1,3	8,4
mar.	5,9	7,7	-2,7	0,2	-17,5	5,7	8,9	-5,5	2,9	-18,1	-2,4	0,4	10,8
apr.	5,8	7,1	-0,6	1,6	0,1	5,8	8,9	-5,2	2,9	1,5	0,1	-0,5	9,2
maj	5,5	6,8	-1,3	1,4	8,9	6,0	8,9	-4,7	3,2	20,2	-0,7	0,3	8,8
jun.	5,7	7,6	-4,9	2,3	12,4	5,8	8,6	-4,8	3,1	73,3	-0,9	-1,7	8,1
jul. (p)	7,0	8,8	-3,0	2,4	-8,1	6,1	9,2	-4,6	3,1	15,9	-0,2	1,5	6,2

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč 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 euroobmočja<sup>1)</sup>

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Stanja		Posojila			Nefinančnim družbam <sup>3)</sup>	Gospodinjstvom <sup>4)</sup>	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom <sup>3)</sup>	Zavarovalnicam in pokojninskimi skladom				
					Skupaj	Prilagojena posojila <sup>2)</sup>	7								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2016	4.389,3	1.084,0	3.292,1	12.881,4	10.711,1	10.982,1	4.311,4	5.449,3	836,7	113,5	1.387,4	782,9			
2017	4.625,9	1.033,3	3.578,7	13.116,4	10.874,1	11.167,4	4.325,4	5.600,0	839,1	109,6	1.442,4	799,8			
2018	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0			
2018 III	4.627,4	1.003,5	3.609,9	13.363,1	11.064,5	11.394,1	4.396,2	5.702,0	841,9	124,4	1.513,8	784,8			
IV	4.687,0	1.007,4	3.668,2	13.418,1	11.127,0	11.484,9	4.408,8	5.741,5	848,8	127,9	1.520,0	771,0			
2019 I	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.527,0	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.527,4	803,4			
II	4.633,4	1.000,7	3.621,0	13.642,4	11.293,8	11.668,4	4.461,7	5.825,7	874,9	131,4	1.546,6	802,0			
2019 feb.	4.684,7	1.000,8	3.672,0	13.502,5	11.179,4	11.527,1	4.425,2	5.770,5	857,4	126,3	1.533,1	789,9			
mar.	4.662,8	1.001,3	3.650,1	13.527,0	11.196,3	11.548,1	4.422,3	5.788,2	854,4	131,4	1.527,4	803,4			
apr.	4.639,6	998,2	3.630,0	13.570,4	11.234,0	11.591,2	4.443,8	5.800,5	864,1	125,7	1.523,3	813,1			
maj	4.632,4	1.004,3	3.616,4	13.592,9	11.257,4	11.623,7	4.463,9	5.807,5	862,8	123,2	1.533,9	801,6			
jun.	4.633,4	1.000,7	3.621,0	13.642,4	11.293,8	11.668,4	4.461,7	5.825,7	874,9	131,4	1.546,6	802,0			
jul. (p)	4.673,6	1.000,6	3.661,4	13.680,0	11.338,8	11.710,6	4.486,4	5.842,7	876,1	133,7	1.534,2	807,0			
Transakcije															
2016	485,9	-34,5	520,3	319,6	235,8	259,9	82,5	121,1	43,2	-11,0	80,3	3,6			
2017	289,7	-43,2	332,3	362,7	274,8	315,6	82,7	173,7	22,0	-3,5	64,3	23,6			
2018	92,5	-28,3	120,8	372,6	304,7	378,4	124,0	166,2	-3,6	18,1	89,4	-21,4			
2018 III	48,0	-16,2	64,5	105,3	91,0	88,0	48,7	49,9	-12,1	4,5	18,6	-4,2			
IV	40,8	4,0	36,8	66,0	60,1	92,6	16,5	42,0	-1,8	3,4	13,6	-7,7			
2019 I	-41,0	-6,8	-34,2	107,5	83,1	78,7	25,2	50,1	6,0	1,8	-1,7	26,1			
II	-56,9	-1,4	-55,8	126,4	113,8	134,4	53,8	38,7	24,2	-2,8	17,5	-4,9			
2019 feb.	10,9	-4,8	15,3	46,4	25,0	32,2	17,6	12,9	-4,1	-1,4	7,1	14,3			
mar.	-38,8	0,4	-38,7	26,2	23,1	27,7	3,2	18,8	-2,4	3,5	-8,7	11,8			
apr.	-22,2	-3,2	-19,0	40,5	41,7	46,6	26,1	12,6	8,6	-5,7	-6,3	5,2			
maj	-8,3	5,9	-14,5	34,0	25,6	33,7	21,9	7,6	-1,5	-2,5	13,9	-5,5			
jun.	-26,4	-4,1	-22,3	52,0	46,6	54,0	5,8	18,4	17,1	5,3	10,0	-4,6			
jul. (p)	14,8	-0,2	15,0	34,7	45,0	43,0	25,9	17,1	-0,1	2,2	-14,2	3,9			
Stopnje rasti															
2016	12,4	-3,1	18,7	2,5	2,3	2,4	1,9	2,3	5,5	-8,9	6,1	0,5			
2017	6,6	-4,0	10,2	2,8	2,6	2,9	1,9	3,2	2,7	-3,1	4,6	3,0			
2018	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7			
2018 III	3,1	-4,4	5,3	3,0	3,0	3,4	3,2	3,1	-0,3	11,7	5,9	-1,1			
IV	2,0	-2,7	3,4	2,8	2,8	3,4	2,9	3,0	-0,4	16,5	6,2	-2,7			
2019 I	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9			
II	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2			
2019 feb.	2,5	-2,6	4,0	2,8	2,7	3,3	2,6	3,2	-1,4	10,6	5,3	-0,3			
mar.	1,8	-2,4	3,0	2,8	2,7	3,2	2,5	3,1	-1,3	14,8	4,1	1,9			
apr.	1,3	-2,7	2,5	2,7	2,8	3,4	2,8	3,2	0,6	5,4	2,6	1,2			
maj	0,6	-2,2	1,5	2,6	2,7	3,3	2,7	3,1	-0,4	1,6	3,1	0,5			
jun.	-0,2	-2,0	0,3	3,1	3,2	3,5	3,3	3,2	1,8	5,8	3,2	1,2			
jul. (p)	-0,5	-1,4	-0,2	2,9	3,2	3,6	3,3	3,2	2,5	7,1	1,2	1,8			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

2) 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

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

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

## 5 Denarna statistika

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

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

	Nefinančne družbe <sup>2)</sup>				Gospodinjstva <sup>3)</sup>					
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	
	Skupaj	Prilagojena posojila <sup>4)</sup>				Skupaj	Prilagojena posojila <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Stanja</b>										
2016	4.311,4	4.309,1	1.013,3	795,7	2.502,4	5.449,3	5.728,7	615,9	4.084,1	749,3
2017	4.325,4	4.360,1	987,3	820,2	2.517,9	5.600,0	5.866,6	654,4	4.217,0	728,6
2018	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2018 III	4.396,2	4.459,8	999,7	836,2	2.560,4	5.702,0	5.979,1	678,6	4.311,7	711,7
IV	4.408,8	4.494,3	995,7	844,3	2.568,7	5.741,5	6.023,3	683,5	4.353,9	704,1
2019 I	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
II	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.825,7	6.112,2	707,6	4.421,3	696,8
2019 feb.	4.425,2	4.506,1	980,1	851,5	2.593,7	5.770,5	6.051,7	690,8	4.375,6	704,0
mar.	4.422,3	4.508,9	979,9	852,0	2.590,4	5.788,2	6.065,7	694,4	4.391,6	702,2
apr.	4.443,8	4.528,0	984,9	858,9	2.600,0	5.800,5	6.083,2	695,7	4.405,3	699,5
maj	4.463,9	4.546,6	982,4	865,7	2.615,9	5.807,5	6.098,7	701,0	4.409,5	697,0
jun.	4.461,7	4.555,9	978,6	867,7	2.615,5	5.825,7	6.112,2	707,6	4.421,3	696,8
jul. (p)	4.486,4	4.575,9	987,1	874,7	2.624,6	5.842,7	6.133,0	710,8	4.437,0	694,9
<b>Transakcije</b>										
2016	82,5	100,4	-14,7	43,2	54,0	121,1	113,8	24,1	105,4	-8,4
2017	82,7	131,7	-0,3	38,0	45,0	173,7	165,5	45,1	134,3	-5,8
2018	124,0	176,1	19,6	33,5	70,8	166,2	188,6	39,6	136,4	-9,8
2018 III	48,7	47,8	16,4	9,7	22,6	49,9	48,6	10,3	40,5	-0,9
IV	16,5	40,9	-2,3	7,4	11,3	42,0	50,8	7,7	39,2	-4,9
2019 I	25,2	23,7	-14,3	10,3	29,2	50,1	49,0	11,7	38,7	-0,3
II	53,8	58,4	2,6	18,6	32,7	38,7	48,6	13,1	27,3	-1,7
2019 feb.	17,6	17,3	0,7	5,3	11,6	12,9	17,5	3,3	9,1	0,5
mar.	3,2	8,3	-0,8	2,2	1,9	18,8	16,1	3,9	15,8	-0,9
apr.	26,1	23,7	6,4	7,2	12,6	12,6	17,4	2,8	10,2	-0,4
maj	21,9	18,8	-2,4	7,0	17,4	7,6	16,9	5,6	4,2	-2,2
jun.	5,8	15,8	-1,4	4,4	2,8	18,4	14,3	4,7	12,8	0,8
jul. (p)	25,9	21,8	8,3	7,3	10,3	17,1	20,9	3,3	15,5	-1,7
<b>Stopnje rasti</b>										
2016	1,9	2,4	-1,4	5,7	2,2	2,3	2,0	4,1	2,7	-1,1
2017	1,9	3,1	0,0	4,8	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,8
2018	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2018 III	3,2	4,3	3,3	4,6	2,8	3,1	3,1	6,9	3,2	-0,9
IV	2,9	4,1	2,0	4,1	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	-1,4
2019 I	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
II	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
2019 feb.	2,6	3,8	0,1	4,5	3,0	3,2	3,3	6,0	3,5	-1,2
mar.	2,5	3,7	-1,2	4,6	3,3	3,1	3,3	6,1	3,5	-1,5
apr.	2,8	3,9	-0,9	5,3	3,4	3,2	3,3	5,8	3,5	-1,3
maj	2,7	3,8	-1,6	5,5	3,5	3,1	3,3	6,1	3,4	-1,6
jun.	3,3	3,9	0,2	5,6	3,8	3,2	3,3	6,4	3,4	-1,1
jul. (p)	3,3	3,9	-0,2	5,7	3,9	3,2	3,4	6,2	3,5	-1,2

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 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)<sup>1)</sup>

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

Enote centralne ravni države <sup>2)</sup>	Obveznosti DFI					Neto tuja aktiva	Sredstva DFI			
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju						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	
Stanja										
2016	307,7	6.955,9	2.089,5	70,9	2.145,9	2.649,6	1.124,8	257,0	205,9	121,6
2017	343,9	6.768,4	1.968,3	59,7	2.014,1	2.726,2	935,5	299,8	143,5	92,5
2018	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2018 III	403,7	6.693,6	1.934,8	56,9	2.048,5	2.653,5	881,1	424,5	177,3	183,0
IV	378,9	6.808,8	1.941,4	56,0	2.090,6	2.720,8	1.028,6	428,5	187,0	194,9
2019 I	367,4	6.903,1	1.937,7	55,6	2.144,8	2.764,9	1.174,3	418,6	199,0	212,3
II	366,6	6.980,2	1.955,8	57,6	2.132,3	2.834,6	1.315,2	434,7	191,5	207,8
2019 feb.	409,0	6.875,6	1.936,6	55,6	2.140,6	2.742,7	1.110,1	417,2	198,1	210,5
mar.	367,4	6.903,1	1.937,7	55,6	2.144,8	2.764,9	1.174,3	418,6	199,0	212,3
apr.	362,2	6.892,0	1.934,7	56,0	2.129,7	2.771,5	1.196,5	417,9	216,8	232,2
maj	361,8	6.905,8	1.932,2	56,5	2.130,3	2.786,8	1.271,1	410,5	212,8	229,2
jun.	366,6	6.980,2	1.955,8	57,6	2.132,3	2.834,6	1.315,2	434,7	191,5	207,8
jul. (p)	370,5	7.015,8	1.927,8	58,1	2.148,5	2.881,5	1.399,7	401,2	206,5	224,1
Transakcije										
2016	22,0	-122,9	-71,3	-8,6	-118,7	75,7	-278,3	-90,2	12,8	-12,0
2017	39,1	-74,9	-83,7	-6,6	-72,0	87,4	-92,5	-66,2	-61,2	-28,5
2018	39,0	45,1	-37,8	-4,9	17,0	70,8	64,6	45,2	21,8	24,2
2018 III	76,4	29,8	-16,2	-1,5	19,2	28,4	38,9	-11,3	3,2	-0,8
IV	-24,1	16,4	-0,5	-0,9	3,4	14,4	34,7	21,8	9,7	11,9
2019 I	-11,4	50,8	-10,7	-0,3	44,7	17,1	109,7	-7,1	2,7	5,5
II	-0,7	46,8	20,5	2,0	-1,8	26,2	109,0	39,4	-7,1	-4,5
2019 feb.	31,5	21,3	-3,3	0,0	26,3	-1,8	42,7	19,1	-0,9	2,1
mar.	-41,4	8,4	-1,5	0,0	-1,4	11,3	48,0	7,6	-8,4	-10,2
apr.	-5,2	-5,4	-2,6	0,3	-14,0	10,9	26,5	2,5	17,8	19,8
maj	-0,4	5,2	-1,8	0,6	-0,9	7,2	58,9	-13,5	-4,1	-2,9
jun.	4,8	47,1	24,8	1,1	13,1	8,1	23,6	50,4	-20,8	-21,4
jul. (p)	3,9	-3,5	-29,1	0,4	10,0	15,3	59,0	-24,9	14,9	16,3
Stopnje rasti										
2016	7,8	-1,7	-3,4	-10,9	-5,3	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	12,6	-1,1	-4,0	-9,7	-3,4	3,3	-	-	-29,8	-23,5
2018	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2018 III	14,3	0,0	-2,8	-9,3	0,0	2,3	-	-	7,5	3,9
IV	11,3	0,7	-1,9	-8,1	0,8	2,7	-	-	11,0	2,2
2019 I	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
II	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
2019 feb.	19,7	1,4	-1,8	-7,1	2,9	2,8	-	-	35,9	27,9
mar.	8,8	1,3	-1,6	-6,4	2,5	2,7	-	-	18,9	12,7
apr.	4,6	1,1	-1,9	-5,4	2,2	2,6	-	-	40,6	44,3
maj	8,7	1,3	-1,6	-3,8	2,4	2,8	-	-	14,4	15,9
jun.	12,0	2,1	-0,4	-1,3	3,2	3,2	-	-	5,1	6,7
jul. (p)	5,5	1,9	-1,9	0,5	3,8	3,4	-	-	7,1	9,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo 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
2015	-2,0	-1,9	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,6	-1,7	-0,1	0,2	0,1	0,6
2017	-1,0	-1,3	0,0	0,2	0,1	1,0
2018	-0,5	-1,1	0,1	0,2	0,3	1,3
2018 II	-0,5	.	.	.	.	1,4
III	-0,4	.	.	.	.	1,4
IV	-0,5	.	.	.	.	1,3
2019 I	-0,7	.	.	.	.	1,1

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

### 6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Odhodki							Investicijski odhodki	
	Skupaj	Tekoči prihodki				Kapitalski prihodki	Skupaj	Tekoči odhodki						
		Neposredni davki	Posredni davki	Neto socialni prispevki	Sredstva za zaposlene			Vmesna poraba	Obresti	Socialni prejemki				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,0	5,2	2,3	22,7	3,9	
2016	46,0	45,5	12,5	12,9	15,2	0,5	47,5	44,0	9,9	5,2	2,1	22,7	3,6	
2017	46,1	45,7	12,8	12,9	15,2	0,4	47,0	43,3	9,8	5,2	2,0	22,4	3,8	
2018	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7	
2018 II	46,2	45,8	12,9	12,9	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,7	
III	46,2	45,8	12,9	13,0	15,2	0,4	46,7	43,0	9,8	5,2	1,9	22,3	3,6	
IV	46,3	45,9	13,0	13,0	15,2	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7	
2019 I	46,2	45,7	12,9	13,0	15,1	0,4	46,8	43,1	9,8	5,2	1,8	22,3	3,7	

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

### 6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

Skupaj	Finančni instrument				Imetnik			Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute			
	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	Do 1 leto	Nad 1 leto	Do 1 leto	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	14				
2015	90,1	2,8	16,4	70,9	44,3	27,5	45,7	9,1	81,0	17,5	31,3	41,3	88,0	2,1			
2016	89,2	2,7	15,6	70,9	46,8	30,7	42,5	8,8	80,5	17,2	29,8	42,2	87,2	2,1			
2017	87,1	2,6	14,5	70,0	47,6	32,1	39,5	8,0	79,0	15,8	28,9	42,3	85,2	1,8			
2018	85,1	2,6	13,7	68,9	47,3	32,3	37,8	7,5	77,7	15,6	28,2	41,3	83,7	1,5			
2018 II	86,6	2,6	14,0	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
III	86,4	2,6	13,8	70,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
IV	85,1	2,6	13,7	68,9	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		
2019 I	85,9	2,6	13,6	69,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.		

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

## 6 Državne finance

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

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga <sup>2)</sup>	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			Transakcije z glavnimi finančnimi instrumenti			Učinki prevrednotenja in druge spremembe v obsegu	Razno								
			Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
2015	-1,9	-0,3	-0,8	-0,5	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,0	-0,4	-0,8	1,2			
2016	-0,8	-0,6	0,1	0,2	0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,4	1,6			
2017	-2,2	-1,0	-0,1	0,3	0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,1	-0,4	-1,1	0,9			
2018	-1,9	-1,3	0,3	0,3	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	-0,9	0,8			
2018 II	-2,8	-1,4	-0,2	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,4	-1,3	0,5			
III	-2,0	-1,4	0,5	0,7	0,6	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,1	-1,1	1,0			
IV	-1,9	-1,3	0,3	0,5	0,4	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,9	0,8			
2019 I	-1,2	-1,1	0,7	0,7	0,6	-0,1	0,0	0,2	0,1	-0,1	-0,8	1,2			

Viri: 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 papirji<sup>1)</sup>

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

	Servisiranje dolga do enega leta <sup>2)</sup>					Povprečna preostala zapadlost <sup>3)</sup>	Povprečna nominalna donosnost <sup>4)</sup>					Transakcije		
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje		Transakcije					
	1	2	3	4	5		6	7	Variabilna obrestna mera	Brezkuponski	Fiksna obrestna mera	Do 1 leta	Izdaje	Odkupi
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	
2018	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2018 II	12,5	10,9	3,4	1,6	0,4	7,3	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,5	0,4	0,9	
III	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,6	0,4	0,9	
IV	12,6	11,1	3,7	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	-0,1	2,7	2,5	0,4	0,9	
2019 I	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
2019 feb.	12,7	11,2	4,0	1,5	0,4	7,3	2,3	1,1	0,0	2,7	2,4	0,4	0,9	
mar.	12,7	11,2	3,8	1,5	0,4	7,4	2,3	1,1	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
apr.	13,1	11,6	3,9	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,1	
maj	12,8	11,4	3,4	1,5	0,4	7,4	2,3	1,2	0,0	2,6	2,5	0,5	1,0	
jun.	12,8	11,4	3,7	1,5	0,4	7,4	2,3	1,3	0,0	2,6	2,3	0,5	0,9	
jul.	13,0	11,5	4,0	1,5	0,4	7,5	2,2	1,3	-0,1	2,6	2,3	0,4	1,0	

Viri: 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 (+)									
2015	-2,4	0,8	0,1	-1,9	-5,6	-5,3	-3,6	-2,6	-1,3
2016	-2,4	0,9	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,5	-2,5	0,3
2017	-0,8	1,0	-0,4	-0,3	0,7	-3,1	-2,8	-2,4	1,8
2018	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2018 II	-0,4	1,9	0,1	-0,6	0,8	-2,7	-2,7	-2,0	3,5
III	-0,3	2,0	0,1	-0,5	0,8	-2,6	-2,5	-2,1	-4,9
IV	-0,7	1,7	-0,6	0,0	1,1	-2,5	-2,5	-2,1	-4,8
2019 I	-1,0	1,7	-0,7	0,0	0,4	-2,4	-3,2	-2,1	-4,2
Javni dolg									
2015	106,4	71,6	9,9	76,8	175,9	99,3	95,6	131,6	108,0
2016	106,1	68,5	9,2	73,5	178,5	99,0	98,0	131,4	105,5
2017	103,4	64,5	9,2	68,5	176,2	98,1	98,4	131,4	95,8
2018	102,0	60,9	8,4	64,8	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2018 II	105,9	62,2	8,7	68,4	177,5	98,2	99,0	133,5	102,9
III	105,4	61,8	8,5	67,4	182,3	98,3	99,4	133,5	110,1
IV	102,0	60,9	8,4	63,6	181,1	97,1	98,4	132,2	102,5
2019 I	105,1	61,0	8,1	65,6	181,9	98,7	99,7	134,0	105,0
	Latvija 10	Litva 11	Luksemburg 12	Malta 13	Nizozemska 14	Avstrija 15	Portugalska 16	Slovenija 17	Finska 19
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2015	-1,4	-0,3	1,4	-1,0	-2,0	-1,0	-4,4	-2,8	-2,6
2016	0,1	0,2	1,9	0,9	0,0	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2
2017	-0,6	0,5	1,4	3,4	1,2	-0,8	-3,0	0,0	-0,8
2018	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7
2018 II	-0,2	0,7	1,7	3,8	1,8	0,1	-1,1	0,5	-0,6
III	-0,5	0,6	2,1	3,4	2,0	0,2	-0,2	0,5	-0,5
IV	-1,0	0,7	2,4	2,0	1,5	0,1	-0,5	0,7	-0,7
2019 I	-0,9	0,2	2,8	1,9	1,8	-0,2	-0,1	0,6	-0,7
Javni dolg									
2015	36,8	42,6	22,2	57,9	64,6	84,7	128,8	82,6	52,2
2016	40,3	40,0	20,7	55,5	61,9	83,0	129,2	78,7	51,8
2017	40,0	39,4	23,0	50,2	57,0	78,2	124,8	74,1	50,9
2018	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9
2018 II	36,9	35,0	22,1	49,0	53,9	76,3	124,9	72,6	51,9
III	37,0	35,0	21,7	46,0	52,9	75,4	124,8	71,1	51,5
IV	35,9	34,2	21,4	46,0	52,4	73,8	121,5	70,1	48,9
2019 I	37,2	34,1	21,3	46,6	50,9	72,7	123,0	67,9	48,9

Vir: Eurostat.

© Evropska centralna banka, 2019

Naslov            60640 Frankfurt na Majni, Nemčija  
Telefon        +49 69 1344 0  
Spletna stran    [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 11. september 2019.

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

ISSN              2363-3557 (pdf)  
EU kataloška številka    QB-BP-19-004-SL-N (pdf)