

Ekonomski bilten

št. 2 / 2018

Vsebina

Ekonomski in denarna gibanja	2
Povzetek	2
1 Zunanje okolje	5
2 Finančna gibanja	11
3 Gospodarska aktivnost	16
4 Cene in stroški	23
5 Denar in krediti	28
6 Javnofinančna gibanja	34
Okvirji	36
1 Se bodo nedavne podražitve nafte obdržale?	36
2 Likvidnost trgov državnih obveznic v euroobmočju od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	41
3 Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 1. novembra 2017 do 30. januarja 2018	45
4 Novejša gibanja na področju zaposlitev s krajšim delovnim časom	50
5 Zanesljivost predhodnih prvih ocen BDP za euroobmočje	55
6 Vloga sezonskosti in osamelcev v inflaciji, merjeni z indeksom HICP, brez hrane in energentov	58
7 Naravnost fiskalne politike v preteklih obdobjih ekspanzije	62
8 Ocena Evropske komisije o makroekonomskej neravnotežijih in napredku pri izvajanju reform	68
Članka	72
1 The real effects of credit constraints	72
2 The economic impact of population ageing and pension reforms	84
Statistični podatki	109

Ekonomika in denarna gibanja

Povzetek

Svet ECB je na seji o denarni politiki 8. marca 2018 sklenil, da je še vedno potrebna precejšnja stopnja spodbude s strani denarne politike, da bi se osnovni inflacijski pritiski še naprej krepili in spodbujali dinamiko skupne inflacije v srednjeročnem obdobju. Informacije, ki so postale dostopne od prejšnje seje o denarni politiki v januarju, vključno z novimi projekcijami strokovnjakov ECB, potrjujejo močan in široko osnovan zagon rasti gospodarstva v euroobmočju, ki bo po projekcijah v bližnji prihodnosti raslo nekoliko hitreje, kot je bilo sprva pričakovano. Takšni gospodarski obeti potrjujejo zaupanje Sveta ECB, da se bo inflacija srednjeročno približala inflacijskemu cilju na ravni pod 2%, vendar blizu te meje. Obenem ostajajo merila osnovne inflacije oslabljena in še ne kažejo prepričljivega trenda naraščanja. V takšnem okolju bo Svet ECB še naprej spremljal gibanje deviznega tečaja in finančne razmere z vidika morebitnih posledic za srednjeročne obete glede stabilnosti cen. Nadaljnja podpora s strani denarne politike, ki je potrebna za to, da bi se inflacija srednjeročno vzdržno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje, se zagotavlja s sedanjimi neto nakupi vrednostnih papirjev, s precejšnjim obsegom doslej kupljenih vrednostnih papirjev in bodočim ponovnim investiranjem glavnici ter s prihodnjo usmeritvijo glede obrestnih mer.

Ocena gospodarskih in denarnih razmer v času seje Sveta ECB 8. marca 2018

Svetovno gospodarstvo je v drugi polovici leta 2017 še hitreje raslo, kar daje nadaljnji zagon tudi izvozu euroobmočja. Svetovna gospodarska aktivnost naj bi v prihodnje ostala močna, čeprav naj bi se dinamika rasti postopoma umirjala. Rast svetovne trgovinske menjave se bo v bližnji prihodnosti predvidoma nadaljevala, medtem ko se bo inflacija po pričakovanjih počasi zviševala, saj se proste zmogljivosti na svetovni ravni zmanjšujejo.

Ob nadaljevanju gospodarske konjunkture se je donosnost državnih obveznic euroobmočja od sredine decembra 2017 zvišala. Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so kljub temu ostali približno nespremenjeni, povprečni razmiki v donosnosti državnih obveznic nad obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč pa so se na splošno nekoliko zmanjšali. Tečaji delnic so v okolju povišane volatilnosti upadli. Na deviznih trgih se je vrednost eura efektivno nominalno zvišala.

Gospodarska rast v euroobmočju je še naprej močna ter zajema vse države in sektorje, pri čemer se je BDP v zadnjem četrletju 2017 glede na prejšnje četrletje realno povečal za 0,6%. Zasebno potrošnjo spodbujata višja zaposlenost, ki se med drugim krepi zaradi preteklih reform na trgu dela, ter naraščanje premoženja gospodinjstev. Podjetniške investicije se še naprej krepijo zaradi zelo

ugodnih pogojev financiranja, naraščanja dobičkonosnosti podjetij in močnega povpraševanja, medtem ko so se stanovanjske investicije v zadnjih četrletjih dodatno povečale. Široko osnovana svetovna gospodarska rast obenem podpira tudi izvoz euroobmočja.

Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih marca 2018 pripravili strokovnjaki ECB. Tako naj bi se letni realni BDP euroobmočja v letu 2018 povečal za 2,4%, v letu 2019 za 1,9%, v letu 2020 pa za 1,7%. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so napovedi rasti BDP za leto 2018 popravljene navzgor, za obdobje zatem pa ostajajo nespremenjene. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete, so po ocenah približno uravnotežena. Po eni strani bi sedanji ciklični zagon v bližnji prihodnosti lahko privadel do močnejše gospodarske rasti, po drugi strani pa so navzdol usmerjena tveganja še naprej povezana predvsem s svetovnimi dejavniki, med katerimi so naraščanje protekcionizma ter gibanja na deviznih in drugih finančnih trgih.

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, znižala z 1,3% v januarju na 1,2% v februarju. K temu so prispevali predvsem negativni bazni učinki pri cenah nepredelane hrane. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo glede na sedanje terminske cene nafte medletna stopnja skupne inflacije v preostanku leta najverjetneje gibala na ravni okrog 1,5%. Merila osnovne inflacije so ostala oslabljena, vendar se bodo v srednjeročnem obdobju predvidoma postopno zviševala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in povečevanje rasti plač.

Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje za leto 2018 predvidevajo inflacijo v višini 1,4%, za leto 2019 prav tako v višini 1,4% in za leto 2020 v višini 1,7%. V primerjavi z decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema je bila projekcija skupne inflacije za leto 2019 rahlo popravljena navzdol, za leti 2018 in 2020 pa je ostala nespremenjena. Znižanje rasti cen energentov v indeksu HICP v letih 2018 in 2019 naj bi večinoma odtehtala krepitev osnovne inflacije, saj naj bi se inflacija brez energentov in hrane zvišala z 1,1% v letu 2018 na 1,5% v letu 2019 in na 1,8% v letu 2020.

Po najnovejših projekcijah strokovnjakov naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju v obdobju projekcij še naprej zmanjševal predvsem zaradi ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti. Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi v obdobju 2018–2020 v povprečju ostala približno nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo sicer še naprej zmanjševal, vendar bo še vedno velik. Ob sedanji gospodarski konjunkturi je treba ponovno oblikovati javnofinančne rezerve.

Denarna analiza kaže, da široki denar še naprej močno raste, saj je medletna stopnja rasti januarja 2018 znašala 4,6% – enako kot mesec pred tem – kar je posledica ukrepov denarne politike ECB in nizkih oportunitetnih stroškov imetja najbolj likvidnih vlog. Posledično je ožji denarni agregat M1 še naprej največ prispeval k rasti širokega denarja. Obenem se je nadaljevalo tudi okrevanje

rasti posojil zasebnemu sektorju. Prenos ukrepov denarne politike ECB še naprej podpira pogoje kreditiranja za podjetja in gospodinjstva, dostop do financiranja – zlasti za mala in srednje velika podjetja – ter kreditne tokove v celotnem euroobmočju.

Sklepi o denarni politiki

Svet ECB je na podlagi redne ekonomske in denarne analize potrdil, da je treba ohraniti precejšnjo stopnjo spodbujevalno naravnane denarne politike, da bi se inflacija vzdržno vrnila na raven pod 2%, a blizu te meje. Svet ECB je sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene, ter še naprej pričakuje, da bodo ostale na sedanji ravni daljše obdobje in precej dlje, kot bodo trajali neto nakupi vrednostnih papirjev. Kar zadeva nestandardne ukrepe denarne politike, je Svet ECB potrdil, da se bodo neto nakupi vrednostnih papirjev na sedanji mesečni ravni 30 milijard EUR predvidoma nadaljevali do konca septembra 2018 oziroma po potrebi še dlje, vsekakor pa tako dolgo, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju. Svet ECB je poleg tega ponovil, da bo Eurosistem ponovno investiral glavnico zapadlih vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer daljše obdobje po zaključku neto nakupov, vsekakor pa tako dolgo, dokler bo potrebno.

1

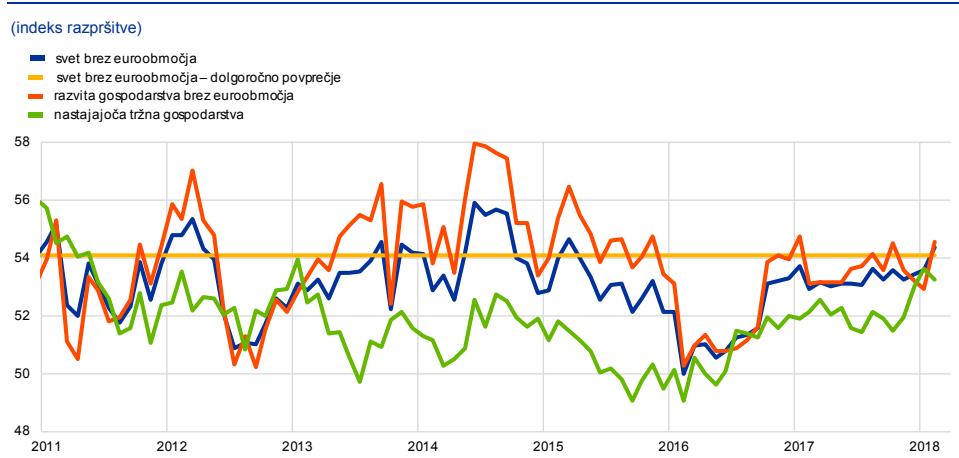
Zunanje okolje

Svetovno gospodarstvo je v drugi polovici leta 2017 raslo še hitreje. Po pričakovanjih bo gospodarska aktivnost v prihodnje ostala močna, čeprav se bo stopnja rasti postopoma umirala. Razvita gospodarstva naj bi močno rasla, in sicer tudi zaradi precejšnjih javnofinančnih spodbujevalnih ukrepov v ZDA. Gospodarske obete v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa podpira krepitev aktivnosti izvoznic surovin. Videti je, da bo rast svetovne trgovinske menjave kratkoročno ostala visoka, inflacija pa se bo po pričakovanjih počasi okreplila, saj se proste zmogljivosti na svetovni ravni zmanjšujejo.

Svetovna gospodarska aktivnost in trgovinska menjava

Svetovna gospodarska rast se je v drugi polovici leta 2017 okreplila. Podatki, objavljeni v tem obdobju, so na splošno predstavljali pozitivno presenečenje v razvitih gospodarstvih in v manjši meri tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Razpoložljivi podatki o BDP po državah kažejo, da je svetovna gospodarska aktivnost v zadnjem četrletju leta vzdržno rasla. V ZDA je bila realna rast BDP v drugi polovici leta 2017 vztrajna kljub posledicam orkanov. Tudi na Japonskem je gospodarska aktivnost ostala živahna ob podpori ekonomskih politik, velikega ustvarjanja delovnih mest in okrevanja zunanjega povpraševanja. Nasprotno je leta 2017 realna rast BDP v Združenem kraljestvu kljub zmerni okrepliti v drugi polovici leta ostala dokaj umirjena. K aktivnosti v nastajajočih tržnih gospodarstvih je prispevala vztrajna rast v Indiji in na Kitajskem, medtem ko sta Brazilija in Rusija še naprej okrevali iz globoke recesije, čeprav zelo počasi.

Anketni kazalniki kratkoročno napovedujejo vztrajno rast svetovnega gospodarstva. Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost (brez euroobmočja) je ostal v zadnjem četrletju 2017 na podobni ravni kot v četrletju prej, in sicer nekoliko nad ravnijo iz prve polovice leta in blizu dolgoročnega povprečja, januarja in februarja pa se je nekoliko povečal ter nakazal, da je globalna aktivnost v tem letu še naprej močno rasla (graf 1).

Graf 1**Svetovni sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) za gospodarsko aktivnost**

Vir: Haver Analytics, Markit in izračuni strokovnjakov ECB.

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

Svetovni pogoji financiranja še naprej podpirajo svetovne gospodarske obete, vendar so se v zadnjih tednih zaostrili. Po obdobju zelo pozitivnega razpoloženja in velike rasti cen na borznih trgih so začeli delniški trgi na začetku februarja beležiti močne izgube, hkrati pa se je ponovno okrepila volatilnost. Pretresi na finančnem trgu so zadevali zlasti delniške trge, popravek, ki je bil sicer velik, pa je izničil samo dobičke, dosežene od začetka leta. Volatilnost trgov se je pojavila v okolju vztrajne rasti donosnosti dolgoročnih obveznic v ZDA zadnje tri mesece ob naraščanju zaskrbljjenosti vlagateljev zaradi obetov glede inflacije in potencialno hitrejšega zaostrovanja denarne politike od pričakovanega. Terminska krivulja medbančne obrestne mere v ZDA se je v zadnjih tednih obrnila navzgor, potem ko se je decembra obrestna mera zvišala. Trgi še naprej pričakujejo postopno zaostrovanje in zdaj vračunavajo naslednje zvišanje ključne obrestne mere marca 2018 ter tri dvige v celotnem letu, v skladu z decembrskimi napovedmi zveznega odbora za odprt trg. Pričakovanja glede obrestnih mer so se premaknila navzgor tudi v Združenem kraljestvu zaradi zaostrovalnega tona februarskega inflacijskega poročila Bank of England. Nasprotno je japonska centralna banka ohranila zelo spodbujevalno naravnost in obdržala desetletno donosnost blizu nič, v skladu s programom, s katerim nadzoruje krivuljo donosnosti. Na Kitajskem je kitajska centralna banka leta 2017 poskušala zmanjšati finančni vzvod v finančnem sistemu in omejiti tveganja za finančno stabilnost z zaostrenimi finančnimi pogoji, tako da je povečala obrestne mere za operacije odprtega trga, da bi usmerila medbančne obrestne mere navzgor. V drugih nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v Braziliji in Rusiji, so se obrestne mere še znižale, ko so se zmanjšali inflacijski pritiski.

V prihodnjem obdobju bo svetovna gospodarska rast predvidoma ostala močna, nato pa se bo srednjeročno nekoliko umirila. V razvitih gospodarstvih bo rast predvidoma močna, saj jo bodo okrepili spodbujevalni ukrepi davčne reforme v ZDA in dogovora ameriškega kongresa, da bo povečal izdatke. Videti pa je, da bo rast v prihodnje počasnejša, saj se bo okrevanje v nekaterih državah ustalilo, proizvodna vrzel pa postaja bolj pozitivna. Obete v nastajajočih tržnih gospodarstvih

podpira krepitev aktivnosti izvoznic surovin, na primer Brazilije in v manjši meri Rusije. Hkrati ostaja rast močna v Indiji, na Kitajskem pa aktivnost še naprej sledi dolgoročnemu trendu postopnega upadanja.

Dinamika svetovne gospodarske rasti bo po pričakovanjih počasnejša kot pred krizo, v skladu z nižjo potencialno rastjo. Ocene ECB kažejo, da se je gospodarski potencial v večini visoko razvitih in nastajajočih tržnih gospodarstev v zadnjih letih zmanjšal. V razvitih gospodarstvih vse komponente zavirajo potencial, kar zlasti velja zlasti za prispevek dela in skupne faktorske produktivnosti. Tudi prispevek kapitala je manjši od preteklega povprečja, ker šibkejša pričakovana rast in večja negotovost zavirata investicijske odločitve. Podobno so se naložbe umirile tudi v nastajajočih tržnih gospodarstvih, zlasti v državah izvoznicah surovin, pa tudi na Kitajskem zaradi makroekonomskega uravnovešenja in prizadevanj za omejitve finančnega vzvoda. Glavni dejavnik zmanjšanja gospodarskega potenciala v nastajajočih tržnih gospodarstvih je ostala skupna faktorska produktivnost. Na splošno bo v razvitih gospodarstvih potencialna rast proizvoda srednjeročno predvidoma ostala približno stabilna kljub rahlemu povečanju v ZDA med letoma 2019 in 2020, v nastajajočih tržnih gospodarstvih pa se bo po pričakovanjih še naprej zmanjševala.

V ZDA bo gospodarska aktivnost predvidoma ostala močna zaradi visokega domačega povpraševanja. Predvidoma bo gospodarsko rast še naprej podpirala močna rast investicij in potrošnje, saj se zaostrene razmere na trgu dela postopoma prenašajo v višjo rast plač, še vedno ugodne finančne razmere pa krepijo premoženjsko stanje. Decembska potrditev zakonodaje o davčnih reformah in februarja dogovorjeno povečanje najvišje ravni javnih izdatkov bosta po pričakovanjih še bolj spodbujala domače povpraševanje.

V Združenem kraljestvu bo realna rast BDP predvidoma ostala umirjena, vendar vztrajna. Gospodarska aktivnost se je v drugi polovici leta 2017 zmerno okreplila, potem ko se je v prvi polovici izrazito upočasnila. V prihodnje bosta vztrajnost realne rasti BDP v Združenem kraljestvu podpirala močnejša rast neto izvoza v prihodnjih četrletljih in rahlo povečanje naložb.

Na Japonskem se gospodarska rast postopoma upočasnjuje. Gospodarska aktivnost naj bi kratkoročno ostala razmeroma močna zaradi tekočega pozitivnega zagona in spodbujevalno naravnane denarne politike. Pozneje naj bi se rast postopoma upočasnila. Poleg zmanjševanja podpore s strani fiskalne politike in hitrega zmanjševanja prostih zmogljivosti je upočasnitev tudi posledica manjšega pozitivnega učinka naložb v infrastrukturo, povezanih z olimpijskimi igrami 2020.

Na Kitajskem se gospodarska aktivnost še naprej močno krepi, saj jo poganjata močna potrošnja in še vedno živahen stanovanjski trg. Kratkoročne obete določa osredotočenost oblasti na stabilno rast in zmanjševanje finančnih tveganj, srednjeročno pa se predvideva, da bodo postopoma izvedene strukturne reforme, ki bodo povzročile urejeno upočasnitev rasti.

Gospodarska aktivnost v državah srednje in vzhodne Evrope bo ostala močna, vendar pa bolj umirjena kot leta 2017. Gospodarska aktivnost v srednji in vzhodni

Evropi je leta 2017 močno rasla zaradi ponovne rasti naložb in močne zasebne potrošnje. V prihodnje jo bodo po pričakovanjih še naprej poganjale močne naložbe, povezane s črpanjem sredstev EU, močna zasebna potrošnja in izboljšanje na trgu dela.

Gospodarska aktivnost se postopoma krepi v velikih državah izvoznicah

surovin. Vodilni kazalniki v Rusiji kažejo začasno zmanjšanje gospodarske aktivnosti v zadnjem četrtletju 2017, ki je sledilo močni rasti v prvi polovici leta, ker se je industrijska proizvodnja zmanjšala. Srednjeročno bo gospodarska aktivnost predvidoma zmerno rasla v okolju, kjer javnofinančni izzivi obremenjujejo poslovno okolje, naložbe v osnovna sredstva so šibke, odsotnost strukturnih reform pa spodbavlja gospodarski potencial. V Braziliji naj bi aktivnost še naprej okrevala. Potrošnjo naj bi podpirali naraščanje zaupanja, boljše razmere na trgu dela in nadaljevanje spodbujevalne denarne politike, inflacijski pritiski pa ostajajo zmerni. Glavna tveganja za izboljšanje gospodarskih obetov države predstavljajo politična negotovost v tem volilnem letu in morebiten preobrat ugodnih pogojev zunanjega financiranja.

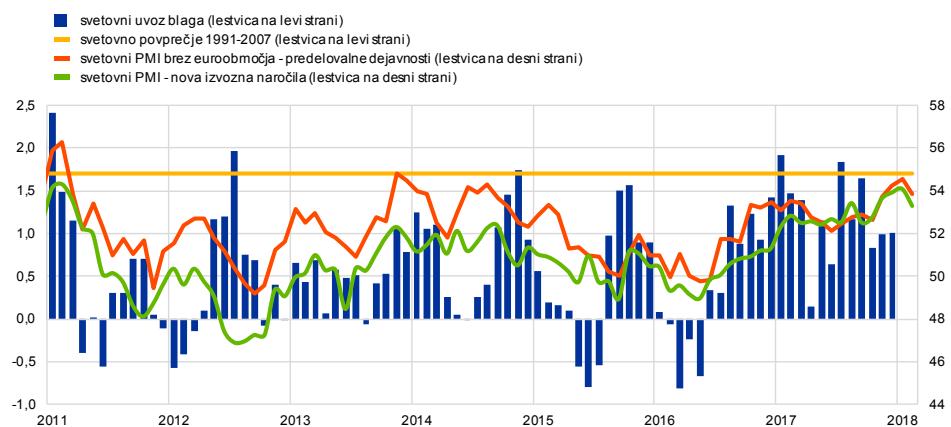
Obeti za svetovno rast trgovinske menjave naj bi kratkoročno ostali zmerni.

Medtem ko se je rast svetovnega uvoza blaga decembra nekoliko zmanjšala, razpoložljivi podatki po državah in glavni kazalniki kažejo, da je konec leta 2017 in na začetku leta 2018 rast močna. Obseg uvoza blaga se je decembra povečal za 1% (trimesečno glede na prejšnje tri mesece), potem ko je rast v tretjem četrtletju znašala 1,6% (graf 2). Trgovinska menjava se je precej okrepila v ZDA, oslabela pa je v Aziji ter državah srednje in vzhodne Evrope.

Graf 2

Svetovna blagovna menjava

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



Viri: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis in izračuni ECB.
Opomba: Žadnji podatki se nanašajo na februar 2018 (svetovni PMI za predelovalne dejavnosti in svetovni PMI za nova izvozna naročila) in december 2017 (trgovinska menjava).

V skladu s srednjeročnimi projekcijami trgovinske menjave se bo svetovni uvoz krepil približno v skladu z gospodarsko aktivnostjo. To je skladno s kazalniki, da se dolgoročnejši strukturni dejavniki, ki so poganjali hitro rast svetovne menjave – vključno z liberalizacijo menjave, zmanjšanjem carin in prevoznih

stroškov ter povečanjem svetovnih vrednostnih verig – od finančne krize postopoma zmanjšujejo. Negotovost glede dolgoročnejših dejavnikov je očitno visoka in v nekaterih primerih je podatkov malo. Razpoložljivi podatki vseeno kažejo, da je napoved, da bo uvoz srednjeročno rasel v skladu z aktivnostjo, še naprej razumna.

Svetovna gospodarska rast bo v obdobju projekcij predvidoma ostala na splošno stabilna. Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov Eurosistema se bo realna rast svetovnega BDP brez euroobmočja zvišala s 3,8% v letu 2017 na 4,1% v letu 2018, nato pa se bo leta 2019 zmanjšala na 3,9% in leta 2020 na 3,7%. Projekcija temelji na pričakovani upočasnitvi aktivnosti v razvitih gospodarstvih na splošno, zlasti pa v ZDA, kar naj bi deloma odtehtalo zmerno povečanje dinamike v nastajajočih tržnih gospodarstvih. Rast zunanjega povpraševanja euroobmočja se bo po napovedih leta 2018 povečala za 4,7%, leta 2019 za 4,1% in leta 2020 za 3,6%. V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila svetovna rast BDP za obdobje 2017–2019 popravljena navzgor, rast tujega povpraševanja v euroobmočju pa je bila popravljena navzgor v celotnem obdobju projekcij. V obeh primerih je to predvsem posledica dodatnih javnofinančnih spodbujevalnih ukrepov v ZDA.

Čeprav so tveganja v obetih za svetovno gospodarsko aktivnost kratkoročno usmerjena navzgor, se srednjeročno nagibajo proti upočasnjevanju. Na pozitivni strani bi lahko širitev svetovnega okrevanja kratkoročno povzročila močnejše investicije in menjavo, sveženj javnofinančnih spodbujevalnih ukrepov v ZDA pa bi lahko na aktivnost vplival močneje od trenutnih pričakovanj. Vendar srednjeročno prevladujejo navzdol usmerjena tveganja, med katerimi so povečanje trgovinskega protekcionizma, nenaden popravek na finančnih trgih, ki bi lahko povzročil zaostrovanje svetovnih pogojev financiranja, motnje zaradi reform in liberalizacije na Kitajskem ter politične in geopolitične negotovosti, povezane predvsem s političnimi in geopolitičnimi tveganji zaradi brexita.

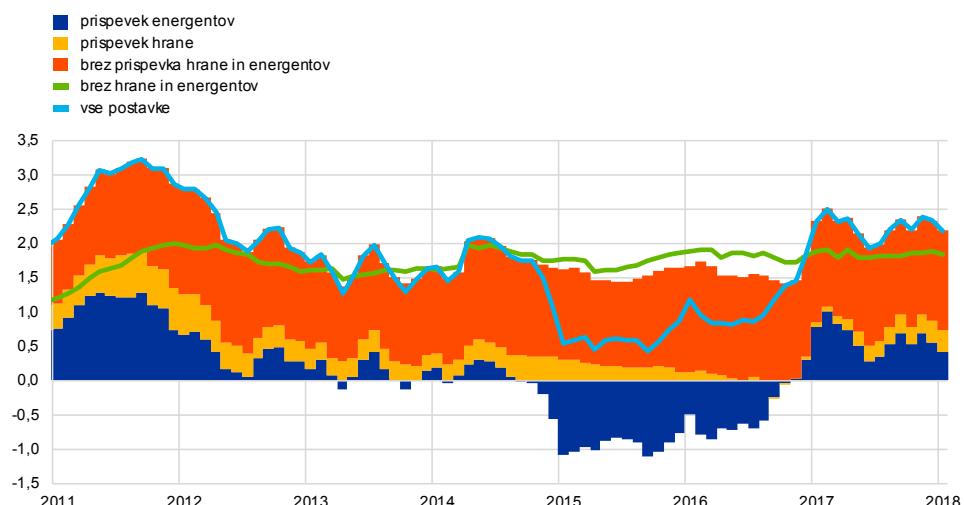
Svetovna cenovna gibanja

Svetovna rast cen živiljenjskih potrebščin se je v zadnjem času rahlo zmanjšala, gibanja plač pa so ostala umirjena. Po novembrskem rahlem povečanju se je decembra in januarja svetovna rast cen živiljenjskih potrebščin v območju OECD upočasnila na 2,2%. To je bilo posledica rahle upočasnitve rasti cen energentov, ki je sicer še vedno skoraj 5-odstotna, rast cen hrane pa je ostala stabilna. Brez hrane in energentov se je medletna inflacija v državah OECD malce znižala na 1,8% (glej graf 3). Če pogledamo plače, so sredstva za zaposlene ostala na splošno nespremenjena na zelo nizkih stopnjah (medletno so se povečala za 1,5%), in to kljub nadaljnjemu zmanjšanju stopnje brezposelnosti v OECD v tretjem četrletju (na manj kot 6%). Hiter trend navzgor, ki je bolj v skladu s primanjkljajem na trgu dela, kažejo le urne postavke v predelovalnih dejavnostih.

Graf 3

Rast cen življenjskih potrebščin v državah OECD

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: OECD.

Opomba: Zadnji podatki so za januar 2018.

Cene surove nafte Brent so se v zadnjih nekaj tednih nekoliko zmanjšale, in sicer s 70 USD za sod 23. januarja na 66 USD za sod 22. februarja. Zadnjemu zmanjšanju so botrovali rekordna proizvodnja surove nafte v ZDA, izpolnjevanje dogovora članic in nečlanic OPEC o zmanjšanju dobave ter konec motenj z naftovodi, ki so bile zabeležene decembra in januarja, zlasti potem, ko je proizvodnja v Severnem morju znova dosegla polno zmogljivost. Terminske cene nafte kažejo, da bodo cene nafte padle pod trenutno raven, in sicer na okoli 65 USD za sod leta 2018 in na okoli 61 USD za sod leta 2019. Cene primarnih surovin brez energentov so se v zadnjih tednih rahlo povečale, in sicer cene hrane za 3,5% in cene kovin za 1,6%.

V prihodnjem obdobju se bo svetovna inflacija po pričakovanjih počasi zviševala. Inflacija naj bi se kratkoročno povečala po zadnjem dvigu cen nafte. Postopno zmanjševanje prostih zmogljivosti na svetovni ravni naj bi nato še naprej podpiralo osnovno inflacijo. Vendar pa povečanje inflacije zavira negativni prispevek cen energentov k inflaciji, kot trenutno kaže krivulja terminskih cen nafte, ki nakazuje, da bodo cene nafte srednjeročno padle.

2

Finančna gibanja

Od lanske decembske seje Sveta ECB se je ob nadaljnji gospodarski rasti donosnost državnih obveznic v euroobmočju povečala. Ker so inflacijska pričakovanja ostala večinoma stabilna, so se realne obrestne mere ustrezno zvišale. Čeprav so se pričakovanja o dobičku podjetij izboljšala, so se ob veliki volatilnosti tečaji delnic znižali. Hkrati so razmiki v donosnosti podjetniških obveznic ostali približno stabilni. Povprečni razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na obrestno mero v obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se na splošno nekoliko zmanjšali. Na deviznih trgih se je euro nominalno efektivno okrepil.

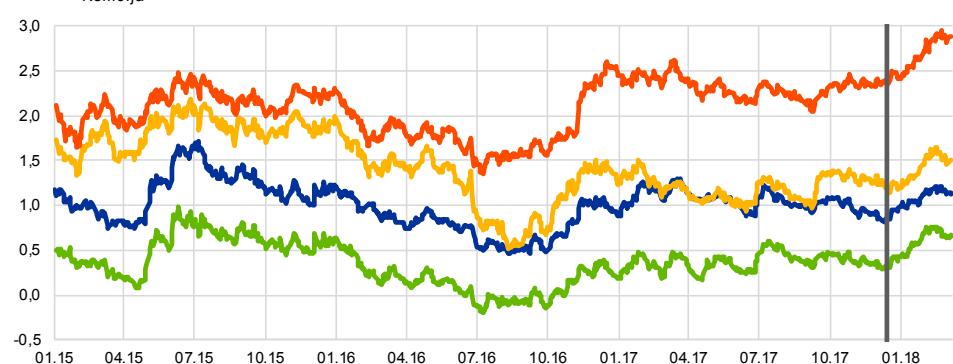
Donosnost dolgoročnih državnih obveznic se je od sredine decembra povečala na obeh straneh Atlantika. V obravnavanem obdobju (tj. od 14. decembra 2017 do 7. marca 2018) se je donosnost 10-letnih državnih obveznic euroobmočja, tehtana z BDP, povečala za 28 bazičnih točk na 1,13% (glej graf 4). Donosnost dolgoročnih državnih obveznic v ZDA se je povečala za 53 bazičnih točk na 2,88%, v Združenem kraljestvu pa za 33 bazičnih točk na 1,50%. Obrestna mera v 10-letnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč v euroobmočju se je predvsem zaradi dviga dolgoročne obrestne mere zvišala za 31 bazičnih točk na 0,90%. Gledano v celoti so gibanja na trgu obveznic na obeh straneh Atlantika posledica vse boljših tržnih pričakovanj glede gospodarske rasti in inflacije ter popravkov pričakovanj glede odziva denarne politike.

Graf 4

Donosnost 10-letnih državnih obveznic

(v odstotkih na leto)

- povprečna donosnost v euroobmočju, tehtana z BDP
- Združeno kraljestvo
- ZDA
- Nemčija



Vira: Bloomberg in ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 14. december 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2018.

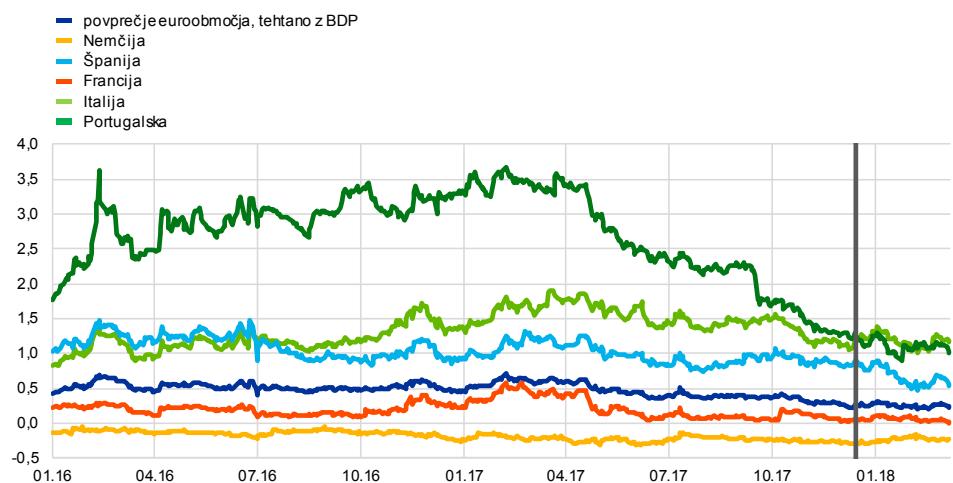
Razmiki v donosnosti državnih obveznic glede na netvegano obrestno mero v zamenjavah na indeks transakcij čez noč so se na splošno zmanjšali, k čemur so prispevali ugodni makroekonomski obeti. Zmanjšanje razmikov je znašalo vse od 31 bazičnih točk pri Španiji in 22 bazičnih točk pri Portugalski do 4 bazične točke pri Italiji (glej graf 5). V Italiji se je začasno veliko zmanjšanje v obdobju do januarja nato v tednih pred marčnimi parlamentarnimi volitvami izničilo. V Nemčiji se je donosnost 10-letnih državnih obveznic povečala za 5 bazičnih točk več kot obrestna

mera v zamenjavah na indeks transakcij čez noč, zaradi česar je bil razmik manj negativen, kar med drugim verjetno nakazuje, da so premije za manjšo razpoložljivost nižje.

Graf 5

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

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

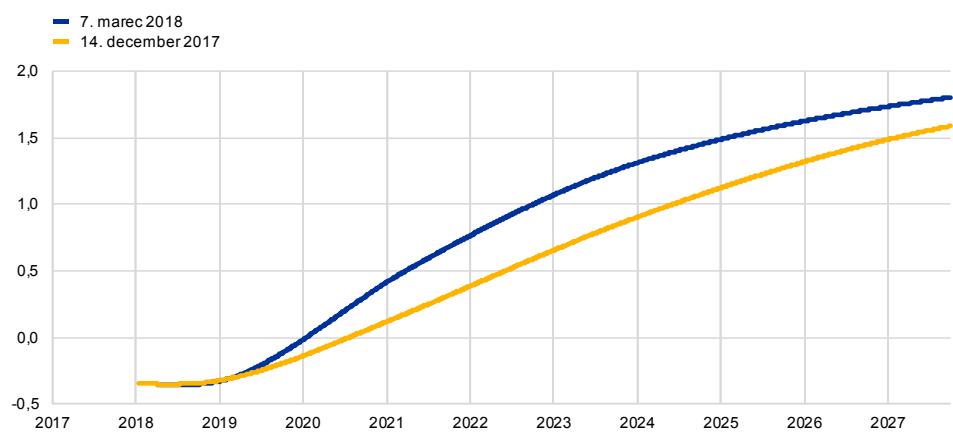
Opombe: Razmik je izračunan kot razlika med donosnostjo državnih obveznic in obrestno mero v 10-letnih obrestnih zamenjavah na indeks transakcij čez noč. Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 14. december 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2018.

Krivulja terminskih obrestnih mer EONIA (povprečja indeksa transakcij čez noč v eurih) je postala bolj strma. Pri srednjih in daljših ročnostih se je premaknila navzgor (glej graf 6). Za obdobje do začetka leta 2019 se v primerjavi z razmerami ob koncu zadnjega obravnavanega obdobja ni veliko spremenila, kar je mogoče pripisati večinoma nespremenjenim tržnim pričakovanjem glede višine obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita v tem obdobju.

Graf 6

Terminske obrestne mere EONIA

(v odstotkih na leto)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

EONIA je v obravnavanem obdobju v povprečju znašala –36 bazičnih točk.

Presežna likvidnost se je povečala za okrog 5 milijard EUR na okrog 1.885 milijard EUR. Povečanje neto avtonomnih dejavnikov je več kot odtehtala likvidnost, zagotovljena z nakupi v okviru Eurosistemovega programa nakupa vrednostnih papirjev. Likvidnostne razmere so podrobnejše obravnavane v okvirju 3.

Volatilnost delniških trgov se je proti koncu obravnavanega obdobja povečala.

Čeprav so se tečaji delnic od sredine decembra 2017 do konca januarja 2018 zvišali, so na začetku februarja razmeroma strmo padli, volatilnost pa se je skokovito povečala (glej graf 7). Popravek tečajev so najverjetneje sprožile ocene tržnih udeležencev, da se bo inflacija povečala, zlasti v ZDA, ter posledična prilagoditev pričakovanj glede denarne politike. Padec tečajev delnic se je pozneje deloma izničil, vendar je na začetku marca zaradi negotovosti po napovedih v zvezi s trgovinsko politiko ZDA vrednost delniških trgov na obeh straneh Atlantika ponovno padla. Na splošno so se v obravnavanem obdobju tečaji delnic nefinančnih družb v euroobmočju znižali za 2,7%, tečaji delnic finančnega sektorja pa le za 1,5%. V ZDA so se indeksi delnic finančnega in nefinančnega sektorja kljub omenjenemu popravku zvišali za 6,4% oziroma 3,1%. V celoti gledano so na gibanja na delniških trgih euroobmočja še naprej spodbudno vplivala ugodna pričakovanja o dobičku, medtem ko so višje stopnje donosa netveganah naložb in zvišanje premij za tveganje lastniškega kapitala negativno vplivali na tečaje delnic.

Graf 7

Delniški indeksi v euroobmočju in ZDA

(indeks: 1. januar 2015 = 100)



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 14. december 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2018.

Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb se v obravnavanem obdobju večinoma niso spremenili. Razmiki v donosnosti obveznic nefinančnih družb naložbenega razreda (glede na krivuljo povprečne donosnosti obveznic nefinančnih družb euroobmočja z bonitetno AAA) so bili 7. marca 2018 večinoma nespremenjeni glede na raven iz sredine decembra 2017 in za okrog 79 bazičnih točk manjši kot marca 2016, tj. pred napovedjo programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja (glej graf 8). Razmiki v donosnosti obveznic finančnega sektorja so v

obravnavanem obdobju malenkostno povečali, in sicer za 4 bazične točke. Majhni razmiki v donosnosti podjetniških obveznic so skladni s sedanjo gospodarsko rastjo.

Graf 8

Razmiki v donosnosti podjetniških obveznic v euroobmočju



Viri: indeksi iBoxx in izračuni ECB.

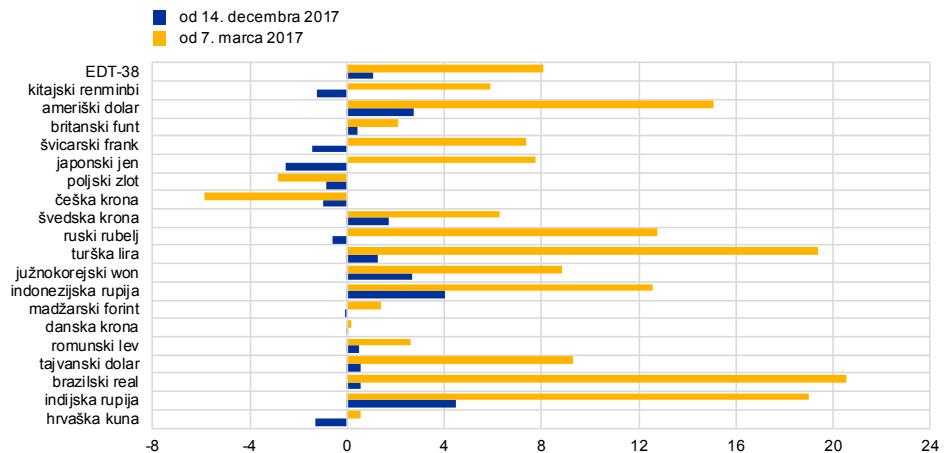
Opombe: Navpična siva črta označuje začetek obravnavanega obdobja, ki je 14. december 2017. Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2018.

Na deviznih trgih je euro od sredine decembra 2017 nominalno efektivno apreciiral. To je večinoma posledica okrepitve v razmerju do ameriškega dolarja zaradi makroekonomskih podatkov (v obravnavanem obdobju za 2,8%) (glej graf 9) in manjše apreciacije v razmerju do britanskega funta. Euro se je okrepil tudi v razmerju do valut večine večjih nastajajočih tržnih gospodarstev, razen kitajskega renminbiha, v razmerju do katerega je depreciralo za 1,3%. Prav tako je oslabel v razmerju do večine drugih glavnih valut, vključno s švicarskim frankom in japonskim jenom, ter do valut večine drugih držav članic EU zunaj euroobmočja, kar je dodatno zaviralno vplivalo na njegovo apreciacijo, tehtano z utežmi trgovinskih partneric.

Graf 9

Spremembe tečaja eura v razmerju do izbranih valut

(v odstotkih)



Vir: ECB.

Opombe: EDT-38 je nominalni efektivni tečaj eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric euroobmočja. Vse spremembe so izračunane na podlagi tečajev na dan 7. marca 2018.

3

Gospodarska aktivnost

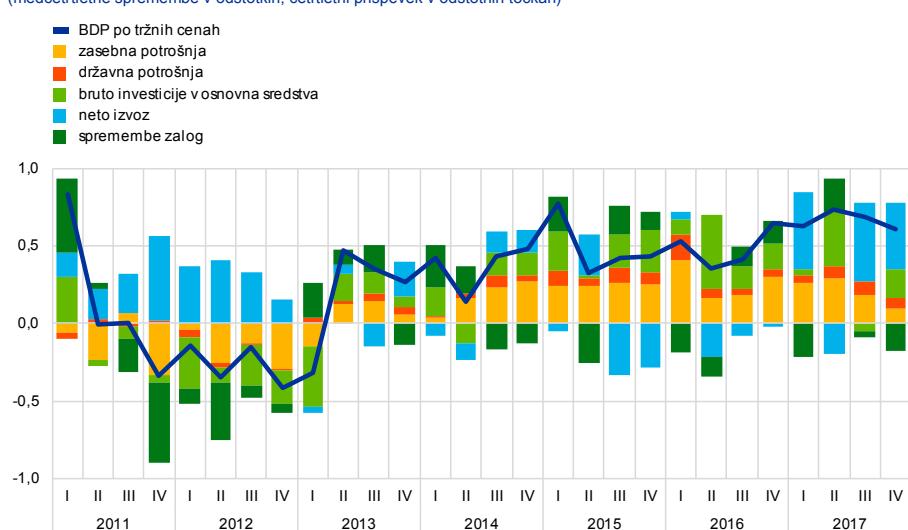
Gospodarska rast v euroobmočju je še naprej močna ter je zajela vse države in sektorje. Realno rast BDP podpira rast zasebne potrošnje in naložb ter tudi izvoza, na katerega pozitivno vpliva širše okrevanje po vsem svetu. Najnovejši anketni rezultati in novi podatki potrjujejo močan in široko osnovan zagon rasti gospodarstva v euroobmočju, kar naj bi se po napovedih v bližnji prihodnosti nadaljevalo nekoliko hitreje od pričakovanj. V primerjavi z lanskimi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema so bili v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB obeti glede rasti BDP za leto 2018 popravljeni navzgor, za leti 2019 in 2020 pa so ostali nespremenjeni. Realna rast BDP v euroobmočju bo po napovedih doseglja 2,5% v letu 2017, 2,4% v letu 2018, 1,9% v letu 2019 in 1,7% v letu 2020.

Rast je v zadnjem četrtletju 2017 ostala robustna in je še naprej izhajala iz vseh držav. BDP se je v zadnjem četrtletju lanskega leta realno povečal za 0,6% glede na četrtletje prej (glej graf 10). K realni rasti BDP sta pozitivno prispevala neto trgovska menjava in domače povpraševanje, zlasti izdatki za naložbe v osnovna sredstva, medtem ko je bil prispevek spremembe zalog negativen. Z drugo objavo podatkov o BDP je četrtletna realna rast BDP v zadnjem četrtletju 2017 ostala nespremenjena, kar potrjuje, da je predhodna prva ocena še naprej zanesljivo merilo (glej okvir z naslovom »Zanesljivost predhodnih prvih ocen BDP za euroobmočje« v tej številki Ekonomskega biltena). Gospodarska rast v zadnjem četrtletju je privedla do letne rasti BDP v višini 2,3% v letu 2017 (2,5% po prilagoditvi za število delovnih dni). Ekonomski kazalniki kažejo, da se na začetku letošnjega leta dinamika široke in robustne rasti nadaljuje.

Graf 10

Realni BDP in komponente v euroobmočju

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



Vir: Eurostat.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na zadnje četrtletje 2017.

Razmere na trgu dela v državah euroobmočja še naprej kažejo močno

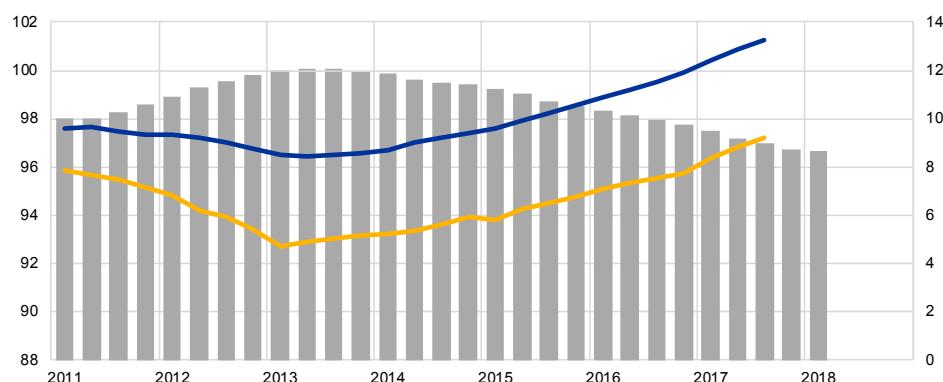
dinamiko. Zaposlenost se je v tretjem četrtletju 2017 medčetrtletno še povečala za 0,4%, kar se je odrazilo v 1,7-odstotnem letnem povečanju. Zaposlenost je trenutno 1,2% nad najvišjo predkrizno vrednostjo, doseženo v prvem četrtletju 2008. Hkrati se je še naprej povečevalo skupno število opravljenih delovnih ur, čeprav ostaja povprečno število delovnih ur na zaposlenega od začetka okrevanja na splošno nespremenjeno. Med okrevanjem se je povečevala zaposlenost s polnim in s krajšim delovnim časom. V primeru zaposlenosti s krajšim delovnim časom je do povečanja prišlo pri tistih delavcih s skrajšanim delovnim časom, ki niso podzaposleni, število podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom pa se je v zadnjem obdobju zmanjšalo (glej okvir z naslovom »Novejša gibanja na področju zaposlitev s krajšim delovnim časom« v tej izdaji Ekonomskega biltena). Stopnja brezposelnosti v euroobmočju je januarja 2018 znašala 8,6%, kar je najnižja raven po decembru 2008 (glej graf 11). Padec je bil splošen ter je zajel vse starosti in oba spola. Dolgotrajna brezposelnost (tj. število ljudi, ki so brezposelni vsaj 12 mesecev, izraženo kot odstotek delovne sile) se je prav tako še naprej zmanjševala, vendar ostaja precej višja kot pred krizo. Anketni podatki kažejo nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v prihodnjem obdobju. Hkrati so v nekaterih državah in sektorjih vse očitnejši znaki pomanjkanja delovne sile. Rast dohodkov je v tretjem četrtletju 2017 ostala močna.

Graf 11

Gibanja na trgu dela v euroobmočju

(lestvica na levi strani: indeks: I 2008 = 100; lestvica na desni strani: odstotki)

- zaposlenost – število zaposlenih (lestvica na levi strani)
- zaposlenost – skupno število opravljenih delovnih ur (lestvica na levi strani)
- stopnja brezposelnosti (lestvica na desni strani)



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrtletje 2017 pri zaposlenosti in opravljenih delovnih urah ter na januar 2018 pri stopnji brezposelnosti.

Izboljševanje razmer na trgih dela še naprej prispeva k rasti dohodkov in k zasebni potrošnji. Zasebna potrošnja se je v zadnjem četrtletju 2017 povečala za 0,1%, kar se je odrazilo v 0,8-odstotnem letnem povečanju. Razmerje med varčevanjem gospodinjstev in razpoložljivim dohodkom je v tretjem četrtletju 2017 ostalo nizko ter doseglo najnižjo raven po letu 1999, kar še naprej podpira zasebno potrošnjo. Potrošnjo gospodinjstev so še naprej spodbujali tudi ukrepi denarne politike ECB, ki so izboljšali pogoje financiranja. Vse večji realni dohodek še naprej

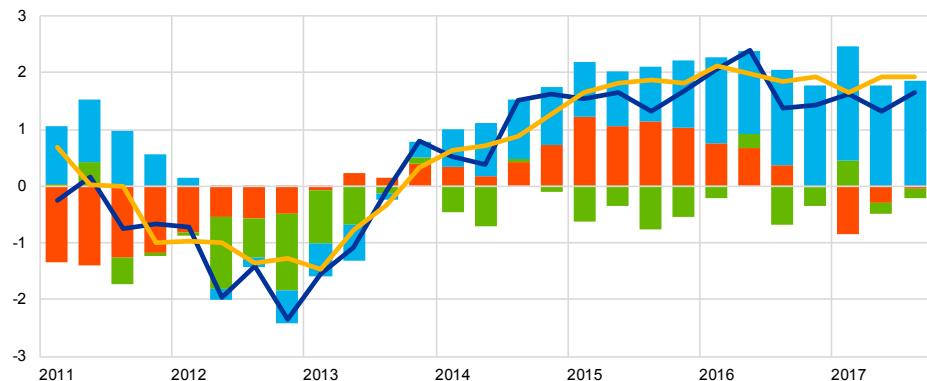
podpira rast zasebne potrošnje, saj sredstva za zaposlene ostajajo ključna komponenta rasti zasebne potrošnje (glej graf 12).

Graf 12

Realni bruto razpoložljivi dohodek in potrošnja v euroobmočju

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- bruto razpoložljivi dohodek
- potrošnja
- pogoj menjave
- drugi prihodki
- sredstva za zaposlene



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

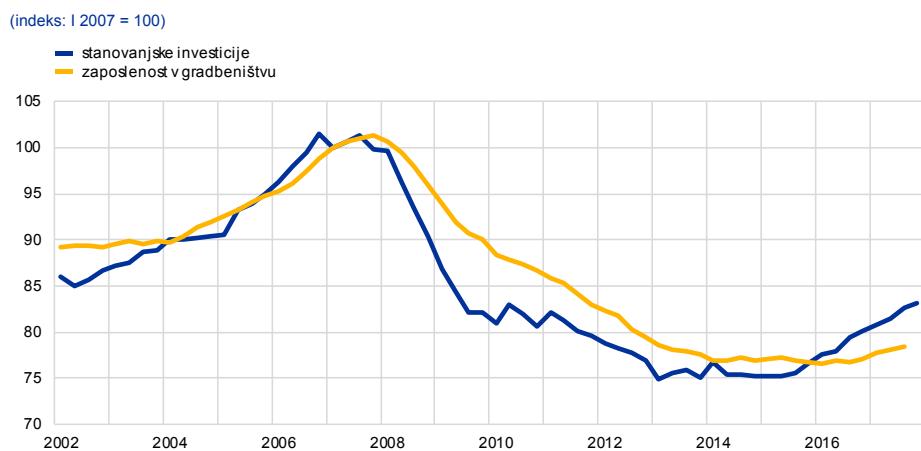
Opombe: Drugi prihodki obsegajo poslovni presežek, dohodek od lastnine, neposredne davke in transferje. Vse komponente dohodka so deflacionirane z deflatorjem BDP. Prispevek pogojev menjave je izračunan kot razlika med BDP in deflatorjem potrošnje. Potrošnja in razpoložljivi dohodek sta deflacionirana z deflatorjem potrošnje. Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2017.

V letu 2017 se je rast gradbenih investicij močno okreplila, okrevanje pa naj bi se leta 2018 še nadaljevalo. Gradbena aktivnost je bila v zadnjem četrtletju 2017 stabilna, v letu 2017 pa se je skupno povečala za 2,2%. Anketni kazalniki o gradbeni aktivnosti še naprej kažejo močan zagon rasti. Zaupanje v segmentu visokih gradenj se je v decembru 2017 in januarju 2018 izboljšalo. Indeks vodij nabave (PMI) v gradbeništvu se je januarja povečal na 57,0, v primerjavi s 53,3 v decembru. To je največje povečanje po februarju 2011. Hkrati se je januarja z že dosežene visoke ravni dodatno povečal anketni kazalnik Evropske komisije o pomanjkanju delovne sile v gradbenem sektorju.

S cikličnega vidika je raven stanovanjskih naložb še vedno nizka. Zaposlenost v gradbeništvu in realne stanovanjske naložbe so po najvišji predkrizni vrednosti v tretjem četrtletju 2007 strmo padli (glej graf 13). Medtem ko so stanovanjske naložbe nekoliko okrevale (za 10% od drugega četrtletja 2015), je zaposlenost v gradbeništvu veliko šibkejša (dvig za 2%). Razmeroma šibko okrevanje obsega stanovanjskih naložb odraža čezmerne naložbe v nekaterih državah euroobmočja pred krizo in še vedno prisotne pritiske na razdolževanje gospodinjstev. V prihodnje naj bi stanovanjske naložbe vse bolj spodbujale rast BDP.

Graf 13

Zaposlenost v gradbeništvu in stanovanske naložbe v euroobmočju



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na tretje četrletje 2017 pri zaposlenosti v gradbeništvu in na zadnje četrletje 2017 pri stanovanskih naložbah.

Rast negradbenih investicij se je v zadnjem četrletju 2017 okrepila, okrevanje pa naj bi se nadaljevalo tudi na začetku leta 2018. Bruto poslovni presežek se je glede na sektorske račune v tretjem četrletju 2017 močno pospešil. To zlasti velja za neopredmetena sredstva, ki so bolj odvisna od notranjega financiranja. Anketa Evropske komisije obenem kaže, da je ocenjena izkoriščenost zmogljivosti v sektorju proizvodnje investicijskega blaga v prvem četrletju 2018 blizu doslej najvišjih vrednosti tako v euroobmočju kot v največjih državah euroobmočja (glej graf 14). Ista anketa kaže, da se to kaže tudi v naraščanju proizvodnih omejitev v sektorju investicijskega blaga v zvezi z opremo in delovno silo.

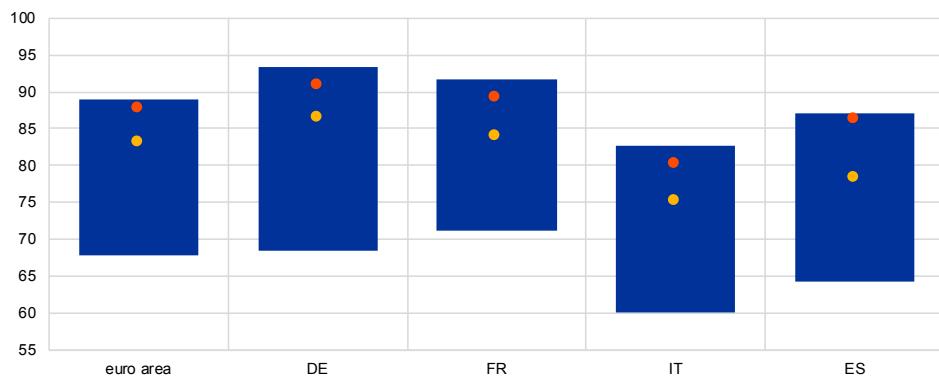
V letu 2018 kot celoti naj bi podjetniške investicije še naprej prispevale k rasti gospodarske aktivnosti. Podjetniške investicije še naprej podpira močna rast povpraševanja in dobičkov kljub nedavni volatilnosti na delniških trgih. Če natančneje pogledamo novejša gibanja cen lastniških vrednostnih papirjev nefinancnih družb euroobmočja, je nedavna volatilnost bolj povezana z višjimi pričakovanimi obrestnimi merami in premijami za tveganja kot pa z znižano oceno pričakovanega dobička. Ker se velik del naložb financira iz zadržanega dobička, takojšnji učinek na podjetniške investicije morda ni zelo pomemben.

Graf 14

Izkoriščenost zmogljivosti v sektorju investicijskega blaga v euroobmočju in največjih državah euroobmočja

(v odstotkih)

- dolgoročno najvišja in najnižja vrednost
- dolgoročno povprečje
- I 2018



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

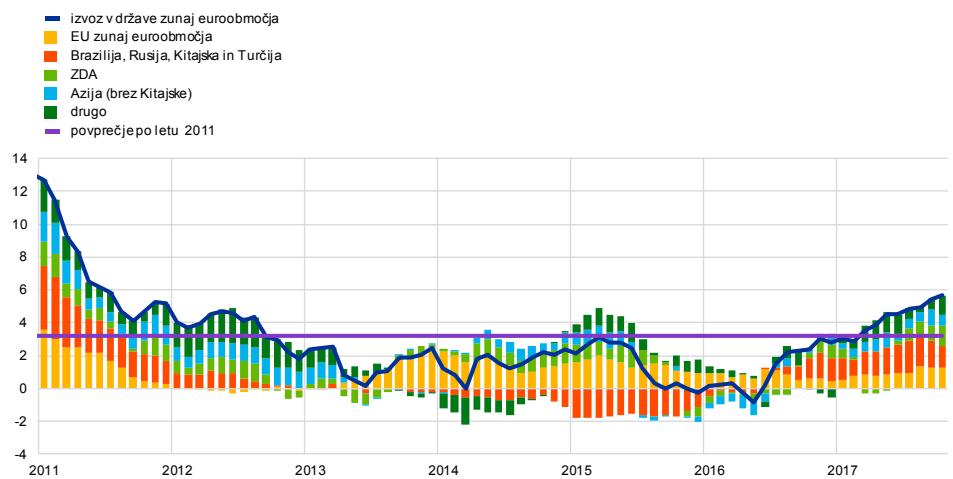
Opomba: »Dolgoročno« se nanaša na obdobje po letu 1987.

Izvoz euroobmočja je v zadnjem četrletju 2017 sledil pozitivnemu trendu in pridobil dodaten zagon. Decembrski izvoz euroobmočja potrjuje robusten trend, saj se je rast izvoza v zadnjem četrletju 2017 medletno nadalje povečala na 5,7%, s čimer je bila dosežena najvišja stopnja po tretjem četrletju 2011. Izvoz v države zunaj euroobmočja je spodbujal predvsem izvoz blaga v države zunaj EU, k temu pa so pozitivno prispevala tudi druga področja (glej graf 15). Delež na izvoznih trgih zunaj euroobmočja ostaja kljub nedavni apreciaciji eura še naprej večinoma stabilen. Vodilni anketni kazalniki kažejo nadaljnjo močno dinamiko izvoza v kratkoročnem obdobju, čeprav se je raven izvoznih naročil in novih izvoznih naročil v predelovalnih dejavnostih euroobmočja in na svetovni ravni kljub nadaljevanju visokih stopenj nekoliko umirila.

Graf 15

Izvoz blaga v države zunaj euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)



Vir: Eurostat.

Opombe: Zadnji podatki o izvozu v države zunaj EU se nanašajo na decembra 2017. Izvoz v države znotraj EU je izračunan na podlagi podatkov za november 2017. Decembra 2017 skupni obseg izvoza temelji na vrednostih in podatkih o cenah pri proizvajalcih.

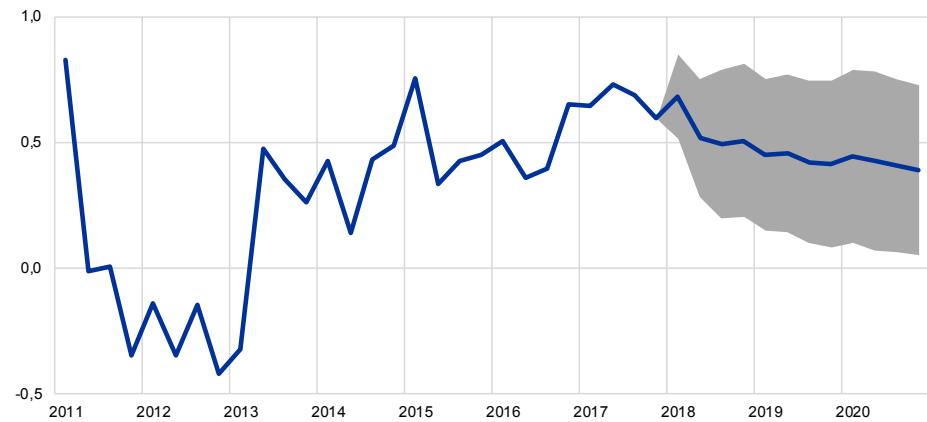
Najnovješji ekonomske kazalniki na splošno kažejo močan zagon rasti v euroobmočju, kar naj bi se po napovedih v bližnji prihodnosti nadaljevalo nekoliko hitreje od pričakovanj. Industrijska proizvodnja se je v zadnjem četrletju 2017 povečala, in sicer za 1,5% v primerjavi s četrletjem prej. Trdno dinamiko rasti v bližnji prihodnosti kažejo tudi novejši anketni podatki. Kazalnik gospodarske klime Evropske komisije in sestavljeni indeks vodij nabave (PMI) o gospodarski aktivnosti sta v prvih dveh mesecih leta 2018 dosegla raven, ki je višja od povprečja v zadnjem četrletju 2017, ter ostala precej nad dolgoročnim povprečjem.

Glede na napovedi naj bi se močna gospodarska rast, ki zajema vse panoge, še nadaljevala. Ukrepi denarne politike ECB, ki so prispevali k procesu razdolževanja, še naprej podpirajo domače povpraševanje. Zasebno potrošnjo podpirata rast zaposlenosti, ki se med drugim krepi zaradi preteklih reform na trgu dela, in naraščanje premoženja gospodinjstev. Podjetniške investicije se še naprej krepijo zaradi zelo ugodnih pogojev financiranja, vse večje dobičkonosnosti podjetij in stabilnega povpraševanja. Stanovanske investicije so se v zadnjih četrletjih še povečale. Poleg tega splošna svetovna gospodarska rast spodbuja izvoz euroobmočja.

Po letošnjih marčnih makroekonomskeh projekcijah strokovnjakov ECB za euroobmočje bo letna realna rast BDP znašala 2,5% v letu 2017, 2,4% v letu 2018, 1,9% v letu 2019 in 1,7% v letu 2020 (glej graf 16). V primerjavi z decembrskimi projekcijami je bila napoved realne rasti BDP za leto 2018 popravljena navzgor, za obdobje 2019–2020 pa ostaja nespremenjena. Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete v euroobmočju, so ocenjena kot približno uravnotežena.

Graf 16
Realni BDP euroobmočja (vključno s projekcijami)

(medčetrtletne spremembe v odstotkih)



Viri: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. marca 2018 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, ki je dostopen na spletnem mestu ECB.

Cene in stroški

Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, znižala z 1,3% v januarju 2018 na 1,2% v februarju. Kar zadeva prihodnje obdobje, se bo glede na sedanje terminske cene nafte medletna stopnja skupne inflacije v preostanku leta najverjetneje gibala na ravnini okrog 1,5%. Merila osnovne inflacije so ostala oslabljena, vendar se bodo v srednjeročnem obdobju predvidoma postopno zviševala, k čemur bodo prispevali ukrepi denarne politike ECB, nadaljnja gospodarska rast, zmanjševanje neizkoriščenega gospodarskega potenciala in povečevanje rasti plač. Takšno oceno v splošnem kažejo tudi makroekonomske projekcije za euroobmočje, ki so jih marca 2018 pripravili strokovnjaki ECB, po katerih bo medletna inflacija v letu 2018 znašala 1,4%, v letu 2019 naj bi dosegla 1,4%, v letu 2020 pa 1,7%, medtem ko bo inflacija brez energentov in hrane v omenjenih letih predvidoma znašala 1,1%, 1,5% oziroma 1,8%.

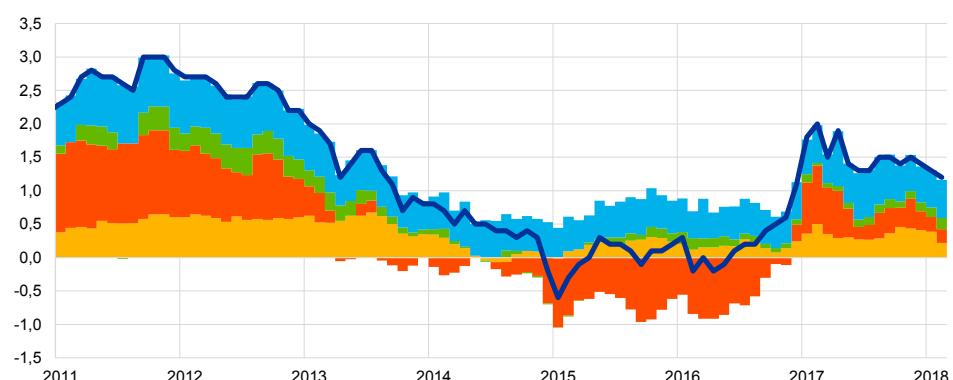
Skupna inflacija se je februarja rahlo znižala. Po Eurostatovi prvi oceni se je medletna inflacija v euroobmočju februarja 2018 znižala na 1,2%, potem ko je januarja znašala 1,3%, in tako ostala pod ravnijo, zabeleženo konec leta 2017 (glej graf 17). Februarsko znižanje je bilo predvsem posledica počasnejše rasti cen nepredelane hrane, ki jo gre v glavnem pripisati baznim učinkom.

Graf 17

Prispevek skupin k skupni inflaciji euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih; prispevki v odstotnih točkah)

- HICP
- hrana
- energenti
- industrijsko blago brez energentov
- storitve



Vir: Eurostat in izračuni ECB.

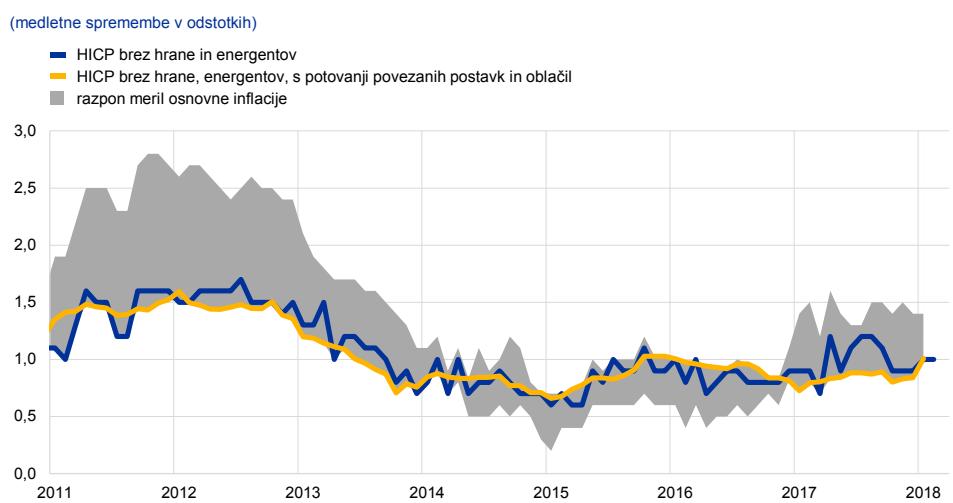
Opomba: Zadnji podatki so za februar 2018 (prva ocena).

Merila osnovne inflacije so se po tem, ko so se ob koncu leta 2017 umirila, na začetku letošnjega leta ustalila oziroma se rahlo zvišala. Inflacija brez hrane in energentov je februarja 2018 znašala 1,0%, kar je enako kot januarja, vendar višje od 0,9% v decembru 2017 (glej graf 18). Na umiritev ob koncu leta 2017 je deloma

vplivalo veliko zmanjšanje inflacije pri več postavkah storitev.¹ Zabeleženo je bilo tudi okrevanje inflacije brez hrane in energentov ter s potovanji povezanih postavk in oblačil, na kar navadno vplivajo sezonska gibanja oziroma obdobja razprodaj. V celoti vzeto pa ostajajo merila osnovne inflacije oslabljena in še ne kažejo prepričljivejšega popravka navzgor.

Graf 18

Merila osnovne inflacije



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

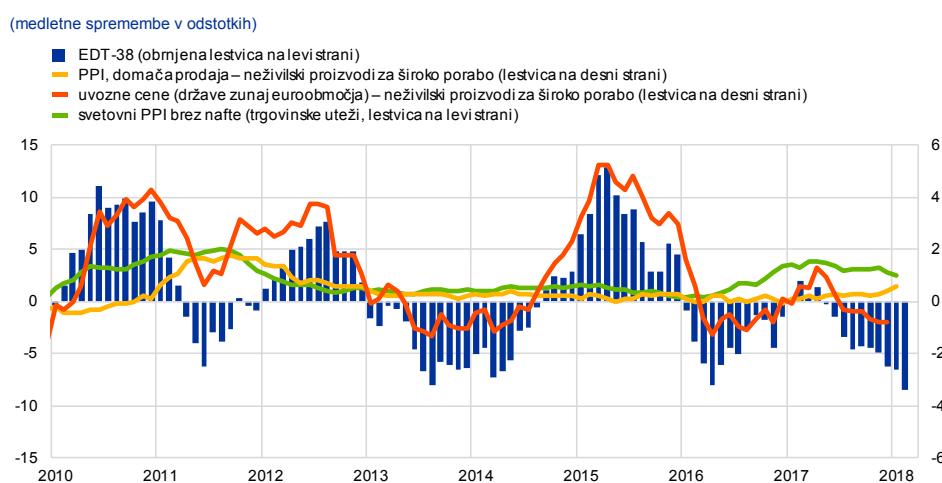
Opombe: Merila osnovne inflacije so naslednja: HICP brez energentov; HICP brez nepredelane hrane in energentov; HICP brez hrane in energentov; HICP brez hrane, energentov, s potovanji povezanih postavk in oblačil; 10-odstotna modificirana aritmetična sredina; mediana HICP. Zadnji podatki so za februar 2018 pri HICP brez hrane in energentov (prva ocena) in za januar 2018 pri vseh drugih merilih.

Cenovni pritiski na postavke industrijskega blaga razen energentov v indeksu HICP so ostali na splošno umirjeni. Rast svetovnih cen industrijskih proizvodov pri proizvajalcih (razen energentov) se je januarja še nekoliko umirila, vendar je ostala na visoki ravni. Na prihodnje umirjanje cenovnih pritiskov v zgodnjih fazah kaže tudi nedavno gibanje cen nafte in surovin na letni ravni (glej graf 19). Navzdol usmerjeni cenovni pritiski, ki so posledica apreciacije eura, pa so doslej vidni predvsem v nižji rasti uvoznih cen. Rast uvoznih cen proizvodov za vmesno porabo se je v decembru 2017 glede na november znižala s 3,1% na 2,1%, rast uvoznih cen neživilskih proizvodov za široko porabo pa je ostala na ravni –0,8% in se od novembra ni spremenila. Kar zadeva domačo prodajo, učinek apreciacije, povezan s cenejšimi uvoženimi surovinami, za zdaj očitno še ne vpliva na gibanje cen pri proizvajalcih. Rast cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri proizvajalcih se je namreč povečala z 0,4% v decembru 2017 na 0,6% v januarju 2018, kar je najvišja raven po decembru 2012. Isto velja tudi za raven cen živiljenjskih potrebščin: rast cen industrijskega blaga razen energentov se je kljub negativnim pritiskom, ki so posledica nizke rasti cen uvoženih končnih proizvodov, še naprej zviševala. Tako je februarja 2018 – po Eurostatovi prvi oceni – znašala 0,7%, potem ko je bila januarja na ravni 0,6%, decembra 2017 pa na ravni 0,5%.

¹ Glej tudi razpravo v okviru z naslovom »Vloga sezonskosti in osamelcev v inflaciji, merjeni z indeksom HICP, brez hrane in energentov« v tej številki *Ekonomskega biltena*.

Graf 19

Gibanje deviznega tečaja ter uvozne cene in cene pri proizvajalcih



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki pri nominalnem efektivnem tečaju eura v razmerju do valut 38 najpomembnejših trgovinskih partneric (EDT-38) so za februar 2018, pri indeksu cen neživilskih proizvodov za široko porabo pri proizvajalcih (PPI) in pri svetovnem indeksu cen pri proizvajalcih (PPI) brez nafte so za januar 2018, pri uvoznih cenah neživilskih proizvodov za široko porabo pa so za decembra 2017.

Nedavna gibanja dajo sklepati na postopen trend naraščanja plač, kažejo pa tudi na postopno krepitev domačih stroškovnih pritiskov.

Medletna rast sredstev za zaposlene na zaposlenega je z najnižje vrednosti v drugem četrtletju 2016 (1,1%) narasla na 1,6% v tretjem četrtletju 2017.² K temu povečanju so prispevali predvsem višji dodatki na osnovno plačo, ki se na ciklično gibanje navadno odzovejo hitreje kot dogovorjene plače. Medletna rast dogovorjenih plač se je le rahlo okrepila, in sicer z 1,5% v tretjem četrtletju na 1,6 v zadnjem četrtletju 2017, vendar nedavni plačni dogovori v euroobmočju kažejo na rast v prihodnje. Medtem ko je nedavna dinamika rasti plač usklajena z izboljšanimi razmerami na trgu dela, nanjo morda še vedno negativno vplivajo dejavniki, kot so pretekla nizka inflacija, šibka rast produktivnosti in sedanji vpliv reform trga dela, ki so bile v času krize izvedene v nekaterih državah.

Tako tržna kot tudi anketna merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj so ostala stabilna. Petletna terminska obrestna mera v obrestnih zamenjavah na inflacijo čez pet let je 7. marca 2018 znašala 1,71%, kar je v glavnem nespremenjeno v primerjavi s stopnjo iz sredine decembra, a rahlo manj od stopnje na koncu januarja (glej graf 20). Prihodnja dinamika tržnih meril inflacijskih pričakovanj še naprej kaže na dolgotrajno obdobje nizke inflacije, saj se bo inflacija le zelo postopno vrnila na raven pod 2%, vendar blizu te meje. Do tveganja nevtralna verjetnost negativne povprečne inflacije v naslednjih petih letih na podlagi opcij, vezanih na inflacijo, je zanemarljiva in torej nakazuje, da trgi trenutno ocenjujejo tveganje deflacji kot zelo majhno. Glede na anketo ECB o napovedih drugih strokovnjakov za prvo četrtletje 2018 so merila dolgoročnejših inflacijskih pričakovanj za euroobmočje ostala v glavnem stabilna, in sicer na ravni 1,85%.

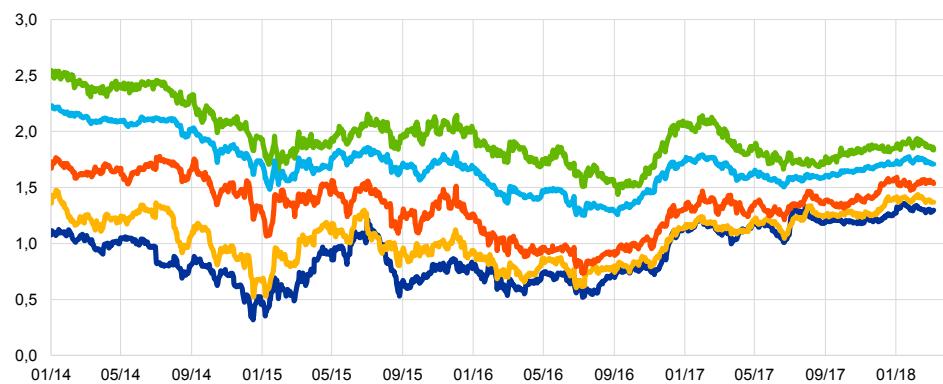
² Stopnja rasti za tretje četrtletje 2017 je bila v Eurostatovi drugi oceni četrtletne realne rasti BDP v euroobmočju 7. marca 2018 popravljena navzdol za 0,1 odstotne točke.

Graf 20

Tržna merila inflacijskih pričakovanj

(medletne spremembe v odstotkih)

- 1-letna stopnja čez eno leto
- 1-letna stopnja čez dve leti
- 1-letna stopnja čez štiri leta
- 1-letna stopnja čez devet let
- 5-letna stopnja čez pet let



Viri: Thomson Reuters in izračuni ECB.

Opomba: Zadnji podatki se nanašajo na 7. marec 2018.

Po marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se inflacija zvišala šele proti koncu obdobja projekcij. Na podlagi informacij, ki so bile na voljo v sredini februarja, projekcije predvidevajo, da bo medletna inflacija v euroobmočju znašala 1,4% v letu 2018, 1,4 % v letu 2019 in 1,7% v letu 2020 (glej graf 21), kar pomeni rahel popravek navzdol za leto 2019 v primerjavi decembrskimi makroekonomskimi projekcijami strokovnjakov Eurosistema.³ Znižanje rasti cen emergentov v indeksu HICP v letih 2018 in 2019 naj bi večinoma odtehtala krepitev osnovne inflacije, saj naj bi se inflacija brez emergentov in hrane zvišala z 1,1% v letu 2018 na 1,5% v letu 2019 in na 1,8% v letu 2020. Med pomembne dejavnike postopno okrepljene osnovne inflacije sodi nadaljnje izboljševanje razmer na trgu dela v euroobmočju, pri čemer je v nekaterih predelih euroobmočja opaziti vse večje presežno povpraševanje po delu in izrazito omejeno ponudbo delovne sile. Čeprav bo nedavna okrepitev tečaja eura predvidoma vplivala na znižanje inflacije, bo omenjeni vpliv do neke mere izravnан s sedanjim močnim zagonom rasti v euroobmočju, povezanim z okrepljeno močjo, ki jo imajo podjetja v euroobmočju pri oblikovanju cen.

³ Glej članek z naslovom »Marčne makroekonomskie projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. marca 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

Graf 21
Inflacija v euroobmočju (vključno s projekcijami)



Vir: Eurostat in članek z naslovom »Marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje«, ki je bil 8. marca 2018 objavljen na spletnem mestu ECB.

5

Denar in krediti

Rast širokega denarja se je januarja 2018 še naprej močno krepila, podobno kot že od sredine leta 2015 dalje. Hkrati je še naprej okrevala tudi rast posojil zasebnemu sektorju. Glede na ocene so se letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe v zadnjem četrletju 2017 povečali.

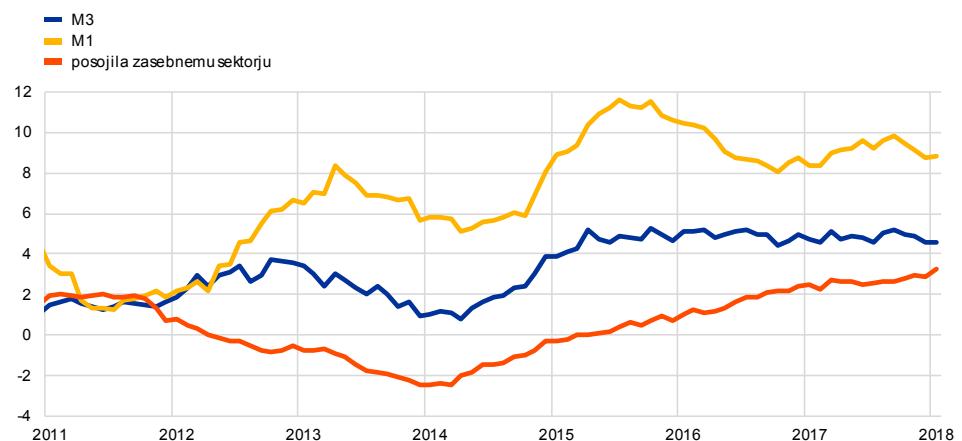
Rast širokega denarja je ostala močna in je januarja 2018 znašala 4,6%, v skladu z vztrajnim tempom rasti denarja od sredine leta 2015 (glej graf 22).

Rast denarja so podpirali nizki oportunitetni stroški imetja najlikvidnejših instrumentov v okolju zelo nizkih obrestnih mer ter ukrepi denarne politike ECB. Najlikvidnejše komponente so še naprej največ prispevale k rasti širokega denarja, pri čemer se je medletna stopnja rasti agregata M1 po znižanju v preteklih mesecih januarja povečala na 8,9% (potem ko je decembra 2017 znašala 8,7%).

Graf 22

Agregata M3 in M1 ter posojila zasebnemu sektorju

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



Vir: ECB.

Opombe: Posojila so prilagojena za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Zadnji podatki so za januar 2018.

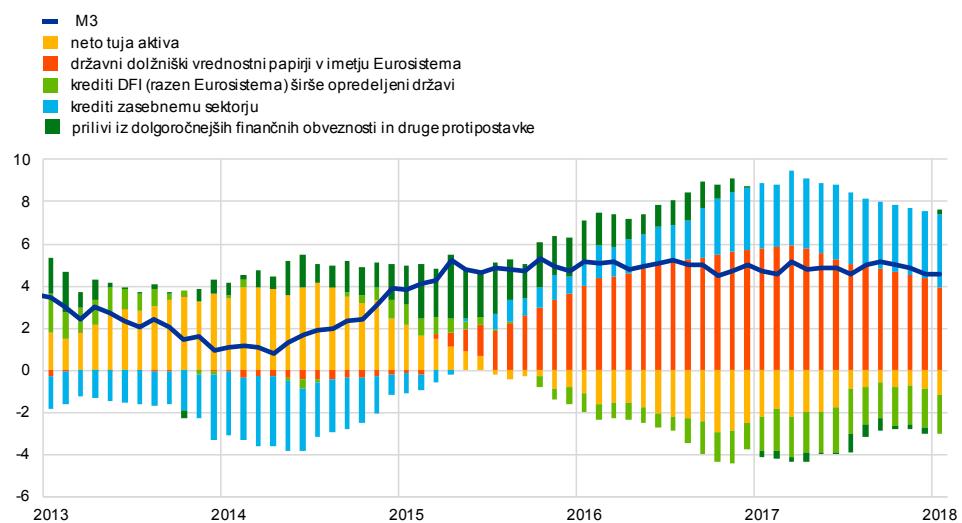
Vloge čez noč so ostale glavni dejavnik rasti denarnega agregata M3. Medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju gospodinjstev in nefinančnih družb je januarja ostala visoka, čeprav se je še naprej umirjala. Nasprotno se je volatilna medletna stopnja rasti vlog čez noč v imetju nedenarnih finančnih institucij januarja močno povišala, kar je spodbujalo rast agregata M1 v tem mesecu. Januarja se je medletna stopnja rasti gotovine v obtoku rahlo znižala, ker nedenarni sektor v okolju zelo nizkih ali negativnih obrestnih mer še vedno ni kazal naklonjenosti zamenjavi vlog z gotovino. Kratkoročne vloge razen vlog čez noč (M2 minus M1) so še naprej negativno vplivale na agregat M3. Medletna stopnja rasti tržnih instrumentov (M3 minus M2) – majhne komponente agregata M3 – je bila v tem obdobju ponovno negativna. K temu sta prispevala majhen negativen prispevek delnic/enot skladov denarnega trga, kar kaže trenutno majhno privlačnost teh instrumentov, in nadaljnje zmanjšanje izdajanja kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev s strani denarnih finančnih institucij (DFI).

Rast širokega denarja še naprej najbolj spodbujajo domači viri ustvarjanja denarja (glej graf 23). Z vidika protipostavk je večji prispevek povečanega kreditiranja zasebnega sektorja k rasti agregata M3 deloma odtehtal zmanjšanje nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev zaradi zmanjšanja Eurosistemovih neto nakupov na 30 milijard EUR mesečno od januarja 2018 dalje. Eurosistemovi nakupi državnih dolžniških vrednostnih papirjev (glej rdeči del stolpcev v grafu 23), ki so se izvajali predvsem v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, so še naprej pozitivno prispevali k rasti denarnega agregata M3, okrevanje kreditov zasebnemu sektorju (glej modri del stolpcev v grafu 23) pa je čedalje več prispevalo k rasti. Sem spadajo posojila DFI zasebnemu sektorju in dolžniški vrednostni papirji v imetju DFI, ki jih je izdal zasebni nedenarni sektor euroobmočja. Obsega tudi Eurosistemove nakupe dolžniških vrednostnih papirjev nedenarnih sektorjev v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja. Na rast M3 je pozitivno vplivalo vztrajno zmanjševanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI (razen kapitala in rezerv) (vključeno poleg drugih protipostavk v temnozelenem delu stolpcev v grafu 23). K negativni medletni rasti kreditov DFI razen Euroistema širše opredeljeni državi so prispevale prodaje državnih obveznic s strani DFI euroobmočja razen Euroistema in tako zavirale rast agregata M3 (glej svetlozeleni del stolpcev v grafu 23). Neto tuja aktiva denarnih finančnih institucij je še naprej zavirala medletno rast agregata M3 (glej rumeni del stolpcev v grafu 23).

Graf 23

M3 in protipostavke

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



Vir: ECB.

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

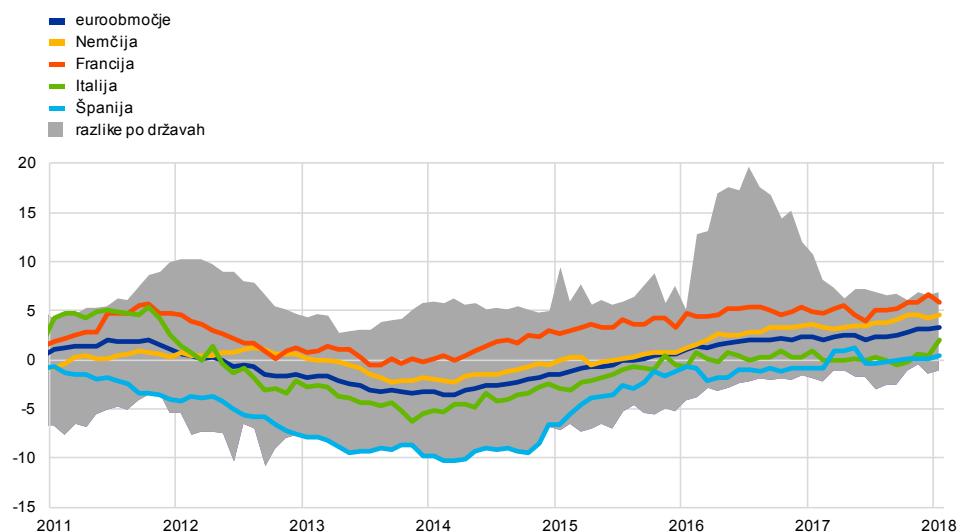
Okrevanje rasti posojil zasebnemu sektorju, zabeleženo od začetka leta 2014, se nadaljuje. Januarja se je nadaljeval trend naraščanja medletne stopnje rasti posojil DFI zasebnemu sektorju (prilagojene za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev) (glej graf 22). Medletna stopnja rasti posojil nefinančnim družbam se je januarja po vseh sektorjih povisala na 3,4%,

potem ko je decembra znašala 3,1% (glej graf 24). Rast posojil nefinančnim družbam je precej okrevala z najniže ravni iz prvega četrletja 2014, razlike pri teh posojilih med državami pa so se povsod zmanjšale. Medletna stopnja rasti posojil gospodinjstvom je januarja ostala nespremenjena na ravni 2,9% (glej graf 25). K temu sta prispevala precejšnje znižanje bančnih obrestnih mer za posojila, do katerega je od poletja 2014 prišlo v euroobmočju (zlasti zaradi nestandardnih ukrepov denarne politike ECB), ter izboljšanje ponudbe in povpraševanja po bančnih posojilih. Banke so dosegle napredek tudi pri konsolidaciji svojih bilanc in zmanjševanju slabih posojil, čeprav je stopnja slabih posojil v nekaterih državah še naprej visoka in bi lahko še naprej ovirala finančno posredništvo.⁴

Graf 24

Posojila DFI nefinančnim družbam v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

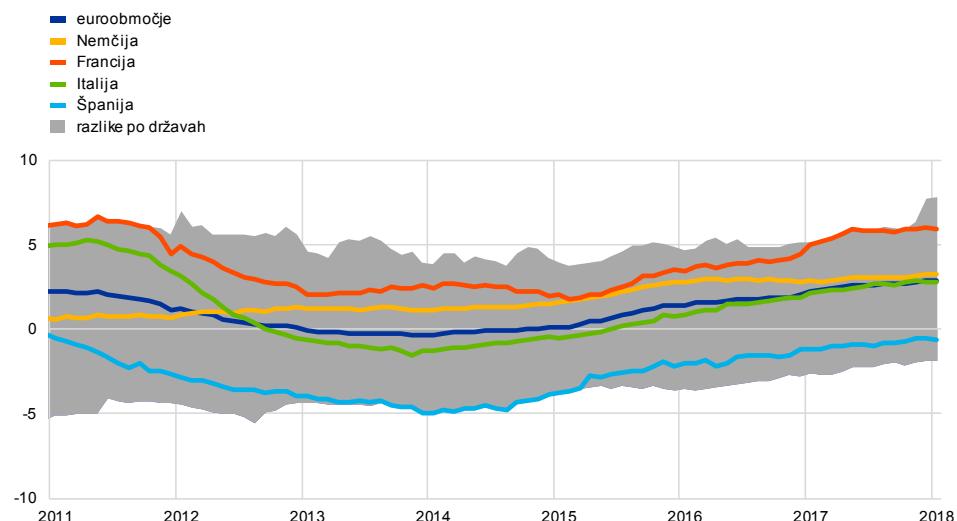
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2018.

⁴ Glej tudi razdelek 3 v poročilu *Financial Stability Review*, ECB, november 2017.

Graf 25

Posojila DFI gospodinjstvom v izbranih državah euroobmočja

(medletne spremembe v odstotkih)



Vir: ECB.

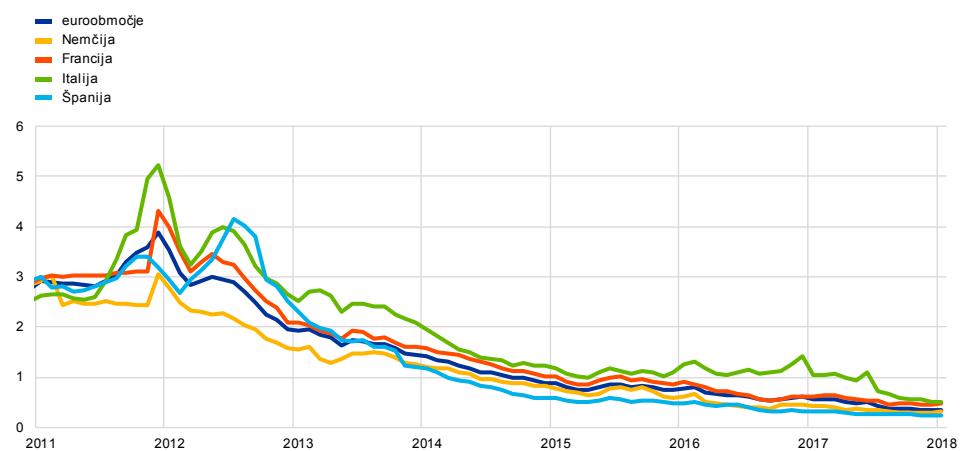
Opombe: Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil ter navidezno združevanje denarnih sredstev. Razlike po državah so izračunane na podlagi minimalnih in maksimalnih vrednosti na fiksni vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2018.

Pogoji financiranja za banke so ostali na najnižji ravni. Skupni stroški dolžniškega financiranja bank so januarja ostali pretežno nespremenjeni na najnižji ravni (glej graf 26). To je posledica nespremenjenih stroškov vlog, ne glede na majhno povečanje donosnosti bančnih obveznic v januarju. K ugodnim pogojem financiranja za banke so na splošno prispevali spodbujevalno naravnana denarna politika ECB, neto odplačevanje dolgoročnejših finančnih obveznosti DFI, krepitev bilančnega položaja bank in zmanjševanje fragmentacije na finančnih trgih.

Graf 26

Skupni stroški dolžniškega financiranja bank

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



Viri: ECB, Markit Iboxx in izračuni ECB.

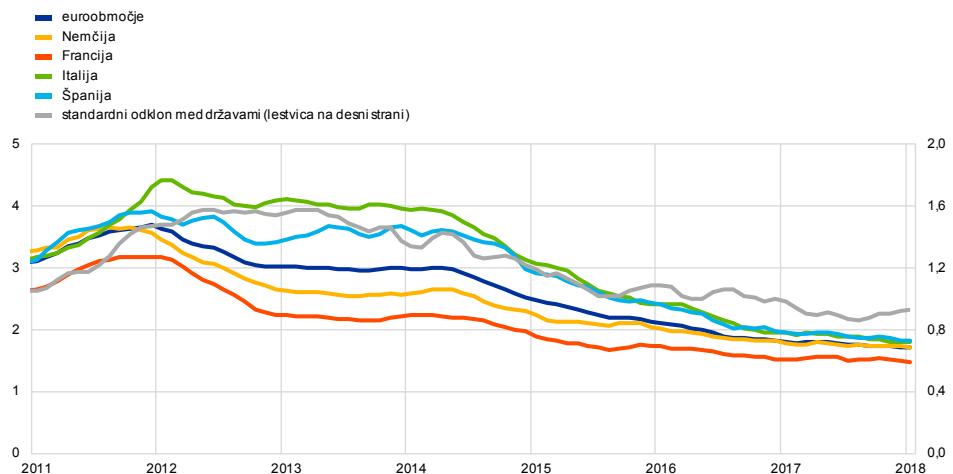
Opombe: Skupni stroški vlog so izračunani kot povprečje obrestnih mer za vloge čez noč, vezane vloge in vloge na odpoklic z odpovednim rokom pri novih poslih, tehtano s stanjem. Zadnji podatki so za januar 2018.

Obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam so se zmanjšale na novo najnižjo raven. Skupne obrestne mere bank za posojila nefinančnim družbam (glej graf 27) so se januarja 2018 zmanjšale na novo najnižjo raven (1,67%). Skupne obrestne mere bank za posojila gospodinjstvom (glej graf 28) pa so ostale na splošno nespremenjene na ravni 1,84%, kar je nekoliko nad najnižjo vrednostjo iz decembra 2017 (1,78%). Od napovedi ukrepov ECB za ublažitev kreditnih pogojev junija 2014 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom znižale precej bolj kot tržne referenčne obrestne mere. To kaže, da se je izboljšala transmisija ukrepov denarne politike na bančne obrestne mere za posojila. K znižanju skupnih obrestnih mer za posojila je prispevalo zmanjšanje skupnih stroškov financiranja za banke. Od maja 2014 do oktobra 2018 so se skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam znižale za okoli 126 bazičnih točk, za posojila gospodinjstvom pa za okoli 108 bazičnih točk. Znižanje bančnih obrestnih mer za posojila nefinančnim družbam je bilo zlasti veliko v ranljivih državah euroobmočja, kar je podpiralo enakomernejšo transmisijo ukrepov denarne politike na te obrestne mere med državami. V istem obdobju se je v euroobmočju zmanjšal tudi razmik med obrestnimi merami za zelo majhna posojila (do 0,25 milijona EUR) in za velika posojila (več kot 1 milijon EUR). To kaže, da prednost nižjih posojilnih obrestnih mer bank bolj izkoriščajo mala in srednje velika podjetja kakor velika.

Graf 27

Skupne obrestne mere za posojila nefinančnim družbam

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

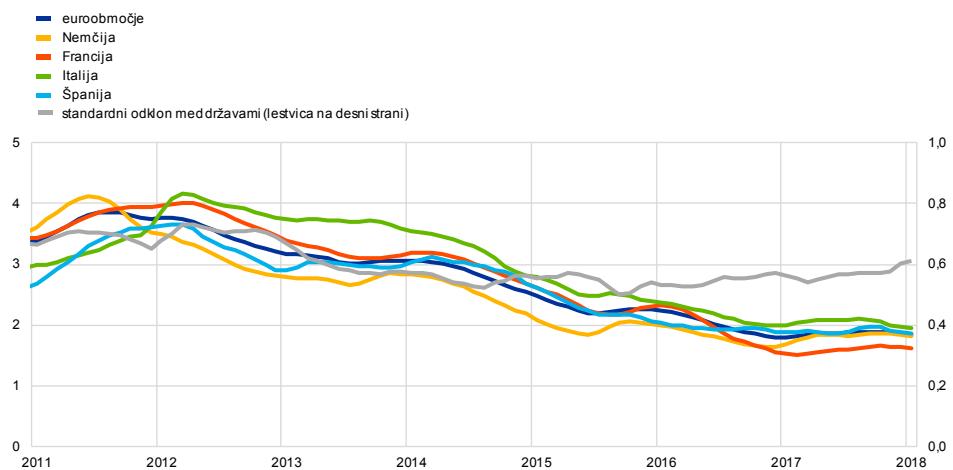


Vir: ECB.

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 so za januar 2018.

Graf 28**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 fiksniem vzorcu 12 držav euroobmočja. Zadnji podatki so za januar 2018.

Letni tokovi skupnega zunanjega financiranja v nefinančne družbe

euroobmočja so se v zadnjem četrtletju 2017 po ocenah okreplili. To je odraz izboljšane dinamike bančnega posojanja in baznih učinkov. K okrevanju zunanjega financiranja v nefinančnih družbah so od začetka leta 2014 na splošno prispevali krepitev gospodarske aktivnosti, nadaljnje zmanjševanje stroškov dolžniškega financiranja, ublažitev bančnih posojilnih pogojev ter večje število prevzemov in združitev. Hkrati se je zaradi rekordno visokih denarnih imetij v nefinančnih družbah, ki so še naraščala, zmanjšala potreba po zunanjem financiranju.

Neto izdajanje dolžniških vrednostnih papirjev s strani nefinančnih družb je postalo v zadnjem četrtletju 2017 bolj umirjeno. Čeprav je bilo neto izdajanje oktobra in novembra pozitivno, je bilo decembra negativno. Tržni podatki pa kažejo, da se je neto izdajanje januarja ponovno okreplilo in ostalo februarja močno. Neto izdajanje delnic, ki kotirajo na borzi, s strani nefinančnih družb je ostalo v zadnjem četrtletju 2017 umirjeno.

Stroški financiranja za nefinančne družbe so se od januarja rahlo povečali.

Skupni nominalni stroški zunanjega financiranja za nefinančne družbe, vključno z bančnimi posojili, izdajanjem dolžniških vrednostnih papirjev na trgu in lastniškim financiranjem, so se februarja rahlo povečali za okoli 15 bazičnih točk na 4,6%, potem ko so nekaj mesecev prej stagnirali. Večina povečanja od januarja 2018 je posledica povišanja stroškov tržnega dolžniškega financiranja in lastniškega financiranja. Skupni stroški zunanjega financiranja zdaj znašajo okoli 50 bazičnih točk nad najnižjo vrednostjo iz julija 2016, vendar pa so še vedno nižji od ravni, dosežene poleti 2014, ko so se začela na trgu pojavljati pričakovanja glede uvedbe programa nakupa vrednostnih papirjev.

6

Javnofinančna gibanja

Po letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah strokovnjakov ECB naj bi se javnofinančni primanjkljaj v euroobmočju v obdobju projekcij (2017–2020) še naprej zmanjševal. Izboljševanje javnofinančnih obetov je predvsem posledica ugodnih cikličnih razmer in zniževanja plačil obresti, medtem ko so diskrecijski konsolidacijski ukrepi omejeni. Agregatna naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi bila v obdobju 2018–2020 v povprečju še vedno večinoma nevtralna. Delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP se bo še naprej zmanjševal, a bo kljub temu še vedno velik. Zlasti v močno zadolženih državah bi bilo dobro ponovno vzpostaviti fiskalne blažilnike.

Javnofinančni primanjkljaj euroobmočja naj bi se v obdobju projekcij zmanjševal.

Strokovnjaki ECB v letošnjih marčnih makroekonomskih projekcijah⁵ napovedujejo postopno zmanjšanje deleža javnofinančnega primanjkljaja v euroobmočju z 1% BDP v letu 2017 na 0,3% BDP v letu 2020 (glej tabelo 1). K izboljševanju javnofinančnih obetov, ki so se od lanskih decembrskih projekcij rahlo okrepili, prispevajo predvsem ugodne ciklične razmere in zniževanje plačil obresti.

Tabela 1

Javnofinančna gibanja v euroobmočju

(v odstotkih BDP)

	2017	2018	2019	2020
a. Skupaj prihodki	46,0	45,6	45,3	45,2
b. Skupaj odhodki	47,0	46,3	45,9	45,5
od tega:				
c. Odhodki za obresti	2,0	1,9	1,8	1,7
d. Primarni odhodki (b – c)	45,0	44,5	44,1	43,8
Proračunski saldo (a – b)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Primarni proračunski saldo (a – d)	1,0	1,1	1,1	1,4
Ciklično prilagojeni proračunski saldo	-1,1	-1,0	-1,1	-0,9
Strukturni primarni saldo	1,0	0,9	0,8	0,9
Bruto dolg	86,7	84,4	82,1	79,7
Zaznamek: realni BDP (spremembe v odstotkih)	2,4	2,3	1,9	1,7

Vir: ECB in marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB.

Opombe: Podatki se nanašajo na agregat sektorja širše opredeljene države v euroobmočju. Številke se zaradi zaokroževanja ne ujemajo vedno.

⁵ Glej marčne makroekonomske projekcije strokovnjakov ECB za euroobmočje.

Naravnost javnofinančne politike v euroobmočju naj bi bila v obdobju 2018–2020 v povprečju še vedno večinoma nevtralna.⁶ V letu 2018 naj bi znižanje neposrednih davkov in prispevkov za socialno varnost, ki jih plačujejo zaposleni, večinoma odtehtali višji posredni davki in umirjena rast tekoče državne potrošnje. Nevtralna naravnost javnofinančne politike je predvidena tudi za obdobje 2019–2020, saj naj bi ekspanzivne ukrepe na strani prihodkov v celoti izravnalo nadaljnje omejevanje državne potrošnje. Iz tega je mogoče sklepati, da države euroobmočja trdnejše in stabilnejše gospodarske rasti ne mislijo izkoristiti za vzpostavitev fiskalnih blažilnikov. Kot je obravnavano v okvirju z naslovom »Naravnost javnofinančne politike v preteklih obdobjih ekspanzije« v tej številki Ekonomskega biltena, so bile fiskalne politike v dobrih gospodarskih časih navadno premalo proticiklične v ekspanzivni fazи pred finančno krizo.

Visoka raven javnega dolga v euroobmočju naj bi se še naprej zniževala.

Povprečni delež javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP, ki je bil največji leta 2014, naj bi se po napovedih zmanjšal s 86,7% BDP v letu 2017 na 79,7% BDP do konca leta 2020. K predvidenemu zmanjševanju povprečnega deleža javnega dolga euroobmočja prispevajo nadaljnje povečevanje primarnega presežka in ugodne razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP, ki so posledica na splošno ugodnih makroekonomskih obetov. Obeti glede povprečnega deleža javnega dolga so se od lanskih decembrskih projekcij izboljšali zaradi navzdol delujučega baznega učinka iz leta 2017 ter nekoliko večjega prispevka razlike med obrestno mero in stopnjo rasti BDP. Vendar pa gibanje povprečnega deleža javnega dolga euroobmočja v razmerju do BDP prikriva pomembne razlike med državami. Medtem ko naj bi se delež dolga v večini držav euroobmočja zmanjšal, se bo v nekaterih državah povečal. Zlasti v močno zadolženih državah so nujna dodatna konsolidacijska prizadevanja, ki so popolnoma skladna s Paktom za stabilnost in rast, da bi se njihov javni dolg začel odločno zmanjševati ter da bi bile javne finance manj ranljive ob morebitni ponovni nestabilnosti na finančnih trgih ali hitrem zvišanju obrestnih mer. To oceno podpira tudi Evropska komisija v svoji analizi v nedavno objavljeni publikaciji o spremeljanju vzdržnosti dolga v letu 2017 (*Debt Sustainability Monitor 2017*), v kateri ugotavlja, da je več držav članic izpostavljenih tveganjem za srednje- in dolgoročno fiskalno vzdržnost. Pri tem pokojninske reforme niso koristne le za dolgoročno fiskalno vzdržnost, temveč lahko na splošno prispevajo tudi k blažitvi potencialno neugodnih dolgoročnih makroekonomskih učinkov staranja prebivalstva, kot je obravnavano v članku z naslovom »The economic impact of population ageing and pension reforms« v tej številki Ekonomskega biltena.

⁶ Naravnost javnofinančne politike odraža smer in velikost spodbujevalnih vplivov javnofinančne politike na gospodarstvo, poleg samodejnega odziva javnih financ na gospodarski cikel. Meri se kot sprememba strukturnega primarnega salda, tj. ciklično prilagojenega primarnega salda brez učinka začasnih ukrepov, kot je državna pomoč 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.

Okvirji

1

Se bodo nedavne podražitve nafte obdržale?

Avtorici: Irma Alonso Álvarez in Frauke Skudelny

Cena nafte se je s približno 45 USD za sod ob koncu junija 2017 zvišala na približno 65 USD za sod v začetku marca 2018 (glej graf A). K zvišanju so največ prispevali rast svetovnega povpraševanja, ki je bila hitrejša od pričakovane, strategija organizacije OPEC in nekaterih nečlanic OPEC, da prilagodijo raven proizvodnje (kar je deloma izravnala večja proizvodnja nafte v ZDA), in geopolitični dogodki. V tem okvirju obravnavamo zgornje dejavnike na podlagi modela strukturne vektorske avtoregresije (SVAR) in ocenjujemo verjetnost, da se bodo obdržali.

Graf A

Cena surove nafte Brent



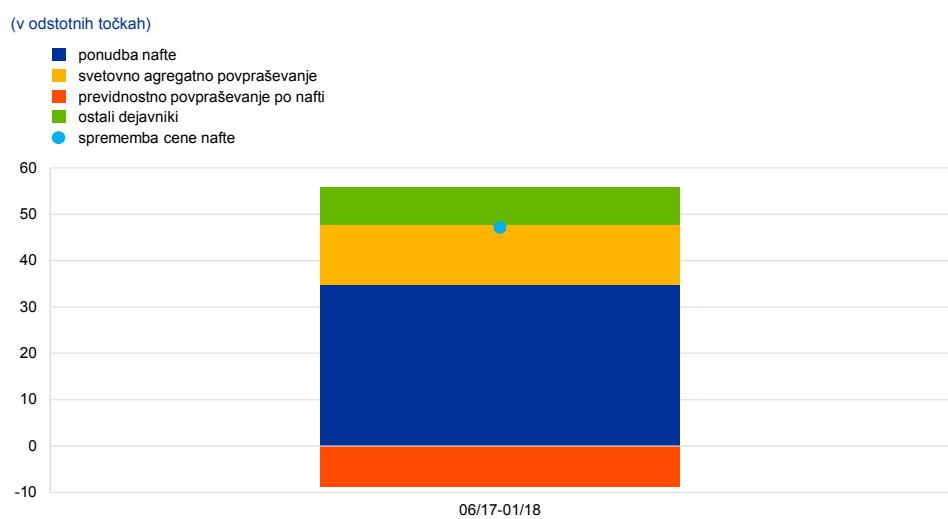
Vir: Bloomberg.

Nepričakovano hitra rast svetovnega povpraševanja je eden od razlogov za rast cen nafte od sredine leta 2017 dalje. Na podlagi modela SVAR, podobnega tistemu, ki sta ga razvila Kilian in Murphy,⁷ graf B prikazuje prispevke ponudbe nafte, agregatnega povpraševanja in previdnostnega povpraševanja po nafti k gibanju cene nafte od junija 2017 dalje. Rezultati kažejo, da je agregatno svetovno povpraševanje (rumeni del) pomembno prispevalo k rasti cene nafte v obravnavanem obdobju. Tudi ECB je v projekcijah strokovnjakov ECB svoja pričakovanja glede svetovne rasti v letu 2017 popravila navzgor. Vendar pa model hkrati kaže, da so še pomembnejšo vlogo v cenovni dinamiki v drugi polovici leta 2017 imeli dejavniki na strani ponudbe, kot so skupni dogovor članic in nekaterih nečlanic organizacije OPEC, da zmanjšajo proizvodnjo, in nepričakovani izpadi proizvodnje.

⁷ Glej Kilian, L. in Murphy D., »The role of inventories and speculative trading in the global market for crude oil«, *Journal of Applied Econometrics*, Volume 29, Issue 3, 2014, str. 454–478.

Graf B

Dejavniki, ki vplivajo na ceno nafte



Viri: International Energy Agency (IEA), U.S. Energy Information Administration (US EIA) in izračuni strokovnjakov ECB.

Drugi in še pomembnejši dejavnik, ki prispeva k zviševanju cene nafte, je učinkovitost strategije, ki so jo sprejele države članice in nekatere nečlanice organizacije OPEC, da zmanjšajo proizvodnjo. Organizacija OPEC in nekatere nečlanice OPEC so se novembra 2016 dogovorile, da bodo zmanjšale proizvodnjo nafte in tako zaustavile padanje cene nafte. Deklaracija o sodelovanju je sprva zajemala obdobje do junija 2017, nato pa je bila maja 2017 podaljšana do marca 2018 in še enkrat novembra 2017 do decembra 2018. Uspeh te strategije je odvisen predvsem od dveh dejavnikov: od spoštovanja dogovora in od odziva ameriške proizvodnje nafte.

V drugi polovici leta 2017 so podpisnice dokaj dosledno spoštovale dogovor. Graf C prikazuje spremembo obsega proizvodnje nafte v državah članicah OPEC (temnomodri stolpci) in nečlanicah, ki sodelujejo v dogovoru (rdeči stolpci), ter zmanjšanje proizvodnje, h kateremu se je zavezala vsaka od njih. Dogovor je bil dosledneje spoštovan v drugi polovici leta 2017, kar je prispevalo k temu, da se je povečala kredibilnost dogovora, cena nafte pa se je zvišala. Zaradi doslednejšega spoštovanja dogovora s strani organizacije OPEC in sodelujočih nečlanic OPEC se je proizvodnja v tem obdobju dodatno zmanjšala za 0,4 milijona sodov na dan glede na raven v obdobju od januarja do junija 2017. Poleg tega je iz nedavnih dogajanj mogoče sklepati, da bodo sodelujoče države politiko zniževanja proizvodnje izvajale še vsaj do konca leta 2018 in morda tudi dlje.

Obenem se je proizvodnja nafte v ZDA (svetlomodri stolpci v grafu C) povečala, in sicer najopazneje v drugi polovici leta 2017, s čimer je deloma izničila učinek doslednejšega spoštovanja dogovora. Tudi druge države so od oktobra 2016 povečale proizvodnjo.⁸ Po podatkih svetovalne družbe Rystad Energy

⁸ V novembra 2016 sprejetem dogovoru o zmanjšanju proizvodnje je kot referenčna osnova za prilagoditev proizvodnje surove nafte uporabljena raven iz oktobra 2016, z izjemno Angole, za katero je izhodišče september 2016.

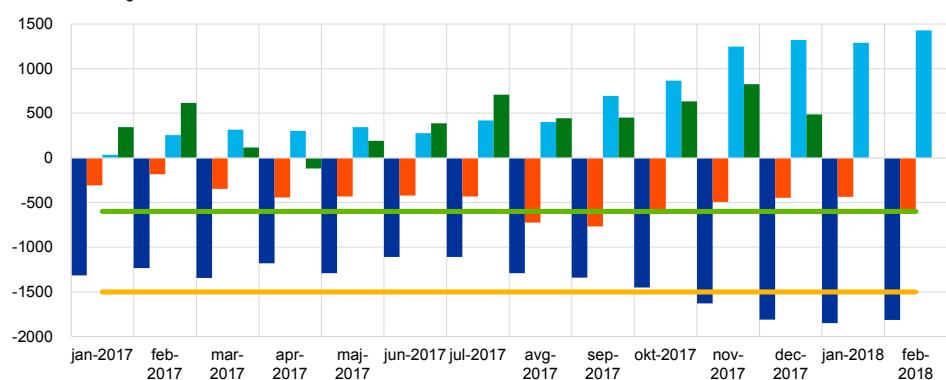
so se naložbe v ameriško proizvodnjo nafte iz skrilavcev v letu 2017 povečale in bodo v prihodnjih letih po pričakovanjih še naprej naraščale. Če cena nafte ne bo padla pod približno 50 USD za sod, se bo ameriška proizvodnja verjetno še naprej povečevala, saj je nafta iz skrilavcev pri tej ravni cen dobičkonosna.⁹

Graf C

Spremembe v proizvodnji nafte v primerjavi z oktobrom 2016

(v tisočih sodov na dan)

- skupaj OPEC
- dogovorjeno zmanjšanje proizvodnje v državah članicah OPEC
- sodelujoče nečlanice OPEC
- dogovorjeno zmanjšanje proizvodnje v državah nečlanicah OPEC
- ZDA
- druge države



Viri: IEA in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: V izračunu sprememb v proizvodnji nafte se kot referenčni datum uporablja oktober 2016, kot je določeno v sporazumu iz novembra 2016. »Druge države« pomeni svetovno proizvodnjo razen proizvodnje v ZDA ter v državah članicah OPEC in tistih nečlanicah OPEC, ki sodelujejo v dogovoru.

Vztrajno zmanjševanje zaloga (glej graf D) nakazuje, da se razkorak med ponudbo in povpraševanjem na naftnih trgi zmanjuje, kar ustvarja dodaten pritisk na rast cen nafte in pojasnjuje, zakaj je krivulja terminskih cen prešla v padajočo in je promptna cena višja od terminske (»backwardation«). Ko so zaloge majhne, so dobički iz takojšnje razpoložljivosti (koristi od skladiščenja nafte) visoki, zaradi česar se promptna cena, če vse ostalo ostane enako, zviša glede na terminsko ceno. Iz tega sledi, da je v scenariju »backwardation« naklon krivulje terminskih cen večji, kadar so zaloge majhne. Ključna vloga zalog pojasnjuje, zakaj se trgi tako močno odzivajo na presenečenja v podatkih o zalogah, še zlasti v ZDA. Tako se denimo v primeru, da se zaloge zmanjšajo bolj, kot pričakujejo trgi, cene navadno zvišajo zaradi pričakovanega ponovnega uravnovešenja na trgu, kot se je zgodilo v četrtem četrletju 2017.

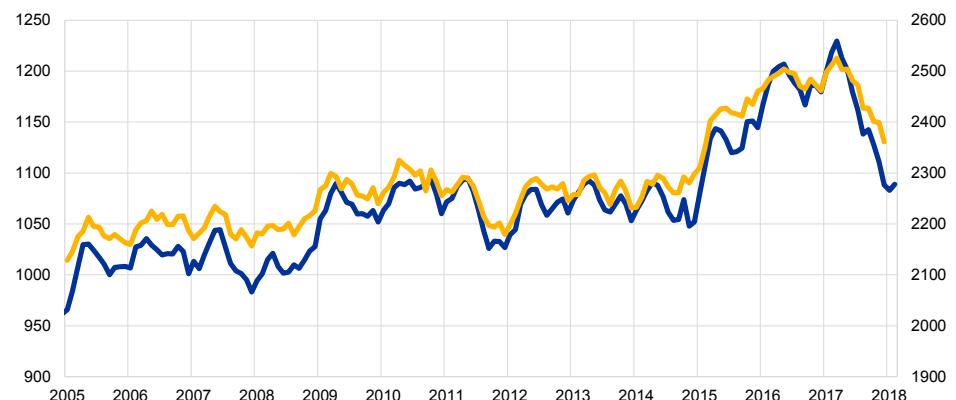
⁹ Po mikropodatkih družbe Rystad Energy je povprečna meja rentabilnosti za ameriško nafto iz skrilavcev pri ceni blizu 50 USD za sod.

Graf D

Zaloge

(v milijonih sodov)

- ZDA (lestvica na levi strani)
- OECD (lestvica na desni strani)



Vira: IEA in US EIA.

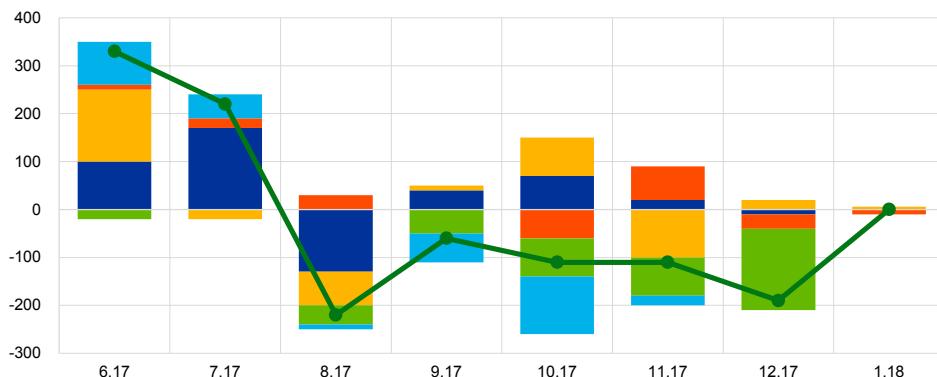
Tretji dejavnik, ki vpliva na ceno nafte, je vrsta geopolitičnih dogodkov in izpadov proizvodnje v drugi polovici leta 2017, ki so prispevali k podražitvi nafte. Politični pretresi v Venezuela so skupaj s staranjem njenih naftovodov in uvedbo finančnih sankcij s strani ZDA v drugi polovici leta 2017 povzročili nadaljnje zmanjšanje proizvodnje nafte v tej državi za približno 0,4 milijona sodov na dan (glej graf E). Politični nemiri so decembra prizadeli tudi Iran. Čeprav niso trajali dolgo in so imeli zgolj zanemarljiv vpliv na proizvodnjo, so sprožili negotovost glede možnosti, da ZDA odločneje pritisnejo na to državo in v srednjeročnem obdobju proti njej ponovno uvedejo sankcije. Poleg tega se je zaradi poletnih vzdrževalnih del zmanjšala proizvodnja v Rusiji, Mehiki in na Severnem morju. Nadalje se je zaradi eksplozije naftovoda v Libiji proizvodnja en teden v decembru zmanjšala za 0,1 milijona sodov na dan, medtem ko se je zaradi začasnega zaprtja naftovoda Forties na Severnem morju zaradi popravil ponudba nafte od sredine decembra do sredine januarja zmanjšala za približno 0,25 milijona sodov na dan. Ti geopolitični dejavniki in izpadi proizvodnje, od katerih je večina najbrž začasna, se odražajo v pozitivnem prispevku ponudbe nafte k zviševanju cene nafte, kot kaže graf B. Kar zadeva prihodnje obdobje, bi negotove geopolitične razmere v Venezuela in Iranu lahko vplivale na ceno nafte in povzročale manjše skoke volatilnosti v bližnji prihodnosti.

Graf E

Proizvodnja nafte v državah članicah OPEC

(mesečna sprememba v tisočih sodov na dan)

- Libija
- Saudova Arabija
- Iran
- Venezuela
- druge članice OPEC
- skupaj OPEC



Viri: IEA in izračuni strokovnjakov ECB.

Na splošno so nekateri od dejavnikov, ki od sredine leta 2017 dalje vplivajo na ceno nafte, verjetno začasne narave, drugi pa bodo predvidoma imeli trajnejše posledice, še zlasti proizvodnja nafte iz skrilavcev in sporazum o zmanjšanju ponudbe, ki so ga sprejele države članice OPEC in nekatere nečlanice. V februarju je cena nafte nekoliko upadla, saj so začasni dejavniki, kot so zaprtja naftovodov in politični pretresi v Iranu, popustili. Zaradi nepričakovanega povečanja zalog surove nafte v ZDA in popravka navzgor v pričakovanem obsegu proizvodnje surove nafte v ZDA v prihodnjih nekaj letih so se pojavili dvomi, ali bo povpraševanje lahko dohajalo vse večjo ponudbo. Glede na to bo uspeh strategije OPEC odvisen ne le od odločenosti njenih članic, ki se je v drugi polovici leta 2017 izkazala za dokaj trdno, temveč tudi od tega, kako hitro se bo odzivila proizvodnja nafte v državah, ki ne sodelujejo v dogovoru. To velja zlasti za ZDA, kjer je povprečna meja rentabilnosti pri ceni okrog 50 USD za sod.

2

Likvidnost trgov državnih obveznic v euroobmočju od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja

Pripravili Linas Jurkšas, Daniel Kapp, Ken Nyholm in Julian Von Landesberger

Likvidnost trgov državnih obveznic v euroobmočju je pomembna za transmisijo denarne politike ECB. Visoka stopnja likvidnosti namreč spodbuja povezavo med sklepi ECB o denarni politiki, krivuljo donosnosti, cenami finančnega premoženja na splošno ter skupnimi stroški in tokovi financiranja v gospodarstvu. Od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, v okviru katerega je Eurosistem kupil precejšen delež izdanih državnih obveznic euroobmočja, je treba likvidnost trgov državnih obveznic pozorneje spremljati. V tem okvirju so predstavljeni nekateri kazalniki likvidnosti trga, ki jih ECB redno spremišča. Ti na splošno kažejo, da se likvidnostne razmere na trgih državnih obveznic od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja (9. marca 2015) niso poslabšale.

Likviden trg je običajno trg, na katerem ima izvedba standardnega posla omejen vpliv na cene. Povedano drugače, likviden trg ima »globoke« knjige naročil, ki se po izvedbi posla hitro znova napolnijo. Zato so spremembe cen po izvedenem poslu navadno minimalne in začasne. Če velja, da z izvedenim poslom pridobimo nove informacije o osnovni vrednosti sredstva, ki je predmet tega posla, se bosta prodajna in nakupna cena seveda ustrezno prilagodili, vendar bo knjiga naročil okrog novih ravni še vedno globoka.

Kazalniki likvidnosti trga so navadno osredotočeni na enega ali več vidikov stroškov transakcij, globino trga oziroma odpornost. Najpreprostejši kazalnik je razpon med prodajno in nakupno ceno, ki nam pove, kako visoke stroške transakcije lahko pričakujemo. Pomenljivejše kazalnike lahko izdelamo tako, da informacije o razponu kombiniramo na primer z globino naročil, s katero merimo količino transakcij, ki jo lahko trg v določenem trenutku absorbira. Merila globine trga navadno temeljijo na informacijah, pridobljenih iz knjig limitiranih naročil,¹⁰ na podlagi katerih trgovalci pridobijo informacije o obsegu in cenah. Odpornost pa je odvisna od dinamike trga, denimo, kako hitro se knjige naročil po izvedbi posla znova napolnijo, in je torej osredotočena na časovno razsežnost likvidnosti trga.

V tem okvirju analiziramo likvidnost trgov državnih obveznic v euroobmočju na podlagi treh kazalnikov: Amihudovega kazalnika, kazalnika likvidnosti na podlagi knjige naročil in kazalnika likvidnosti na podlagi izvedenih poslov. Čeprav ti kazalniki temeljijo na različnih naborih tržnih podatkov (in sicer na dejanskih izvedenih transakcijah na trgu, knjigah limitiranih naročil oziroma ponudbah), so osredotočeni predvsem na likvidnost z vidika stroškov in globine.

¹⁰ Knjiga limitiranih naročil je trgovalni sistem, v katerem se naročila za prodajo in nakup, ki jih oddajo udeleženci na trgu, shranijo v čakalni vrsti ter izvršijo po vnaprej določenem zaporedju.

Amihudov kazalnik, ki se pogosto uporablja, primerja absolutne spremembe cen z obsegom trgovanja.¹¹ Za posamezno obveznico je določen kot razmerje med absolutno spremembo cene in obsegom trgovanja v določenem časovnem intervalu. Praktična težava pri uporabi Amihudovega kazalnika za državne obveznice je, da večina trgovanja poteka na prostem trgu (OTC), zato je podatke o transakcijah, ki se nanašajo na ceno in obseg, težko pridobiti, zlasti znotraj dne. Poleg tega kazalnik ne upošteva dejstva, da se cene obveznic lahko spremenijo tudi zaradi drugih razlogov razen pomanjkanja likvidnosti. Da bi te težave odpravili, smo za različico kazalnika, ki jo obravnavamo v tem okvirju, predpostavili, da je dnevni obseg trgovanja (o katerem so podatki takoj na voljo) enakomerno porazdeljen čez cel dan, z ustreznim prilagoditvijo izmerjene absolutne spremembe cene pa smo izločili učinek splošnega trenda na trgu. Ker je ta kazalnik osredotočen na dve razsežnosti likvidnosti (tj. stroške in globino), je pogosto koristen za ugotavljanje, kateri vidik vpliva na gibanje likvidnosti v določenih obdobjih. Agregatni kazalnik za euroobmočje se izračuna tako, da se najprej izračuna povprečje vrednosti Amihudovih kazalnikov za vse državne obveznice posamezne države, primerne za nakup v okviru programa vrednostnih papirjev javnega sektorja, nato pa se sestavljeni kazalniki za posamezne države tehtajo z vrednostmi BDP teh držav.

Kazalnik likvidnosti na podlagi knjige naročil temelji na podatkih o razponih med prodajno in nakupno ceno ter o ponujenih količinah, pridobljenih iz knjig limitiranih naročil. Podatki o dejanskih transakcijah zato niso potrebni. Vendar pa je ta kazalnik odvisen od tega, kako je knjiga limitiranih naročil reprezentativna za trg. Za posamezno obveznico se izračuna kot vsota petih najboljših ponudb na prodajni in nakupni strani knjige naročil, deljena z vsoto odgovarjajočih količin, kar ponazarja naslednja enačba:

$$\text{Nelikvidnost knjige naročil}_{t,5\text{best}} = \frac{\text{RAZPON}_{t,5\text{best}}}{\text{KOLIČINE}_{t,5\text{best}}} = \frac{\frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Ask}(j)} - \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 P_{t,\text{Bid}(j)}}{\sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Ask}(j)} + \sum_{j=1}^5 Q_{t,\text{Bid}(j)}}$$

pri čemer je »t« trenutek, ko se knjiga limitiranih naročil »zamrzne« za namene izračuna, »P« je cena, »Ask« in »Bid« pa označuje, na kateri strani knjige naročil se cena opazuje. Spremenljivka »Q« je količina, s katero je mogoče trgovati po dani ponujeni ceni, »j« pa označuje prednostni vrstni red ponudb v knjigi limitiranih naročil (od prve do pete najboljše prodajne in nakupne cene z odgovarjajočimi količinami). Kazalnik se izračuna za predzadnjo izdano 10-letno državno obveznico vsake države, rezultati pa se nato tehtajo z vrednostmi BDP teh držav, da dobimo agregatni kazalnik za euroobmočje.

Pri kazalniku likvidnosti na podlagi izvedenih poslov se uporabijo informacije, ki jih vsebujejo ponudbe za transakcije v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Kadar se posli v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja izvajajo na prostem trgu, se zavezajoče cene in količine pridobijo pri več nasprotnih strankah. Razlike med temi ponudbami dajo informacije o stopnji likvidnosti trga. Za posamezno obveznico je ta kazalnik določen kot razlika

¹¹ Glej Amihud, Y., »Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects«, *Journal of Financial Markets*, 5(1), str. 31–56, 2002.

med dvema najboljšima ponudbama, deljena s trajanjem zadevne obveznice. Upoštevajo se samo ponudbe, ki dejansko pripeljejo do transakcij. Kazalnik za celotno euroobmočje se izračuna kot povprečje vseh državnih obveznic v trgovjanju, tehtano z obsegom transakcij.

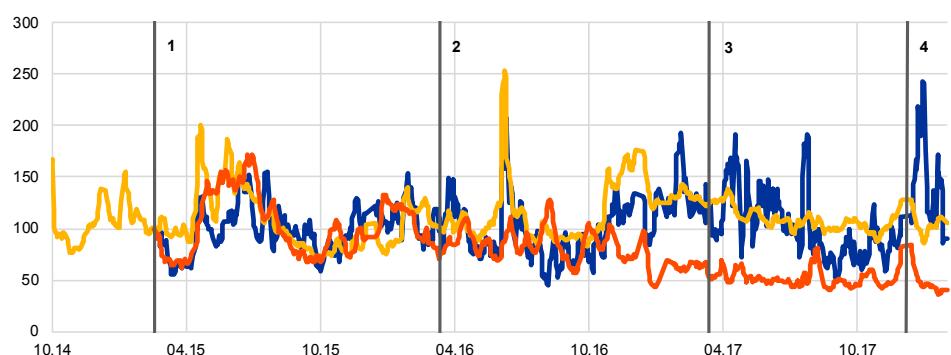
Iz omenjenih treh kazalnikov je razvidno, da se likvidnostne razmere na trgih državnih obveznic v euroobmočju od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja niso poslabšale (glej graf A). Čeprav so se vsi trije kazalniki od začetka izvajanja omenjenega programa gibali nekoliko volatilno, se niso zviševali, Amihudov kazalnik pa se je pravzaprav zmanjševal. To potrjuje, da se likvidnost trga ni poslabšala, čeprav so se imetja vrednostnih papirjev, kupljenih v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, sčasoma povečala. Prav tako se kazalniki niso izrazito odzvali na spremembe obsega mesečnih nakupov v okviru tega programa, pri čemer je bil zaradi zmanjšanja neto mesečnega obsega bolj volatilen le kazalnik na podlagi izvedenih poslov, zlasti po zmanjšanju na začetku leta 2018.

Graf A

Kazalniki likvidnosti trgov državnih obveznic od začetka izvajanja programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja

(indeks: 100 = 9. marec 2015)

- kazalnikna podlagi izvedenih poslov
- kazalnikna podlagi knjige naročil
- Amihudov kazalnik



Viri: Bloomberg, EuroMTS Ltd in izračuni ECB.

Opombe: Graf prikazuje 5-dnevno drsečo sredino kazalnikov. Zvišanje (znižanje) teh kazalnikov pomeni poslabšanje (izboljšanje) likvidnostnih razmer. Kazalniki so normalizirani na 100 na 9. marec 2015, ko so se začeli nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja. Navpične črte označujejo naslednje spremembe obsega nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja: (1) začetek izvajanja programa, ko je mesečni obseg nakupov znašal 60 milijard EUR (9. marec 2015); (2) povečanje neto mesečnega obsega nakupov na 80 milijard EUR (1. april 2016); (3) zmanjšanje neto mesečnega obsega nakupov na 60 milijard EUR (3. april 2017); (4) zmanjšanje neto mesečnega obsega nakupov na 30 milijard EUR (2. januar 2018). Zadnji podatki se nanašajo na 20. februar 2018.

Obravnavani kazalniki se navadno skokovito povečajo v času okrog političnih in gospodarskih dogodkov, povezanih s pričakovanim poslabšanjem

likvidnosti trga. Tako so se denimo izrazito povečali med obdobjem intenzivne odprodaje nemških državnih obveznic (ki se je začelo 29. aprila 2015) in v obdobju povečane zaskrbljjenosti zaradi morebitne občutne upočasnitve kitajske gospodarske rasti (v prvem četrletju 2016). Tudi referendum o članstvu Združenega kraljestva v Evropski uniji (23. junija 2016) ter predsedniške volitve v ZDA (8. novembra 2016) in Franciji (23. aprila 2017) so zaznamovali skokovito povečanje nelikvidnosti (glej graf A). Poleg tega se likvidnost navadno poslabša poleti in ob koncu leta. Vendar pa so porasti Amihudovega kazalnika okrog teh obdobjij manj izraziti kot pri kazalniku na

podlagi knjige naročil. Gibanja kazalnika na podlagi izvedenih poslov so podobna gibanjem kazalnika na podlagi knjige naročil, vendar je videti, da so posledica razmeroma večjih motenj. To morda pomeni, da bi moralno biti spremljanje osredotočeno na kazalnik na podlagi knjige naročil.¹²

¹² To bi bilo upravičeno iz več razlogov. Prvič, število oddanih limitiranih naročil je precej večje od števila izvedenih transakcij na trgih obveznic, zaradi česar se lahko kazalnik na podlagi knjige naročil hitreje in lažje odzove na gibanja na trgih. Drugič, mogoče je, da kazalniki, ki temeljijo na obsegu trgovanja, podcenjujejo globino trga, saj so količine, s katerimi se dejansko trguje, navadno manjše od največje količine, s katero bi se lahko trgovalo po določeni ceni.

3

Likvidnostne razmere in operacije denarne politike v obdobju od 1. novembra 2017 do 30. januarja 2018

Pripravila Alaoíshe Luskin in Olivier Vergote

V tem okvirju so opisane operacije denarne politike ECB v sedmem in osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017, ki sta trajali od 1. novembra do 19. decembra 2017 oziroma od 20. decembra 2017 do 30. januarja 2018. V navedenih obdobjih so obrestne mere za operacije glavnega refinanciranja, odprto ponudbo mejnega posojila in odprto ponudbo mejnega depozita ostale nespremenjene na ravni 0,00%, 0,25% oziroma –0,40%.

Eurosistem je v obravnavanem obdobju še naprej kupoval vrednostne papirje javnega sektorja, krite obveznice, listinjene vrednostne papirje in vrednostne papirje podjetniškega sektorja v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, in sicer do decembra 2017 v povprečnem ciljnem znesku 60 milijard EUR na mesec. Povprečni mesečni obseg nakupov se je od januarja 2018 zmanjšal na 30 milijard EUR, nakupi pa se bodo s to dinamiko nadaljevali do septembra 2018 ali po potrebi še dlje, dokler Svet ECB ne presodi, da se je gibanje inflacije vzdržno približalo inflacijskemu cilju.

Likvidnostne potrebe

V obravnavanem obdobju so povprečne dnevne likvidnostne potrebe bančnega sistema – opredeljene kot seštevek neto avtonomnih dejavnikov in obveznih rezerv – znašale 1.272,7 milijarde EUR, kar je za 60,3 milijarde EUR več kot v prejšnjem obravnavanem obdobju (tj. v petem in šestem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv v letu 2017). Povečanje likvidnostnih potreb je bilo posledica rasti neto avtonomnih dejavnikov, in sicer v povprečju za 59,3 milijarde EUR na 1.149,5 milijarde EUR, medtem ko so se obvezne rezerve povečale za 1 milijardo EUR na 123,3 milijarde EUR.

Rast neto avtonomnih dejavnikov, kar pomeni zmanjševanje likvidnosti, je bila večinoma posledica zmanjšanja dejavnikov povečevanja likvidnosti. K zmanjšanju je največ prispevalo zmanjšanje neto aktive v eurih v obravnavanem obdobju, in sicer v povprečju za 54,4 milijarde EUR na 251,8 milijarde EUR. Od prejšnjega obravnavanega obdobja se je zmanjšala tudi povprečna vrednost neto tuje aktive, in sicer za 2 milijardi EUR na 635,0 milijarde EUR.

Avtonomni dejavniki umikanja likvidnosti so se v obravnavanem obdobju rahlo povečali, s čimer so prispevali k rasti neto avtonomnih dejavnikov. K povečanju so največ prispevali bankovci v obtoku, ki so se povečali za 9,3 milijarde EUR na 1.151,9 milijarde EUR, in drugi avtonomni dejavniki, ki so se povečali za 5,3 milijarde EUR na 695,6 milijarde EUR. Zmanjšanje vlog države za 11,8 milijarde EUR je odtehtalo raven avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti.

Tabela A

Likvidnostne razmere v Eurosistemuh

	1. november 2017 do 30. januar 2018	26. julij 2017 do 31. oktober 2017	Osmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv	Sedmo obdobje izpolnjevanja obveznih rezerv
Pasiva – likvidnostne potrebe (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	2.035,9 (+2,8)	2.033,1	2.040,8 (+9,1)	2.031,7 (-15,0)
Bankovci v obtoku	1.151,9 (+9,3)	1.142,7	1.158,2 (+11,6)	1.146,6 (+3,8)
Vloge države	188,3 (-11,8)	200,1	188,1 (-0,4)	188,5 (-29,8)
Drugi avtonomni dejavniki	695,6 (+5,3)	690,3	694,5 (-2,1)	696,6 (+11,0)
Tekoči računi	1.293,7 (+45,7)	1.248,0	1.275,2 (-34,5)	1.309,7 (+56,4)
Instrumenti denarne politike	808,8 (+56,9)	752,0	812,9 (+7,5)	805,4 (+35,0)
Obvezne rezerve	123,3 (+1,0)	122,2	123,8 (+0,9)	122,9 (+0,6)
Odprta ponudba mejnega depozita	685,6 (+55,8)	629,8	689,2 (+6,6)	682,5 (+34,4)
Operacije finega uravnavanja za umikanje likvidnosti	0,0 (+0,0)	0,0	0,0 (+0,0)	0,0 (+0,0)
Aktiva – ponudba likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Avtonomni likvidnostni dejavniki	886,8 (-56,4)	943,2	843,6 (-80,2)	923,8 (-13,2)
Neto tuja aktiva	635,0 (-2,0)	637,0	635,7 (+1,2)	634,5 (-0,5)
Neto aktiva v eurih	251,8 (-54,4)	306,1	207,9 (-81,4)	289,3 (-12,7)
Instrumenti denarne politike	3.128,8 (+160,9)	2.968,0	3.161,9 (+61,4)	3.100,4 (+89,0)
Operacije odprtrega trga	3.128,6 (+160,9)	2.967,7	3.161,7 (+61,5)	3.100,2 (+89,0)
Avkcijski postopki	765,2 (-7,8)	773,0	763,5 (-3,1)	766,7 (-5,3)
Operacije glavnega refinanciranja	2,9 (-3,2)	6,1	2,9 (-0,1)	3,0 (-3,8)
Trimesečne operacije dolgoročnejšega refinanciranja	7,8 (-0,6)	8,4	7,8 (-0,2)	7,9 (-0,4)
Prva serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-I)	14,9 (-3,7)	18,6	13,4 (-2,7)	16,1 (-1,1)
Druga serija ciljno usmerjenih operacij dolgoročnega refinanciranja (CUODR-II)	739,6 (-0,4)	740,0	739,5 (-0,1)	739,7 (-0,1)
Dokončni portfelji	2.363,4 (+168,7)	2.194,7	2.398,2 (+64,6)	2.333,5 (+94,4)
Prvi program nakupa kritih obveznic	6,1 (-1,1)	7,2	6,1 (-0,0)	6,1 (-0,9)
Drugi program nakupa kritih obveznic	4,8 (-0,1)	4,9	4,7 (-0,0)	4,8 (-0,1)
Tretji program nakupa kritih obveznic	240,5 (+10,7)	229,8	242,5 (+3,6)	238,8 (+6,1)
Program v zvezi s trgi vrednostnih papirjev	89,0 (-2,1)	91,1	89,1 (+0,2)	88,9 (-1,6)
Program nakupa listinjenih vrednostnih papirjev	25,1 (+0,5)	24,6	25,1 (+0,0)	25,1 (+0,5)
Program nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja	1.867,8 (+141,6)	1.726,2	1.897,3 (+54,7)	1.842,6 (+79,3)
Program nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja	130,1 (+19,3)	110,9	133,4 (+6,1)	127,3 (+11,0)
Mejno posojilo	0,2 (-0,0)	0,3	0,2 (-0,1)	0,2 (+0,0)
Druge informacije o likvidnosti (povprečje, v milijardah EUR)				
Agregatne likvidnostne potrebe	1.272,7 (+60,3)	1.212,5	1.321,3 (+90,2)	1.231,1 (-1,2)
Avtonomni dejavniki ¹	1.149,5 (+59,3)	1.090,2	1.197,6 (+89,3)	1.108,3 (-1,8)
Presežna likvidnost	1.855,8 (+100,6)	1.755,3	1.840,4 (-28,7)	1.869,1 (+90,2)
Gibanja obrestnih mer (povprečje, v odstotkih)				
Operacije glavnega refinanciranja	0,00 (+0,00)	0,00	0,00 (+0,00)	0,00 (+0,00)
Mejno posojilo	0,25 (+0,00)	0,25	0,25 (+0,00)	0,25 (+0,00)
Odprta ponudba mejnega depozita	-0,40 (+0,00)	-0,40	-0,40 (+0,00)	-0,40 (+0,00)
EONIA	-0,351 (+0,006)	-0,357	-0,359 (-0,014)	-0,345 (+0,014)

Vir: ECB.

Opombe: Ker so vse številke v tabeli zaokrožene, v nekaterih primerih številka, ki kaže spremembo glede na prejšnje obdobje, ni enaka razliki med zaokroženimi številkami za ti dve obdobji (in se lahko razlikuje za 0,1 milijarde EUR).

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

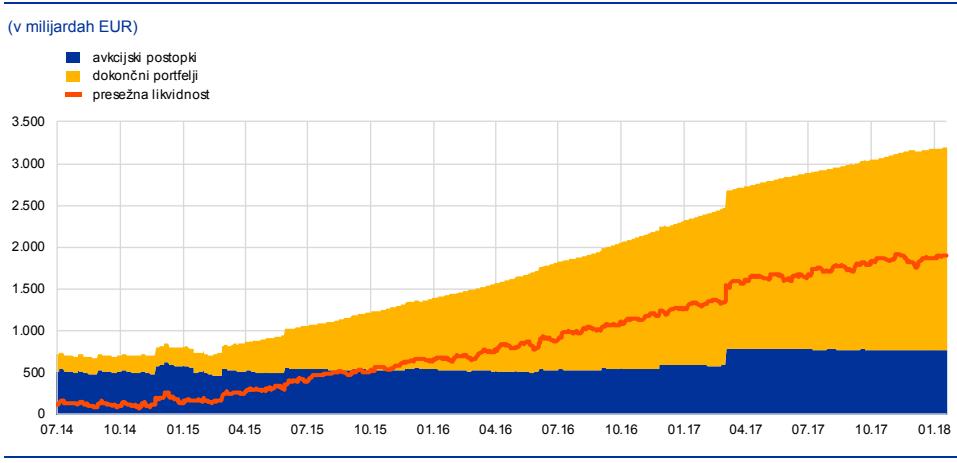
Dnevna volatilnost avtonomnih dejavnikov je bila v obravnavanem obdobju še vedno velika in se od prejšnjega obravnavanega obdobja večinoma ni spremenila. Volatilnost je bila predvsem posledica nihanj vlog države in neto aktive v eurih.

Zagotavljanje likvidnosti z instrumenti denarne politike

Povprečni znesek ponujene likvidnosti z operacijami odprtrega trga (tj. avkcijskimi postopki in nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev) se je v obravnavanem obdobju povečal za 160,9 milijarde EUR na 3.128,6 milijarde EUR (glej graf A). Povečanje je bilo v celoti posledica programa nakupa vrednostnih papirjev, medtem ko se je povpraševanje v avkcijskih postopkih dodatno zmanjšalo.

Graf A

Operacije odprtrega trga in presežna likvidnost



Vir: ECB.

Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z avkcijskimi postopki, se je v obravnavanem obdobju rahlo zmanjšal za 7,8 milijarde EUR na 765,2 milijarde EUR. K temu je prispevalo predvsem zmanjšanje stanja ciljno usmerjenih operacij dolgoročnejšega refinanciranja v povprečju za 4,1 milijarde EUR, ki je bilo večinoma posledica prostovoljnih predčasnih odplačil izposojenih sredstev iz teh operacij. Povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z operacijami glavnega refinanciranja, se je zmanjšal za 3,2 milijarde EUR, povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene s 3-mesečnimi operacijami dolgoročnejšega refinanciranja, pa za 0,6 milijarde EUR.

Zaradi nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev se je povprečni znesek likvidnosti, zagotovljene z Eurosistemovimi portfelji denarne politike, povečal za 168,7 milijarde EUR na 2.363,4 milijarde EUR. Povprečna likvidnost, zagotovljena s programom nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja, tretjim programom nakupa kritih obveznic, programom nakupa listinjenih vrednostnih papirjev in programom nakupa vrednostnih papirjev podjetniškega sektorja, se je v povprečju povečala za 141,6 milijarde EUR, za 10,7 milijarde EUR, za 0,5 milijarde EUR oziroma za 19,3 milijarde EUR. Zaradi unovčenja obveznic v portfelju programa

v zvezi s trgi vrednostnih papirjev in v obeh prejšnjih programih nakupa kritih obveznic se je likvidnost skupno zmanjšala za 3,3 milijarde EUR.

Presežna likvidnost

Zaradi opisanih gibanj se je povprečna presežna likvidnost v obravnavanem obdobju v primerjavi s prejšnjim obdobjem povečala za 100,6 milijarde EUR na 1.855,8 milijarde EUR (glej graf A). Kot rečeno, je to povečanje večinoma posledica likvidnosti, zagotovljene s programom nakupa vrednostnih papirjev v ciljnem mesečnem znesku 60 milijard EUR do decembra 2017 in 30 milijard EUR od januarja 2018, kar so delno odtehtale povečane likvidnostne potrebe predvsem zaradi avtonomnih dejavnikov. Iz podrobnejše analize obravnavanega obdobia je razvidno, da so avtonomni dejavniki zaviralno vplivali na povečevanje presežne likvidnosti predvsem v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv. Tako se je presežna likvidnost v osmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv zmanjšala za 28,7 milijarde EUR, saj je likvidnost, zagotovljeno z nakupi v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev, izravnalo zmanjšanje avtonomnih dejavnikov povečevanja likvidnosti, ki je bilo posledica manjše neto aktive v eurih v povezavi z večjimi agregatnimi likvidnostnimi potrebami bančnega sektorja, na katere je vplivalo predvsem večje povpraševanje po bankovcih. Nasprotno se je presežna likvidnost v sedmem obdobju izpolnjevanja obveznih rezerv povečala za 90,2 milijarde EUR zaradi nakupov v okviru programa nakupa vrednostnih papirjev in skromnega zmanjšanja avtonomnih dejavnikov umikanja likvidnosti, ki je bilo predvsem posledica zmanjšanja vlog države.

Povečanje presežne likvidnosti v obravnavanem obdobju se je pokazalo v zvišanju povprečnih imetij na tekočih računih, in sicer za 45,7 milijarde EUR na 1.293,7 milijarde EUR, medtem ko se je povprečna uporaba odprte ponudbe mejnega depozita povečala še za 55,8 milijarde EUR na 685,6 milijarde EUR.

Gibanje obrestnih mer

Obrestne mere denarnega trga čez noč so se ohranile na ravni blizu obrestne mere za odprto ponudbo mejnega depozita, pri košaricah posebnega zavarovanja v zavarovanih segmentih pa so bile še nižje. Na nezavarovanem trgu je EONIA (povprečje transakcij čez noč v eurih) povprečno znašala $-0,351\%$, v primerjavi s povprečno vrednostjo $-0,357\%$ v prejšnjem obravnavanem obdobju. EONIA se je gibala med najvišjo vrednostjo na ravni $-0,241\%$ na zadnji dan novembra 2017 in najnižjo vrednostjo na ravni $-0,370\%$ na začetku januarja 2018.

Na zavarovanem trgu so se povprečne repo obrestne mere čez noč na trgu GC Pooling pri standardni in razširjeni košarici finančnega premoženja za zavarovanje terjatev znižale glede na prejšnje obravnavano obdobje. Povprečna repo obrestna mera čez noč je pri standardni košarici znašala $-0,447\%$, pri čemer je ob koncu leta dosegla najnižjo vrednost $-0,756\%$, medtem ko je pri razširjeni košarici znašala $-0,415\%$.

Glavne repo obrestne mere so se ob koncu leta 2017 znižale manj izrazito kot ob koncu leta 2016, iz česar je mogoče sklepati, da so tržni udeleženci začeli finančno premoženje za zavarovanje terjatev upravljati učinkoviteje. Poleg tega to odraža tudi pozitivne učinke, ki jih prinaša možnost posojanja vrednostnih papirjev iz programa nakupa vrednostnih papirjev javnega sektorja.

4

Novejša gibanja na področju zaposlitev s krajšim delovnim časom

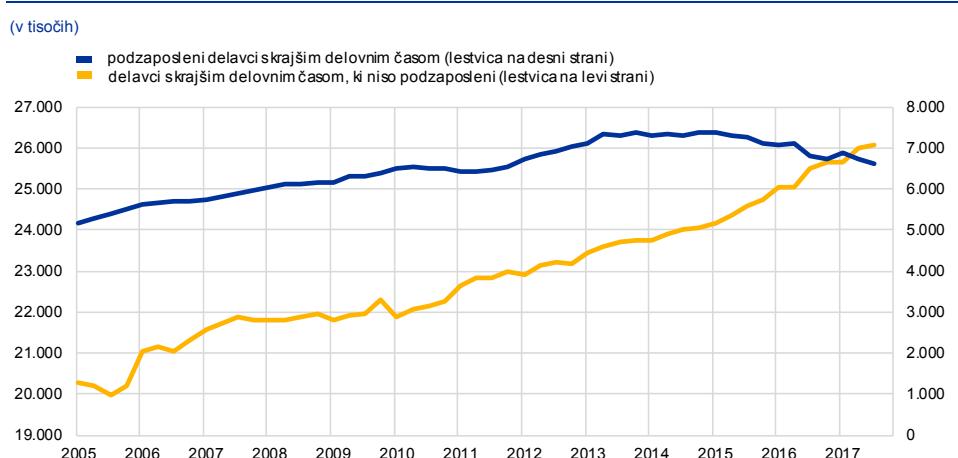
Pripravila Katalin Bodnár

V euroobmočju se povečuje uporaba dela s krajšim delovnim časom. Delež delavcev s krajšim delovnim časom je zdaj okoli 22% vseh zaposlenih, delo s krajšim delovnim časom pa predstavlja okoli eno četrtino neto rasti zaposlenosti v času okrevanja trga dela v euroobmočju (ki se je začelo v drugem četrletju 2013). V tem okvirju so analizirana novejša gibanja in značilnosti dveh glavnih skupin delavcev s krajšim delovnim časom: podzaposleni delavci s krajšim delovnim časom in delavci s krajšim delovnim časom, ki niso podzaposleni.

Število podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom se je v času krize povečalo, v zadnjem času pa se je zmanjšalo. Anketa EU o delovni sili loči delavce s krajšim delovnim časom, ki bi želeli delati daljši delovni čas, in tiste, ki tega ne želijo. Delavci v prvi skupini so podzaposleni.¹³ Čeprav so delavci v tej skupini zaposleni, se ponavadi štejejo za delno nezaposlene ali premalo izkorisčene, ker bi želeli delati več ur, kakor od njih zahteva delodajalec. Podzaposlenost se je v euroobmočju povečala v prvi fazi velike recesije in ob nastopu državne dolžniške krize. V zadnjem času se zmanjšuje, vendar je še vedno višja kakor pred krizo (graf A). Ta ciklični vzorec je podoben vzorcu brezposelnosti.

Graf A

Število delavcev v euroobmočju s krajšim delovnim časom, ki so podzaposleni oz. niso podzaposleni



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Prilagojeno za ocenjeni učinek metodoloških sprememb v časovni vrsti. Podatki za obdobje med letoma 2005 in 2008 temeljijo na ocenah strokovnjakov ECB.

¹³ Glej »Underemployment and potential additional labour force statistics« na spletnem mestu Eurostat Statistics Explained. Neprostovoljna zaposlitev s krajšim delovnim časom je podobna podzaposlenosti, z nekaterimi razlikami: neprostovoljni delavci s krajšim delovnim časom so tisti, ki so zaposleni s krajšim delovnim časom zato, ker niso uspeli najti zaposlitve za polni delovni čas. Glej tudi spletno stran Eurostata z naslovom »EU labour force survey – methodology«.

Delo s krajšim delovnim časom, ki ni podzaposlitev, se je povečalo tako v času krize kot tudi med okrevanjem. V drugi skupini so zaposleni s krajšim delovnim časom, ki ne želijo delati več ur, in navadno delajo s krajšim delovnim časom zaradi družinskih, zdravstvenih in drugih razlogov (npr. študentje). V tej skupini je delavcev s krajšim delovnim časom največ: štirje od petih delavcev s krajšim delovnim časom so zadovoljni s trajanjem delovnega časa. Ta kategorija zaposlitev s krajšim delovnim časom v zadnjih letih ni kazala cikličnega vzorca, ampak se je v času krize in okrevanja stalno povečevala (graf A). Ta vzorec kaže, da na to kategorijo dela s krajšim delovnim časom vplivajo zlasti strukturni dejavniki.

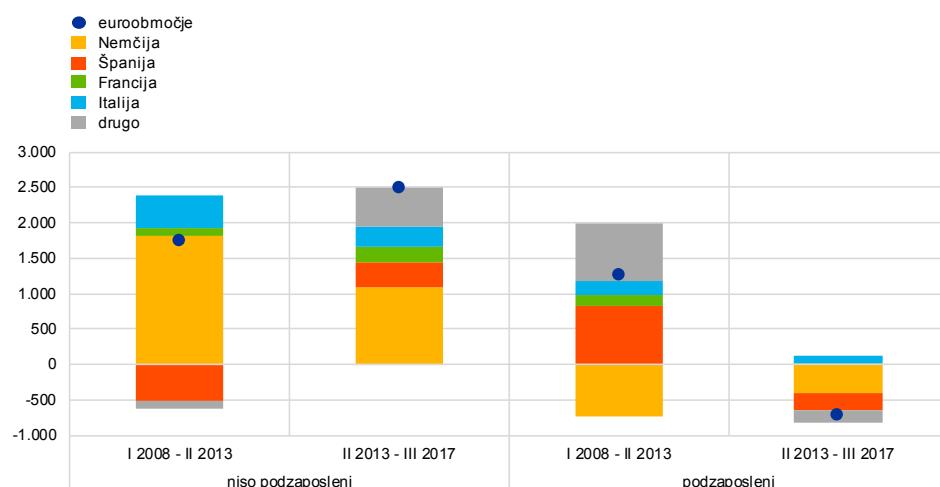
Število delavcev s krajšim delovnim časom, ki niso podzaposleni, se najbolj povečuje v Nemčiji, k spremembam na področju podzaposlitve v euroobmočju pa je največ prispevala Španija (graf B). Od štirih največjih držav euroobmočja je delež zaposlitev s krajšim delovnim časom v skupnem številu zaposlitev največji v Nemčiji. V tej državi je tudi največ delavcev s krajšim delovnim časom zadovoljnih s trajanjem delovnega časa, prav tako tudi zadnje povečanje zaposlitev s krajšim delovnim časom ni bilo povezano s podzaposlitvijo. Nasprotno se je podzaposlitev zlasti močno povečala v Španiji in Italiji v času krize. V Španiji se je podzaposlenost povečala na račun brezposelnosti, zaposlitev s polnim delovnim časom in zaposlitev s krajšim delovnim časom, pri katerih ne gre za podzaposlenost.¹⁴ Precejšnje povečanje podzaposlenosti v času krize je verjetno posledica spremenjene ureditve zaposlitve s krajšim delovnim časom ter vpliva krize na dohodek in premoženje v času gospodarskega upada, zaradi česar se je povečala ponudba delovne sile v smislu ur. V Italiji so na podzaposlenost verjetno vplivali vladni ukrepi v podporo zmanjšanju števila ur. Čeprav se je v zadnjem času podzaposlenost zmanjšala, ostaja ta v Italiji in Španiji višja kot pred krizo, medtem ko je v Nemčiji precej nižja kakor pred krizo.

¹⁴ Glej tudi okvir z naslovom »Alternative measures of unemployment for the Spanish Economy«, *Economic Bulletin*, številka 2, Banco de España, 2017.

Graf B

Sprememba števila delavcev v euroobmočju s krajšim delovnim časom, ki so podzaposleni oz. niso podzaposleni, v času krize in med okrevanjem po državah

(v tisočih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opomba: Prilagojeno za ocenjeni učinek metodoloških sprememb v časovni vrsti.

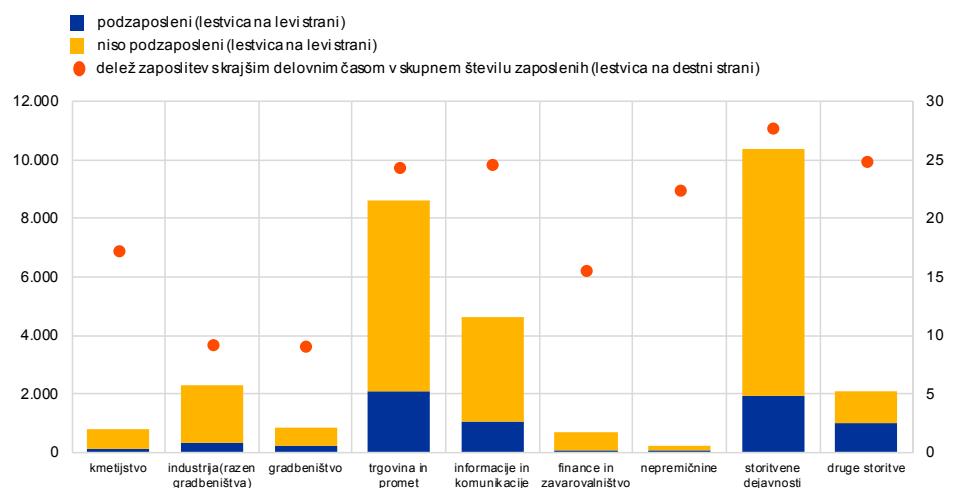
Obe kategoriji zaposlitev s krajšim delovnim časom sta pogostejši v storitvenem sektorju in med ženskami.

Zaposleni s krajšim delovnim časom v euroobmočju so skoncentrirani predvsem v treh sektorjih: (1) storitvene dejavnosti, (2) trgovina, promet, nastanitvena in gostinska dejavnost ter (3) informacije in komunikacije. Zato sta v teh sektorjih skoncentrirani tudi obe kategoriji zaposlitev s krajšim delovnim časom (graf C). Če pogledamo osebne značilnosti, so velika večina delavcev s krajšim delovnim časom ljudje na višku delovnih moči in starejše ženske (graf D). Razdelitev zaposlenih s krajšim delovnim časom na podzaposlene in tiste, ki niso podzaposleni, se nekoliko razlikuje po sektorjih in osebnih značilnostih. Največji delež podzaposlenih delavcev s krajšim delovnim časom med vsemi zaposlenimi s krajšim delovnim časom je v sektorju drugih storitev (vključno z umetnostjo, zabavo in rekreacijo; drugimi storitvenimi dejavnostmi; aktivnostmi gospodinjstev in ekstrateritorialnih organizacij in organov), sledijo mu gradbeništvo, trgovina in promet ter informacije in komunikacije. Velik je tudi med moškimi na višku delovnih moči in med mladimi. Podzaposleni delavci s krajšim delovnim časom ponavadi dela nekaj manj ur kakor tisti delavci s krajšim delovnim časom, ki niso podzaposleni.

Graf C

Število delavcev s krajšim delovnim časom, ki so podzaposleni oz. niso podzaposleni, ter delež delavcev s krajšim delovnim časom v skupnem številu zaposlenih po sektorjih v euroobmočju leta 2016

(lestvica na levi strani: v tisočih; lestvica na desni strani: v odstotkih)

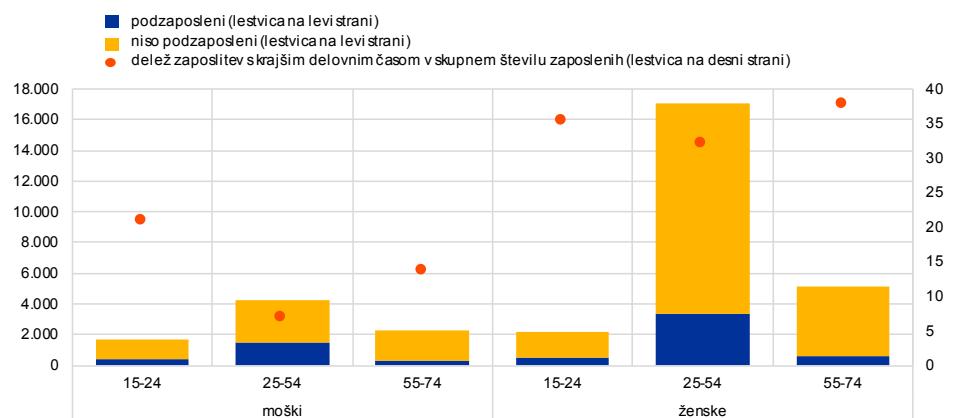


Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Graf D

Število delavcev s krajšim delovnim časom, ki so podzaposleni oz. niso podzaposleni, ter delež delavcev s krajšim delovnim časom v skupnem številu zaposlenih po spolu in starosti v euroobmočju v tretjem četrletju 2017

(lestvica na levi strani: v tisočih; lestvica na desni strani: v odstotkih)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Pomembno vprašanje je, kolikšen je med podzaposlenimi delavci s krajšim delovnim časom delež prekarnih delavcev oz. prostih zmogljivosti v gospodarstvu. V empiričnih študijah je navedeno, da imajo podzaposleni delavci s krajšim delovnim časom manjšo varnost zaposlitve, so manj zadovoljni z delom¹⁵ in

¹⁵ Glej na primer Vaalavuo, M., »Part-time work: A divided Europe«, *Evidence in focus*, Evropska komisija, 2016; Kauhanen, M., in Nätti, J., »Involuntary temporary and part-time work, job quality and well-being at work«, *Working Papers*, št. 272, Labour Institute for Economic Research, Helsinki, 2011.

manj plačani¹⁶ kakor delavci s krajšim delovnim časom, ki niso podzaposleni. Podzaposleni delavci s krajšim delovnim časom se lahko torej v nekaterih primerih štejejo za prekarne delavce. Odprto vprašanje je tudi, v kolikšni meri so podzaposleni delavci dejansko na voljo za delo z daljšim delovnim časom in se lahko štejejo kot premalo izkoriščeni delavci.¹⁷ Hkrati je lahko zaposlitev s krajšim delovnim časom, ki ni podzaposlitev, za številne priložnosti za vstop ali obstoj na trgu dela in pogosto je to lahko razlog za zadovoljstvo z delom.¹⁸ Zdi se manj verjetno, da so delavci s krajšim delovnim časom v tej kategoriji neizkoriščeni ali prekarni. Vse to kaže, da bi lahko zadnje zmanjšanje podzaposlenosti v okviru zaposlitev s krajšim delovnim časom in povečanje obsega zaposlitev s krajšim delovnim časom, ki niso podzaposlitve, šteli za povečanje splošne blaginje.

¹⁶ Veliziotis, M., Matsaganis, M., in Karakitsios, A., »Involuntary part-time employment: perspectives from two European labour markets«, *Working Papers*, št. 15/02, ImPROvE, januar 2015.

¹⁷ Glej na primer Weale, M., »[Slack and the labour market](#)«, govor v Thames Valley Chamber of Commerce, 20. marca 2014.

¹⁸ Gallie, D., in drugi, »Quality of work and job satisfaction: comparing female part-time work in four European countries«, *International Review of Sociology*, letnik 26, št. 3, 2016, str. 457–481.

5

Zanesljivost predhodnih prvih ocen BDP za euroobmočje

Pripravila Magnus Forsells in Stanimira Kosekova

Za ekonomsko analizo so nujni pravočasni in zanesljivi statistični podatki. V tem okvirju preverjamo in ocenjujemo zanesljivost predhodnih prvih ocen četrтletne rasti BDP v euroobmočju, ki jih od začetka leta 2016 pripravlja Eurostat. Enotna denarna politika v euroobmočju je odvisna od pravočasnih, zanesljivih in primerljivih kazalnikov, ki natančno prikazujejo gospodarska gibanja. Nacionalni računi glede tega dajejo celovito in dosledno sliko gospodarstva ter so temelj analiz denarne politike. Uvedba predhodnih prvih ocen BDP je zato dobrodošla novost z vidika stalnih prizadevanj za izboljšanje evropskih statističnih podatkov. Pomembno je, da so ti v idealnih razmerah bolj pravočasni, hkrati pa ostajajo zanesljivi, kar pomeni, da mora prva ocena ostati blizu poznejšim ocenam. Z informacijami o zanesljivosti lahko interpretiramo prve ocene z vidika negotovosti objavljenih podatkov ali uganemo, v katero smer bodo šle morebitne prihodnje revizije. Zavajajoči znaki, ki jih dajejo ekonomski kazalniki o ekonomskih gibanjih, ki se pozneje popravijo z revizijami, lahko škodijo ekonomski analizi.

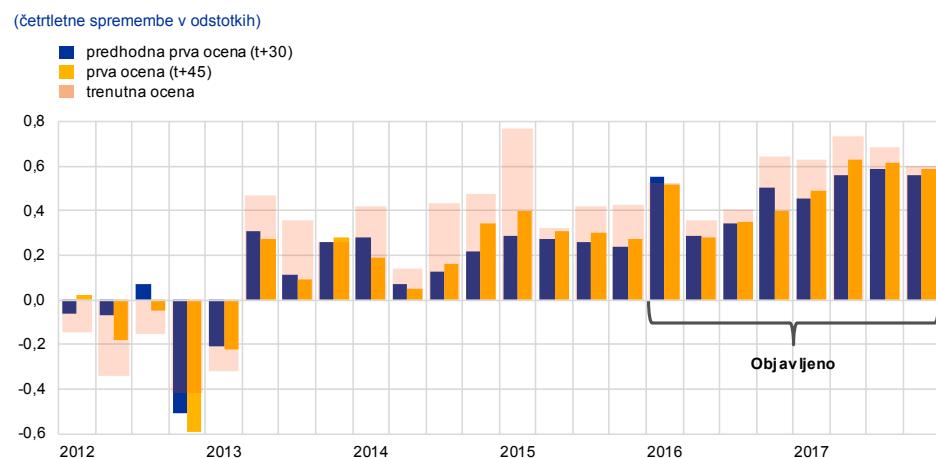
Z uvedbo predhodne prve ocene so prvi podatki o BDP euroobmočja za vsako referenčno obdobje objavljeni okoli 15 dni prej, saj so prve ocene pripravljene 30 – in ne več 45 – dni po zaključku referenčnega četrтletja. Eurostat je v sodelovanju z državami članicami EU uvedel predhodno prvo oceno BDP euroobmočja in EU 29. aprila 2016, potem ko je bila opravljena študija izvedljivosti.¹⁹ V večini držav ocene $t + 30$ večinoma temeljijo na istih metodah kot $t + 45$. Ker je razpoložljivost podatkov omejena, se tretji mesec četrтletja ponavadi oceni ali delno oceni s tehnikami statističnega modeliranja, ki uporabljajo razpoložljive mesečne podatke (npr. kratkoročne statistične podatke, ankete o poslovnih tendencah, statistiko cen in predhodne ocene izvornih podatkov).²⁰ Predhodne prve ocene za euroobmočje temeljijo na (i) nacionalnih ocenah za šest držav (Belgijo, Španijo, Francijo, Latvijo, Litvo in Avstrijo, ki predstavljajo okoli 40% BDP euroobmočja), ki so javno na voljo v času $t + 30$, in na (ii) nacionalnih ocenah za druge države, ki se Eurostatu za izračun evropskih agregatov pošiljajo zaupno. Štiri države euroobmočja (Irska, Luksemburg, Malta in Slovenija, ki predstavljajo skoraj 4% BDP euroobmočja) ne pripravljajo ocen v času $t + 30$ ali $t + 45$ in svoje nacionalne račune objavljajo 60 ali več dni po koncu referenčnega četrтletja. Poznejše vključevanje podatkov za te države in vključevanje revidiranih podatkov za države, ki so že predložile predhodne nacionalne ocene, lahko vpliva na končno oceno za referenčno četrтletje in privede do revizij. Revizije so lahko tudi posledica sprememb v sestavi euroobmočja oziroma metodoloških izboljšav (npr. zaradi prehoda na evropski sistem nacionalnih in regionalnih računov (ESR 2010) septembra 2014).

¹⁹ Glej tudi [spletno mesto Eurostata](#) in okvir z naslovom »Izboljšana pravočasnost prve ocene četrтletnega BDP v euroobmočju: prve izkušnje«, *Ekonomski bilten*, številka 4, ECB, 2016.

²⁰ Natančne metode ocenjevanja se od države do države razlikujejo, vendar lahko obsegajo avtoregresijske porazdeljene odloge, dinamične faktorske modele, tehnike časovne dezagregacije, modele napovedovanja in multivariatne modele, kot so opisani v publikacijah Eurostata »*Euro area and European Union GDP flash estimates at t+30*« in »*Overview of GDP flash estimation methods*«.

Graf A

Ocene BDP za euroobmočje



Vir: Eurostat.

Opombe: Eurostat je predhodne prve ocene prvič objavil 29. aprila 2016, nanašale pa so se na prvo četrletje 2016. Predhodne prve ocene za prejšnja obdobja so iz publikacije Eurostata »*Euro area and European Union GDP flash estimates at 30 days*«. V tej analizi se uporabljajo ocene na dve decimalni mestni natančno. »Trenutna ocena« pomeni najnovejše podatke, ki so na voljo v statističnem skladisu ECB na dan 7. marca 2018. Prve ocene temelijo na sestavi euroobmočja v zadnjem času, medtem ko trenutne ocene temelijo na trenutni sestavi euroobmočja.

Predhodne prve ocene (t + 30) so se v primerjavi s prvimi ocenami (t + 45)

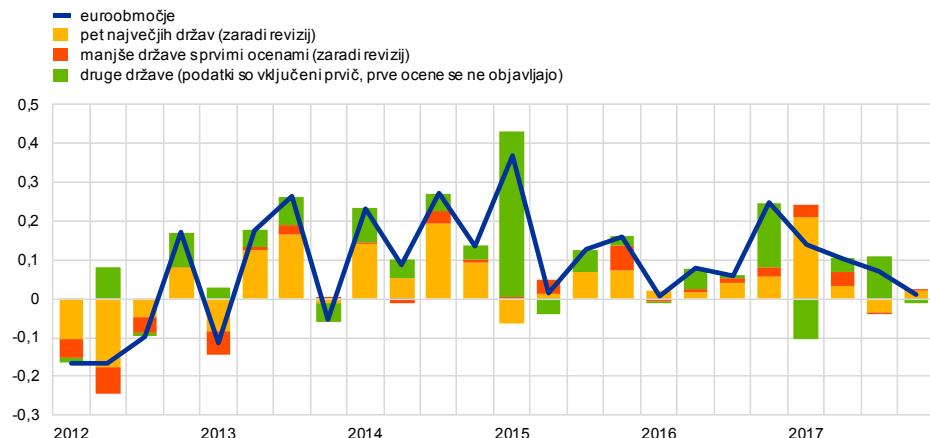
izkazale za dobre. Če pogledamo podatke od prvega četrletja 2012 do zadnjega četrletja 2017, se predhodne prve ocene povprečno ne razlikujejo od prvih ocen (glej graf A). Tudi po posameznih četrletjih ni videti posebej velikih razlik med ocenama. To kaže, da je prva ocena kljub hitrejši objavi zanesljiva. V končni fazi je seveda treba predhodno prvo oceno in prvo oceno primerjati z zadnjimi razpoložljivimi podatki o BDP, pri tem pa sta obe enako dobri, saj je povprečje obeh ocen 0,1 odstotne točke manjše od zadnjih razpoložljivih podatkov. Skladno s pričakovanji se revizija opravlja predvsem zaradi petih največjih držav, saj se nanje nanašajo podatki za več kot 80% BDP euroobmočja (glej graf B). Pri tem pa so pomembne tudi manjše države, in sicer (i) zaradi revizij njihovih prvih ocen ali (ii) zato, ker so podatki držav, ki podatke pripravljajo šele 60 dni ali več po koncu referenčnega četrletja, v agregat euroobmočja vključeni šele takrat. Štiri manjše države, ki ne pripravijo ocen v času t + 30 ali t + 45, so precej prispevale k revizijam na ravni euroobmočja, zlasti za prvo četrletje 2015, zadnje četrletje 2016 in tretje četrletje 2017.²¹

²¹ Revizije navedenih četrletij so bile večinoma posledica vključitve irskih podatkov v agregat euroobmočja. Zelo pomembna vloga multinacionalnih na Irskem in način, kako se evidentirajo njihova imetja produktov intelektualne lastnine (neopredmetena sredstva), sta v zadnjih letih povzročila povečano volatilnost stopenj rasti BDP.

Graf B

Prispevki k razlikam med prvimi ocenami t + 45 in zadnjimi razpoložljivimi podatki

(v odstotnih točkah)



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opomba: Pet največjih držav z vidika BDP je Nemčija, Španija, Francija, Italija in Nizozemska.

Statistični podatki za euroobmočje so se v zadnjih letih izboljšali, vendar pa številni izzivi še ostajajo. Uvedba predhodnih prvih ocen BDP v času t + 30 je ena največjih izboljšav v nacionalnih računih v zadnjih letih, ker so prve ocene na voljo prej, pri tem pa se ne izgubi zanesljivost. Za ECB je koristno, da so take ocene na voljo prej, ker jih redno uporablja v svojih analizah in makroekonomskih napovedih. Druge države euroobmočja bodo po pričakovanjih začele objavljati predhodne prve ocene BDP v prihodnjih letih,²² vendar pa število držav, ki objavljajo nacionalne ocene ali podrobno razčlenjene izdatkovne komponente v času t + 30, kratkoročno ne more zadostovati za temeljitejšo analizo makroekonomskih gibanj na ravni euroobmočja tako kmalu po koncu referenčnega četrtletja. Poleg tega so ekonomski statistični podatki, ki se uporabljajo v povezavi s predhodnimi prvimi ocenami, še vedno manj popolni in manj časovno ustrezeni na ravni euroobmočja, kot so v številnih posameznih državah euroobmočja in večjih trgovinskih partnericah zunaj euroobmočja (npr. v ZDA). Zato je pomembno, da se razvoj ustreznih statistik na ravni euroobmočja in na ravni držav nadaljuje, kar je tudi prednostna naloga. Pomembno je tudi, da se poveča kakovost izvornih podatkov, ki se uporabljajo kot podlaga za predhodne prve ocene (npr. kratkoročni statistični podatki o storitvah).²³ Zaradi teh izboljšav se bo povečala zanesljivost predhodnih prvih ocen, ki bodo postale uporabnejše, s tem pa bodo omogočile tudi podrobnejšo ekonomsko analizo.

²² V skladu s [koleidarjem objav ISTAT](#) bo Italija svoje predhodne prve ocene BDP prvič objavila 2. maja 2018.

²³ Glej tudi [mnenje ECB](#) o predlogu uredbe Evropskega parlamenta in Sveta o evropski statistiki podjetij ter o spremembi Uredbe (ES) št. 184/2005 in razveljavitvi desetih pravnih aktov na področju statistike podjetij (CON/2018/1), 2. 1. 2018.

6

Vloga sezonskosti in osamelcev v inflaciji, merjeni z indeksom HICP, brez hrane in energentov

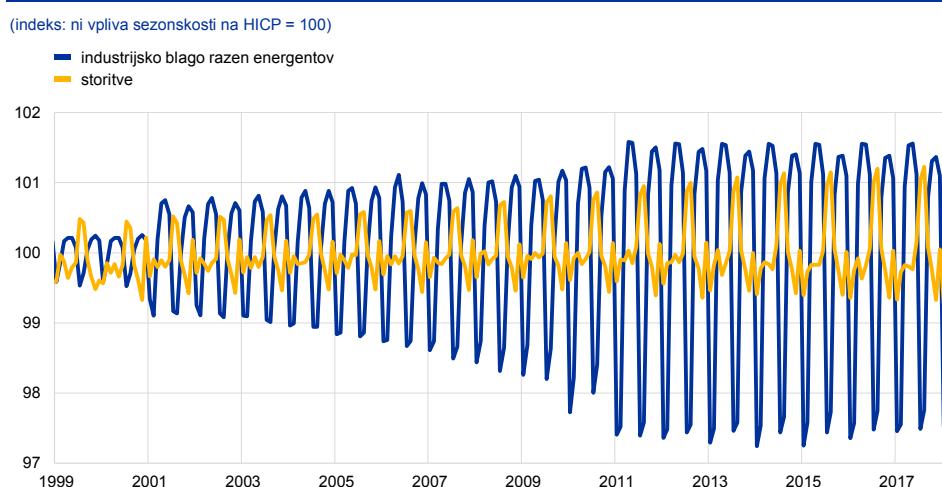
Pripravila Eliza Lis in Mario Porqueddu

Z merili osnovne inflacije je mogoče odmisiliti kratkoročno volatilnost v gibanju cen. Tako lahko na primer iz indeksa HICP izključimo močno volatilne postavke, kot so hrana in energenti. Inflacija brez hrane in energentov pa je lahko še vedno podvržena kratkoročni volatilnosti. V tem okvirju si bomo ogledali dva možna vira volatilnosti – spremembe v sezonskosti in idiosinkratične spremembe cen (v nadaljevanju »osamelci«) – in ocenili, v kolikšni meri je mogoče z njima pojasniti nedavno kratkoročno volatilnost v dinamiki inflacije brez energentov in hrane v euroobmočju.

Sezonska nihanja indeksa HICP euroobmočja brez hrane in energentov postajajo vse izrazitejša. Sezonska nihanja sama po sebi ne vplivajo na medletno stopnjo inflacije, spremembe v sezonskem dejavniku pa vplivajo. Čeprav je izrazitejša sezonskost v veliki meri posledica metodoloških sprememb, pa je deloma očitno povezana tudi s splošnejšim dogajanjem.²⁴ Izrazitejša sezonskost je vidna tako pri skupini industrijskega blaga razen energentov kot pri skupini storitev v indeksu HICP (glej graf A).

Graf A

Sezonski dejavnik za industrijsko blago razen energentov in storitve v indeksu HICP euroobmočja



Viri: Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Sezonski dejavnik je izračunan kot količnik med nedesezonirano in desezonirano časovno vrsto. Številka nad (pod) 100 pomeni pozitivni (negativni) vpliv sezonskosti na skupino industrijskega blaga razen energentov in na skupino storitev v indeksu HICP.

Vpliv sezonskosti na skupino industrijskega blaga razen energentov in na skupino storitev se nanaša predvsem na cene oblačil oziroma s potovanji povezanih storitev. Sezonske razprodaje oblačil navadno potekajo v zimskih

²⁴ Za definicijo »sezonskosti« glej okvir z naslovom »Harmonised Index of Consumer Prices – Easter effects and improved seasonal adjustment«, *Economic Bulletin*, številka 3, ECB, 2016.

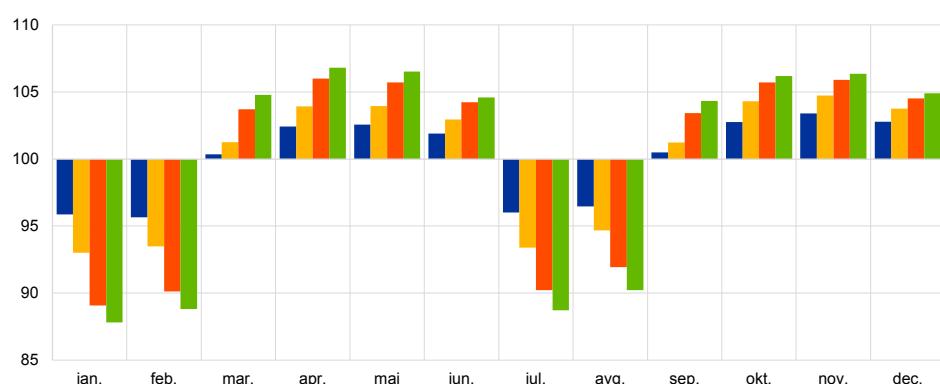
mesecih, tj. januarju in februarju, in v poletnih mesecih, tj. juliju in avgustu (glej graf B).²⁵ Zgodnejši (poznejši) začetek obdobja razprodaj lahko torej pomeni močnejšo (šibkejšo) medmesečno spremembo cen kot v prejšnjem letu in zato tudi močnejše začasno zmanjšanje (povečanje) medletne stopnje inflacije. Vpliv sezonskosti na cene oblačil je znatno večji od leta 2001 naprej, še posebej zaradi učinkovitejšega zbiranja cen, izboljšanih metod za sestavljanje spremenjenih cen zimskih in poletnih oblačil in – po letu 2010 – tudi zaradi uvedbe nove uredbe o obravnavanju sezonskih izdelkov.²⁶ Sezonskost cen s potovanji povezanih storitev (npr. počitnice v paketu, nastanitev in zračni prevoz) pomeni velike spremembe cen predvsem v poletnih in zimskih mesecih (glej graf C).²⁷ Glede na razmeroma velik pomen oblačil in s potovanji povezanih storitev v indeksu HICP brez hrane in energentov (okoli 12%) lahko odkloni od običajnega sezonskega vzorca močno vplivajo na medletno inflacijo.

Graf B

Sezonski dejavnik za oblačila v indeksu HICP euroobmočja

(indeks: ni vpliva sezonskosti na HICP = 100, srednje vrednosti)

- 2001-2005
- 2006-2009
- 2010-2013
- 2014-2018



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: Cene oblačil se nanašajo na indeks cen oblek v indeksu HICP. Obdobje 2014–2018 zajema podatke do vključno januarja 2018. Sezonski dejavnik je izračunan kot količnik med nedesezonirano in desezonirano časovno vrsto. Avtorja za desezoniranje časovne vrste uporabljata postopek X12-regArima.

²⁵ Medtem ko sta glavni dejavnik močne sezonskosti cen oblačil Italija in Španija, je v Nemčiji in Franciji opaziti manj izrazito sezonsko dinamiko.

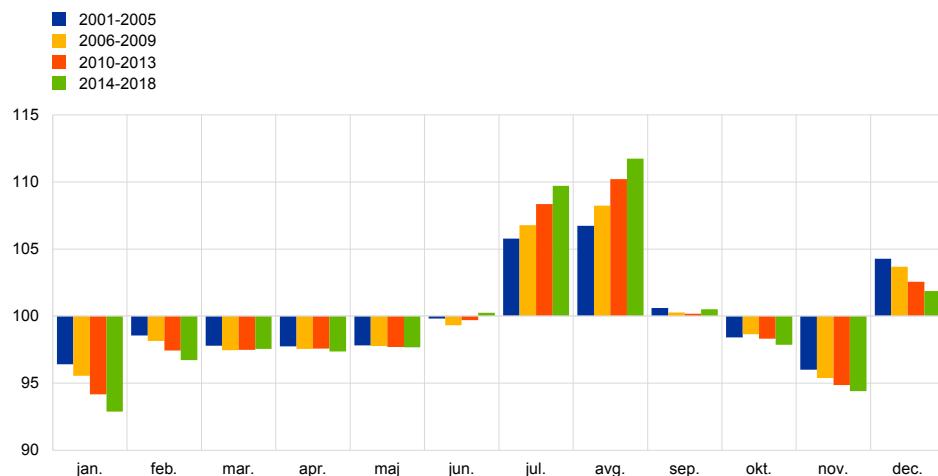
²⁶ Glej okvir z naslovom »Methodological changes in the compilation of the HICP and their impact on recent data«, *Monthly Bulletin*, ECB, april 2011.

²⁷ Kar zadeva s potovanji povezane storitve, je sezonskost v Franciji najizrazitejša v poletnih mesecih, v Nemčiji pa skozi celo leto, kar je v tej državi predvsem posledica izrazito sezonskega vzorca pri počitnicah v paketu. Točen čas začetka poletnih počitnic se iz leta v leto spreminja. Vpliv te spremembe pa že po definiciji ne bo zajet v sezonskem dejavniku.

Graf C

Sezonski dejavnik za s potovanji povezane postavke v indeksu HICP euroobmočja

(indeks: ni vpliva sezonskosti na HICP = 100, srednje vrednosti)



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Opombe: S potovanji povezane postavke zajemajo počitnice v paketu, nastanitvene storitve in zračni prevoz. Obdobje 2014–2018 zajema podatke do vključno januarja 2018. Sezonski dejavnik je izračunan kot količnik med nedesezonirano in desezonirano časovno vrsto. Avtorja za desezoniranje časovne vrste uporabljal postopek X12-regArima.

Na dinamiko inflacije brez hrane in energentov vplivajo tudi osamelci.

Osamelce lahko opredelimo kot nenavadne spremembe cen, ki so statistično precej nad ali pod povprečno spremembijo v danem mesecu (po preverjanju sezonskih ali koledarskih vplivov) in so navadno povezane s konkretnimi dogodki.²⁸ Med značilnimi primeri takih dogodkov velja omeniti spremembijo stopnje DDV ali neki administrativni ukrep, pa tudi organizirane mednarodne dogodke, kot so svetovni sejmi (expo) ali olimpijske igre. V grafu D je prikazana razčlenitev vpliva tako opredeljenih osamelcev.²⁹ Prispevek osamelcev k inflaciji brez hrane in energentov je v letu 2017 znašal približno 0,1 odstotne točke, kar je največji neto negativni prispevek v vzorcu 2001–2017. To je bila posledica znižanja prispevkov za socialno varnost v Nemčiji januarja 2017, povečanja števila tistih, ki so izvzeti iz plačila univerzitetne šolnine v Italiji, oktobra 2017 in znižanja premij za transportno zavarovanje v Nemčiji oktobra 2017.

²⁸ Za ta okvir smo osamelce ugotavljali z uporabo avtoregresijskih integriranih drsečesredinskih (ARIMA) modelov (v skladu z X13-regArima). Prikazan je samo vpliv tistih osamelcev, ki sodijo v skupino sprememb ravnih, saj obstaja določena verjetnost, da ugotovljenih aditivnih osamelcev morda ne bi bilo mogoče v zadostni meri razlikovati od sprememb sezonskosti. Pri postavkah, na katere sezonskost ne vpliva, smo osamelce določili kot medmesečne spremembe, ki so tri standardne odklone od povprečja, kar je blizu kritične vrednosti, uporabljene v postopku regArima.

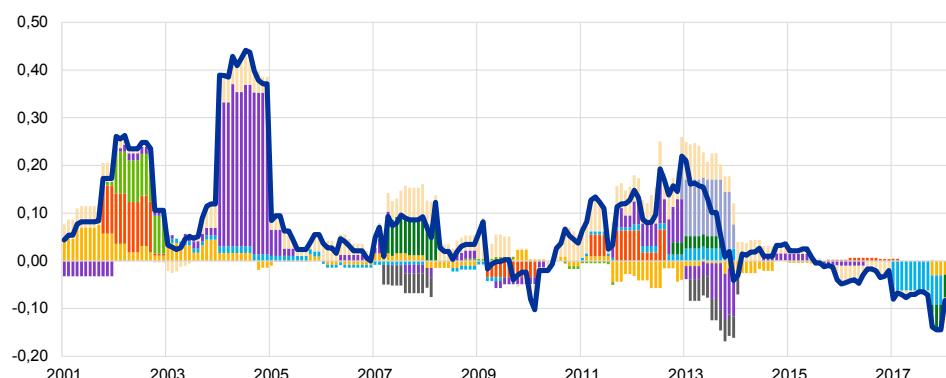
²⁹ Osamelci so določeni za vsako od 72 postavk iz indeksa HICP euroobmočja brez hrane in energentov posebej. Agregirana vrednost teh osamelcev se lahko razlikuje od agregirane vrednosti, ki izhaja iz desezoniranja in prilagajanja za število delovnih dni, ki ju ECB opravi na indeksu HICP euroobmočja brez komponente hrane in energentov ter na storitvah in industrijskem blagu razen energentov. To je posledica povečane verjetnosti, da bodo osamelci na bolj dezagregirani ravni cen.

Graf D

Prispevek osamelcev k medletni inflaciji brez hrane in energentov

(v odstotnih točkah)

- skupaj
- zavarovalne in finančne storitve
- oblačila in obutev
- restavracije, kavarne in menze
- socialna zaščita
- izobraževanje
- farmacevtski izdelki in medicinske storitve
- oprema za telefon in telefaks ter storitve
- nastanitvene storitve
- druge postavke



Viri: Eurostat in izračuni strokovnjakov ECB.

Vpliv osamelcev na medletno stopnjo inflacije je navadno kratkotrajen. Vpliv nenavadne spremembe cen v primerjavi s preteklim mesecem se bo čutil na stopnji inflacije v obdobju enega leta, razen če ne bo razmeroma hitro ponovno absorbiran v sledečem mesecu oziroma sledečih mesecih, pri čemer se lahko tedaj pojavi osamelci v drugi smeri. Kot primer lahko navedemo zelo milo zimo brez snega v zimskošportnih regijah, ki pomeni manjše povpraševanje po nastanitvenih storitvah in manjše zvišanje cen v primerjavi z običajno dinamiko. Ker pa je pogostnost določanja cen pri večini postavk, upoštevanih v grafu D, navadno nizka, kar še posebej velja za nadzorovane cene, je sprememba cen, ki velja za osamelca, večinoma prava sprememba ravni z vplivom na inflacijo, ki izgine šele po enem letu.

Vse izrazitejša sezonskost in osamelci povečujejo možnost za presenečenja v gibanju inflacije. Zaznavanje in ocenjevanje nenavadnih sprememb v sezonskih vzorcih in osamelcev sta pomembna za kratkoročno napovedovanje, če želimo iz konjunkturnega nihanja in srednjeročnih do dolgoročnih trendov izluščiti kratkotrajne šoke. V praksi to pomeni, da so osamelci zato, ker so nepričakovani in enkratni, pogosto mehansko vključeni v posodabljanje napovedi kratkoročnega gibanja inflacije – kar pomeni, da ostaja medmesečna dinamika za sledeče mesece v primerjavi s prejšnjo napovedjo nespremenjena. Pri tem pa obstaja tveganje, da bi spregledali, da je osamelec pravzaprav prvi znak za spremembo trenda, oziroma da se lahko prek nasprotrega gibanja tudi zelo hitro izteče.

Naravnost fiskalne politike v preteklih obdobjih ekspanzije

Pripravili Maria Grazia Attinasi, Alessandra Anna Palazzo in Beatrice Pierluigi

Gospodarska aktivnost v euroobmočju in večini sodelujočih držav članic se je vrnila na predkrizno raven in se trenutno povečuje. V zadnjih štirih letih je postopni premik k široko osnovani in samospodbujajoči gospodarski rasti spremljala približno nevtralna naravnost fiskalne politike v agregatu euroobmočja. To z drugimi besedami pomeni, da diskrekske politike niso niti močno spodbujale gospodarstva niti niso zavirale rasti v euroobmočju kot celoti. Ob vse trdnejši in stabilnejši gospodarski rasti bi bila morda za euroobmočje primerna bolj proticiklična naravnost. Argumenti v prid proticiklični fiskalni politiki, ki so predstavljeni v literaturi,³⁰ v bistvu temelijo na tem, da je treba v dobrih gospodarskih časih izboljšati fiskalni položaj in s tako ustvarjenim fiskalnim manevrskim prostorom podpirati gospodarstvo med recesijo, ne da bi to zaviralo vplivalo na vzdržnost dolga. V euroobmočju morajo države zaradi pomembne vloge samodejnih stabilizatorjev pri zagotavljanju proticikličnosti svoje politike izvajati v skladu s svojimi zavezami iz Pakta za stabilnost in rast. Tako bodo lahko ponovno vzpostavile fiskalne blažilnike, zmanjšale zadolženost in ohranjale vzdržno fiskalno politiko.

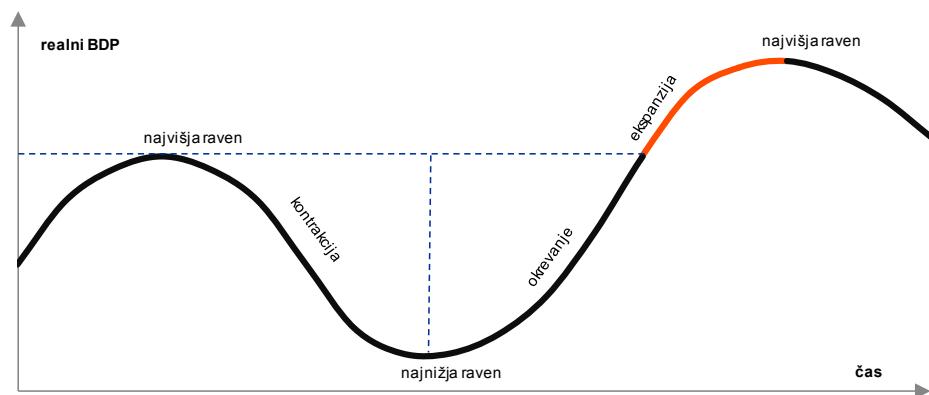
Ta okvir obravnava naravnost fiskalne politike v preteklih obdobjih ekspanzije in to, v kolikšni meri so se dobri gospodarski časi izkoristili za vzpostavitev fiskalnih blažilnikov. Za namene tega okvirja je ekspanzija obdobje, ki traja od takrat, ko se BDP vrne na svojo najvišjo raven, ki jo je dosegel pred obdobjem kontrakcije, do takrat, ko doseže naslednjo najvišjo raven.³¹ Ta del cikla pogosto imenujemo ekspanzija, da bi ga razlikovali od faze okrevanja, tj. obdobja, ko se BDP s ciklične najnižje ravni ponovno zviša na prejšnjo najvišjo raven (glej graf A). Obdobja ekspanzije lahko opišemo tudi tako, da določimo obdobja, ko je proizvodna vrzel pozitivna, rast dejanskega BDP pa višja od rasti potencialnega BDP.

³⁰ Glej med drugim Taylor, John B., »Reassessing Discretionary Fiscal Policy«, *The Journal of Economic Perspectives*, 14, št. 3, 2000, str. 21–36, in novejšo razpravo v »Now is the time: Fiscal policies for sustainable growth«, *Fiscal Monitor*, MDS, Washington, april 2015.

³¹ Ciklične najnižje in najvišje ravni se ugotavljajo po Bry-Boschanovem postopku za določanje realnega BDP s četrletno frekvenco. Več podrobnosti je v Harding in Pagan, »Dissecting the cycle: a methodological investigation«, *Journal of Monetary Economics*, 49, št. 2, 2002, str. 365–381.

Graf A

Poenostavljen prikaz gospodarskega cikla



Opombe: Rdeče obarvani del krivulje (»ekspanzija«) označuje obdobje od takrat, ko se BDP vrne na svojo prejšnjo najvišjo raven, do takrat, ko po stalnem povečevanju doseže naslednjo najvišjo raven. Kontrakcija je opredeljena kot obdobje, v katerem je rast BDP najmanj dve zaporedni četrletiji negativna.

Euroobmočje je bilo med letoma 1996 in 2007 v dolgem obdobju ekspanzije (glej tabelo A). V tem obdobju je realni BDP euroobmočja v povprečju dosegal 2,4-odstotno medletno rast. Med petimi največjimi državami so daljše obdobje ekspanzije izkusile Francija, Španija in Nizozemska, pri čemer sta Španija in Nizozemska dosegali precej višjo povprečno rast BDP kot Francija. Zelo dolgo obdobje ekspanzije v Nemčiji in Italiji je bilo na začetku prvega desetletja tega stoletja prekinjeno, a se je od približno sredine desetletja nadaljevalo ter nato trajalo vse do leta 2007. Izmed petih največjih držav euroobmočja je bila v obdobju ekspanzije pred veliko recesijo najnižja povprečna rast realnega BDP dosežena v Italiji. V zadnjih letih je bila Nemčija edina država, ki je bila takoj po finančni in gospodarski krizi iz let 2008 in 2009 v kratkotrajnem obdobju ekspanzije.

Tabela A

Naravnost fiskalne politike in javnofinančna gibanja v obdobjih ekspanzije

Obdobja ekspanzije	Povprečna letna naravnost fiskalne politike	Ciklično prilagojeni primarni saldo		Javni dolg		Primarni saldo	Rast realnega BDP	Proizvodna vrzel
		začetek	konec	začetek	konec			
euroobmočje		(% BDP)						(%)
I 1996–I 2008	0,0	-0,5	0,7	70,8	64,9	1,4	2,4	0,6
Nemčija								
I 1996–II 2001	0,6	0,4	3,3	54,8	58,9	1,3	1,9	0,0
II 2005–I 2008	0,6	0,0	1,8	64,8	63,7	1,1	2,6	-0,1
I 2011–III 2012	1,5	-0,6	1,2	80,9	79,8	1,9	2,5	0,5
Francija								
I 1996–I 2008	-0,1	-0,7	-1,7	55,8	64,3	0,2	2,3	0,8
Italija								
I 1996–I 2001	0,0	3,9	4,0	116,9	105,1	5,0	2,0	0,3
IV 2003–I 2008	0,1	1,5	1,9	100,5	99,8	1,4	1,5	1,4
Španija								
I 1996–II 2008	0,2	-0,8	1,9	61,7	35,6	2,0	3,8	1,7
Nizozemska								
I 1996–II 2008	0,3	-2,8	0,8	73,6	42,7	2,4	3,0	0,0

Viri: Evropska komisija, Eurostat in izračuni ECB.

Opombe: Obdobja ekspanzije označujejo četrletja, ki trajajo od takrat, ko se BDP vrne na svojo najvišjo raven, ki jo je dosegel pred obdobjem kontrakcije, do takrat, ko doseže naslednjo najvišjo raven. Povprečna letna naravnost fiskalne politike je izračunana kot povprečna medletna sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda. Ker so podatki o ciklično prilagojenem primarnem saldu na voljo od leta 1995 in zato podatki o naravnosti fiskalne politike od leta 1996, je določeno, da se je prva ekspanzivna faza začela v prvem četrletju 1996. Vendar pa je realni BDP euroobmočja predkrizno najvišjo raven dosegel v drugem četrletju 1994. Kazalniki se nanašajo na podatke za konec leta, kadar se ekspanzija konča od trejtega četrletja dalje. Za Nemčijo in euroobmočje je ciklično prilagojeni primarni saldo v letu 1995 popravljen zaradi velikega enkratnega vpliva vključitve agencije Treuhandanstalt (tj. skrbniške agencije, ustanovljene za namen privatizacije podjetij iz nekdanje Nemške demokratične republike) v nemški zvezni proračunu.

V obdobju pred finančno krizo je bila naravnost fiskalne politike v euroobmočju v povprečju nevtralna.³² Kar zadeva posamezne države, je bila naravnost fiskalne politike, opredeljena kot sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda, v Španiji, Italiji in Franciji približno nevtralna, na Nizozemskem rahlo kontrakcijska in v Nemčiji bolj proticiklična³³ (glej tabelo A). Ker je bila močna tudi rast BDP, se je v Španiji in na Nizozemskem precej zmanjšala zadolženost. Nasprotno se je v Franciji povečala, zlasti zaradi vztrajno negativnega ciklično

³² Z naravnostjo fiskalne politike merimo učinek vladne politike na proračunski saldo. Glavni kazalnik za merjenje tega učinka je ciklično prilagojeni primarni saldo (tj. nominalni saldo brez plačil obresti in ciklične komponente), ki pa zaradi negotovosti glede merjenja proizvodne vrzeli in dejstva, da lahko nanj vplivajo dejavniki, nad katerimi vlada nima nadzora, ne more biti idealen pokazatelj vladnega napora. Ti dejavniki vključujejo javnofinančne prihodke in socialne prispevke, odvisne od izhodišč, ki se pogosto gibljejo nekoliko drugače kot BDP, tako da standardne elastičnosti davkov ne veljajo. V zadnjem času oceno fiskalnega napora dopolnjuje analiza »od spodaj navzgor«, ki omogoča podrobnejšo kvantifikacijo vladnega napora z vidika ukrepov na strani prihodkov in odhodkov. Več podrobnosti je v članku z naslovom »The assessment of fiscal effort«, Monthly Bulletin, ECB, oktober 2014.

³³ Naravnost fiskalne politike, ki znaša med -0,2% in 0,2% BDP, navadno velja za približno nevtralno. V analizi, predstavljeni v tem okvirju, so uporabljeni naknadni podatki. Upoštevati je treba, da v primerjavi s podatki v realnem času naknadni podatki kažejo poslabšanje ciklično prilagojenega salda v državah euroobmočja, ker je bil potencialni proizvod v obdobju ekspanzije 1996–2007 naknadno popravljen navzdol. To pomeni, da bi podatki v realnem času pokazali bolj proticiklično naravnost kot naknadni podatki.

prilagojenega primarnega salda v celotnem obdobju ekspanzije. Poudariti je treba, da je imela Italija v obdobju ekspanzije 1996–2000 nekoliko velik primarni presežek, zato je precej zmanjšala svojo zadolženost. Vseeno teh rezultatov v poznejšem obdobju ekspanzije 2003–2007 ni ponovila, saj je bila povprečna rast realnega BDP rahlo šibkejša, primarni presežek pa precej manjši. Nemčija izstopa kot država, ki v ekspanzivnih fazah vedno znova dosega najvišjo stopnjo proticikličnosti.

S preprostim pristopom »fiskalne reakcijske funkcije« je mogoče ugotoviti glavne dejavnike, ki vplivajo na diskrekijske politike. Iz relevantne literature³⁴ je razvidno, da lahko na nosilce ekonomske politike pri izbiri ustrezne naravnosti fiskalne politike vplivajo (i) raven zadolženosti, saj bo morda zaradi visoke stopnje zadolženosti potrebna konsolidacija, da bi zagotovili vzdržnost; (ii) izhodiščna raven primarnega salda, saj višja izhodiščna raven primarnega salda pomeni manjšo potrebo po vzpostavitvi fiskalnih blažilnikov; (iii) dejavniki, povezani z volitvami, saj se lahko fiskalne politike uporabijo za pridobivanje volilne podpore med volitvami; (iv) gospodarski cikel, saj lahko vlade v dobrih gospodarskih časih za spopadanje s posledicam naslednje recesije vzpostavijo fiskalne blažilnike.

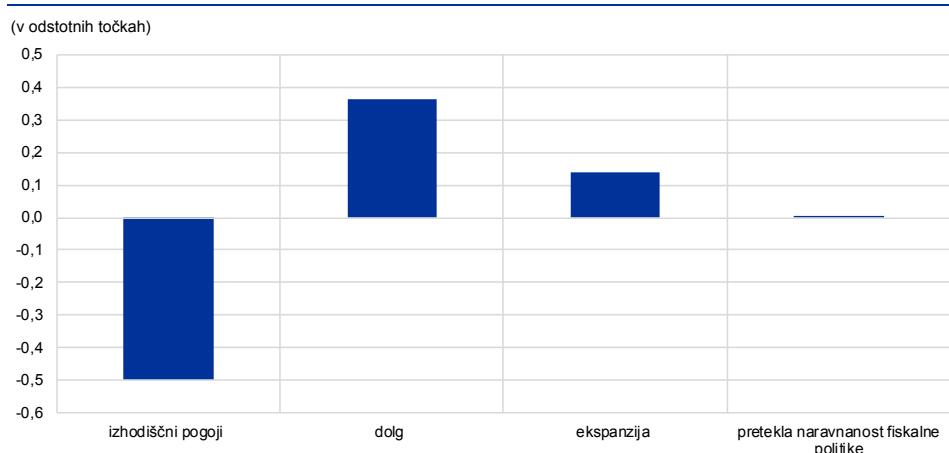
Videti je, da je ocenjena fiskalna reakcijska funkcija skladna z opisnimi podatki, predstavljenimi v tabeli A. V grafu B je prikazan relativni učinek, ki ga imajo statistično pomembne pojasnjevalne spremenljivke, dobljene na podlagi ocen fiskalne reakcijske funkcije,³⁵ na napovedano naravnost fiskalne politike. Spremenljivke potrjujejo ugotovitve iz literature, in sicer da je raven zadolženosti na splošno naravnost fiskalne politike vplivala pozitivno (tj. v smislu bolj zaostrene naravnosti fiskalne politike), izhodiščna raven primarnega salda pa negativno (tj. v smislu bolj ekspanzivno naravnane fiskalne politike). Poleg tega je iz grafa B razvidno, da je naravnost fiskalne politike ponavadi relativno bolj zaostrena tudi v obdobjih gospodarske ekspanzije, kot je opredeljena v tem okviru.

³⁴ Glej Turrini, A., »Fiscal policy and the cycle in the Euro Area: The role of government revenue and expenditure», *Economic Papers*, št. 323, 2008; Checherita-Westphal, C., in Žďárek, V., »Fiscal reaction function and fiscal fatigue: evidence for the euro area», *Working Paper Series*, št. 2036, ECB, 2017; Golinelli, R., Mammi I., Momigliano, S. in Rizza, P., »The Cyclicalities of Fiscal Policy in the Euro Area over the Crisis» v *Proceedings of the 19th Workshop on Public Finance*, Banca d'Italia, 2017, mimeo.

³⁵ Po pristopu fiskalne reakcijske funkcije se naravnost fiskalne politike (tj. sprememba ciklično prilagojenega primarnega salda) oceni kot funkcija: (i) odložene naravnosti fiskalne politike, (ii) odložene ravni ciklično prilagojenega primarnega salda, (iii) odložene ravni zadolženosti ter (iv) slepe spremenljivke, ki v letih gospodarske ekspanzije (kot je opredeljena v opombi k grafu A), znaša 1, sicer pa 0. To razmerje se oceni za vzorec petih največjih držav euroobmočja v obdobju 1996–2017, in sicer po metodi analize panelnih podatkov s fiksнимi učinki in po metodi instrumentalnih spremenljivk, da bi se upoštevala potencialna endogenost. Nadaljnja preverjanja robustnosti vključujejo ocenjevanje z dinamično osplošeno metodo momentov (GMM).

Graf B

Prispevek k naravnost fiskalne politike (1996–2017)



Opombe: Stolpci ponazarjajo relativni učinek posamezne pojasnjevalne spremenljivke, upoštevane v ocenah funkcije fiskalnega odziva, na naravnost fiskalne politike (tj. spremembo ciklično prilagojenega primarnega salda). Za vsako spremenljivko se relativni učinek izračuna kot zmnožek ocenjenega koeficiente in povprečne vrednosti te spremenljivke, ki se upošteva kot razmerje med napovedano vrednostjo naravnosti fiskalne politike. Ocene koeficientov so bile pridobljene po panelni metodi fiksnih členkov fiskalne reakcijske funkcije (glej opombo 35). Nadaljnja preverjanja robustnosti vključujejo ocenjevanje z dinamično pospoljeno metodo momentov (GMM), da bi se upoštevala potencialna endogenost zaradi vključitve odloženih odvisnih spremenljivk med pojasnjevalne spremenljivke. Uporabljeni instrumenti so odložene vrednosti endogenih spremenljivk. Rezultati so robustni za različne specifikacije modela. Število opazovanj = 100. Izhodiščni pogoji vključujejo odloženo raven ciklično prilagojenega primarnega salda in konstanto.

Rahlo proticiklična ali približno nevtralna naravnost fiskalne politike, ki je prevladovala v ekspanzivni fazi pred finančno krizo, ni zadostovala za vzpostavitev ustreznih blažilnikov za naslednjo recesijo. Znotraj okvira EU za javnofinanco upravljanje morajo vse države EU dosegati vzdržno raven zadolženosti, hkrati pa zagotavljati, da imajo v svojih proračunih dovolj manevrskega prostora in varnostno rezervo, ki preprečuje, da bi ob negativnih šokih kršile fiskalna pravila EU.³⁶ Euroobmočje v zelo dolgem obdobju ekspanzije pred finančno in gospodarsko krizo iz let 2008 in 2009 ni vzpostavilo zadostnih fiskalnih blažilnikov, saj je bil ciklično prilagojeni proračunski saldo (tj. nominalni proračunski saldo brez ciklične komponente, glej graf C) nenehno negativen, pri čemer je ob nastopu krize znašal –2,8%. V poznejšem obdobju 2008–2010 se je po podatkih Evropske komisije ciklično prilagojeni proračunski saldo dodatno poslabšal za skoraj 3 odstotne točke BDP (v letu 2010 je tako dosegel –5,8%), delež javnega dolga v razmerju do BDP pa povečal za skoraj 20 odstotnih točk BDP. Na podlagi teh izkušenj in zaradi dolga iz preteklosti, ki se je nakopičil med recesijo z dvojnim dnom, je videti, da imajo države euroobmočja dober razlog, da v skladu s Paktom za stabilnost in rast trenutne ugodne gospodarske razmere izkoristijo za ponovno vzpostavitev zadostnih fiskalnih blažilnikov. V zvezi s tem je treba spomniti na ugotovitev Euroskupine iz novembra 2017, da je zgolj omejena struktorna javnofinanco prilagoditev, ki se v nekaterih državah članicah pričakuje v letu 2018, skrb zbujoča, zlasti v povezavi z velikimi tveganji za vzdržnost.³⁷ Euroskupina je

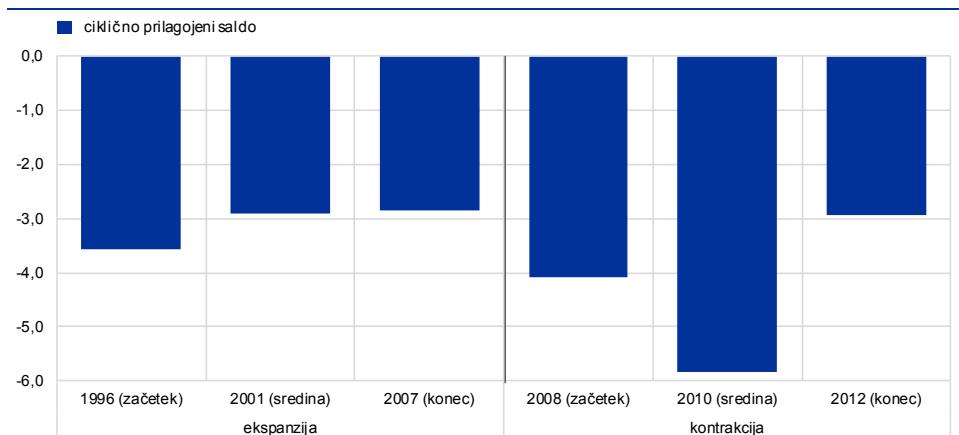
³⁶ Ta zahteva se od leta 2005 izvaja tako, da se od držav zahteva približevanje njihovemu srednjoročnemu cilju, tj. strukturno uravnoteženemu ali približno uravnoteženemu proračunu. Ker se ta analiza začne pred uvedbo strukturnega salda, se raven ciklično prilagojenega proračunskega salda ob koncu vsakega obdobja ekspanzije uporablja kot približek za to, koliko so države vzpostavile fiskalne blažilnike.

³⁷ Glej okvir z naslovom »Ocena osnutkov proračunskih načrtov za leto 2018«, *Ekonomski bilten*, številka 8, ECB, 2017.

vse države članice, pri katerih po mnenju Komisije obstaja tveganje, da ne bodo izpolnile zahteve iz Pakta za stabilnost in rast, pozvala, naj pravočasno razmislijo o uvedbi potrebnih dodatnih proračunskih ukrepov, s katerimi bi zagotovile skladnost v letu 2018.

Graf C

Ciklično prilagojeni proračunski saldo euroobmočja v prejšnjem obdobju ekspanzije in kontrakcij
(v odstotkih BDP)



Vir: Evropska komisija.
Opombe: Ekspanzija in kontrakcija sta opredeljeni v opombi k grafu A. Sredina se nanaša na leto sredi obdobja ekspanzije in kontrakcije.

Ocena Evropske komisije o makroekonomskih neravnotežijh in napredku pri izvajanju reform

Pripravil Nico Zorell

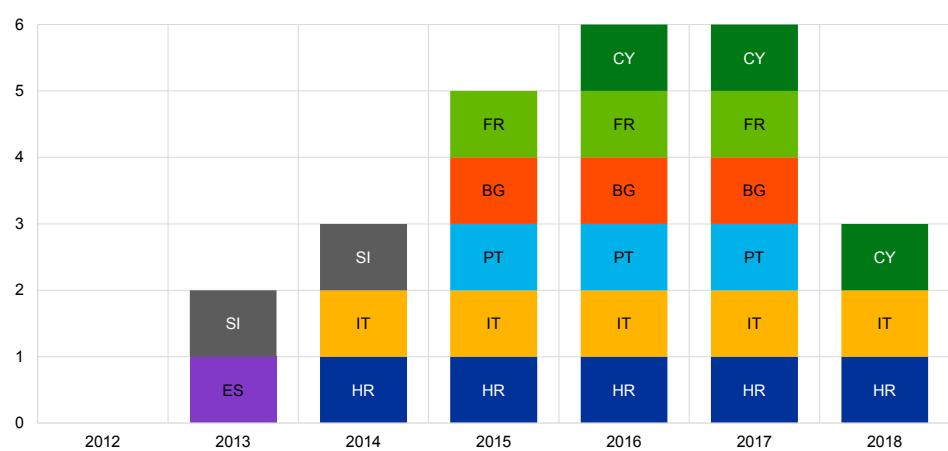
Ocena Evropske komisije, pripravljena leta 2018, o makroekonomskih neravnotežijh in napredku pri izvajanju reform potrjuje, da so v številnih državah članicah EU potrebna večja prizadevanja za bolj vzdržno spodbujanje gospodarske rasti in odpornosti.

Ocena Komisije, ki je bila objavljena 7. marca 2018, je del evropskega semestra in postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Evropski semester je okvir, znotraj katerega se usklajujejo ekonomske in javnofinančne politike po vsej EU. Znotraj tega okvira je cilj postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji preprečiti nastanek škodljivih makroekonomskih neravnotežij v državah članicah EU in jih odpraviti, kadar so ocenjena kot čezmerna. Evropska komisija po začetnem pregledu vsako jesen na podlagi standardizirane preglednice izvede poglobljeni pregled izbranih držav. Če je ugotovljeno, da neravnotežja obstajajo, zadevna država članica prejme priporočila glede ekonomske politik v okviru preventivnega dela postopka. Komisija lahko pri neravnotežijh, ki so ocenjena kot čezmerna, pospeši postopek tako, da s priporočilom Svetu Evropske unije sproži postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji. V okviru tega korektivnega dela mora zadevna država članica zagotoviti načrt korektivnih ukrepov, lahko pa se ji naložijo tudi finančne sankcije.

Ocena Komisije leta 2018 kaže na postopno zmanjševanje makroekonomskih neravnotežij v državah članicah EU. Število držav, pri katerih je Komisija ugotovila čezmerna neravnotežja, se je od uvedbe postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji v letu 2011 prvič zmanjšalo. V tej skupini sedaj ostajajo samo tri države članice (Hrvaška, Italija in Ciper) (glej graf A). V zadnji treh letih je ta skupina vključevala tudi Bolgarijo, Francijo in Portugalsko, vendar po izboljšanju Komisija sedaj ocenjuje, da te države nimajo čezmernih neravnotežij, ampak samo neravnotežja (glej tabelo A). Ista klasifikacija še naprej velja tudi za Nemčijo, Irsko, Španijo, Nizozemsko in Švedsko, in to kljub novejšemu napredku teh držav pri zmanjševanju nekaterih neravnotežij. V primeru Slovenije je Komisija sklenila, da lani ugotovljena neravnotežja ne obstajajo več. Komisija ni odkrila znakov makroekonomskih neravnotežij v 16 državah članicah, in sicer v Sloveniji ter v državah, ki v prvi fazi postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji niso bile izbrane za poglobljeni pregled.

Graf A

Države članice EU z ocenjenimi čezmernimi neravnotežji



Vir: Evropska komisija.

Opombe: Graf prikazuje tiste države, pri katerih je Evropska komisija v posameznem letu ugotovila, da imajo »čezmerna neravnotežja«. Država, v kateri se izvaja program gospodarskih prilagoditev, po zaključku tega programa avtomatično vstopi v postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji. Leta 2012 ni bila nobena država ocenjena, da ima čezmerna neravnotežja.

Tabela A

Zaključki Komisije v okviru postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji 2018

(1) Ni neravnotežij	(2) Neravnotežja	(3) Čezmerna neravnotežja	(4) Čezmerna neravnotežja in uporaba korektivnega dela (PČN)
BE	MT	BG	HR
CZ	AT	DE	IT
DK	PL	IE	CY
EE	RO	ES	
LV	SK	FR	
LT	SI	NL	
LU	FI	PT	
HU	UK	SE	

Vir: Evropska komisija.

Opombe: Štiri obarvane države so tiste, pri katerih je Evropska komisija leta 2018 izboljšala klasifikacijo v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji (bodisi od »čezmernih neravnotežij« na »neravnotežja« bodisi od »neravnotežij« na »ni neravnotežij«). Grčija trenutno ni v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, ker je v programu gospodarskih prilagoditev PČN – postopek v zvezi s čezmernimi neravnotežji.

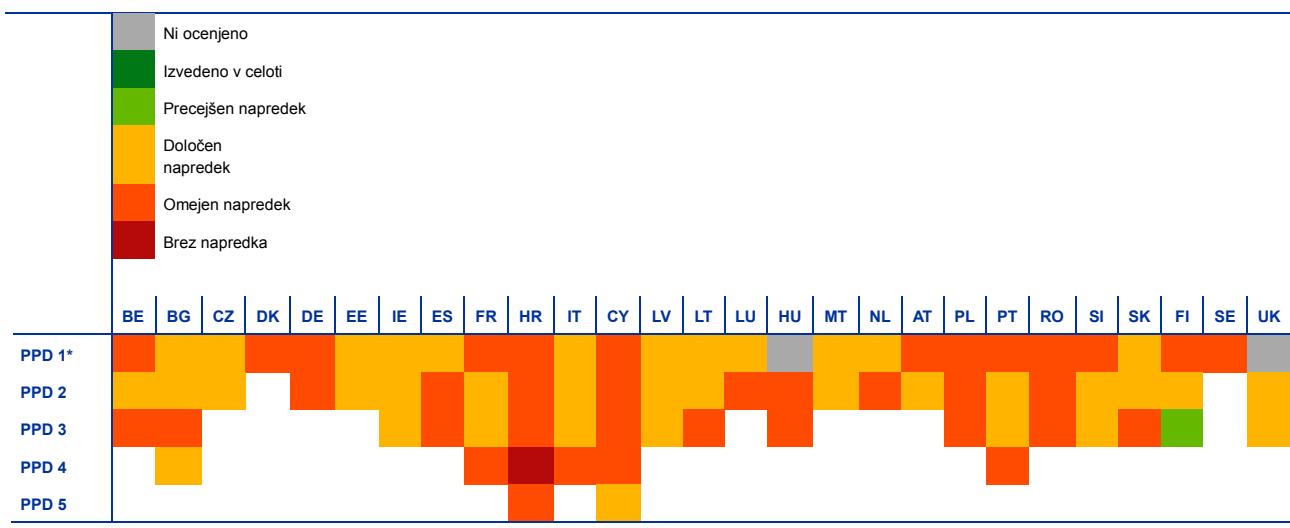
Nedavno izboljšanje makroekonomskih neravnotežij je deloma ciklično, saj je rezultat nadaljevanja gospodarske konjunkture v EU. Močnejši zagon rasti je neposredno in posredno prispeval k odpravljanju neravnotežij. Neposredno je omogočil lažje razdolževanje podjetij in gospodinjstev ter upad brezposelnosti. Posredno pa je zagotovil znižanje neravnotežij pri količnikih, ki so ponavadi izraženi v razmerju do nacionalnega gospodarskega proizvoda. Tako se je javna, zasebna in zunanjza zadolženost v večini držav članic EU še naprej zmanjševala. Poleg tega je še naprej upadala tudi skupna brezposelnost (in zlasti brezposelnost mladih), k čemur so v nekaterih državah prispevale reforme na trgu dela, izvedene v prejšnjih letih.

Komisija je kljub temu izboljšanju izrecno posvarila pred tveganji, ki izhajajo iz obstoječih velikih neravnotežij pri količnikih. Tako ostaja javna, zasebna in zunanjega zadolženost v več državah članicah precej nad predkrizno ravnijo, kar je lahko vir ranljivosti na negativne šoke v prihodnosti. To terja nadaljnje natančno spremljanje držav, ki so v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, čeprav njihova neravnotežja niso več ocenjena kot čezmerna.

Strukturne reforme so nujne za vzdržno povečanje gospodarske rasti in odpornosti, vendar je dinamika izvajanja reform v zadnjem letu v številnih državah članicah EU ostala dokaj počasna. To izhaja iz letnega pregleda izvajanja priporočil posameznim državam, ki ga opravlja Komisija. Priporočila dajejo državam prilagojene usmeritve glede ekonomske politike za obdobje okrog 12 do 18 mesecev o tem, kako povečati gospodarsko rast in odpornosti ob hkratnem ohranjanju zdravih javnih financ. Trenutni sklop priporočil posameznim državam je Svet Evropske unije sprejel julija 2017. Evropska komisija je podobno kot lani zaključila, da je veliki večini reformnih priporočil – več kot 90% – sledil samo »določen« ali »omejen« napredek pri njihovem izvajaju, medtem ko je bilo samo eno od priporočil posameznim državam (od približno 80) izvedeno v znatni meri, nobeno pa ni bilo izvedeno v celoti (glej tabelo B). Vseh šest držav, v katerih so bila lani ugotovljena čezmerna neravnotežja, kljub večji ranljivosti v povprečju ni doseglo bistveno višje stopnje izvajanja reform kot povprečna država članica EU. To v povprečju velja tudi za tri države, pri katerih je Komisija v oceni leta 2018 izboljšala klasifikacijo v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji od »čezmernih neravnotežj« na »neravnotežja«.

Tabela B

Ocena Komisije o izvajjanju priporočil posameznim državam iz leta 2017



Vir: Evropska komisija.

Opombe: * Ocena 1. priporočila posameznim državam (PPD 1) ne vključuje skladnosti s Paktom za stabilnost in rast, ki jo bo Komisija ocenila spomladvi 2018.
»Ni ocenjeno« velja v primerih, ko se PPD 1 večinoma ali izključno nanaša na Pakt za stabilnost in rast. Grčija je v programu gospodarskih prilagoditev, zato ni dobila priporočil.

S polno in učinkovito uporabo vseh instrumentov, ki so na razpolago v postopku v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji – vključno s korektivnim delom – bi bilo mogoče ob ugodnih gospodarskih razmerah oziviti reformni zagon. Čeprav je Evropska komisija v oceni leta 2018 ugotovila čezmerna

neravnotežja v treh državah, ni predlagala sprožitve postopka v zvezi s čezmernimi neravnotežji (tj. korektivnega dela postopka). Medtem ko nepopolno izvajanje priporočil posameznim državam kaže na težavnost izboljševanja reformnega zagona s pomočjo preventivnega dela postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji, pa korektivni del postopka določa natančno opredeljen proces, ki naj bi zagotovil večjo motivacijo za izvedbo reform, najbolj potrebnih z makroekonomskoga vidika. To zlasti velja za najbolj ranljive države članice, saj bi se tako povečala njihova odpornost in izboljšalo delovanje ekonomske in monetarne unije. Gledano v celoti je bil postopek v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji doslej uspešnejši pri ugotavljanju kot pri odpravljanju makroekonomskih neravnotežij. Učinkovitost postopka bi bilo mogoče izboljšati z uporabo vseh razpoložljivih orodij – vključno s sprožitvijo korektivnega dela postopka pri državah, ki imajo čezmerna neravnotežja. (K takšni uporabi je izrecno pozvalo tudi pet predsednikov v svojem poročilu iz leta 2015³⁸ ter nedavno tudi Računsko sodišče.³⁹) Učinkovitost postopka bi bilo mogoče povečati z večjim nacionalnim lastništvom reformnih programov, predloženih v okviru evropskega semestra.

³⁸ Juncker, J.-C. et al., *Dokončanje evropske ekonomske in monetarne unije*, junij 2015.

³⁹ Evropsko računsko sodišče, *Revizija postopka v zvezi z makroekonomskimi neravnotežji*, Posebno poročilo št. 3, 2018.

Članka

1 The real effects of credit constraints

Prepared by Miguel García-Posada

This article reviews the existing literature on financial constraints and their effect on investment. It also provides new evidence on this issue using a large sample of firms from 12 European countries for the period 2014-17. The data come from the ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises (SAFE), which focuses specifically on small and medium-sized enterprises (SMEs). The available evidence suggests that credit constraints play a crucial role in the investment decisions of non-financial corporations.

1 Introduction

Under certain assumptions, a firm's financing structure does not influence its investment. The Modigliani-Miller theorem⁴⁰, which is the cornerstone of the corporate finance literature, states that, under certain conditions, a firm's capital structure is irrelevant to its value. This implies that, in perfect capital markets, a firm's financing decisions are independent from its investment decisions. In that case, internal and external funds are perfect substitutes, and firms' investment decisions are not affected by financial factors such as internal liquidity, debt leverage or dividend payments.

In practice, however, several factors mean that external funds are generally more costly than internally generated cash flows. Factors such as transaction costs, tax advantages, costs of financial distress, agency costs and asymmetric information cause the Modigliani-Miller theorem to break down.⁴¹ In this context, internal and external funds are imperfect substitutes, which leads to the emergence of an external finance premium. Financial constraints may thus have important (negative) effects on real variables and, as a consequence, the availability of external finance may affect investment decisions.

This article reviews the existing literature and provides new evidence on this issue. Section 2 reviews the empirical evidence on the impact of financial constraints on corporate investment. Section 3 provides new evidence using the ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises

⁴⁰ Modigliani, F. and Miller, M.H., "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, 1958, pp. 261-297.

⁴¹ For a review of the theoretical research in this area see Schiantarelli, F., "Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 12, No 2, 1996, pp. 70-89.

(SAFE),⁴² complemented by information from the euro area bank lending survey.⁴³ Section 4 concludes.

2 Literature review

This section summarises micro-econometric evidence on the effects of credit constraints on the real economy. It highlights the most noteworthy studies in the literature that follow a micro-econometric approach⁴⁴ to provide a context for the new evidence presented in Section 3.

2.1 Early research: investment-cash flow sensitivities and financial statement data

Early research on financial constraints was based on firms' financial statement data and indirect measures of financial constraints. In this literature, the standard approach was to use indirect measures of financial constraints such as dividend payout behaviour, association with business groups, size, age, ownership form and credit ratings to test whether the sensitivity of investment to cash flows was greater in types of firm that were more likely to be financially constrained.⁴⁵

The seminal work of Fazzari et al.⁴⁶ found that investment was more sensitive to cash flows in financially constrained firms. According to the authors, low-dividend firms were more likely to be financially constrained because firms might pay low dividends, when they require investment finance that exceeds their internal cash flows, in order to retain all of the low-cost internal funds they can generate. The presence of financial constraints could be tested by analysing the sensitivity of investment to cash flows. The intuition is that, if the cost disadvantage of external finance is small (i.e. no financial constraints), firms can use external funds to smooth investment when internal finance fluctuates. By contrast, if the cost disadvantage is significant (i.e. financial constraints are relevant), firms may have no alternative low-cost source of finance, and their investment is likely to be driven by fluctuations in cash flows. In line with this hypothesis, the authors found that investment by low-dividend firms was more sensitive to fluctuations in cash flows than investment by high-dividend firms.

⁴² The regular reports on the SAFE survey can be found on the ECB's website.

⁴³ For more information about the banking lending survey see Köhler-Ulbrich, P., Hempell, H. and Scopel, S., "The euro area bank lending survey. Role, development and use in monetary policy preparation", *Occasional Paper Series*, No 179, ECB, 2016.

⁴⁴ There is also a large body of macro literature that studies the effects of financial friction on long-run growth and business cycles. For instance, Aghion et al. (Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee, A. and Manova, K., "Volatility and growth: Credit constraints and the composition of investment", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, No 3, 2010, pp. 246-265) show that, through their effect on the cyclical composition of investment, credit constraints can lead to both higher output volatility and lower mean growth.

⁴⁵ For a review of this literature see Schiantarelli, F., op. cit.

⁴⁶ Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C., "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1988, No 1, 1988, pp. 141-206.

A standard criticism of this approach is that cash flows may proxy for other, unobservable determinants of investment, such as investment opportunities.

Cash flows may capture the current and expected profitability of investment: high cash flows signal that the firm has done well and is likely to continue doing well.⁴⁷ Thus, more liquid firms have better investment opportunities, and accordingly they tend to invest more. One way around this problem is to control for the expected profitability of investment when estimating investment-cash flow sensitivities. This can be done by using Tobin's average q^{48} (the ratio of the market value of the firm to the replacement cost of its assets), as it contains forward-looking information on profitability. Theory predicts that, if financial constraints are unimportant, Tobin's q should be the only determinant of investment. However, Tobin's q is difficult to measure in practice and may well differ from the marginal q^{49} , which is the relevant measure for firms' investment decisions, unless very stringent conditions are satisfied. Hence, when Tobin's q is not a good measure of investment opportunities, the significance of cash flows may simply reflect the fact that they contain information about future profitability.

In addition, this strand of the literature has been challenged by Kaplan and Zingales,⁵⁰ who provide empirical evidence that a greater sensitivity of investment to cash flows is not a reliable measure of financing constraints.

The authors undertake an in-depth analysis of the low-dividend firms that Fazzari et al. identify as financially constrained according to the investment-cash flow criterion. In particular, they examine managers' views on their firms' access to credit gleaned from comments on the firms' annual reports or "10-K" reports⁵¹, complemented by additional quantitative information. On this basis, they rank the extent to which the firms are likely to be financially constrained. Strikingly, firms classified as less financially constrained exhibit significantly greater investment-cash flow sensitivity than those classified as more financially constrained, which implies that investment-cash flow sensitivities do not always increase with the degree of financing constraints.

Another study that highlights the limitations of these methodologies is by Farre-Mensa and Ljungqvist.⁵² The authors, using a large sample of US publicly-listed firms for the period between 1989 and 2011, find that firms typically classified

⁴⁷ For instance, in Fazzari et al., op. cit., cash flows equal income after interest and taxes plus depreciation and amortisation, and it is divided by the capital stock. This variable is likely to be highly correlated with a return on assets ratio (net income over total assets).

⁴⁸ See Tobin, J., "A General Equilibrium Approach to Monetary Policy", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, No 1, 1969, pp. 15-29.

⁴⁹ Tobin's marginal q is the ratio of the market value of an additional unit of capital to its replacement cost.

⁵⁰ Kaplan, S. N. and Zingales, L., "Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No 1, 1997, pp. 169-215.

⁵¹ 10-K is an annual report required by the US Securities and Exchange Commission that gives a comprehensive summary of a company's financial performance.

⁵² Farre-Mensa, J. and Ljungqvist, A., "Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints?", *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No 2, 2016, pp. 272-308.

as constrained⁵³ do not actually behave as such. In particular, these firms have no difficulty raising debt when tax rates increase (as an increase in tax rates raises the value of tax shields) and they use the proceeds from equity issues to increase payouts to shareholders, which indicates that they do not face an inelastic supply of equity curve. According to the authors, traditional measures of credit constraints identify young and fast-growing firms that obtain financing primarily from the equity and loan markets, rather than capturing actual financial constraints.

2.2 Survey-based indicators of financial constraints and firm performance

Given the limitations of previous studies based on investment-cash flow sensitivities and financial statement data, a new strand of the literature attempts to assess the impact of financial constraints on real variables using survey data. The key idea is to obtain direct measures of financial constraints by asking firms about problems in their access to credit markets.

Campello et al.⁵⁴ use a worldwide survey to assess the impact of the 2008 financial crisis on spending plans. They do so with a sample of very large corporations from the United States, Europe and Asia surveyed in 2008. They find that constrained firms planned, on average, deeper cuts in technology expenditure, capital expenditure, marketing expenditure and employment. The inability to obtain external funds also caused many constrained firms to forgo attractive investment opportunities.

Ferrando and Mulier⁵⁵ analyse the effect of being a discouraged borrower (i.e. a firm that needs external finance but does not apply for a bank loan because it fears that its application will be rejected) on firm investment and growth. They do so by combining the answers to the SAFE survey with financial statement data for nine euro area countries for 2010-14. The discouraged borrowers in the survey tend to be riskier and lower quality firms than non-discouraged borrowers, as suggested by, among other things, their lower Altman Z-scores⁵⁶ and their low interest coverage ratios.⁵⁷ Using instrumental variables to take into account the

⁵³ On the basis of not having a credit rating or paying low dividends, or on linear combinations of observable characteristics such as size, age or leverage as in the Kaplan-Zingales, Hadlock-Pierce and Whited-Wu indices. The actual Kaplan-Zingales index comes from Lamont, O., Polk, C., and Saar-Requejo, J., "Financial Constraints and Stock Returns", *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No 2, 2001, pp. 529-554. The Hadlock-Pierce index comes from Hadlock, C. and Pierce, J., "New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving Beyond the KZ Index", *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No 5, 2010, pp. 1909-1940. The Whited-Wu index comes from Whited, T. and Wu, G., "Financial Constraints Risk", *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No 2, 2006, pp. 531-559.

⁵⁴ Campello, M., Graham, J.R and Harvey, C., "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 97, No 3, 2010, pp. 470-487.

⁵⁵ Ferrando, A. and Mulier, K., "The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area", *Working Paper Series*, No 1842, ECB, 2015.

⁵⁶ The Z-score is a linear combination of five common business ratios, weighted by coefficients. The formula is used to predict the probability that a firm will go into bankruptcy within two years. See Altman, E.I., "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", *Journal of Finance*, Vol. 23, No 4, 1968, pp. 589-609.

⁵⁷ The interest coverage ratio is defined as earnings over interest payments, with earnings measured before interest, taxes, depreciation and amortisation (EBITDA).

endogeneity between discouragement and investment (as discouraged borrowers are likely to have worse investment opportunities) the authors show that discouragement has large negative effects on investment, employment and asset growth. They argue that this negative impact is due to the lack of access to bank finance implied by discouragement.

A different approach is taken by Buca and Vermeulen,⁵⁸ who examine the negative impact of bank credit tightening on aggregate investment. They use information on banks' credit standards (i.e. loan approval criteria) from the euro area bank lending survey to construct tightening indices for six European countries⁵⁹ for the period 2004-09. Tighter credit standards are likely to lead to a higher proportion of credit-constrained firms, and may thus have effects on the real economy. In particular, the authors find that, following a tightening of bank credit, bank-dependent borrowers (i.e. firms with a high percentage of bank debt over total assets) reduced investment to a much larger extent than non-bank dependent borrowers. As tightening of bank credit standards was substantial in the last financial crisis, they argue that this phenomenon may explain a significant proportion of the drop in aggregate investment by non-financial corporations during that period.

Nevertheless, a caveat of all these studies is the potential endogeneity of financial constraints. The fact that the unobserved component of investment opportunities may be correlated with the indicator of credit constraints, and one can only control imperfectly for investment opportunities and investment demand, undermines a causal interpretation of the estimates. For instance, firms with weak balance sheets may have both low investment opportunities and a high probability of being financially constrained, so the relationship between these two variables may be endogenous.

2.3 The real effects of the sovereign debt crisis

Finally, another strand of the literature studies the real effects of the sovereign debt crisis. In particular, the euro area sovereign debt crisis in 2010-12 may have caused a credit crunch and have negatively affected firms' investment and job creation through credit rationing by banks in difficulties because of the sovereign-debt crisis, the so-called sovereign-bank nexus.

Ferrando et al.⁶⁰ find that the euro area sovereign debt crisis caused a large reduction in credit access. The authors, who use data from the SAFE survey on 11 countries for the period 2009-12, find that the euro area sovereign debt crisis caused a large supply-driven reduction in credit access because of the sovereign-bank nexus. In particular, after the sovereign debt crisis started, and controlling for

⁵⁸ Buca, A. and Vermeulen, P., "Corporate investment and bank-dependent borrowers during the recent financial crisis," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 78, May 2017, pp. 164-180.

⁵⁹ Belgium, Germany, Spain, France, Italy and Portugal.

⁶⁰ Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G.F., "Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 81, Issue C, 2017, pp. 65-80.

borrower quality, firms in stressed countries⁶¹ became more likely to be denied credit, to be credit-rationed and to face higher loan rates.

In addition, Acharya et al.⁶² find that the European debt crisis had strong negative effects on the real economy through the bank lending channel.

According to this study of the European syndicated loan market for the period 2006–12, the credit crunch that followed the European debt crisis had strong negative effects on the real economy, as the contraction in lending by banks affected by the crisis depressed the investment, job creation and sales growth of firms associated with these banks. The authors' estimates suggest that the credit crunch explained between one-fifth and half of the overall negative real effects suffered by European borrowing firms during the crisis. This was primarily associated with banks from distressed countries facing losses on their domestic sovereign debt holdings and the resulting incentives for weakly-capitalised banks from those countries to engage in risk-shifting behaviour by buying even more domestic sovereign bonds, which crowded out corporate lending.

3 The impact of financial constraints on investment: new survey-based evidence

This section provides new evidence on the relationship between a firm's financial constraints and investment.⁶³ The findings suggest that financial constraints have a strong negative impact on corporate investment.

3.1 Sample and descriptive statistics

The analysis is based on data from the SAFE survey covering 12 European countries for 2014–17. The sample contains only non-financial firms and excludes firms in agriculture and public administration. Most of the firms are interviewed only once, but there is a small rotating panel of enterprises that are surveyed in successive rounds.⁶⁴ The sample is limited to rounds 11 to 16 of the survey (from April–September 2014 to October 2016–March 2017) because of the availability of some key variables. The sample has 7,506 observations corresponding to 4,863 firms from 12 European countries.⁶⁵

The key variable is a measure of overall credit constraints. Credit constraints are assessed in bank financing (bank loans and credit lines), trade credit and other

⁶¹ Ireland, Greece, Spain, Italy and Portugal.

⁶² Acharya, V., Eisert, T., Eufinger, C. and Hirsch, C., "Real Effects of the Sovereign Debt Crisis in Europe: Evidence from Syndicated Loans", *CEPR Discussion Paper*, No DP10108, 2014.

⁶³ A complementary analysis of the effect of financial constraints on investment using SAFE data can be found in the box entitled "Recent business investment developments from the perspective of firm-level survey data", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

⁶⁴ See the report "[Survey on the access to finance of enterprises. Methodological information on the survey and user guide for the anonymised micro dataset](#)".

⁶⁵ Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria, Portugal, Slovakia and Finland.

financing (equity and debt securities, leasing, factoring, intercompany loans, etc.) A firm is considered to be financially constrained if it is constrained in any financing source. In particular, the credit constraint variable equals 1 if, for some type of financing, any of the following circumstances applies: a) a firm's application for external financing was rejected; b) a firm received only a limited part (i.e. less than 75%) of the financing it applied for (i.e. quantity rationing); c) a firm refused the lender's offer of external financing because the borrowing costs were too high (i.e. price rationing); d) a firm did not apply for external financing because it feared its application would be rejected (i.e. discouraged borrower).⁶⁶ The variable equals 0 (i.e. unconstrained) if the firm successfully applied for external financing. Firms that did not apply for external financing are excluded from the sample. According to this indicator, 24% of the sample firms are constrained in some source of financing.⁶⁷

The distribution of constrained firms differs across firm categories, highlighting the role of information asymmetries and credit risk. Charts 1-3 show the percentage of constrained firms across several categories. In line with previous literature, there is a negative relationship between the probability of experiencing financial constraints and size (Chart 1a).⁶⁸ Also in line with previous studies,⁶⁹ the proportion of mature firms (ten or more years) that are constrained is much lower than that of relatively young firms (less than five years), although the proportion of very young firms that are constrained is also slightly lower (Chart 1b). Consistently with the literature that suggests that belonging to a business group relaxes financial constraints,⁷⁰ the proportion of constrained firms among subsidiaries or branches is significantly lower than that among autonomous enterprises (Chart 2a). Ownership structure also matters, as sole traders and family businesses are more likely to be constrained than publicly listed firms (Chart 2b). There is also a significant proportion of constrained firms among those owned by venture capital enterprises, as venture capital tends to fund new and risky projects for which conventional finance is often not available. Exporting firms are less likely to be financially constrained than non-exporting firms, because the former tend to be more competitive and productive (Chart 3a).⁷¹ Finally, the proportion of credit-

⁶⁶ Similar indicators have been constructed in previous literature but focused on bank credit only. See, for instance, Ferrando, A., Popov, A. and Udell, G.F., "Do SMEs Benefit from Unconventional Monetary Policy and How? Micro-evidence from the Eurozone", *Journal of Money, Credit and Banking*, 2018, forthcoming; Ferrando, A. and Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", *Economic and Social Review*, Vol. 46, No 1, 2015, pp. 87-117.

⁶⁷ This figure is much higher than the figures presented in ECB's reports on the SAFE survey. There are two reasons for the discrepancy. First, the indicator in the reports focuses on bank loans only. Second, it uses as a denominator all SMEs for which bank loans are relevant, while the indicator in this article uses as a denominator only the firms that applied for external financing.

⁶⁸ See Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V., "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?", *Journal of Finance*, Vol. 60, No 1, pp. 137-177; Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Laeven, L. and Maksimovic, V., "The determinants of financing obstacles", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, No 6, 2006, pp. 932-952; Artola, C. and Genre, V., "Euro Area SMEs under Financial Constraints: Belief or Reality?", *CESifo Working Paper*, No 3650, 2011.

⁶⁹ Ferrando, A. and Griesshaber, N., "Financing obstacles among euro area firms: Who suffers the most?", *Working Paper Series*, No 1293, ECB, 2011. Ferrando, A. and Mulier, K., "Firms' Financing Constraints: Do Perceptions Match the Actual Situation?", op. cit..

⁷⁰ See, for instance, Hoshi, T., Kashyap, A. and Scharfstein, D., "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No 1, 1991, pp. 33-60.

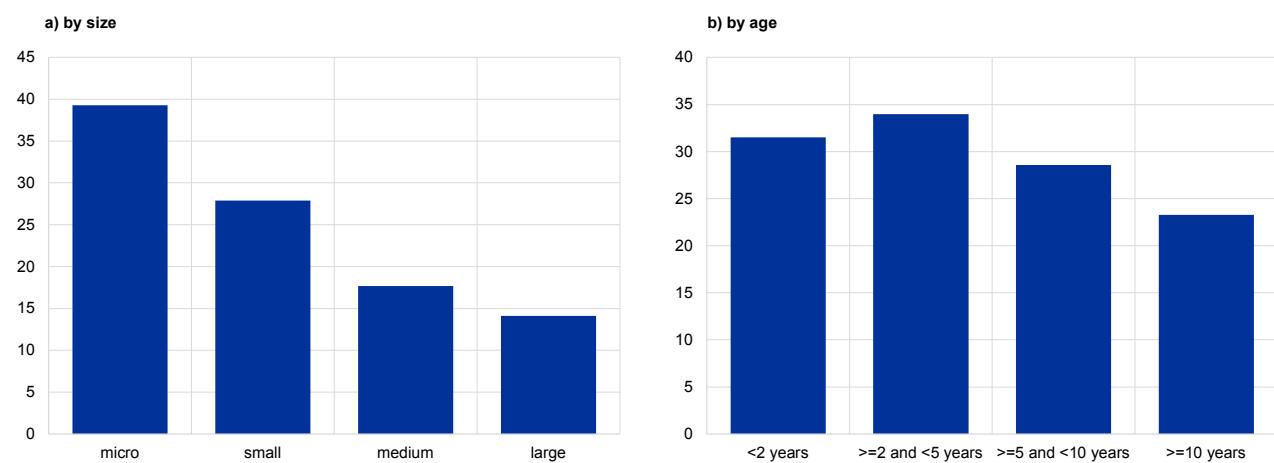
⁷¹ Correa-López, M. and Doménech, R., "The Internationalisation of Spanish Firms", *BBVA Research Working Papers*, No 12/30, 2012.

constrained firms is higher in countries vulnerable to economic and financial shocks than in less vulnerable countries⁷² (Chart 3b).

Chart 1

Percentage of constrained firms by size and by age

(weighted percentages)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.

Notes. A firm is constrained if any of the following circumstances apply: a) its application for external financing was rejected; b) it received only a limited part (i.e. less than 75%) of the financing it applied for; c) it refused the lender's offer of external financing because the borrowing costs were too high; d) it did not apply for external financing because it feared its application would be rejected. The following financing instruments are considered: bank loans, credit lines, trade credit, other financing (equity and debt securities, leasing, factoring, intercompany loans, etc.)

Observations are weighted using sampling weights. The weights restore the proportions of the economic weight (in terms of number of employees) of each size class, economic activity and country. The number of observations is 7,506.

Countries: Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria, Portugal, Slovakia and Finland.

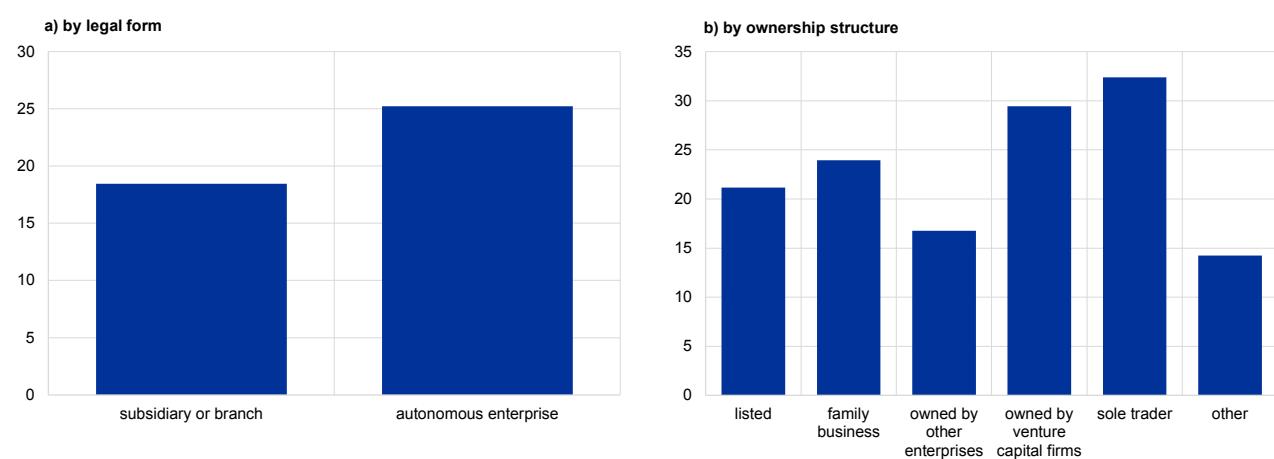
Period: rounds 11 to 16 of the SAFE survey (from April-September 2014 to October 2016-March 2017).

Size classes based on number of employees are as follows. micro: less than 10, small: between 10 and 49, medium: between 50 and 249, large: 250 or more.

Chart 2

Percentage of constrained firms by legal form and by ownership structure

(weighted percentages)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.

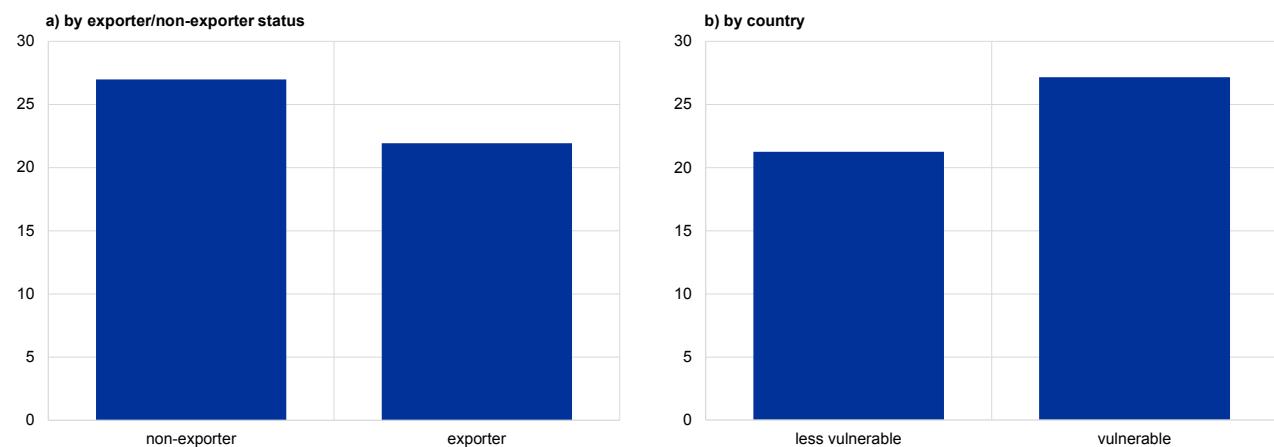
Notes: See Chart 1.

⁷² "Vulnerable countries" refers to Ireland, Greece, Spain, Italy, Portugal and Slovakia, "less vulnerable countries" refers to the remaining countries in the sample.

Chart 3

Percentage of constrained firms by exporter/non-exporter status and by country

(weighted percentages)



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.

Notes: See Chart 1. "Vulnerable countries" refers to Ireland, Greece, Spain, Italy, Portugal and Slovakia, "less vulnerable countries" refers to the remaining countries in the sample.

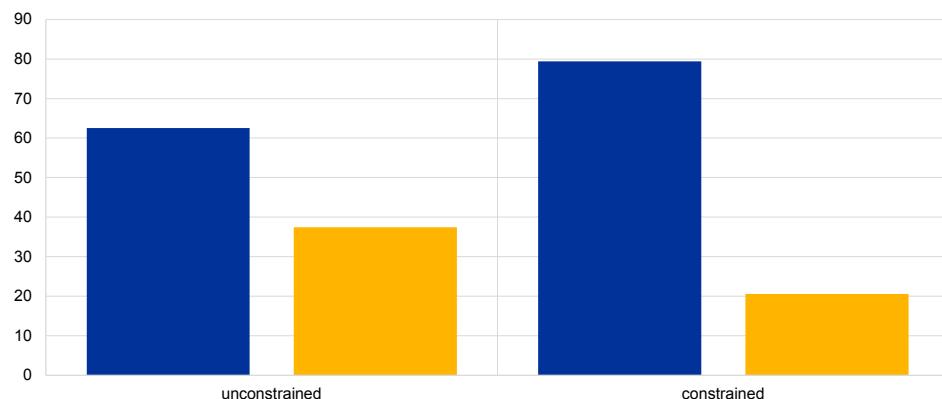
Descriptive evidence suggests a negative relationship between financial constraints and corporate investment. In the survey firms are asked whether their investment has decreased, remained unchanged or increased over the past six months. To investigate a possible link between financial constraints and investment, Chart 4 shows the distribution of investment for constrained and unconstrained firms. The percentage of firms reporting that investment decreased or remained unchanged is substantially larger (about 15 percentage points) in the group of financially constrained firms.⁷³

Chart 4

Investment and credit constraints

(weighted percentages)

- investment decreased or remained unchanged
- investment increased



Source: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises.
Notes: See Chart 1.

⁷³ The difference is statistically significant at 1%.

3.2 Econometric analysis

A more formal test of the effects of credit constraints on investment can be carried out through regression analysis. The analysis uses linear probability models. The dependent variable is *investment*, a dummy variable that equals 1 if investment has increased and 0 if it has decreased or remained unchanged. This variable is regressed on the credit constraint indicator, a large set of firm-level and country-level controls and country and time-fixed effects.

The key identification challenge is omitted variable bias. Firms with poor investment opportunities tend to invest less and are likely to have a higher probability of being credit-constrained. Hence, the coefficient on the credit constraint indicator may be affected by endogeneity.

To tackle this problem, the analysis follows two approaches, one that uses proxies for investment opportunities and another that uses instrumental variable methods. The first approach relies on the use of ordinary least squares (OLS) and a large set of covariates to control for firms' investment opportunities. The main measure of investment opportunities is an indicator for changes in the enterprise-specific outlook, as in Ferrando and Mulier.⁷⁴ In particular, the firm is asked to assess the evolution of its own outlook, with respect to sales and profitability or business plan, over the past six months. The analysis also includes an indicator for changes in a firm's turnover as a proxy for growth opportunities, as in Gomes.⁷⁵ Regarding the remaining firm-level controls, size and age, together with the firm's sector of activity, are traditional determinants of investment opportunities (see Petersen and Rajan⁷⁶).⁷⁷

Nevertheless, as one cannot perfectly control for firms' investment opportunities, instrumental variables are also used. The instrumental variables approach is aimed at removing any remaining correlation of the error term in the regression with the credit constraint indicator. The proposed instruments, *adjusted credit standards*, are two variables that measure the level of (adjusted) credit standards in each country, as applied to large firms and SMEs respectively. The variables, which come from the euro area bank lending survey, measure the supply-only component of banks' credit standards (i.e. banks' loan approval criteria), as influenced by factors such as their cost of funds, competitive pressures and risk tolerance.⁷⁸ Adjusted credit standards should be uncorrelated with demand factors such as the macroeconomic and industry-specific outlook, borrowers' creditworthiness and risks related to the collateral demanded. However, to rule out the possibility that

⁷⁴ Ferrando, A. and Mulier, K., "The real effects of credit constraints: evidence from discouraged borrowers in the euro area", *op. cit.*

⁷⁵ Gomes, J.F., "Financing Investment", *American Economic Review*, Vol. 91, No 5, 2001, pp. 1263-1285.

⁷⁶ Petersen, M.A. and Rajan, R.G., "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, Vol. 49, No 1, 1994, pp. 3-37.

⁷⁷ Other firm-level controls are also included. See notes to Table 1.

⁷⁸ To construct these two variables, credit standards are regressed on the demand factors "general economic situation", "industry or firm-specific situation/borrower's creditworthiness" and "risk related to the collateral demanded". The residuals of those regressions are the adjusted credit standards variables. For further details on the construction of the variables, see Garcia-Posada, M., "Credit constraints, firm investment and growth: evidence from survey data," *Working Paper Series*, ECB, forthcoming.

the instrument is just capturing the economic cycle and in turn the economy-wide investment opportunities, macroeconomic controls have been included: real GDP, the consumer confidence indicator and the ten-year government bond yield.

The results suggest that financial constraints have a large effect on investment. Table 1 presents the results of linear probability models estimated by OLS and two-stage least squares (2SLS), in which the dependent variable is *investment*.⁷⁹ Column 1, estimated by OLS, shows a negative and strong correlation between the endogenous regressor, *constrained*, and the dependent variable *investment*. However, to establish a causal relationship one needs to make use of the instrumental variables. First, a single instrumental variable, the adjusted credit standards in loans to SMEs, is used (column 2). According to these estimates, the presence of credit constraints reduces the probability of increasing investment by 67 percentage points, but the effect is estimated imprecisely and is only statistically significant at 10%. To increase the precision of the estimates, a second instrumental variable is used, namely the adjusted credit standards in loans to large firms.⁸⁰ The result, displayed in column 3, is a very strong and precise effect: credit constraints reduce the probability of an increase in investment by 92 percentage points, and the coefficient is significant at 5%.⁸¹

Table 1
Impact of credit constraints on investment

	(coefficients, standard errors below in parenthesis)		
	1	2	3
Constrained	-0.096*** (0.019)	-0.668* (0.387)	-0.917** (0.360)
Estimator	OLS	2SLS	2SLS
Instruments		credit standards SME	credit standards SME credit standards large
F-test (first stage)		11.711	11.510

Sources: ECB and European Commission survey on the access to finance of enterprises and ECB calculations.

Notes: The dependent variable is *investment*, a dummy that equals 1 if investment has increased and 0 if it has decreased or remained unchanged.

Constrained is a dummy that equals 1 if the firm is credit-constrained and 0 otherwise.

The instrumental variables are adjusted credit standards in loans to SMEs and adjusted credit standards in loans to large firms.

All specifications include country dummies, time dummies, macro controls, firm controls and other firm controls.

Macro controls are detrended real GDP, a consumer confidence indicator and the ten-year government bond yield.

Firm controls are dummies for sector, size (in terms of employment and turnover), age, legal form, ownership structure and exporter/non-exporter status.

Other firm controls are dummies for increase/decrease in turnover, profits, labour costs, other costs, the debt-to-assets ratio and interest expenses and dummies for improvement/deterioration in the enterprise-specific outlook, enterprise's own capital and enterprise's credit history.

All time-varying controls are lagged once (t-1).

Cluster-robust standard errors in parentheses. Cluster level: country-wave. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

F-test (first stage) is the Kleibergen-Paap Wald rk F statistic.

OLS is ordinary least squares. 2SLS is two-stage least squares. Estimations are weighted using sampling weights. The weights restore the proportions of the economic weight (in terms of number of employees) of each size class, economic activity and country. The number of observations is 7,506.

Countries: Belgium, Germany, Ireland, Greece, Spain, France, Italy, the Netherlands, Austria, Portugal, Slovakia and Finland.

Period: rounds 11 to 16 of the SAFE survey (from April-September 2014 to October 2016-March 2017).

⁷⁹ All time-varying controls are lagged one period, while the endogenous regressor, *constrained*, and the adjusted credit standards instruments are included contemporaneously.

⁸⁰ Notice also that the instruments do not seem to be weak, as the first-stage F-statistic is above 10, the reference value suggested by the literature. The specification also passes the Sargan-Hansen J test (p-value = 0.291), i.e. we cannot reject the null of validity of the over-identifying restrictions.

⁸¹ This average effect may hide important heterogeneity, as the impact of credit constraints may be very strong for some types of firm and weak or nonexistent for other types. In particular, using the same sample, García-Posada, M., op. cit., finds that most of the causal impact of credit constraints on firm investment is driven by old SMEs.

The analysis abstracts from other potentially relevant channels such as the extensive margin. The results are conservative measures of the total impact of credit constraints in the real economy, as the analysis ignores the extensive margin, i.e. businesses that shut down because of a lack of credit and firms that do not enter the market because they do not obtain financing to undertake their investment projects.

4 Conclusions

It is not clear a priori that credit constraints should affect corporate investment. In frictionless perfect capital markets, the Modigliani-Miller theorem implies that a firm's financing decisions are independent from its investment decisions because internal and external funds are perfect substitutes. In practice, however, several factors mean that they are imperfect substitutes, so financial constraints may have important effects on corporate investment. This article has reviewed the existing literature and provided new evidence based on a large sample of European firms.

The available evidence suggests that financial constraints have important effects on the investment decisions of non-financial corporations, highlighting the important role of monetary policy in alleviating them. In the face of the recent financial crisis, central banks around the globe took unprecedented measures to repair the transmission mechanism of monetary policy and thereby reduced the financial constraints faced by households and firms.⁸² These actions, in turn, may have spurred investment through the credit channel and their effect on the external finance premium paid by firms. Nevertheless, conclusions on the macroeconomic implications of the above studies, which are based on micro-econometric evidence, should be drawn with caution, as the studies rely on partial equilibrium analyses and often use qualitative survey-based data.

⁸² The proportion of financially constrained firms in the euro area has declined since 2012. See the box entitled "Recent business investment developments from the perspective of firm-level survey data", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2016.

2

The economic impact of population ageing and pension reforms

Prepared by Carolin Nerlich and Joachim Schroth

This article examines the macroeconomic and fiscal implications of population ageing in the euro area and looks at how pension reforms can help to address these challenges. According to Eurostat's latest projections, population ageing is set to continue and even intensify in the euro area over the next few decades. This ongoing process, which stems from increases in life expectancy and low fertility rates, is widely expected to lead to a decline in the labour supply and productivity losses, as well as behavioural changes, and is likely to have an adverse effect on potential growth. Moreover, by causing increases in precautionary savings, ageing can be expected to have a dampening impact on interest rates over an extended period of time. Population ageing also entails changes in relative prices, mainly owing to shifts in demand, with demand for services rising. Furthermore, euro area countries are also projected to experience further upward pressure on public spending on pensions, health care and long-term care as their populations age.

Although many euro area countries implemented pension reforms following the sovereign debt crisis, further reforms appear to be necessary in order to ensure fiscal sustainability in the long run. In this respect, measures that increase the retirement age can be expected to dampen the adverse macroeconomic effects of ageing, as they will have a favourable impact on the labour supply and domestic consumption. In contrast, increasing the contribution rate or reducing the benefit ratio could have less favourable macroeconomic implications.

1 Introduction

Population ageing in the euro area poses a number of economic challenges.

This ongoing process is widely expected to exert downward pressure on potential growth, the labour supply and the equilibrium interest rate. At the same time, ageing economies are expected to face higher age-related fiscal costs, which could pose risks to fiscal sustainability. Since consumption patterns are likely to change as populations age, this could also affect relative prices – which could, in turn, have implications for the transmission of monetary policy. The combination of all of these various effects adds to the challenges for monetary policy.

This article analyses a number of important macroeconomic implications of population ageing and looks at how pension reforms could help to cushion that impact. It starts by looking at Eurostat's latest demographic projections and their main drivers, before going on to discuss the macroeconomic implications of ageing for potential growth, looking specifically at the labour supply, capital formation and total factor productivity. The adverse impact on growth is also examined using a highly stylised model framework. The article also discusses the effect on fiscal balances and debt sustainability, while the impact on relative prices via changes in consumption patterns is discussed in a dedicated box. The final section looks at the

role of pension reforms and their macroeconomic effects and includes a box featuring model simulations. The implications for monetary policy, particularly via changes to the equilibrium real interest rate, are also discussed in a separate box.

2 Demographic developments in the euro area

Euro area countries are facing significant demographic challenges, which are expected to have major economic implications. The total population of the euro area is projected to rise from 340 million in 2016 to around 352 million in 2040, before falling to 345 million in 2070, according to Eurostat's 2015 population projections.⁸³ In addition, the age structure of the euro area's population is also set to change, with population ageing expected to continue and intensify further. Those developments will be driven mainly by low birth rates, as well as further increases in life expectancy, while net migration flows will, on average, only partially mitigate the impact of ageing populations. There will also be major cohort effects, with the whole of the "baby boomer generation" (i.e. the significant numbers of people who were born in the 1950s and 1960s) entering retirement over the next 20 years. It should be noted, however, that population ageing is not restricted to the euro area. Indeed, it is a worldwide phenomenon affecting advanced economies (and some emerging market economies) around the globe. Population ageing is most advanced in Japan.⁸⁴

Population ageing is being driven by a number of demographic trends. The average fertility rate in the euro area currently stands at 1.6, which is significantly below the natural replacement level (i.e. the level that is thought to be necessary in order to keep the total population constant), which is around 2.1. Although Eurostat expects birth rates to increase slightly, they are forecast to remain well below the replacement level on average. Consequently, young people are set to account for a smaller percentage of the total population in the future (see Chart 1). Life expectancy is expected to continue rising, albeit more slowly than in the last few decades.⁸⁵ By 2070, remaining life expectancy at the age of 65 will average 23.6 years for men and 26.9 years for women – i.e. around 5 years more than today. Increases in life expectancy, combined with cohort effects due to the ageing of the baby boomer generation, will contribute to a strong increase in the size of the old-age cohort (i.e. the number of people aged 65 or over), as shown in Chart 1. The size of that old-age cohort is expected to peak in absolute terms in around 2050. At the level of the euro area as a whole, net migration flows are projected to only partially offset the decline in the working-age population. Their impact is expected to diminish further over time,

⁸³ See [Eurostat's 2015 population projections](#). Eurostat's projections for the euro area are comparable to the latest UN population projections, although the UN's forecasts are slightly more adverse in terms of the degree of population ageing.

⁸⁴ See OECD, *Pensions at a Glance 2017*, 2017. In the case of Japan, the fiscal adjustment that is needed to stabilise government debt is estimated at 30-40% of total consumption. See also Hansen, G. and Imrohoroglu, S., "Fiscal reform and government debt in Japan: A neoclassical perspective", *Review of Economic Dynamics*, Vol. 21, 2016.

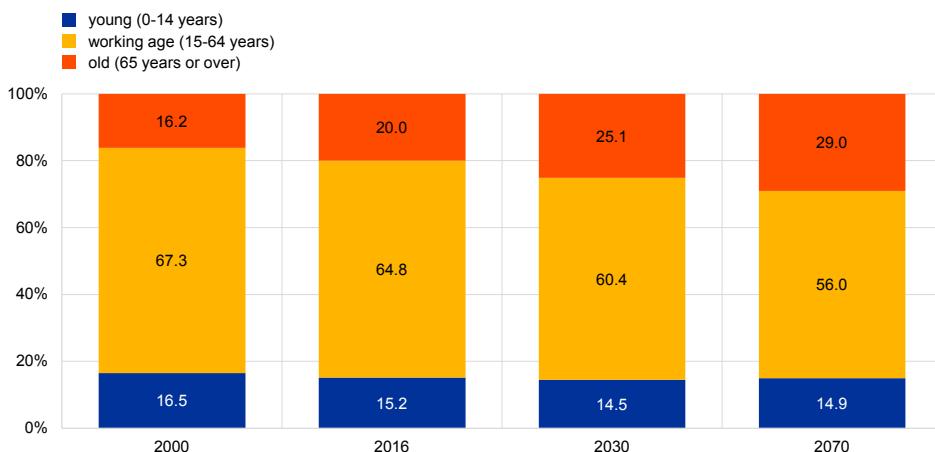
⁸⁵ For more detailed information on these demographic projections, see European Commission, "[The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies](#)", Institutional Paper 65, November 2017.

reflecting a decline in net migration relative to the total population, as well as the ageing of current migrants.

Chart 1

Age cohorts in the euro area

(as a percentage of the total population)

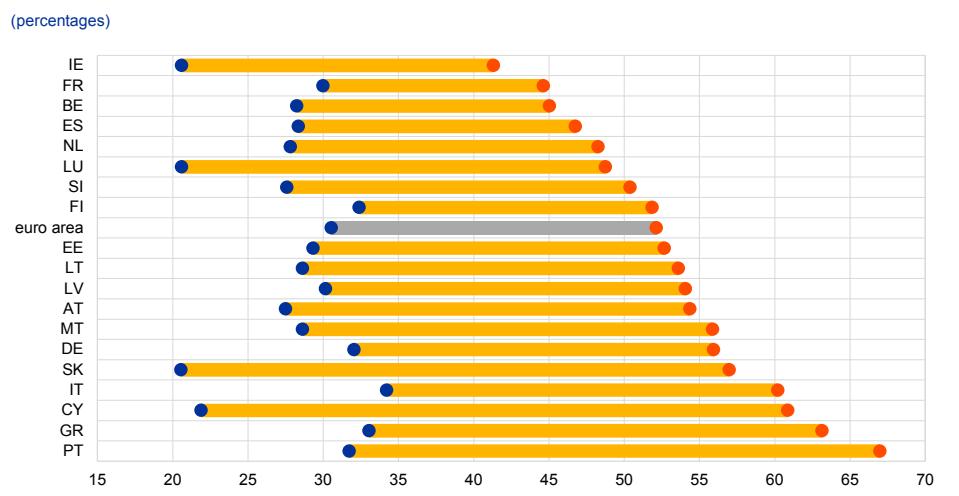


Sources: Eurostat and ECB calculations.

The euro area's old-age dependency ratio, which is defined as the number of people aged 65 or over as a percentage of the working-age population (i.e. people aged 15 to 64), is projected to be significantly higher by 2070. On the basis of Eurostat's 2015 projections, the average old-age dependency ratio in the euro area is expected to increase strongly, rising from slightly above 30% in 2016 to around 52% by 2070 (see Chart 2). An increase in this ratio means a decline in the number of workers that are potentially available to take care of each pensioner, in the absence of any changes to the statutory retirement age.⁸⁶ This will entail a significant fiscal burden for the countries concerned in terms of their public pension systems.

⁸⁶ The old-age dependency ratio that is used in this article relates to demographic dependency. This is different from the concept of economic dependency, which also takes account of other factors, such as the employment of older workers and differences in income patterns across age cohorts. When interpreting this old-age dependency ratio, it is important to bear in mind that a country's effective retirement age may be higher or lower than 65.

Chart 2
Old-age dependency ratios in 2016 and 2070



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Note: This chart shows old-age dependency ratios – defined as the number of people aged 65 or over as a percentage of the working-age population (i.e. people aged 15 to 64) – for 2016 (blue dots) and 2070 (orange dots).

While all euro area countries will experience population ageing, the size of that demographic challenge will vary considerably across countries. The countries with the highest old-age dependency ratios are currently Germany, Greece, Italy, Portugal and Finland (see Chart 2). Old-age dependency ratios are projected to increase by more than 35 percentage points by 2070 in Cyprus, Portugal and Slovakia, with Portugal ending up with a ratio of 67% – the highest in the euro area. Ratios of 60% or more are also projected for Greece, Italy and Cyprus. In contrast, Ireland is forecast to have the lowest ratio in the euro area by 2070, while Belgium, Spain and France are projected to experience the smallest increases.

The projected drivers of population ageing also differ across countries. The question of whether – and to what extent – ageing is driven by low fertility rates and/or increases in life expectancy has important consequences for the dynamics of population ageing and its economic and fiscal implications. According to Eurostat, life expectancy is forecast to increase in all euro area countries. However, the expected increases tend to be larger in those countries where life expectancy is currently lower, with the largest increases expected in Latvia and Slovakia. Moreover, Eurostat expects the fertility rate to improve slightly in all countries except France (which will, however, continue to have the highest rate in the euro area). Projections regarding net migration show a high degree of cross-country heterogeneity. For a few countries, those projections even show net migration outflows, which can be expected to further amplify the ageing problem.

That being said, caution is required when assessing long-term demographic trends. Population projections are strongly dependent on the underlying assumptions regarding fertility rates, life expectancy and migration flows. While all three components are surrounded by a certain degree of uncertainty, the uncertainty relating to migration flows is by far the highest. Consequently, population projections

have historically been subject to large forecasting errors and frequent revision.⁸⁷ Methodological changes have also contributed to the revision of such forecasts. In order to at least partly address the problem of uncertainty, population projections are often complemented by sensitivity analysis.⁸⁸

3 The economic impact of ageing

3.1 Implications for potential growth

Population ageing stemming from increases in life expectancy and low fertility rates has the potential to exert downward pressure on all components of potential growth. However, behavioural changes and public choices in relation to ageing could serve to counteract those effects to some extent.

Ageing can be expected to reduce the labour supply over time, since fewer young workers will be entering the labour force and older workers will tend to have lower participation rates. Low fertility rates reduce the size of younger cohorts, which can ultimately be expected to reduce the labour supply and GDP per capita.⁸⁹ Having fewer dependent children initially leads, in relative terms, to an increase in the working-age population as a percentage of the total population. However, once those smaller cohorts reach working age, there will be a downward impact on the working-age population, both in absolute terms and as a percentage of the total population. An increase in life expectancy will lead to larger numbers of people reaching retirement age, which will increase the old-age dependency ratio.⁹⁰ Ageing-related changes in the population structure also affect the labour component of potential output via differences in age-specific participation rates. Indeed, in 2016 the participation rate for “prime-agers” in the euro area (defined as people between the ages of 25 and 54) stood at around 85%, significantly higher than the equivalent rates for older people between the ages of 55 and 64 (around 60%) and younger people under the age of 25 (around 40%). The impact that these factors have on the aggregate labour supply is expected to vary over time and be strongly dependent on the population structure. In the euro area, large cohorts of prime-agers are set to become older people over the next ten years and reduce their participation, while small cohorts of young people will become prime-agers (see Chart 3). Consequently,

⁸⁷ See Maddaloni, A. et al., “Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area”, *Occasional Paper Series*, No 51, ECB, August 2006, as well as Clements, B. et al., “The fiscal consequences of shrinking populations”, *Staff Discussion Notes*, No 15/21, IMF, October 2015.

⁸⁸ See, for example, European Commission, “[The 2018 Ageing Report – Underlying Assumptions & Projection Methodologies](#)”, op. cit., which includes sensitivity analysis for all three components (fertility rates, life expectancy and migration flows) when projecting long-term potential growth.

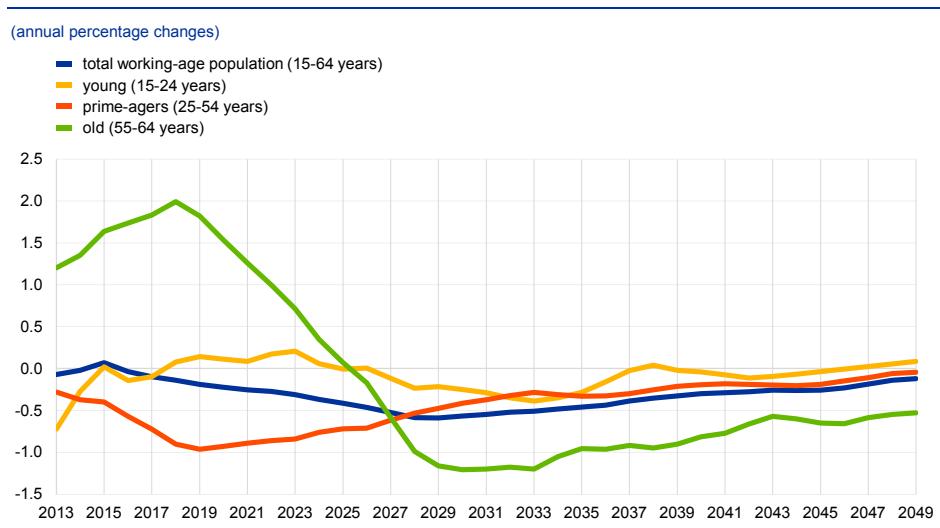
⁸⁹ In contrast, the strength of young cohorts entering the labour market was one of the factors that contributed to the “growth miracle” in emerging Asia over the period 1965–1990. See Bloom, D. and Williamson, J., “Demographic Transitions and Economic Miracles in Emerging Asia”, *The World Bank Economic Review*, Vol. 12, Issue 3, September 1998.

⁹⁰ Strictly speaking, declining mortality rates for working-age cohorts have, *ceteris paribus*, an upward impact on the working-age population. However, in the euro area, mortality rates for working-age cohorts are already at very low levels, so positive effects on the working-age population will be very limited going forward.

prime-agers will account for a significantly smaller percentage of the working-age population, while older people will make up a larger percentage. In the absence of changes to age-specific participation rates, this will exert downward pressure on the labour supply. This is also broadly in line with the results set out in Box 1, which uses a stylised model framework to show the impact that population ageing has on various macroeconomic variables (such as employment). Net migration, which has in the past consisted mainly of people of working age, can be expected to mitigate that downward impact to some extent.

Chart 3

Projected changes to working-age population by age group



Sources: European Commission and ECB calculations.

Box 1

Stylised macroeconomic implications of ageing based on an overlapping generations model

Prepared by João Domingues Semeano and Carolin Nerlich

This box illustrates a number of stylised macroeconomic implications of ageing on the basis of the overlapping generations (OLG) model developed by Baksa and Munkacsi, which has been parameterised for the euro area.⁹¹ This model explicitly takes account of the compositional effects of ageing – i.e. changes in the population structure owing to declining fertility rates and increases in life expectancy, which have important implications for the labour supply, private consumption and public debt. The advantage of this model is that it allows an evaluation of the impact that population ageing will have on a large set of macroeconomic variables in a general equilibrium framework, as well as an assessment of the implications of various kinds of pension reform (which will be discussed in Section 4).

⁹¹ OLG models are well suited to capturing demographic developments and interaction between generations. For a detailed description of Baksa and Munkacsi's model, see Baksa, D. and Munkacsi, Z., "A detailed description of OGRE, the OLG model", *Working Paper Series*, No 31/2016, Lietuvos bankas, 2016. "OGRE" stands for "overlapping generations and retirement". That original model took account of informality, which is not included in this analysis in the interests of simplicity. The data used in this box cover the period 2009-16.

The main characteristics of Baksa and Munkacsi's model can be summarised as follows: The model is a dynamic general equilibrium OLG model with an infinite time horizon. It is a closed-economy model with price and labour market rigidities, and monetary policy is characterised by a Taylor rule.

Demography and nature of the ageing shock: The total population in each period is the sum of the working-age cohort (i.e. people between the age of 20 and the retirement age) and the pensioner cohort (i.e. people who have reached the retirement age).⁹² The total population changes over time, with workers being born and pensioners passing away on the basis of certain probabilities, which follow a predetermined path. Ageing is introduced in the form of a permanent 10 percentage point increase in the old-age dependency ratio, phased in over a 30-year period, after which fertility and mortality rates are assumed to remain constant. The increase in the old-age dependency ratio is modelled in such a way that the relative importance of the fertility and mortality rates as driving factors resembles Eurostat's 2015 population projections for the euro area (see Section 2). The "long-term" steady state values discussed below relate to a 50-year period.

Household sector: Households' economic activity is divided into two phases: the working phase and the retirement phase. During the working phase, households either work (in which case, they receive income and pay income tax) or are unemployed (in which case, they receive unemployment benefits). They use their net incomes and benefits for consumption and precautionary saving. During the retirement phase, households do not work and instead receive pension benefits. Depending on the probability of dying in the next period of the model, they will also spend some or all of their savings on consumption.

Production sector and labour market rigidities: The model includes two types of firm, producing physical capital goods and consumption goods respectively. Those goods-producing firms hire workers and use physical capital, subject to an exogenous technological process (assuming a Cobb-Douglas production function). Firms take account of price adjustment costs when setting prices. Moreover, the model assumes labour market rigidities owing to hiring costs and wage bargaining, which influence the level of unemployment.

Fiscal sector: The fiscal sector includes various kinds of public revenue (personal income tax, social security contributions, VAT, etc.) and public expenditure (pension benefits, unemployment benefits and government consumption). In order to account for the diversity in euro area countries' pension systems, it is assumed that three-quarters of pension benefits are based on the pay-as-you-go principle and one-quarter is based on a fully funded scheme. In the initial steady state without population ageing, the pension system is assumed to be in balance. The government is able to issue bonds to balance the government budget.

The long-term results for the euro area suggest that ageing mainly affects the economy via the labour market and changes to consumption and savings. Table A presents the stylised long-term steady state results of an ageing shock under the assumption that no consolidation measures are adopted to counteract that shock's impact on public debt (reference scenario with no consolidation). Following that ageing shock (i.e. the 10 percentage point rise in the old-age

⁹² This model does not take account of people below the age of 20. The demographic part of the model is based on Gertler, M., "Government debt and social security in a life-cycle economy", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1999, pp. 61-110. It combines the perpetual youth model with life-cycle elements, such as the probability of retiring and dying, which can be aggregated.

dependency ratio), the ratio of workers to pensioners declines. As comparatively fewer people are in work, the labour supply and employment decline. Moreover, private consumption per capita also declines, as workers in particular reduce their consumption. Instead, workers increase their precautionary savings by investing in government bonds, in order to smooth their consumption over a longer period in retirement. Pensioners dissolve more gradually in view of their rising life expectancy. Private investment declines only marginally. Overall, the ageing shock results in GDP per capita declining by 4.7%. The real interest rate falls as the ratio of capital to labour increases on account of the shortage of labour supply. Total pension costs rise owing to an increase in the number of pensioners, while revenue from VAT declines on account of a fall in consumption. In the reference scenario, fiscal instruments are kept constant, so the additional spending on pensions is financed entirely via debt. Thus, the ageing shock results in the government debt-to-GDP ratio rising almost 60 percentage points in the long run (reaching unsustainable levels in the absence of policy adjustments). Variations of this scenario will be discussed in Section 4.

Nonetheless, when interpreting these results, one has to remember that the model is based on a number of simplifying assumptions. It assumes, for example, that the economy is closed, that there are only two types of cohort and that only two types of good are produced. Moreover, this model looks at the euro area as a whole and does not, therefore, account for any cross-country heterogeneity. Thus, these results are not a suitable basis on which to make concrete recommendations at country level.

Table A

Stylised long-term economic effects of ageing (reference scenario)

(percentage changes or percentage point changes)

Indicator	Change due to ageing shock
GDP per capita (%)	-4.7
Total consumption per capita (%)	-5.6
Ratio of workers' consumption to total consumption (pp)	-3.6
Employment (%)	-5.1
Ratio of workers' savings to GDP (pp)	41.7
Ratio of private investment to GDP (pp)	-0.3
Ratio of capital to labour (pp)	2.3
Ratio of public debt to GDP (pp)	59.3
Ratio of pension expenditure to GDP (pp)	2.3

Source: ECB calculations.

Note: Based on the model developed by Baksa and Munkacsy, calibrated for the euro area.

Ageing may also have an adverse effect on aggregate total factor productivity, and thus on output per worker. Several studies have found significant negative effects on aggregate labour productivity as a result of an ageing workforce.⁹³ One

⁹³ See, for example, Nagarajan, R. et al., "The Impact of Population Ageing on Economic Growth: An In-depth Bibliometric Analysis", *FEP Working Papers*, No 505, University of Porto, 2013, as well as Maestas, N. et al., "The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity", *NBER Working Papers*, No 22452, 2016, which estimates for the United States that two-thirds of the age-related slowdown in growth is accounted for by lower productivity, with one-third stemming from a reduction in the labour supply.

effect of ageing could materialise via weaker growth in total factor productivity, which captures underlying productivity growth derived from more efficient production processes and technological progress. This may be explained by the hump-shaped distribution of average productivity across cohorts that has been found by some studies, which may be related to a slowdown in the adoption of the latest technology as age increases (with statistics showing, for example, a reduction in workers' participation in training with increasing age) or a deterioration in the health of some older workers.⁹⁴

However, there may also be countervailing forces mitigating any adverse effects on productivity. Low fertility rates may, for example, allow for stronger investment in human capital per child. Furthermore, the scarcity of labour could increase the return to investment in human capital and thus incentivise training in the course of a person's working life (i.e. "lifelong learning"), particularly when accompanied by increases in the retirement age. Finally, for white-collar occupations, the benefits of accumulated experience and expertise may continue to develop throughout a person's working life. Thus, structural shifts towards knowledge-based sectors, in which high productivity levels can be maintained throughout people's working lives, could limit the downward impact that ageing has on future productivity.

The impact that ageing has on private savings can be expected to vary over time in line with the population structure, but it will also be dependent on how households and firms react to an ageing society. The life-cycle hypothesis of savings states that people will smooth consumption over their lifetimes by accumulating savings during their working lives and then running those savings down during their retirement. Changes to the population structure will thus have a mechanical impact on aggregate savings via differences in age-specific savings ratios. In the euro area, the expected increase in the number of pensioners as a percentage of the total population between now and 2070 implies a shift from savers to dissavers, which suggests that this will have a downward impact on aggregate savings in the long run. Over the next ten years, however, this effect on savings might not be visible as a result of the sizeable baby boomer generation becoming elderly workers. Since this age group is the one with the highest savings rate, per capita savings are likely to increase in the short term. In addition to these shifts in age cohorts, ageing may also cause households to change their saving behaviour. As life expectancy increases, households may save more during their working lives, anticipating that those savings will have to see them through a longer period in retirement. This is also supported by the model results in Box 1. Low fertility rates may also have a positive effect on the savings of the working-age population by

⁹⁴ See, for example, European Commission, *Population Ageing in Europe – Facts, Implications and Policies*, 2014. See also Aiyar, S. and Ebekwe, C., "The Impact of Workforce Aging on European Productivity", *IMF Working Papers*, No 16/238, 2016, which takes some of these factors into account and estimates that ageing may reduce aggregate total factor productivity growth in the EU by 0.2 percentage point per year over the next 20 years. The estimated drag on GDP growth varies across countries depending on the population structure. For example, it is small in Germany, where a series of large cohorts are about to retire, and it is large in Spain, where the number of prime-age workers is set to decline strongly over the next 20 years as a percentage of the total working-age population.

reducing consumption needs relating to the raising of children.⁹⁵ Fiscal policies and the type of underlying pension system may also have a role to play by encouraging people to save more during their working lives.

The impact on investment and capital accumulation will depend, inter alia, on the responsiveness of return rates, the openness of the economy and the relative ageing profiles of the various countries. The downward pressure that ageing exerts on the labour force can be expected to reduce the price of capital relative to labour. Assuming that capital and labour are substitutes (at least to some extent), this will lead to capital deepening and result in investment being affected less negatively than the labour force (as can also be seen from the simulation in Box 1). This could, for example, be a result of declines in the size of households as a consequence of ageing, which will see the number of households and the need for housing investment remaining broadly unchanged.⁹⁶ Such capital deepening will exert downward pressure on returns to capital. However, in open economies with no capital controls, savings do not have to be invested domestically and can be absorbed by capital exports, which will reduce the pressure on domestic returns to capital.⁹⁷ Indeed, several studies have found evidence of capital flows from “older” countries to countries with more favourable demographics.⁹⁸ Box 4 provides a more detailed model-based discussion looking at the amount of downward pressure on the euro area’s equilibrium real interest rate that can probably be attributed to demographic factors and pension reforms for the period up to 2030.

3.2 Fiscal balances and sustainability

Population ageing will place further upward pressure on the already elevated levels of age-related public spending. The European Commission’s 2015 Ageing Report anticipates public expenditure on pensions, health care and long-term care rising from 21% of GDP in 2013 to 23% of GDP in 2060 (see Chart 4).⁹⁹ These projections take account of the future impact of past reforms in the areas of pensions, health care and long-term care, so they are not directly comparable with the results of the stylised model presented in Box 1.

⁹⁵ See, for example, Prskawetz, A. and Lindh, T. (eds.), “The Relationship between Demographic Change and Economic Growth in the EU”, Research Report 32, Vienna Institute of Demography, 2007.

⁹⁶ See, for example, Goodhart, C. and Pradhan, M., “Demographics will reverse three multi-decade global trends”, *BIS Working Papers*, No 656, August 2017.

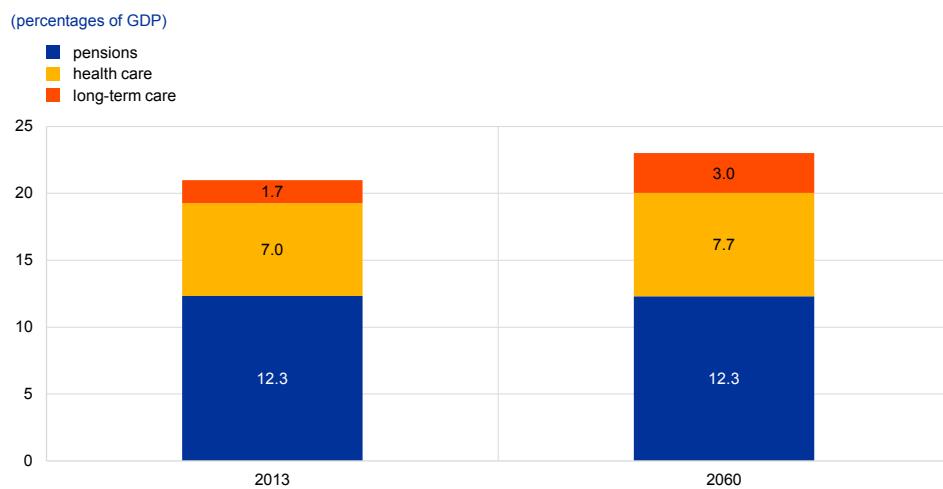
⁹⁷ See Leibfritz, W. and Röger, W., “The Effects of Aging on Labor Markets and Economic Growth”, in Hamm, I. et al. (eds.), *Demographic Change in Germany*, 2008.

⁹⁸ See, for example, Börsch-Supan, A., Ludwig, A. and Winter, J., “Aging, Pension Reform, and Capital Flows: A Multi-country Simulation Model”, *NBER Working Papers*, No 11850, December 2005.

⁹⁹ See European Commission, “[The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States \(2013-2060\)](#)”, *European Economy*, No 3, 2015. Although the 2018 Ageing Report will become available in the next few months, those updated projections are unlikely to substantially alter the assessment of fiscal sustainability risks for the euro area as a whole.

Chart 4

Ageing-related public spending in the euro area



Sources: 2015 Ageing Report and ECB calculations.

Pay-as-you-go pension schemes will be particularly affected. As populations age, the number of beneficiaries of public pension schemes will increase, while the number of contributors is expected to decline, resulting in deficits unless parameters are adjusted. In fact, demographic effects alone are projected to raise pension expenditure by an average of 7.6% of GDP in the euro area over the period 2013-60 (see Chart 5). This effect is, however, expected to be almost entirely offset by changes to other important drivers of pension expenditure, such as declines in the coverage ratio or the benefit ratio.¹⁰⁰ While these changes reflect reform measures in a number of euro area countries, they are also driven by favourable underlying macroeconomic assumptions.¹⁰¹ At euro area level, pension expenditure is projected to remain at its current high level of more than 12% of GDP in the long run, notwithstanding considerable cross-country heterogeneity.¹⁰²

¹⁰⁰ The coverage ratio is defined as the number of pensioners relative to the number of people aged 65 or over. The coverage ratio could, for example, be reduced by restricting eligibility for early retirement. The benefit ratio, meanwhile, is defined as the average pension relative to the average wage. The benefit ratio declines as pension entitlements become less generous.

¹⁰¹ The projections in the 2015 Ageing Report are based on fairly optimistic underlying macroeconomic assumptions. For example, they assume that countries' structural unemployment rates will converge with the EU average, which implies huge declines in some cases. Moreover, they also assume that annual growth in total factor productivity will rise to 1% of GDP in all EU countries. For a critical assessment of those underlying assumptions, see the box entitled "The 2015 Ageing Report: How costly will ageing in Europe be?", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2015. The macroeconomic assumptions underlying the 2015 Ageing Report are very different from those contained in the model that was presented in Box 1.

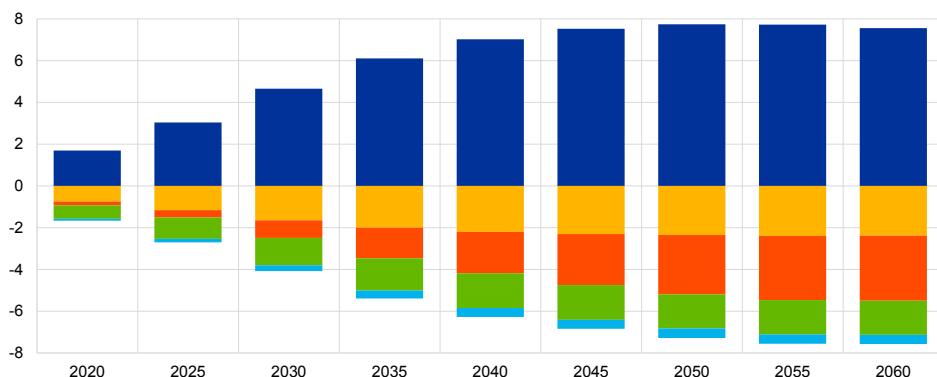
¹⁰² According to the 2015 Ageing Report, some countries, such as Germany, Luxembourg, Malta, Slovenia and Slovakia, are projected to experience significant pressure on pension spending, while pressures are projected to weaken considerably in France, Italy and Latvia.

Chart 5

Drivers of changes in pension expenditure

(percentage points of GDP; changes relative to 2013)

- old-age dependency ratio
- coverage ratio
- benefit ratio
- labour market
- residual



Sources: 2015 Ageing Report and ECB calculations.

Population ageing will also increase spending on health care and long-term care. According to the projections in the 2015 Ageing Report, spending on health care and long-term care as a percentage of GDP is projected to rise by an average of 0.7 and 1.3 percentage points respectively over the period 2013-60 (see Chart 6). Indeed, older people are more likely to make use of healthcare services, which in Europe are predominantly provided by the public sector. It should be noted, however, that population ageing is only one factor driving healthcare costs – and not necessarily the most important.¹⁰³ Meanwhile, spending on long-term care is also expected to rise, as such care is increasingly being provided by professional suppliers, rather than via intra-family support, partly as a result of increases in female labour market participation. Finally, public spending on education is expected to decline as the number of young people gradually falls as a percentage of the total population, partially offsetting the rising expenditure discussed above.¹⁰⁴

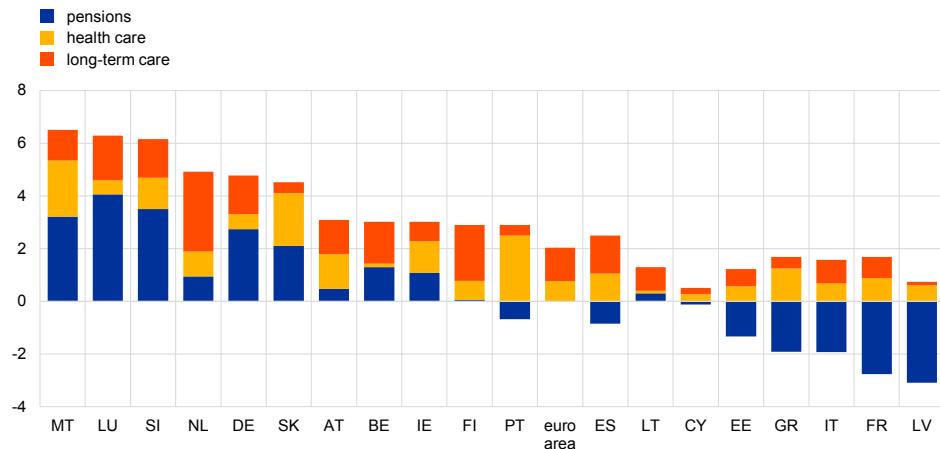
¹⁰³ Healthcare costs are driven, inter alia, by technological progress, demand for higher-quality healthcare services and growth in GDP per capita (assuming that the income elasticity of demand for healthcare services is higher than one). See also European Commission, “The 2015 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060)”, op. cit.

¹⁰⁴ At the same time, in the presence of a limited labour force, governments could conceivably come under pressure to invest more in education and lifelong learning. See Maddaloni, A. et al., “Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area”, op. cit. In this case, spending on education might not decline.

Chart 6

Changes in ageing-related public spending

(percentage points of GDP; changes over the period 2013-60)



Sources: 2015 Ageing Report and ECB calculations.

Note: The data in this chart contain updated information for Belgium that became available after the publication of the 2015 Ageing Report.

The projected increase in age-related public spending varies across countries and is subject to considerable uncertainty. The projected changes to the various age-related public expenditure items vary depending on the underlying generosity of the public systems in question and the relevant coverage ratios. For public pension expenditure, the effective retirement age is a decisive parameter. Chart 7 provides a rough illustration of the relative generosity of the various countries' pension systems by comparing their pension costs and old-age dependency ratios. Taking the euro area average as a benchmark, the countries in the bottom right-hand corner can be considered to have fairly generous pension systems, given their relatively small old-age populations.

Chart 7

Projected old-age dependency ratios and public pension costs in 2060

(x-axis: pension costs as a percentage of GDP; y-axis: old-age dependency ratio)



Sources: Eurostat, 2015 Ageing Report and ECB calculations.

The impact of ageing on public revenues is inconclusive, owing to the different time profiles and the fact that the effects on the various tax bases partially offset one another. On the one hand, revenue from personal income tax is likely to decline as the labour force shrinks, assuming that tax rates remain unchanged. Revenue from VAT is also expected to decline, as population ageing is likely to have an adverse impact on private consumption.¹⁰⁵ Moreover, as is pointed out in Box 2 on relative prices, ageing may result in a shift towards higher demand for specific services. If these services benefit from tax exemptions, as is currently the case for healthcare services in several countries, revenue from VAT is likely to fall even further as a result of ageing. On the other hand, an increased propensity to save owing to increases in life expectancy (or in the case of a shift towards fully funded pension systems) can be expected to boost revenue from capital taxes. The economic relevance of changes to tax revenues caused by dissaving after retirement is, however, more difficult to predict and requires closer examination of country-specific tax provisions.

Overall, population ageing is expected to place a burden on fiscal sustainability. Higher age-related primary deficits are expected to contribute to higher government debt-to-GDP ratios. Converting the projected additional age-related spending into a net present value provides an indication of the implicit liability that is caused by ageing and the fiscal adjustment that is needed in order to fulfil the intertemporal adjustment constraint.¹⁰⁶ In other words, additional public savings are needed in order to prevent government debt levels from increasing on account of ageing. Moreover, debt dynamics hinge crucially on the interest-rate-growth differential. To the extent that ageing has an unfavourable impact on real GDP growth, as was suggested in the previous section, public debt levels will become harder to sustain. If, however, ageing also contributes to a decline in the equilibrium real interest rate, as is suggested in Box 4, this will, instead, help to support debt sustainability. Thus, the overall impact of ageing depends on which of these opposing effects prevails. Ageing could make it more difficult to ensure debt sustainability if interest rates decline by less than real economic growth.

Box 2

Population ageing and relative prices

Prepared by Eliza Lis

There is evidence that the consumption patterns of the elderly differ from those of younger cohorts. Thus, population ageing has the potential to affect the relative prices of goods and services, particularly if changes in relative consumption demand do not result in corresponding changes in relative supply. Changes in relative prices are typically regarded as steering the allocation of resources and may therefore play a key role in structural changes in the different sectors of the economy.

¹⁰⁵ See also Table A in Box 1.

¹⁰⁶ According to the European Commission's [Debt Sustainability Monitor 2017](#), euro area countries require a structural adjustment totalling 0.4% of GDP per annum on account of population ageing in order to achieve a debt-to-GDP ratio of 60% in the medium term (the "S1 indicator") and an adjustment totalling 1.3% of GDP in order to ensure that public debt stabilises permanently at the current level (the "S2 indicator").

Empirical evidence suggests that the elderly spend more, in relative terms, on services (particularly non-tradable services) than younger cohorts.¹⁰⁷ Chart A shows how the structure of household consumption expenditure differs across age groups in the euro area, showing that the elderly spend more on housing and healthcare services and less on clothing and transport.^{108 109} Such changes in consumption patterns can reflect both passive consumption behaviour (for instance, if housing-related expenditure remains unchanged post-retirement and accounts for a larger share of consumption on account of a decline in disposable income) and active changes in consumption demand (for instance, if transport costs fall because a person is no longer commuting to work or if more health care is needed as a result of the ageing process itself). More generally, changes in the composition of consumption demand will depend on items' income-elasticities, which may well change as consumers get older. For instance, health care may become more of a necessity as people get older (reduction in elasticity), while transport may become more of a luxury (increase in elasticity).

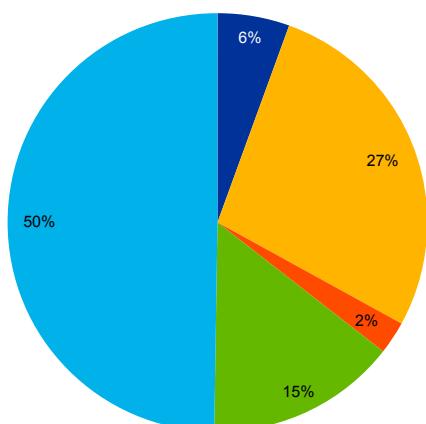
Chart A

Structure of consumption expenditure by age group

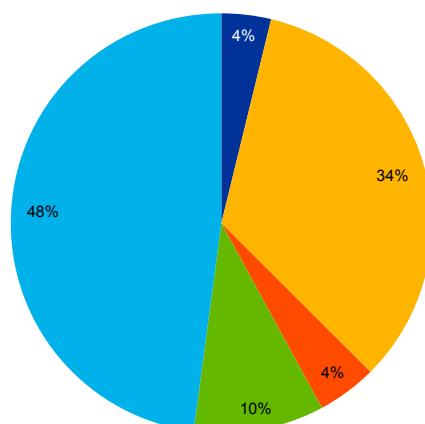
(percentages)

- clothing and footwear
- housing, water, electricity, gas and other fuels
- health care
- transport
- other

a) People below the age of 60



b) People aged 60 or over



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: Data are based on Eurostat's 2010 household budget survey (the latest available) and represent weighted euro area averages. The figures in the left-hand chart are simple averages of the data reported for the various age categories below the age of 60. "Other" comprises items where there is no marked difference between the two age groups.

¹⁰⁷ See, for example: Lührmann, M., "Population aging and the demand for goods & services", *MEA Discussion Papers*, No 95-2005, University of Mannheim, 2005; Börsch-Supan, A., "Labor market effects of population aging", *Labour*, Vol. 17, Supplement S1, 2003, pp. 5-44; and van Ewijk, C. and Volkerink, M., "Will ageing lead to a higher real exchange rate for the Netherlands?", *De Economist*, Vol. 160, 2012, pp. 59-80.

¹⁰⁸ This chart may vary across individual euro area countries, depending on cultural preferences, economic performance, and policy and institutional frameworks. It is noticeable that, in contrast with the findings in the literature, expenditure on household furnishings and equipment does not vary much across age groups in the euro area.

¹⁰⁹ Aggregate household data may not cover all changes to consumption patterns, as they do not account for the substantial public spending on health care and long-term care. See Groneck, M. and Kaufmann, C., "Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol. 79, 2017, pp. 319-347.

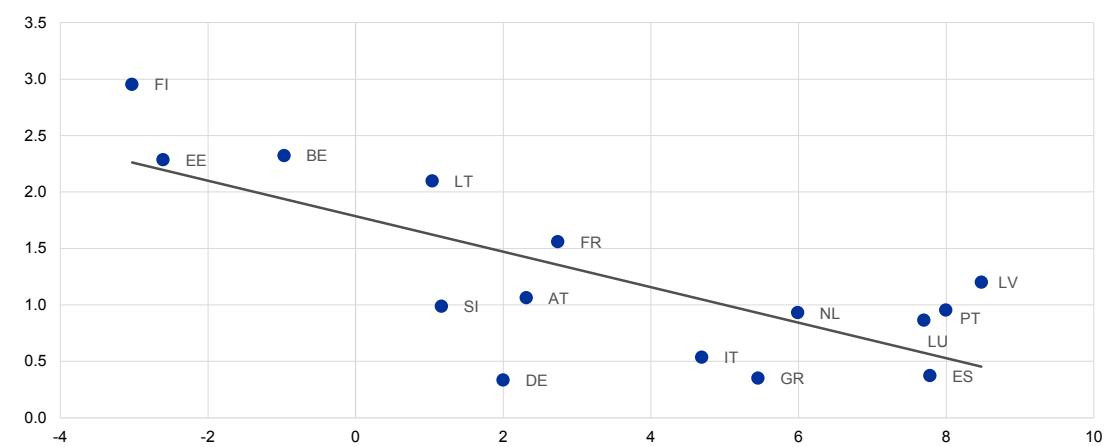
If ageing entails an increase in the overall consumption of services relative to goods, this could have an impact on the output prices of services sectors relative to industry. Indeed, the relative price of services will increase if supply does not rise in line with demand. This, in turn, will depend on how elastic supply is in reacting to price changes, which will be determined, *inter alia*, by how readily available or mobile the necessary factors of production are. Ultimately, therefore, it will be the interaction between the age-elasticity of demand and the price-elasticity of supply that determines where relative prices end up.

Looking purely at observed data, Chart B shows that the price of services relative to industry has increased on average since 1995 in most euro area countries, following an increase in the share of services in total value added in those economies.¹¹⁰ Chart C shows that increases in the output prices of the services sector relative to industry have coincided with increases in the old-age dependency ratio in some euro area countries. These simple correlations do not control for other factors, such as differential impacts on services and industry prices as a result of secular change and international competition, but they are in line with recent findings in the literature. Groneck and Kaufmann,¹¹¹ for example, control for various explanatory variables in their estimations and show that an increase in the old-age dependency ratio leads to an increase in the relative price of non-tradables.

Chart B

Relative prices and shares of services, 1995-2016

(x-axis: percentage point change in share of services; y-axis: average annual percentage change in price of services relative to industry)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The price of services relative to industry is the ratio of the deflator for services to the deflator for industry excluding construction. Those deflators are calculated as the ratio of value added in current prices to value added in constant prices. The share of services relates to the share of services in total value added.

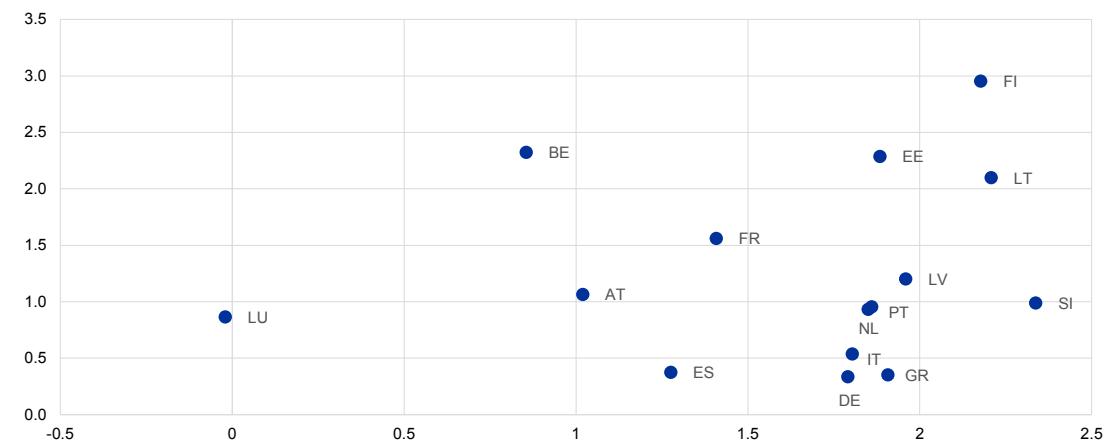
¹¹⁰ Ideally, consumer prices should be used, rather than output prices. However, in order to be able to use longer time series, output prices are used here. The same approach is adopted in other literature on this topic.

¹¹¹ See Groneck, M. and Kaufmann, C., "Determinants of Relative Sectoral Prices: The Role of Demographic Change", op. cit.

Chart C

Relative prices and old-age dependency ratios, 1995-2016

(x-axis: average annual percentage change in old-age dependency ratio; y-axis: average annual percentage change in price of services relative to industry)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The price of services relative to industry is the ratio of the deflator for services to the deflator for industry excluding construction. Those deflators are calculated as the ratio of value added in current prices to value added in constant prices.

The euro area has generally seen services prices in the HICP rise more rapidly than non-energy industrial goods prices over the last few decades. At the same time, services also account for a growing share of the economy. While there may be a number of reasons for these developments, such as differentials in terms of sectoral productivity trends or the impact of global competition, they may also reflect an increase in relative demand owing to population ageing.¹¹² With population ageing expected to intensify, these trends may strengthen in the years to come.

4 The role of pension reforms

4.1 Pension reforms in the euro area

Many euro area countries have implemented pension reforms in recent years.

The sovereign debt crisis and rises in public debt levels have increased the need to reform public pension systems.¹¹³ Pension reforms have been particularly substantial in countries that have been subject to adjustment programmes, such as Greece, Spain, Cyprus and Portugal. Those reforms have involved a wide range of measures, affecting pension system rules as well as pension parameters. In general, recent parametric pension reforms have sought mainly to lift the effective retirement age, while several countries have also reduced the generosity of their pension systems. For example, countries have introduced less generous valuation rules for

¹¹² See the box entitled "Why is services inflation higher than goods inflation in the euro area?", *Monthly Bulletin*, ECB, January 2009.

¹¹³ Public pension systems comprise all schemes that are statutory in nature and administered by the general government sector, in line with the definition used in the Ageing Reports. Accordingly, public pension expenditure affects the national accounts.

transforming pensionable earnings into pension entitlements, increased the required number of working years when calculating pensionable earnings, or shifted from wage to price indexation of pensions.¹¹⁴ Some countries have also implemented automatic adjustment mechanisms linking key pension parameters to increases in life expectancy in order to make their public pension systems more sustainable. However, systemic pension reforms foreseeing a full or partial shift from pay-as-you-go schemes to fully funded schemes have been fairly limited among euro area countries over the last decade.¹¹⁵

Despite recent progress, there is a risk of complacency. Those recent reforms to public pension systems may not be sufficient to fully address euro area countries' ageing-related challenges. While they have certainly been helpful in terms of improving the financial sustainability of public pension systems, further efforts are indispensable in order to contain or further reduce the relatively high levels of pension expenditure in GDP terms. However, the pace of reform seems to have slowed of late. One possible explanation for this is the fact that, with an economic recovery under way and the impact of the sovereign debt crisis subsiding, governments are now under less pressure to implement pension reforms.¹¹⁶ Indeed, there is empirical evidence supporting the view that business cycle developments, rather than concerns about the financial sustainability of pension systems, are the most important drivers of pension reforms.¹¹⁷ Because of the considerable political costs in the short term, governments seem to have less appetite for implementing pension reforms during economic good times. Against this background, countries would be well advised to give themselves a buffer. There is no room for complacency in this regard, as pension pressures could turn out to be stronger than expected – e.g. if economic developments turn out to be less favourable than pension cost projections assume (see also Section 3.2). Thus, euro area countries should use today's improved economic environment to implement better long-term policies in order to address the challenges posed by population ageing.¹¹⁸

The reform needs in the euro area vary considerably across countries.

Differences relate both to the size of those reform needs and to the specific type of adjustment that is needed in each country. Identifying the reform measures that would be most appropriate for the various countries would involve taking account of the variety and complexity of countries' pension arrangements and lies outside the scope of this article. Euro area averages could serve as a rough benchmark for

¹¹⁴ For a detailed overview of recent pension reforms in the EU, see Carone, G. et al., "Pension Reforms in the EU since the Early 2000's: Achievements and Challenges Ahead", *European Commission Discussion Papers*, No 42, 2016. For details of pension reforms in OECD countries, see OECD, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

¹¹⁵ In the early 2000s, several eastern European countries introduced mandatory private pension schemes, most of which have been abandoned in the meantime.

¹¹⁶ See also OECD, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

¹¹⁷ See Beetsma, R., Romp, W. and van Maurik, R., "What drives pension reform measures in the OECD? Evidence based on a new comprehensive dataset and theory", *CEPR Discussion Papers*, No 12313, September 2017.

¹¹⁸ The ECB has stressed the importance of pension reforms on several occasions. See, for example: the article entitled "Population ageing and fiscal policy in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2000; the article entitled "The need for comprehensive reforms to cope with population ageing", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2003; and the article entitled "Challenges to fiscal sustainability in the euro area", *Monthly Bulletin*, ECB, February 2007.

individual measures. However, as the various pension parameters are strongly interlinked, it is important to adopt a much broader perspective when it comes to designing specific reforms. For example, reducing pension entitlements via cuts in pension valuation or indexation rules could be advisable in the case of a very generous pension system relative to the euro area average. However, such a policy could be less relevant if there are already other provisions seeking to ensure fiscal sustainability (e.g. a high effective retirement age). It is clear, therefore, that the decision as to which type of pension reform is best is highly country-specific. This also limits the usefulness of ranking such measures in terms of their potential impact on public finances when making country-specific recommendations.

Political economy considerations highlight the role of social acceptance of pension reforms and the timing of their adoption. While the benefits of pension reforms will only become visible with a lag, their political costs have to be borne immediately. Thus, in order to ensure broad support for those reforms, countries are advised not to place the full adjustment burden on a single feature, but to carry out the necessary adjustment by combining several reform elements. If, for example, adjustment needs were met solely by means of abrupt cuts to pension entitlements, this could, in extreme cases, potentially endanger pension adequacy. By adopting a more balanced approach, adjustment costs can be spread more widely across society, allowing older and younger generations to share that burden more equally. Moreover, the political costs of pension reforms tend to increase the later they are implemented. As the median voter is ageing, the political cost of adopting pension reforms is likely to increase over time¹¹⁹ – as will the adjustment burden for the younger generation.

4.2 The macroeconomic effects of pension reforms

Pension reforms are not only necessary for long-term fiscal sustainability, they can generally also help to dampen the adverse macroeconomic effects of ageing. The concrete impact that public pension reforms have on macroeconomic variables such as the labour force, employment or public debt is strongly dependent on the reform measures adopted. Consequently, it is possible to compare the various reform options on the basis of their respective macroeconomic implications, while ignoring country-specific structural differences.¹²⁰ Box 3 presents the main results of

¹¹⁹ See, for example, Sinn, H.-W. and Uebelmesser, S., "Pensions and the path to gerontocracy in Germany", *European Journal of Political Economy*, Vol. 19, Issue 1, 2003. For a review of key literature, see Tepe, M. and Vanhuysse, P., "Are aging OECD welfare states on the path to gerontocracy?: evidence from 18 democracies, 1980-2002", *Journal of Public Policy*, Vol. 29, Issue 1, 2009.

¹²⁰ Empirical studies find evidence that the macroeconomic implications of pension reforms are more favourable if various types of feature are combined. This is supported by the results of OLG models for Luxembourg, Portugal and Finland, which are summarised in Dieppe, A. and Guarda, P. (eds.), "Public debt, population ageing and medium-term growth", *Occasional Paper Series*, No 165, ECB, 2015. See also Karam, P.D. et al., "Macroeconomic effects of public pension reforms", *IMF Working Papers*, No 10/297, 2010, which finds evidence of positive spillover effects for pension reforms. Thus, the positive impact on growth could increase significantly if several countries adopted such pension reforms in parallel.

a model simulation exercise with three different kinds of pension reform, which is based on the stylised model framework introduced in Box 1.

Lifting the statutory and effective retirement ages, in line with increases in life expectancy, is expected to have a strongly positive impact on the labour supply and economic growth. Lengthening people's working lives (for example, by reducing early retirement or increasing the statutory retirement age) effectively increases the size of the active labour force relative to the number of pensioners.¹²¹ Moreover, if that increase in the retirement age is complemented by appropriate labour market measures, the additional older workers will be unlikely to crowd out younger workers.¹²² Longer expected working lives will also increase incentives for lifelong learning and the accumulation of human capital, both of which are growth-enhancing. Moreover, longer working lives can also be expected to reduce the financing pressures on public pension systems through increases in pension contributions. While this will also imply increased pension entitlements for the next generation, it can be expected to contribute to improvements in pension adequacy.

Increases in contribution rates are assumed to have less favourable economic implications. Raising contribution rates may improve the financing of pay-as-you-go pension systems. However, such measures actually have the potential to exacerbate the macroeconomic effects of population ageing, rather than dampening them. In particular, the distortionary effects of higher contribution rates on the labour supply and employment can result in weaker economic growth.¹²³

Likewise, cutting the benefit ratio is, ceteris paribus, also potentially less favourable than lifting the retirement age. Cutting pension entitlements can have detrimental macroeconomic effects via reductions in domestic demand. Pensioners are likely to respond to reduced pension transfers by cutting back on consumption. The working-age population may, in turn, increase precautionary savings in view of the reduction in future pension entitlements.

Box 3

Stylised macroeconomic effects of public pension reforms

Prepared by João Domingues Semeano and Carolin Nerlich

The OLG model developed by Baksa and Munkacsy which was presented in Box 1 can be used to show the long-term macroeconomic effects of pension reforms. To this end, Table A indicates the outcomes of a number of variations on the benchmark scenario (which involved an ageing shock and an absence of consolidation measures) in terms of the euro area average. The size of the various reform measures is, *ceteris paribus*, determined by the objective of preventing population ageing from having an adverse impact on public debt, as established in Box 1. This

¹²¹ The positive economic impact of prolonging people's working lives is stronger if those additional working years are spent in good health.

¹²² Carta, F., D'Amuri, F. and von Wachter, T., "Aging workforce, pension reform, and firm's dynamics", mimeo, 2017, finds that the recent pension reforms in Italy have not had a negative impact on youth employment.

¹²³ Increases in contribution rates have also been found to adversely affect external imbalances. See, for example, Castro, G. et al., "Aging and fiscal sustainability in a small euro area economy", *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 21, Issue 7, October 2017.

exercise seeks to provide a general indication of the potential long-term macroeconomic effects of three different kinds of public pension reform, assessing them one at a time. It does not, however, address the question of which type of reform measure is most appropriate for which euro area country, given that this issue is highly country-specific. The three types of pension reform under assessment involve changes to the retirement age, the contribution rate and the benefit ratio. In addition, this exercise also considers an increase in personal income tax to compensate for the impact that ageing has on public debt.

The results of this exercise point to considerable differences in terms of the macroeconomic effects of the three pension reforms. These simulations suggest that raising the retirement age has the potential to considerably reduce the adverse impact that ageing has on growth. In concrete terms, this means that GDP per capita declines by 3.6% less than in the reference scenario (see Table A).¹²⁴ In contrast, simply increasing contribution rates or personal income taxes results in the adverse macroeconomic impact strengthening, rather than weakening, relative to the reference scenario. This is driven largely by stronger negative effects on consumption per capita and employment. Finally, reducing the benefit ratio such that the ageing-related adverse impact on debt is avoided results in GDP per capita falling only marginally less than in the reference scenario. Thus, on the basis of this stylised model framework, we can conclude that pension reforms that seek to prolong people's working lives appear to be at least partly able to address the adverse macroeconomic effects of ageing.

Table A

Stylised long-term macroeconomic effects of different public pension reforms and other government measures

(percentage changes)			
Consolidation measure	GDP per capita	Consumption per capita	Employment
	change relative to reference scenario		
Increase in retirement age	3.6	4.1	3.8
Reduction in benefit ratio	0.1	-0.1	0.0
Increase in employer's contribution rate	-0.3	-0.3	-0.3
Increase in personal income tax	-0.6	-0.8	-0.8
Memo item: Reference scenario	-4.7	-5.6	-5.1

Source: ECB calculations.

Note: Based on the model developed by Baksa and Munkaci, calibrated for the euro area.

Moving from a pay-as-you-go pension system to a fully funded system can help to make pension arrangements more sustainable, but involves risks for household finances. Fully funded systems still play only a limited role in the euro area, with the Netherlands being a notable exception in this regard. In fact, pension payments derived from private pension funds only account for around 6% of total

¹²⁴ In broad terms, this result is also supported by other empirical studies using different model specifications. See, for example, Karam, P.D. et al., "Macroeconomic effects of public pension reforms", op. cit.; and Vogel, E. et al., "Aging and Pension Reform: Extending the Retirement Age and Human Capital Formation", *MEA Discussion Papers*, No 06-2012, University of Mannheim, June 2012.

pension expenditure in the euro area.¹²⁵ Moving to a fully funded pension scheme would make pension shortfalls more transparent. This could encourage increases in domestic savings, which could also turn out to be beneficial for asset markets. However, a move towards higher levels of mandatory funding generally entails a double burden for those generations who are continuing to contribute to the pay-as-you-go system for existing pensioners while simultaneously having to build up their own pension savings. Moreover, fully funded pension schemes can pose risks to household finances in an environment of low or negative asset returns, for example in the presence of low equilibrium interest rates.¹²⁶ Administration costs and risky investment strategies can further erode the benefits of funded arrangements.

Finally, forces relating to ageing and pension reforms can be expected to play a significant role in respect of monetary policy. As was stressed in previous sections, these forces will influence the euro area's equilibrium real interest rate for the foreseeable future. Moreover, they may also affect central bank objectives. Box 4 discusses aspects that are relevant from a monetary policy perspective.

Box 4

Monetary policy implications of population ageing and pension reforms

Prepared by Leopold von Thadden

Forces relating to population ageing and the reform of pension systems matter for monetary policy from both a positive and a normative perspective, as they may affect the margin for interest rate changes, as well as the objectives of central banks. This box provides an overview of the various aspects that are relevant in this regard.¹²⁷

Forces relating to population ageing and pension reforms are a slow-moving driver of the equilibrium real interest rate, a variable that is important when judging the monetary policy stance for any given inflation objective.¹²⁸ As various studies have pointed out, past and projected future demographic forces place slow-moving downward pressure on the euro area's equilibrium real interest rate, in line with the developments observed in many other jurisdictions. On the basis of a small-scale New Keynesian model enriched with a demographic structure, Kara and Thadden offer model-based long-term simulations for the euro area (starting in 2008 and running until 2030) which allow likely effects to be broken down into those attributable to "pure" demographic forces and those related to various pension system designs.¹²⁹ That study confirms that two major demographic forces, namely the declining growth rate of the working-age population and increases in life expectancy, are contributing independently to declines in the equilibrium real

¹²⁵ See OECD, *Pensions at a Glance 2017*, op. cit.

¹²⁶ See also Boeri, T. et al., *Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds*, 2006.

¹²⁷ For an overview of relevant aspects, see Bean, C., "Global demographic change: some implications for central banks", FRB Kansas City Annual Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 2004.

¹²⁸ For a detailed discussion of this concept, see the box entitled "Real interest rates in the euro area: a longer-term perspective", *Monthly Bulletin*, ECB, July 2014.

¹²⁹ See Kara, E. and von Thadden, L., "Interest rate effects of demographic changes in a New Keynesian life-cycle framework", *Macroeconomic Dynamics*, Vol. 20, Issue 1, 2016, pp. 120-164. That paper uses an OLG model that is similar in structure to the model used by Baksa and Munkaci, with similar quantitative predictions. The model offers a tractable closed-economy extension of a New Keynesian monetary policy framework, enriched with a demographic structure allowing for a working-age population and retirement, similar to Gertler, M., "Government debt and social security in a life-cycle economy", op. cit.

interest rate.¹³⁰ The first force is consistent with long-term predictions by standard growth models,¹³¹ while the second operates through life-cycle effects on savings and consumption, as typically addressed by OLG models.¹³² The study shows that the strength of the second force depends critically on how pension systems respond to demographic changes, since pension arrangements – both existing and expected future arrangements – interact directly with life-cycle motives for savings. These insights are quantified in two polar scenarios.¹³³ First, the cumulative long-term effect on the equilibrium real interest rate will be most pronounced in a scenario in which the rise in the old-age dependency ratio encourages additional private savings by workers, assuming an unchanged retirement age and a ceiling on the amount of tax-financed redistribution from workers to pensioners. In this scenario (which strengthens privately funded elements), the cumulative decline in the period to 2030 totals around 110 basis points. In contrast, this effect would be significantly reduced in a second scenario where it was assumed that pensions would continue to be funded via a pay-as-you-go system, leading to an increase in tax-financed redistribution from workers to pensioners. In this alternative scenario (which reduces, *ceteris paribus*, incentives for workers to save), the cumulative decline totals around 50 basis points.¹³⁴

Besides forces relating to ageing and pension reforms, equilibrium interest rates are also affected by a wide range of other factors. Recent literature points to a number of complementary structural channels which can explain the decline in equilibrium interest rates from a general equilibrium perspective. The evidence documented in the literature emphasises, *inter alia*, productivity-driven aspects of secular stagnation, slow balance sheet repair in the aftermath of the financial crisis, and the scarcity of safe assets. Moreover, the openness of an economy is relevant for the quantitative strength of all of these channels.¹³⁵

The above-mentioned cumulative impact on equilibrium real interest rates will play out slowly over time, given the slow-moving nature of demographic changes. Nevertheless, it is

¹³⁰ Given the focus on long-term developments, the equilibrium interest rate is driven by changes in the ratio of capital to labour.

¹³¹ In the same vein, the Solow growth model predicts that, in a steady-state comparison, a decline in population growth will lead, *ceteris paribus*, to a decline in the equilibrium real interest rate.

¹³² The second force tends to support a degree of recovery in the equilibrium interest rate when dissaving effects start to dominate, before fading away if demographic variables settle again at new stable long-term values. Adopting a global perspective, this reversal effect was emphasised, in particular, in Goodhart, C. and Pradhan, M., "Demographics will reverse three multi-decade global trends", op. cit.

¹³³ The quantitative findings summarised in this box are similar in magnitude to those reported in: Miles, D., "Modelling the impact of demographic change upon the economy", *The Economic Journal*, Vol. 109, 1999, pp. 1-36; Börsch-Supan, A. et al., "Ageing, pension reform and capital flows: a multi-country simulation model", *Economica*, Vol. 73, 2006, pp. 625-658; and Krueger, D. and Ludwig, A., "On the consequences of demographic change for rates of returns to capital, and the distribution of wealth and welfare", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, 2007, pp. 49-87. All of these studies draw on OLG models in order to assess the combined effect of demographic changes and various pension reforms on equilibrium interest rates. For estimates from a dynamic panel model that are consistent with these findings, see Ferrero, G. et al., "On secular stagnation and low interest rates: demography matters", *Working Paper Series*, No 2088, ECB, 2017. For broad-based analysis of demographic changes from a structural general equilibrium perspective with a focus on US developments, see, in particular, Gagnon, E. et al., "Understanding the New Normal: The Role of Demographics", *Finance and Economics Discussion Series*, No 80, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2016.

¹³⁴ The study also looks at intermediate policy options in terms of pension design. For example, in the first scenario, the effect would be mitigated if the retirement age were to increase, commensurate with the increase in life expectancy, offsetting the life-cycle effect supporting additional private savings.

¹³⁵ For representative discussions, see: Eggertsson, G. and Mehrotra, N., "A model of secular stagnation", *NBER Working Papers*, No 20574, 2014; Rogoff, K., "Debt supercycle, not secular stagnation", in *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, MIT Press, 2016, pp. 19-28; Summers, L., "Reflections on the new secular stagnation hypothesis", in *Secular stagnation: facts, causes and cures*, Vox, 2014, pp. 27-40; and Caballero, R. and Farhi, E., "The Safety Trap", *Review of Economic Studies*, forthcoming.

important that this impact is recognised by monetary policymakers. By way of illustration, Kara and Thadden consider an environment with sticky prices in which the reaction function of monetary policy is characterised by a Taylor rule. If that rule fails to incorporate the downward pressure on the equilibrium rate in a sufficiently timely manner, there is a risk of an overly tight monetary policy stance and downward pressure on inflation. However, in line with the long-term neutrality of money, the study also shows that such pressure disappears in the presence of flexible prices, an assumption that is typically used when characterising the long-term developments discussed in this box.¹³⁶

If equilibrium real interest rates were to stay at low levels for a protracted period of time, this would have implications for the conduct of monetary policy. With an unchanged inflation objective, monetary policy would be likely to face challenges arising from the lower bound constraint on nominal interest rates more often. This would naturally mean that other monetary policy tools, such as forward guidance and non-standard measures, would have to complement the conventional interest rate channel more frequently than in the past.¹³⁷ Moreover, macro-prudential tools could gain in importance in the event that frequently used non-standard monetary policy tools were regarded as being conducive to risks to financial stability that needed to be contained.

As regards normative aspects, a central bank's objectives can be shaped by the age structure of the economy and its interaction with pension system design. It has traditionally been acknowledged that "older" societies attach more weight to price stability than to the stabilisation of output and employment – both in terms of the preferred long-term level of the price stability objective and in terms of the adjustment speed when returning to this level in response to shocks. This finding reflects the fact that cohorts may well express differing degrees of aversion to inflation over their lifetimes, for example because of age-specific exposure to labour market incomes. More nuanced findings emerge if one also considers the role of cohort-specific portfolio compositions and recognises that people typically rely more on returns from asset accumulation as they get older. Thus, ageing societies typically develop a more pronounced preference for financial stability, particularly where the ageing process has been accompanied by a strengthening of privately funded elements of pension systems.¹³⁸

¹³⁶ The study confirms that, consistent with the long-term neutrality of money, downward pressure on inflation can emerge in an environment characterised by sticky prices (as opposed to flexible prices). Moreover, it will disappear if the central bank can correctly identify the decline in the equilibrium rate in real time. The study shows numerically how, in the absence of such identification, that pressure can be addressed by responding more strongly to deviations of observed inflation from the central bank's inflation objective. For details of related work which identifies a downward bias in inflation if central banks learn about the impact that demographic processes have on the equilibrium interest rate over time, see Bielecki, M. et al., "The demographic transition and monetary policy in a small open economy", mimeo, 2018. Moreover, a number of empirical studies have emerged more recently which, deviating from the long-term neutrality of money, suggest that there might be links between ageing and inflation in the long run. However, these studies point in opposing directions in terms of the impact on aggregate inflation, depending on the country and time period in question. For instance, both Yoon, J.-W. et al., "Impact of demographic changes on inflation and the macroeconomy", *IMF Working Papers*, No 14/210, 2014, and Bobeica, E. et al., "Demographics and inflation", *Working Paper Series*, No 2006, ECB, 2017, find a relationship between population ageing and deflationary pressures. Meanwhile, Juselius, M. and Takats, E., "Can demography affect inflation and monetary policy?", *BIS Working Papers*, No 485, 2015, finds a link with inflationary pressures. Those differing results could, of course, stem from a variety of different factors, such as the samples, definitions or controls employed.

¹³⁷ See the article entitled "The ECB's forward guidance", *Monthly Bulletin*, ECB, April 2014, and the article entitled "The transmission of the ECB's recent non-standard monetary policy measures", *Economic Bulletin*, Issue 7, ECB, 2015.

¹³⁸ For a more detailed discussion, see Miles, D., "Should monetary policy be different in a greyer world?", in Auerbach, A. and Herrmann, H. (eds.), *Ageing, financial markets and monetary policy*, Springer, 2002.

5 Conclusions

This article finds that population ageing will have major macroeconomic and fiscal implications for the euro area. In particular, ageing will lead to a decline in the labour supply and is likely to have adverse effects on productivity, while the implications for savings and investment will vary over time, depending on the relative size of the various cohorts and behavioural changes. Model simulations broadly support these findings. Population ageing will also entail changes to relative prices, mainly owing to shifts in demand, with demand for services rising. There will also be additional upward pressure on public spending on pensions, health care and long-term care. This will make it challenging for euro area countries to reduce their sizeable debt burdens and ensure fiscal sustainability in the long run.

Against this background, many countries implemented pension reforms following the sovereign debt crisis, although the pace of reform has slowed of late. Further reforms in this area would seem to be essential and should not be delayed, also in view of political economy considerations.

While pension reforms will help to contain the fiscal impact of population ageing, their precise macroeconomic implications may vary considerably depending on the specific nature of those reform measures. In particular, increasing the retirement age can be expected to reduce the adverse macroeconomic effects of ageing, thanks to a favourable impact on the labour supply and domestic consumption. In contrast, reducing the benefit ratio will tend to do very little to tackle those macroeconomic effects, while increasing the contribution rate will actually tend to exacerbate them. These findings are supported by model simulations. That being said, these results are, by construction, merely a general assessment of the macroeconomic effects of pension reforms and do not allow conclusions to be drawn regarding the reform agendas of specific countries. At the same time, forces relating to population ageing and pension reforms are a slow-moving determinant of the equilibrium real interest rate and need to be taken into account by a price stability-oriented monetary policy.

Statistični podatki

Kazalo

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

Dodatne informacije

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

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

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

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

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

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

Konvencionalni znaki v tabelah

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

1 Gibanja zunaj euroobmočja

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

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

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

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

2) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

	Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeksi; desezonirano)								Uvoz blaga ¹⁾			
	Sestavljeni indeks vodij nabave PMI						Svetovni indeks vodij nabave PMI ²⁾			Svet	Industrijske države	Nastajajoča tržna gospodarstva
	Svet ²⁾	ZDA	Združeno kraljestvo	Japonska	Kitajska	Zaznamek: Euroobmočje	Predelovalne dejavnosti	Storitve	Nova izvozna naročila			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	53,1	55,8	56,2	51,4	50,4	53,8	51,8	53,7	50,4	1,1	3,6	-0,5
2016	51,6	52,4	53,4	50,5	51,4	53,3	51,8	52,0	50,2	1,0	1,1	1,0
2017	53,3	54,3	54,7	52,5	51,8	56,4	53,9	53,8	52,8	5,2	3,1	6,6
2017 I	53,3	54,3	54,6	52,5	52,3	55,6	53,4	53,2	51,9	1,9	1,1	2,3
II	53,1	53,6	54,8	53,0	51,3	56,6	52,5	53,2	51,6	0,3	1,6	-0,6
III	53,3	54,9	54,1	51,8	51,9	56,0	52,7	53,5	51,9	1,6	1,0	2,0
IV	53,4	54,6	55,2	52,6	51,9	57,2	53,5	53,4	52,1	1,4	1,6	1,3
2017 sept.	53,2	54,8	54,1	51,7	51,4	56,7	52,9	53,3	51,5	1,6	1,0	2,0
okt.	53,6	55,2	55,8	53,4	51,0	56,0	52,7	53,9	51,7	0,8	0,3	1,1
nov.	53,2	54,5	55,0	52,2	51,6	57,5	53,7	53,1	52,2	1,2	0,8	1,5
dec.	53,4	54,1	54,9	52,2	53,0	58,1	54,3	53,1	52,5	1,4	1,6	1,3
2018 jan.	53,6	53,8	53,4	52,8	53,7	58,8	54,6	53,2	53,2	.	.	.
feb. ³⁾	54,3	55,8	54,5	52,2	53,3	57,1	53,9	54,5	52,5	.	.	.

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

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

2) Brez euroobmočja.

2 Finančna gibanja

2.1 Obrestne mere denarnega trga

(odstotki na leto; povprečje za obdobje)

	Euroobmočje ¹⁾					ZDA	Japonska
	Depoziti čez noč (EONIA) 1	1-mesečni depoziti (EURIBOR) 2	3-mesečni depoziti (EURIBOR) 3	6-mesečni depoziti (EURIBOR) 4	12-mesečni depoziti (EURIBOR) 5	3-mesečni depoziti (LIBOR) 6	3-mesečni depoziti (LIBOR) 7
2015	-0,11	-0,07	-0,02	0,05	0,17	0,32	0,09
2016	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03	0,74	-0,02
2017	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15	1,26	-0,02
2017 avg.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,16	1,31	-0,03
sept.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,17	1,32	-0,03
okt.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,18	1,36	-0,04
nov.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,43	-0,03
dec.	-0,34	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,60	-0,02
2018 jan.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,73	-0,03
feb.	-0,36	-0,37	-0,33	-0,27	-0,19	1,87	-0,06

Vir: ECB.

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

2.2 Krivulje donosnosti

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

	Promptne stopnje donosa					Razponi			Trenutne terminske stopnje donosa			
	Euroobmočje ^{1), 2)}					Euroobmočje ^{1), 2)}	ZDA	Združeno kraljestvo	Euroobmočje ^{1), 2)}			
	3 meseci	1 leto	2 leti	5 let	10 let	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	10 let - 1 leto	1 leto	2 leti	5 let	10 let
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	-0,45	-0,40	-0,35	0,02	0,77	1,17	1,66	1,68	-0,35	-0,22	0,82	1,98
2016	-0,93	-0,82	-0,80	-0,47	0,26	1,08	1,63	1,17	-0,78	-0,75	0,35	1,35
2017	-0,78	-0,74	-0,64	-0,17	0,52	1,26	0,67	0,83	-0,66	-0,39	0,66	1,56
2017 avg.	-0,78	-0,77	-0,73	-0,35	0,38	1,15	0,89	0,92	-0,75	-0,62	0,48	1,52
sept.	-0,76	-0,75	-0,70	-0,26	0,52	1,27	1,04	0,98	-0,73	-0,54	0,65	1,68
okt.	-0,79	-0,79	-0,74	-0,32	0,44	1,23	0,95	0,87	-0,78	-0,60	0,55	1,61
nov.	-0,78	-0,76	-0,70	-0,28	0,44	1,20	0,79	0,88	-0,73	-0,52	0,56	1,52
dec.	-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 jan.	-0,63	-0,64	-0,52	0,05	0,71	1,35	0,81	1,07	-0,59	-0,21	0,96	1,60
feb.	-0,66	-0,68	-0,57	0,01	0,71	1,39	0,80	0,81	-0,64	-0,26	0,96	1,65

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	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2015	356,2	3.444,1	717,4	261,9	628,2	299,9	189,8	500,6	373,2	278,0	377,7	821,3	2.061,1	19.203,8
2016	321,6	3.003,7	620,7	250,9	600,1	278,9	148,7	496,0	375,8	248,6	326,9	770,9	2.094,7	16.920,5
2017	376,9	3.491,0	757,3	268,6	690,4	307,9	182,3	605,5	468,4	272,7	339,2	876,3	2.449,1	20.209,0
2017 avg.	375,1	3.451,3	727,5	266,5	681,4	288,8	187,3	596,2	467,4	284,4	340,3	861,1	2.456,2	19.670,2
sept.	380,7	3.507,1	750,1	261,2	701,2	298,1	185,9	615,8	480,3	288,2	331,8	883,8	2.492,8	19.924,4
okt.	391,7	3.614,7	791,0	267,8	724,9	306,3	190,2	636,2	501,1	290,1	330,9	895,9	2.557,0	21.267,5
nov.	391,7	3.601,4	802,3	269,2	727,7	315,4	188,3	640,6	508,6	294,8	317,3	854,9	2.593,6	22.525,1
dec.	389,7	3.564,7	796,2	274,9	719,0	313,5	189,1	641,2	491,3	291,3	316,1	839,7	2.664,3	22.769,9
2018 jan.	398,4	3.612,2	822,3	276,1	731,7	323,4	196,3	661,2	504,6	284,9	312,6	848,1	2.789,8	23.712,2
feb.	380,6	3.426,7	783,7	264,7	703,6	306,9	190,1	629,7	488,3	263,2	291,3	792,0	2.705,2	21.991,7

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Obrestovani dolg po kreditni kartici	Potrošniška posojila			Posojila samostojnim podjetnikom in neinkorporiranim partnerstvom	Stanovanjska posojila					Sestavljeni indeks stroškov izposojanja				
	Na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Vezane				Po začetni fiksni obrestni meri	Letni odstotek stroškov ³⁾			Po začetni fiksni obrestni meri			Letni odstotek stroškov ³⁾						
		do 2 let	nad 2 leti							spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 1 leta	nad 5 let in do 10 let						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16			
2017 feb.	0,06	0,47	0,40	0,74	6,38	16,70	4,99	5,62	6,08	2,41	1,74	1,88	1,85	1,81	2,25	1,85			
mar.	0,06	0,47	0,39	0,73	6,33	16,70	4,83	5,58	5,96	2,39	1,73	1,89	1,91	1,85	2,26	1,87			
apr.	0,06	0,46	0,39	0,81	6,32	16,70	5,09	5,78	6,22	2,46	1,73	1,90	1,87	1,87	2,23	1,87			
maj.	0,05	0,46	0,38	0,77	6,30	16,82	4,68	5,74	6,19	2,43	1,69	1,89	1,91	1,89	2,22	1,87			
jun.	0,05	0,45	0,38	0,76	6,26	16,81	4,95	5,84	6,28	2,38	1,75	1,91	1,90	1,90	2,22	1,88			
jul.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	5,33	5,89	6,34	2,38	1,75	2,00	1,92	1,94	2,21	1,91			
avg.	0,05	0,45	0,35	0,74	6,27	16,80	5,07	5,71	6,21	2,37	1,70	1,93	1,96	1,96	2,20	1,89			
sept.	0,05	0,44	0,35	0,75	6,23	16,80	4,92	5,68	6,15	2,43	1,68	1,91	1,93	1,96	2,18	1,88			
okt.	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,80	4,73	5,69	6,14	2,38	1,67	1,92	1,95	1,94	2,17	1,87			
nov.	0,05	0,44	0,33	0,73	6,09	16,84	4,47	5,39	5,80	2,31	1,69	1,86	1,92	1,87	2,15	1,83			
dec.	0,04	0,44	0,35	0,72	6,15	16,88	5,07	6,02	6,45	2,30	1,67	1,87	1,92	1,90	2,14	1,84			
2018 jan. ^(p)	0,05	0,45	0,33	0,75	6,21	16,81	4,69	5,69	6,12	2,36	1,66	1,93	1,95	1,93	2,16	1,87			

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenjajočo se sestavo euroobmočja.

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

3) Letna odstotna stopnja stroškov.

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

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

Čez noč	Vloge			Revolving posojila in okvirna posojila	Druga posojila (po obsegu in začetni fiksni obrestni meri)									Sestavljeni indeks stroškov izposojanja			
	do 2 let	Vezane			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR			nad 1 milijon EUR			do 250.000 EUR	nad 250.000 EUR do 1 milijona EUR				
		do 2 let	nad 2 leti			spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leto	nad 1 leto	spremenljiva obrestna mera oz. fiksna do 3 mesecev	nad 3 mesece in do 1 leta				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2017 feb.	0,06	0,08	0,58	2,58	2,51	2,79	2,36	1,76	1,79	1,72	1,30	1,63	1,57	1,82			
mar.	0,05	0,10	0,40	2,55	2,54	2,68	2,35	1,79	1,78	1,71	1,34	1,50	1,64	1,81			
apr.	0,05	0,10	0,43	2,51	2,49	2,77	2,38	1,76	1,73	1,72	1,20	1,47	1,63	1,76			
maj.	0,05	0,06	0,43	2,50	2,46	2,68	2,34	1,74	1,71	1,67	1,27	1,42	1,55	1,76			
jun.	0,05	0,11	0,35	2,45	2,45	2,76	2,36	1,74	1,75	1,72	1,23	1,33	1,66	1,74			
jul.	0,04	0,10	0,36	2,43	2,49	2,71	2,41	1,74	1,78	1,78	1,24	1,44	1,58	1,75			
avg.	0,04	0,07	0,44	2,42	2,44	2,73	2,39	1,71	1,68	1,73	1,19	1,46	1,58	1,73			
sept.	0,04	0,11	0,40	2,39	2,39	2,69	2,36	1,70	1,66	1,70	1,23	1,35	1,60	1,73			
okt.	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,32	1,56	1,72			
nov.	0,04	0,06	0,32	2,35	2,40	2,45	2,29	1,70	1,66	1,66	1,34	1,27	1,52	1,71			
dec.	0,04	0,06	0,47	2,35	2,39	2,51	2,33	1,65	1,61	1,73	1,11	1,38	1,61	1,67			
2018 jan. ^(p)	0,04	0,08	0,30	2,36	2,43	2,60	2,35	1,70	1,61	1,69	1,23	1,33	1,56	1,71			

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	Stanja					Skupaj	DFI	Bruto izdaje ¹⁾						
		Družbe, ki niso DFI		Širše opredeljena država					Družbe, ki niso DFI		Bruto izdaje ¹⁾				
		Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe	Enote centralne ravni države	Ostala država	FVC			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															
2014	1.320	543	131	.	59	538	50	410	219	34	.	38	93	25	
2015	1.269	517	147	.	62	478	65	347	161	37	.	33	82	34	
2016	1.241	518	136	.	59	466	62	349	161	45	.	31	79	33	
2017 jul.	1.296	515	152	.	87	477	66	386	177	57	.	44	77	32	
avg.	1.302	516	155	.	85	474	72	359	169	57	.	29	80	25	
sept.	1.314	530	161	.	81	478	65	378	162	69	.	37	82	29	
okt.	1.287	529	156	.	84	457	62	372	175	45	.	41	74	36	
nov.	1.276	527	148	.	80	460	61	344	159	38	.	34	87	25	
dec.	1.222	519	138	.	70	439	57	285	137	33	.	30	55	29	
Dolgoročne															
2014	15.129	4.048	3.161	.	993	6.285	643	226	65	49	.	16	86	10	
2015	15.247	3.785	3.288	.	1.056	6.481	637	217	68	47	.	13	81	9	
2016	15.399	3.695	3.235	.	1.185	6.643	641	220	62	53	.	18	79	8	
2017 jul.	15.400	3.616	3.237	.	1.152	6.762	633	269	74	93	.	22	76	4	
avg.	15.326	3.590	3.178	.	1.148	6.776	634	127	29	35	.	3	54	5	
sept.	15.364	3.568	3.181	.	1.176	6.804	634	233	56	64	.	17	90	5	
okt.	15.338	3.579	3.160	.	1.182	6.777	640	242	76	50	.	21	85	10	
nov.	15.369	3.595	3.125	.	1.187	6.819	643	222	55	56	.	23	79	8	
dec.	15.343	3.560	3.135	.	1.187	6.819	642	198	52	72	.	14	54	6	

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	FVC			Finančne družbe, ki niso DFI	Nefinančne družbe					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11					
Stanje															
2014	16.449,3	4.590,6	3.291,5	.	1.051,5	6.822,7	693,0	6.016,3	591,3	850,5	4.574,6				
2015	16.516,5	4.301,8	3.435,1	.	1.117,9	6.959,2	702,4	6.814,3	584,3	985,2	5.244,9				
2016	16.639,8	4.213,3	3.371,1	.	1.243,8	7.108,1	703,5	7.089,5	537,6	1.097,8	5.454,1				
2017 jul.	16.696,1	4.130,2	3.389,2	.	1.239,2	7.238,8	698,8	7.718,2	663,1	1.197,5	5.857,6				
avg.	16.627,8	4.105,8	3.333,3	.	1.233,0	7.250,5	705,2	7.638,4	630,8	1.174,6	5.832,9				
sept.	16.678,6	4.098,0	3.341,8	.	1.257,2	7.282,0	699,6	7.937,7	657,7	1.237,3	6.042,6				
okt.	16.625,6	4.108,4	3.315,2	.	1.265,8	7.233,9	702,3	8.168,2	649,6	1.301,3	6.217,3				
nov.	16.644,9	4.121,8	3.272,5	.	1.267,3	7.279,9	703,5	8.010,7	638,4	1.257,5	6.114,8				
dec.	16.565,9	4.078,8	3.273,3	.	1.256,4	7.257,5	699,8	7.959,5	628,5	1.251,2	6.079,8				
Stopnja rasti															
2014	-0,6	-8,0	1,1	.	5,3	3,2	1,1	1,5	7,2	1,9	0,7				
2015	0,3	-7,0	5,7	.	4,7	1,8	0,6	1,1	4,2	1,6	0,6				
2016	0,3	-3,0	-1,7	.	7,5	2,1	-0,1	0,5	1,2	0,9	0,4				
2017 jul.	1,8	-1,1	3,6	.	9,5	1,8	-0,9	0,8	6,1	1,4	0,1				
avg.	1,6	-1,5	2,2	.	9,2	2,0	-0,3	0,8	6,1	1,4	0,2				
sept.	1,4	-1,5	1,3	.	7,7	2,3	-0,4	0,9	6,1	2,0	0,2				
okt.	1,0	-1,0	-0,5	.	7,3	1,9	-0,4	0,9	6,0	2,8	0,1				
nov.	1,1	-0,8	-0,2	.	6,6	1,8	0,4	1,0	6,1	2,8	0,1				
dec.	1,2	-0,6	0,0	.	6,4	2,1	0,5	1,1	6,1	2,8	0,3				

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.8 Efektivni devizni tečaji¹⁾

(povprečja obdobjij; indeks: 1999 I = 100)

	Efektivni devizni tečaj-19						Efektivni devizni tečaj-38	
	Nominalni	Realni CPI	Realni PPI	Deflator realnega BDP	Realni ULCM ²⁾	Realni ULCT	Nominalni	Realni CPI
	1	2	3	4	5	6	7	8
2015	91,7	87,6	88,6	82,8	80,7	88,3	105,7	86,9
2016	94,4	89,5	90,8	84,9	80,0	89,5	109,7	89,2
2017	96,6	91,4	92,0	-	-	-	112,0	90,5
2017 I	93,8	89,1	89,6	83,4	79,5	88,3	108,6	88,1
II	95,3	90,3	91,0	84,7	79,1	89,3	110,1	89,0
III	98,6	93,2	93,8	87,7	81,3	92,1	114,5	92,3
IV	98,6	93,1	93,5	-	-	-	115,0	92,5
2017 sept.	99,0	93,6	94,0	-	-	-	115,0	92,7
okt.	98,6	93,1	93,6	-	-	-	114,8	92,4
nov.	98,5	93,0	93,4	-	-	-	115,0	92,5
dec.	98,8	93,3	93,6	-	-	-	115,3	92,6
2018 jan.	99,4	93,9	93,9	-	-	-	116,1	93,2
feb.	99,6	93,9	93,9	-	-	-	117,3	94,1
% sprememba glede na predhodni mesec								
2018 feb.	0,2	0,1	0,0	-	-	-	1,0	0,9
% sprememba glede na predhodno leto								
2018 feb.	6,6	5,7	5,1	-	-	-	8,5	7,2

Vir: ECB.

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

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

2.9 Dvostranski devizni tečaji

(povprečja obdobjij; enote nacionalne valute za enoto eura)

	Kitajski juan renminbi	Hrvatska kuna	Češka korona	Danska krona	Madžarski forint	Japonski jen	Poljski zlot	Britanski funt	Romunski leu	Švedska krona	Švicarski frank	Ameriški dolar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2015	6,973	7,614	27,279	7,459	309,996	134,314	4,184	0,726	4,4454	9,353	1,068	1,110
2016	7,352	7,533	27,034	7,445	311,438	120,197	4,363	0,819	4,4904	9,469	1,090	1,107
2017	7,629	7,464	26,326	7,439	309,193	126,711	4,257	0,877	4,5688	9,635	1,112	1,130
2017 I	7,335	7,467	27,021	7,435	309,095	121,014	4,321	0,860	4,5217	9,506	1,069	1,065
II	7,560	7,430	26,535	7,438	309,764	122,584	4,215	0,861	4,5532	9,692	1,084	1,102
III	7,834	7,426	26,085	7,438	306,418	130,349	4,258	0,898	4,5822	9,557	1,131	1,175
IV	7,789	7,533	25,650	7,443	311,597	132,897	4,232	0,887	4,6189	9,793	1,162	1,177
2017 sept.	7,826	7,464	26,075	7,440	308,368	131,924	4,269	0,895	4,5992	9,533	1,147	1,191
okt.	7,789	7,509	25,766	7,443	309,951	132,763	4,263	0,891	4,5895	9,614	1,155	1,176
nov.	7,772	7,551	25,538	7,442	311,891	132,392	4,227	0,888	4,6347	9,848	1,164	1,174
dec.	7,807	7,539	25,645	7,443	313,163	133,638	4,203	0,883	4,6348	9,937	1,169	1,184
2018 jan.	7,840	7,436	25,452	7,445	309,269	135,255	4,163	0,883	4,6491	9,820	1,172	1,220
feb.	7,807	7,440	25,320	7,446	311,735	133,293	4,165	0,884	4,6559	9,938	1,154	1,235
% sprememba glede na predhodni mesec												
2018 feb.	-0,4	0,1	-0,5	0,0	0,8	-1,5	0,1	0,1	0,1	1,2	-1,5	1,2
% sprememba glede na predhodno leto												
2018 feb.	6,7	-0,1	-6,3	0,1	1,0	10,9	-3,3	3,7	3,2	4,9	8,3	16,0

Vir: ECB.

2 Finančna gibanja

2.10 Plaćilna bilanca euroobmočja, finančni račun

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

	Skupaj ¹⁾			Neposredne naložbe		Portfeljske naložbe		Izvedeni finančni instrumenti (neto)	Ostale naložbe		Rezerve	Zaznamek: Bruto zunanjji dolg
	Terjatve	Obveznosti	Neto	Terjatve	Obveznosti	Terjatve	Obveznosti		Terjatve	Obveznosti		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12
Saldo (stanje mednarodnih naložb)												
2016 IV	23.995,3	24.798,1	-802,8	10.690,9	8.633,5	7.864,0	10.583,9	-56,3	4.789,0	5.580,6	707,6	13.795,5
2017 I	25.224,7	25.780,6	-555,9	11.113,0	8.955,8	8.256,5	10.868,6	-61,5	5.190,3	5.956,2	726,6	14.252,2
II	24.681,2	25.242,2	-560,9	10.845,7	8.841,2	8.198,2	10.636,9	-46,7	5.001,4	5.764,1	682,7	13.826,2
III	24.507,7	25.014,4	-506,8	10.552,7	8.562,7	8.354,3	10.665,4	-58,8	4.984,6	5.786,3	674,8	13.700,9
Saldo kot odstotek BDP												
2017 III	221,5	226,1	-4,6	95,4	77,4	75,5	96,4	-0,5	45,1	52,3	6,1	123,8
Transakcije												
2017 I	655,0	585,6	69,4	204,8	206,7	174,8	75,5	23,2	254,6	303,4	-2,3	-
II	195,6	133,2	62,4	27,2	18,4	171,4	145,4	-2,3	0,9	-30,6	-1,6	-
III	91,2	-71,1	162,2	-139,9	-155,8	190,9	42,5	-10,7	50,2	42,2	0,5	-
IV	38,0	-80,5	118,5	-2,8	19,5	85,2	-26,1	-1,1	-45,3	-73,9	2,0	-
2017 jul.	-2,1	-58,8	56,7	-163,0	-168,4	68,4	39,7	-2,7	100,4	69,9	-5,2	-
avg.	61,8	24,3	37,5	9,6	17,2	73,9	-16,1	-5,1	-15,9	23,2	-0,7	-
sept.	31,4	-36,6	68,0	13,5	-4,5	48,7	18,9	-2,9	-34,2	-50,9	6,4	-
okt.	183,2	145,9	37,3	33,2	4,9	22,9	-23,8	-0,2	130,0	164,7	-2,7	-
nov.	58,5	22,9	35,6	-0,4	16,8	50,9	18,1	0,5	1,1	-12,0	6,3	-
dec.	-203,6	-249,2	45,6	-35,6	-2,1	11,5	-20,5	-1,4	-176,4	-226,6	-1,6	-
Skupne 12-mesečne transakcije												
2017 dec.	979,8	567,3	412,6	89,4	88,8	622,3	237,4	9,0	260,4	241,1	-1,3	-
Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP												
2017 dec.	8,8	5,1	3,7	0,8	0,8	5,6	2,1	0,1	2,3	2,2	0,0	-

Vir: ECB.

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

3 Gospodarska aktivnost

3.1 BDP in izdatkovne komponente

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

Skupaj	Bruto domači proizvod (BDP)								Zunanjetrgovinska bilanca ¹⁾			
	Skupaj	Domače povpraševanje							Spremembe zalog ²⁾	Skupaj	Izvoz ¹⁾	
		Zasebna potrošnja	Državna potrošnja	Bruto investicije v osnovna sredstva			Gradbene investicije	Investicije v opremo	Intelektualna lastnina	9	10	11	12
	1	2	3	4	5	6	7	8				
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2015	10.515,6	10.030,7	5.753,8	2.169,4	2.078,3	1.016,3	638,3	418,0	29,3	484,9	4.847,0	4.362,1
2016	10.789,7	10.312,7	5.891,5	2.220,1	2.190,4	1.052,1	674,9	457,8	10,7	477,0	4.937,2	4.460,2
2017	11.165,5	10.674,8	6.073,2	2.272,4	2.298,0	1.112,1	712,7	467,8	31,2	490,6	5.276,5	4.785,9
2017 I	2.748,2	2.632,1	1.504,4	562,3	560,7	273,2	172,2	113,9	4,8	116,2	1.296,8	1.180,6
II	2.781,3	2.662,8	1.515,3	565,9	572,1	275,9	175,2	119,7	9,4	118,5	1.308,9	1.190,3
III	2.809,6	2.677,0	1.522,2	570,1	572,8	279,8	179,6	111,9	12,0	132,6	1.325,4	1.192,9
IV	2.834,0	2.693,5	1.531,8	574,0	580,5	283,9	182,1	113,0	7,2	140,6	1.357,0	1.216,5
<i>Odstotek BDP</i>												
2017	100,0	95,6	54,4	20,4	20,6	10,0	6,4	4,2	0,3	4,4	-	-
<i>Verižni obseg (cene preteklega leta)</i>												
<i>Četrletne spremembe v odstotkih</i>												
2017 I	0,6	0,1	0,5	0,2	0,2	1,4	0,7	-3,5	-	-	1,3	0,2
II	0,7	1,0	0,5	0,4	1,7	0,5	1,6	4,9	-	-	1,2	1,8
III	0,7	0,2	0,3	0,4	-0,2	0,9	2,4	-6,7	-	-	1,6	0,6
IV	0,6	0,2	0,2	0,3	0,9	0,7	1,3	0,6	-	-	1,9	1,1
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>												
2015	2,1	2,0	1,8	1,3	3,3	0,5	5,4	7,2	-	-	6,4	6,7
2016	1,8	2,4	2,0	1,8	4,6	2,5	5,5	8,4	-	-	3,4	4,8
2017	2,3	2,0	1,6	1,2	3,5	3,3	5,2	1,4	-	-	4,9	4,4
2017 I	2,1	1,9	1,6	1,0	4,1	3,3	3,6	7,0	-	-	4,7	4,7
II	2,4	2,3	1,9	1,1	3,4	4,0	4,3	1,1	-	-	4,5	4,5
III	2,7	2,0	1,9	1,3	2,4	3,3	5,8	-4,3	-	-	5,8	4,4
IV	2,7	1,5	1,5	1,4	2,5	3,6	6,2	-5,0	-	-	6,1	3,7
<i>Prispevki k četrletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2017 I	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,5	-	-
II	0,7	0,9	0,3	0,1	0,4	0,0	0,1	0,2	0,2	-0,2	-	-
III	0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	0,1	0,2	-0,3	0,0	0,5	-	-
IV	0,6	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,4	-	-
<i>Prispevki k medletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah</i>												
2015	2,1	2,0	1,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,3	0,0	0,1	-	-
2016	1,8	2,2	1,1	0,4	0,9	0,2	0,3	0,3	-0,1	-0,4	-	-
2017	2,3	1,9	0,9	0,2	0,7	0,3	0,3	0,1	0,1	0,4	-	-
2017 I	2,1	1,8	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	-	-
II	2,4	2,2	1,0	0,2	0,7	0,4	0,3	0,0	0,3	0,2	-	-
III	2,7	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	0,1	0,8	-	-
IV	2,7	1,4	0,8	0,3	0,5	0,3	0,4	-0,2	-0,2	1,3	-	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

2) Vključno s pridobitvami manj odtujitvami vrednostnih predmetov.

3 Gospodarska aktivnost

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

	Bruto dodana vrednost (osnovne cene)											Davki brez subvencij za proizvode
	Skupaj	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Predelovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Gradbeništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičnimi nameni	Strokovne poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Tekoče cene (v milijardah EUR)												
2015	9.443,4	153,9	1.900,3	468,6	1.782,2	433,1	464,0	1.073,1	1.026,1	1.811,6	330,4	1.072,2
2016	9.680,3	151,6	1.936,9	489,1	1.830,9	451,3	454,0	1.100,6	1.071,0	1.857,5	337,5	1.109,4
2017	10.010,5	164,4	2.001,8	513,5	1.906,9	467,5	451,8	1.132,1	1.121,5	1.905,6	345,3	1.155,0
2017 I	2.464,5	40,5	490,8	125,8	469,1	115,1	112,7	279,7	275,0	470,6	85,2	283,7
II	2.493,8	40,8	498,2	127,9	476,1	116,7	112,7	282,0	278,9	474,5	86,0	287,5
III	2.519,6	41,3	504,6	129,5	479,6	117,8	113,6	284,6	283,0	478,8	86,9	290,1
IV	2.540,6	41,9	510,9	131,5	483,5	118,6	112,9	286,0	285,9	482,1	87,4	293,4
Odstotek dodane vrednosti												
2017	100,0	1,6	20,0	5,1	19,0	4,7	4,5	11,3	11,2	19,0	3,4	-
Verižni obseg (cene preteklega leta)												
Četrtletne spremembe v odstotkih												
2017 I	0,7	1,6	0,0	1,3	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,5	0,2	0,1	0,4
II	0,7	0,0	1,1	0,9	0,7	0,9	0,6	0,2	1,0	0,5	0,4	0,9
III	0,7	0,2	1,5	0,4	0,4	1,3	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,3
IV	0,6	0,3	1,2	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4
Medletne spremembe v odstotkih												
2015	1,9	3,1	3,9	0,4	1,8	3,3	-0,3	0,7	2,9	0,9	1,1	3,3
2016	1,7	-1,2	1,9	1,7	2,0	2,9	0,2	1,0	2,8	1,3	1,2	2,8
2017	2,3	1,0	2,8	2,6	2,9	4,4	0,1	1,4	3,5	1,3	1,0	2,6
2017 I	2,0	0,5	1,8	2,4	2,8	4,9	-0,5	1,2	3,5	1,1	0,8	2,6
II	2,4	0,4	3,0	3,1	3,3	5,1	0,1	1,2	3,1	1,3	0,8	3,0
III	2,7	0,9	3,9	3,0	3,3	4,5	0,3	1,6	4,0	1,5	1,3	2,6
IV	2,7	2,1	3,8	3,7	3,1	4,2	0,9	1,6	4,0	1,4	1,4	2,0
Prispevki k četrtletnim odstotnim spremembam BDP v odstotnih točkah												
2017 I	0,7	0,0	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-
II	0,7	0,0	0,2	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
IV	0,6	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
Prispevki k medletnim odstotnim spremembam dodane vrednosti v odstotnih točkah												
2015	1,9	0,1	0,8	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2016	1,7	0,0	0,4	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
2017	2,3	0,0	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
2017 I	2,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	0,0	-
II	2,4	0,0	0,6	0,2	0,6	0,2	0,0	0,1	0,3	0,2	0,0	-
III	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-
IV	2,7	0,0	0,8	0,2	0,6	0,2	0,0	0,2	0,4	0,3	0,0	-

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

3 Gospodarska aktivnost

3.3 Zaposlenost¹⁾

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

Skupaj	Po statusu zaposlitve		Po gospodarski dejavnosti										
	Zaposlen	Samo-zaposlen	Kmetijstvo, gozdarstvo in ribolov	Prede-lovalne dejavnosti, oskrba z elektriko in javne gospodarske službe	Grad-beništvo	Trgovina, promet, skladiščenje in gostinstvo	Informacijske in komunikacijske dejavnosti	Finančne in zavarovalniške dejavnosti	Poslovanje z nepremičninami	Strokovne, poslovne in podporne storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	Umetnost, zabava in druge storitve	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Število zaposlenih													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	85,0	15,0	3,4	15,0	6,1	24,7	2,7	2,7	1,0	13,1	24,3	7,1
2015	100,0	85,2	14,8	3,3	14,9	6,0	24,8	2,7	2,6	1,0	13,3	24,3	7,1
2016	100,0	85,5	14,5	3,2	14,8	5,9	24,9	2,8	2,6	1,0	13,5	24,3	7,0
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,7	0,1	0,1	-0,4	-1,3	0,7	0,7	-0,9	0,2	2,3	1,0	0,7
2015	1,0	1,2	-0,3	-1,2	0,2	0,0	1,3	1,4	-0,2	1,4	2,8	1,0	0,5
2016	1,3	1,6	-0,3	-0,5	0,6	-0,2	1,7	2,4	0,0	1,9	2,8	1,3	1,1
2016 IV	1,3	1,6	-0,1	0,1	0,6	0,4	1,7	2,6	0,0	2,6	2,8	1,3	0,5
2017 I	1,6	1,8	0,2	1,0	0,8	1,5	1,7	3,2	-0,5	1,9	3,2	1,2	1,1
II	1,6	2,0	-0,3	0,6	1,1	1,5	1,8	3,4	-0,8	2,0	3,3	1,1	1,8
III	1,7	2,0	-0,1	-0,2	1,3	2,2	2,0	3,1	-0,9	2,0	3,2	1,1	2,0
<i>Opravljene delovne ure</i>													
<i>v odstotkih</i>													
2014	100,0	80,3	19,7	4,4	15,6	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	12,8	22,0	6,3
2015	100,0	80,5	19,5	4,3	15,5	6,8	25,6	2,9	2,7	1,0	13,0	22,0	6,3
2016	100,0	80,8	19,2	4,2	15,4	6,7	25,7	2,9	2,7	1,0	13,2	22,0	6,2
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,6	0,8	-0,4	-0,3	-0,1	-0,9	0,4	0,6	-1,0	0,0	2,4	1,2	0,1
2015	1,1	1,4	-0,2	-0,3	0,6	0,6	0,9	2,4	-0,1	1,8	2,9	1,0	0,8
2016	1,2	1,6	-0,1	-0,4	0,7	-0,1	1,6	1,9	0,6	2,1	2,8	1,0	0,9
2016 IV	1,0	1,4	-0,3	-1,1	0,8	0,0	1,3	2,0	0,2	2,4	2,5	0,9	0,1
2017 I	1,3	1,7	-0,4	-0,6	1,0	1,6	1,3	2,9	-0,2	2,3	2,9	0,9	1,1
II	1,5	1,9	-0,2	-0,5	1,4	1,7	1,7	3,1	-1,4	1,8	2,8	1,0	1,7
III	1,8	2,2	0,0	-0,2	1,7	2,4	2,0	2,5	-0,8	2,0	3,1	1,0	2,3
<i>Opravljene delovne ure na zaposlenega</i>													
<i>Medletne spremembe v odstotkih</i>													
2014	0,0	0,1	-0,5	-0,4	0,3	0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,3	-0,5
2015	0,1	0,1	0,1	0,9	0,3	0,5	-0,4	1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	0,3
2016	-0,1	-0,1	0,1	0,0	0,1	0,2	-0,2	-0,4	0,6	0,2	0,0	-0,2	-0,1
2016 IV	-0,3	-0,2	-0,2	-1,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3
2017 I	-0,3	-0,1	-0,6	-1,6	0,2	0,1	-0,4	-0,3	0,2	0,4	-0,3	-0,3	0,0
II	-0,1	-0,1	0,1	-1,1	0,3	0,2	0,0	-0,4	-0,6	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1
III	0,1	0,2	0,1	0,0	0,5	0,2	0,1	-0,6	0,2	0,0	-0,1	-0,1	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 ¹⁾	Pod- zaposlenost v odstotkih ¹⁾	Brezposelnost												Stopnja prostih delovnih mest ²⁾																							
		Skupaj				Dolgo- trajno brezpo- selni v % delovne sile ¹⁾	Po starosti				Po spolu																										
		V milijonih		% delovne sile	Odrasli		Mladi		Moški		Ženske																										
		V milijonih	1	% delovne sile	2		V milijonih	3	% delovne sile	4	V milijonih	5	V milijonih	6	% delovne sile	7	V milijonih	8	% delovne sile	9	V milijonih	10	% delovne sile	11	V milijonih	12	% delovne sile	13	% vseh del. mest	14							
% od skupaj v letu 2016	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	81,8	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0							
2015	160,600	4,6	17,472	10,9	5,6	14,305	9,8	3,167	22,3	9,263	10,7	8,208	11,1	8,208	11,1	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5						
2016	161,877	4,3	16,252	10,0	5,0	13,290	9,0	2,962	20,9	8,483	9,7	7,770	10,4	7,770	10,4	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7					
2017	.	.	14,773	9,1	.	12,096	8,1	2,677	18,8	7,648	8,7	7,125	9,5	7,125	9,5	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9					
2017 I	161,635	4,3	15,384	9,5	4,8	12,611	8,5	2,773	19,6	7,960	9,1	7,424	9,9	7,424	9,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9					
II	162,214	4,2	14,862	9,1	4,5	12,159	8,2	2,703	19,1	7,688	8,8	7,174	9,6	7,174	9,6	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9					
III	163,330	4,0	14,602	9,0	4,2	11,957	8,0	2,645	18,6	7,574	8,6	7,028	9,3	7,028	9,3	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9					
IV	.	.	14,243	8,7	.	11,657	7,8	2,585	18,1	7,368	8,4	6,875	9,1	6,875	9,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0					
2017 avg.	-	-	14,607	9,0	-	11,961	8,0	2,646	18,5	7,590	8,7	7,017	9,3	7,017	9,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
sept.	-	-	14,487	8,9	-	11,846	8,0	2,641	18,5	7,502	8,5	6,985	9,3	6,985	9,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-				
okt.	-	-	14,364	8,8	-	11,743	7,9	2,621	18,3	7,431	8,5	6,933	9,2	6,933	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
nov.	-	-	14,243	8,7	-	11,662	7,8	2,581	18,1	7,362	8,4	6,881	9,1	6,881	9,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-			
dec.	-	-	14,121	8,6	-	11,567	7,8	2,554	17,9	7,311	8,3	6,810	9,0	6,810	9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
2018 jan.	-	-	14,111	8,6	-	11,577	7,8	2,535	17,7	7,312	8,3	6,799	9,0	6,799	9,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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						Gradbeništvo	Kazalnik ECB o novih naročilih v industriji	Trgovina na drobno				Registracije novih osebnih avtomobilov	
	Skupaj		Glavne industrijske skupine						Skupaj	Hrana, pičača in tobačni izdelki		Neživila	Goriva	
	Predelovalne dejavnosti	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo	Energetika	Skupaj	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% od skupaj v letu 2010 ¹⁾	100,0	86,0	33,6	29,2	22,5	14,7	100,0	100,0	100,0	39,3	51,5	9,1	100,0	
	Medletne spremembe v odstotkih													
2015	2,1	2,4	1,0	3,6	2,6	0,8	-0,9	3,6	3,0	1,7	4,0	2,4	8,8	
2016	1,5	1,6	1,9	1,7	1,2	0,2	2,2	0,3	1,6	1,0	2,2	1,4	7,2	
2017	3,0	3,2	4,1	3,6	1,6	0,8	2,6	7,7	2,4	1,5	3,3	1,0	5,6	
2017 I	1,3	1,2	2,2	1,3	-0,5	1,9	1,9	5,5	2,1	1,3	2,7	1,9	4,8	
II	2,7	2,8	3,8	2,4	1,7	1,6	3,6	6,7	2,7	2,4	3,3	1,6	6,0	
III	3,7	4,0	4,9	4,7	2,0	0,6	3,0	9,1	2,6	1,4	4,1	0,4	5,5	
IV	4,2	5,0	5,5	5,9	3,1	-1,0	1,9	9,6	2,0	0,9	3,0	0,1	6,3	
2017 avg.	3,9	4,3	5,3	5,1	2,6	0,7	2,1	9,0	1,8	0,9	3,3	-0,3	6,9	
sept.	3,4	3,9	4,6	4,5	2,3	-1,0	3,6	10,7	3,9	2,3	5,7	0,5	5,3	
okt.	3,9	4,6	5,3	3,5	5,3	-2,0	2,3	8,8	0,3	-0,3	0,5	-0,2	5,9	
nov.	3,7	4,5	4,7	6,7	0,4	-1,9	2,9	10,6	3,7	1,8	5,6	0,4	8,7	
dec.	5,2	5,9	6,6	7,6	3,6	0,6	0,5	9,3	2,1	1,2	3,0	0,1	4,4	
2018 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	0,8	3,8	0,2	6,4	
	Mesečne spremembe v odstotkih (desezonirano)													
2017 avg.	1,5	1,7	1,2	3,4	0,3	0,8	-0,1	3,0	-0,2	-0,2	0,1	-0,9	2,9	
sept.	-0,5	-0,5	-0,4	-1,6	0,2	-1,0	0,3	1,1	1,0	1,2	0,8	-0,1	1,5	
okt.	0,4	0,3	0,3	-0,2	0,2	0,1	-0,4	0,3	-1,1	-1,5	-1,3	-0,4	-3,1	
nov.	1,3	1,5	1,1	3,5	0,2	0,8	0,2	1,7	2,0	1,2	2,8	0,8	5,2	
dec.	0,4	0,2	1,4	-1,1	0,9	1,3	0,1	2,0	-1,0	-0,4	-1,4	-0,5	0,4	
2018 jan.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,1	-0,2	-0,3	0,1	0,1	

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

1) Pri trgovini na drobno se nanaša na leto 2015.

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 predelovalne dejavnosti	Izkoriščenost zaupanja v industriji	Kazalnik zaupanja potrošnikov	Kazalnik zaupanja v gradbeništvu	Kazalnik zaupanja v trgovini na drobno	Storitvene dejavnosti	Kazalnik zaupanja v storitvenih dejavnostih	Izkoriščenost zmogljivosti (v %)	Indeks vodilj nabave (PMI) za predelovalne dejavnosti	Proizvodnja v predelovalnih dejavnostih	Poslovjanje v sektorju storitvenih dejavnosti	Skupni indeks za proizvodnjo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2014	99,6	-6,0	80,7	-12,7	-14,5	-8,3	6,8	-	51,1	52,4	52,9	52,7
2015	103,6	-3,1	81,4	-6,2	-22,5	1,6	9,2	88,4	52,2	53,4	54,0	53,8
2016	104,3	-2,6	81,9	-7,7	-16,5	1,5	11,1	89,1	52,5	53,6	53,1	53,3
2017	110,7	4,5	83,3	-2,5	-4,0	3,3	14,6	89,8	57,4	58,5	55,6	56,4
2017 I	107,5	1,1	82,6	-5,5	-10,7	2,0	13,2	89,4	55,6	56,9	55,1	55,6
II	109,5	3,3	82,9	-2,8	-4,9	3,2	13,4	89,8	57,0	58,3	56,0	56,6
III	111,5	5,4	83,5	-1,5	-2,1	2,9	14,9	89,9	57,4	58,0	55,3	56,0
IV	114,3	8,3	84,1	-0,2	1,8	5,3	16,9	89,9	59,7	60,7	56,0	57,2
2017 sept.	112,5	6,7	-	-1,2	-1,5	3,0	15,4	-	58,1	59,2	55,8	56,7
okt.	113,5	8,0	83,8	-1,1	0,5	5,5	16,2	89,6	58,5	58,8	55,0	56,0
nov.	114,0	8,1	-	0,0	1,7	4,3	16,4	-	60,1	61,0	56,2	57,5
dec.	115,3	8,8	-	0,5	3,1	6,0	18,0	-	60,6	62,2	56,6	58,1
2018 jan.	114,9	9,0	84,4	1,4	4,7	5,2	16,8	90,2	59,6	61,1	58,0	58,8
feb.	114,1	8,0	-	0,1	4,2	4,3	17,5	-	58,6	59,6	56,2	57,1

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

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

Stopnja varčevanja (bruto) ¹⁾	Stopnja zadolženosti	Gospodinjstva						Nefinančne družbe					
		Realni razpoložljivi dohodek	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Neto premoženje ²⁾	Premoženje v nepremičninah	Delež dobička ³⁾	Stopnja varčevanja (neto)	Stopnja zadolženosti ⁴⁾	Finančne naložbe	Nefinančne naložbe (bruto)	Financiranje	
		kot odstotek bruto razpoložljivega dohodka	medletne spremembe v odstotkih					kot odstotek neto dodane vrednosti	kot odstotek BDP	medletne spremembe v odstotkih			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2014	12,7	94,3	1,0	1,9	1,3	2,7	0,9	32,1	4,6	131,8	2,7	7,2	1,6
2015	12,4	93,6	1,6	1,9	1,4	3,3	2,6	32,6	6,0	133,9	4,2	4,8	2,2
2016	12,1	93,3	1,8	1,8	5,9	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	6,0	1,9
2016 IV	12,1	93,3	1,4	1,8	6,5	4,3	4,5	33,2	8,0	133,9	3,9	5,5	1,9
2017 I	12,1	93,0	1,6	1,8	10,2	4,6	4,6	33,4	7,6	133,6	4,4	9,5	2,2
II	12,1	93,1	1,3	2,0	5,4	4,9	4,8	33,1	6,9	132,8	4,1	10,0	2,2
III	12,0	93,0	1,6	2,1	6,2	5,0	5,4	33,3	7,0	131,4	4,2	4,1	2,3

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

	Tekoči račun											Kapitalski račun ¹⁾	
	Skupaj			Blago		Storitve		Primarni dohodek		Sekundarni dohodek			
	Prejemki	Izdatki	Saldo	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki	Prejemki	Izdatki
2017 I	959,3	868,2	91,1	558,6	479,3	206,1	188,4	167,6	143,9	27,0	56,6	7,4	17,7
II	965,0	884,1	80,9	559,9	477,3	207,8	190,4	170,8	146,1	26,4	70,3	7,0	17,2
III	991,0	866,9	124,2	575,7	477,1	210,8	184,6	177,9	139,2	26,7	65,9	6,5	8,4
IV	982,7	887,5	95,2	582,8	495,1	211,5	191,9	161,4	135,6	26,9	64,8	11,6	7,7
2017 jul.	326,1	288,1	38,0	188,0	159,0	69,8	61,5	59,4	44,9	8,9	22,7	2,5	2,7
avg.	333,0	289,5	43,5	191,6	159,5	70,2	61,2	62,1	48,3	9,1	20,6	1,9	2,6
sept.	331,9	289,3	42,7	196,0	158,7	70,8	61,9	56,4	46,1	8,7	22,6	2,1	3,1
okt.	317,4	287,0	30,3	187,7	161,4	69,2	62,3	52,1	42,5	8,3	20,8	3,0	1,6
nov.	329,4	294,5	35,0	195,5	165,0	70,0	64,6	55,3	42,7	8,7	22,1	2,8	1,8
dec.	335,9	306,0	29,9	199,7	168,7	72,3	65,0	54,1	50,4	9,8	21,8	5,9	4,4
<i>Skupne 12-mesečne transakcije</i>													
2017 dec.	3.898,0	3.506,6	391,4	2.277,0	1.928,9	836,2	755,3	677,7	564,9	107,0	257,6	32,6	51,0
<i>Skupne 12-mesečne transakcije v odstotkih BDP</i>													
2017 dec.	34,9	31,4	3,5	20,4	17,3	7,5	6,8	6,1	5,1	1,0	2,3	0,3	0,5

1) Ni desezonirano.

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

	Skupaj (nedesezonirano)			Izvoz (f.o.b)						Uvoz (c.i.f)					
	Izvoz	Uvoz	Skupaj	Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Skupaj			Blago za vmesno porabo			Zaznamek: Industrijski proizvodi	Nafta
				3	4	5		6	7	8	9	10	11	12	13
<i>Vrednosti (v milijardah EUR; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2017 I	11,0	13,9	539,5	258,7	110,1	161,2	449,2	486,0	279,1	78,5	120,4	344,4	59,8		
II	5,4	9,9	544,7	257,0	112,6	162,7	455,6	486,7	275,3	80,6	123,3	353,1	52,2		
III	6,0	7,8	547,0	256,8	114,1	164,3	459,5	484,8	272,7	80,3	122,8	354,2	48,3		
IV	6,2	7,2	562,9	.	.	.	471,6	498,0	.	.	.	357,3	.		
2017 jul.	5,9	9,1	178,7	83,9	36,8	53,8	149,7	161,2	90,5	26,5	40,9	117,6	15,8		
avg.	6,9	9,0	183,3	86,1	38,1	55,5	154,2	162,4	91,4	27,0	41,1	119,4	16,0		
sept.	5,2	5,5	185,1	86,9	39,2	55,0	155,6	161,2	90,8	26,8	40,8	117,2	16,5		
okt.	9,1	10,4	181,6	86,6	36,5	54,1	152,0	162,4	92,2	26,5	41,3	118,7	17,6		
nov.	8,5	8,6	189,0	90,2	38,6	56,4	158,2	167,0	94,8	26,9	42,2	119,6	19,5		
dec.	1,0	2,5	192,3	.	.	.	161,4	168,5	.	.	.	119,0	.		
<i>Indeksi obsega (2000 = 100; stolpec 1 in 2: letne spremembe v odstotkih)</i>															
2017 I	6,5	3,2	121,0	121,4	118,8	124,4	120,5	110,3	111,3	108,3	110,2	112,3	109,4		
II	1,6	2,2	122,5	121,3	121,7	125,5	122,1	112,6	112,7	111,9	114,1	115,8	104,5		
III	3,8	3,4	124,1	122,1	124,5	128,1	124,2	114,4	114,1	114,7	114,4	117,7	100,2		
IV	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 jun.	1,8	1,8	122,9	120,8	122,1	125,3	122,5	112,5	112,2	109,9	114,8	115,1	106,3		
jul.	3,4	3,8	121,2	119,5	119,5	125,6	120,8	113,6	113,5	111,6	113,8	116,1	101,8		
avg.	4,9	5,1	124,9	122,5	125,5	129,9	125,1	115,5	115,3	117,3	114,7	119,6	100,6		
sept.	3,2	1,4	126,2	124,2	128,5	128,8	126,6	114,1	113,4	115,2	114,8	117,4	98,3		
okt.	7,2	7,3	123,5	123,1	120,4	126,4	123,4	114,4	114,4	113,7	115,5	118,8	102,5		
nov.	7,0	3,7	128,1	127,2	125,7	132,9	128,2	114,9	114,1	113,1	117,1	118,0	104,8		

Viri: ECB in Eurostat.

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

2) Skladno z razvrstitevjo po glavnih industrijskih skupinah.

4 Cene in stroški

4.1 Harmonizirani indeks cen življenjskih potrebščin¹⁾

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

Indeks: 2015 =100	Skupaj				Skupaj (desezonirano; spremembra v odstotkih glede na prejšnje obdobje) ²⁾							Zaznamek: Nadzorovane cene	
	Skupaj Skupaj brez neprede- lane hrane in ener- gentov		Blago	Storitve	Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Industrijs- ko blago razen ener- gentov	Energenti (ni des.)	Storitve	Skupaj HICP brez nadzorova- nih cen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% od skupaj v letu 2018	100,0	100,0	70,7	55,6	44,4	100,0	12,1	7,5	26,3	9,7	44,4	86,6	13,4
2015	100,0	0,0	0,8	-0,8	1,2	-	-	-	-	-	-	-0,1	1,0
2016	100,2	0,2	0,9	-0,4	1,1	-	-	-	-	-	-	0,2	0,3
2017	101,8	1,5	1,0	1,7	1,4	-	-	-	-	-	-	1,6	1,0
2017 I	101,0	1,8	0,8	2,3	1,1	0,7	0,3	2,0	0,1	3,3	0,3	2,0	0,5
II	102,0	1,5	1,1	1,5	1,6	0,1	0,7	-1,2	0,1	-1,4	0,5	1,6	1,3
III	101,8	1,4	1,2	1,4	1,5	0,2	0,7	0,4	0,2	-0,9	0,3	1,5	1,1
IV	102,4	1,4	0,9	1,6	1,2	0,4	0,5	1,1	0,1	2,6	0,0	1,5	1,2
2017 sept.	102,1	1,5	1,1	1,6	1,5	0,1	0,1	0,1	0,0	1,0	0,1	1,6	1,0
okt.	102,2	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,1	0,8	0,0	0,7	-0,1	1,4	1,1
nov.	102,3	1,5	0,9	1,8	1,2	0,2	0,2	0,0	0,1	1,5	0,1	1,6	1,2
dec.	102,7	1,4	0,9	1,5	1,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	1,4	1,2
2018 jan.	101,8	1,3	1,0	1,4	1,2	0,3	0,3	0,1	0,1	1,8	0,1	1,2	1,8
feb. ³⁾	102,0	1,2	1,0	-	1,3	0,1	0,0	-0,3	0,1	-0,3	0,2	-	-
Blago													
Hrana (vključno z alkoholnimi pijačami in tobakčnimi izdelki)				Industrijsko blago			Stanovanjske storitve	Prevoz	Storitve			Rekreacija in osebne storitve	Razno
Skupaj	Predelana hrana	Nepredelana hrana	Skupaj	Industrijsko blago razen energentov	Energenti	Najemnine	20	21	22	23	24	25	
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	15,1	8,2
% od skupaj v letu 2017	19,6	12,1	7,5	35,8	26,3	9,5	10,7	6,5	7,3	3,2	-	-	-
2015	1,0	0,6	1,6	-1,8	0,3	-6,8	1,2	1,1	1,3	-0,8	1,5	1,2	
2016	0,9	0,6	1,4	-1,1	0,4	-5,1	1,1	1,1	0,8	0,0	1,4	1,2	
2017	1,8	1,6	2,2	1,6	0,4	4,9	1,3	1,2	2,1	-1,5	2,1	0,7	
2017 I	2,0	0,9	4,0	2,4	0,3	8,2	1,3	1,2	1,7	-1,1	1,4	0,7	
II	1,5	1,4	1,6	1,5	0,3	4,6	1,3	1,3	2,6	-1,4	2,3	0,8	
III	1,6	2,0	0,9	1,3	0,5	3,4	1,3	1,2	2,3	-1,8	2,4	0,8	
IV	2,2	2,1	2,3	1,3	0,4	3,5	1,2	1,2	1,7	-1,7	2,0	0,4	
2017 sept.	1,9	2,0	1,5	1,4	0,5	3,9	1,3	1,2	2,1	-1,8	2,4	0,9	
okt.	2,3	2,1	2,8	1,1	0,4	3,0	1,3	1,2	1,5	-1,8	2,1	0,4	
nov.	2,2	2,1	2,4	1,6	0,4	4,7	1,3	1,2	1,7	-1,6	2,0	0,4	
dec.	2,1	2,2	1,9	1,2	0,5	2,9	1,2	1,2	1,9	-1,7	1,9	0,4	
2018 jan.	1,9	2,5	1,1	1,0	0,6	2,2	1,3	1,2	1,5	-1,0	1,6	1,2	
feb. ³⁾	1,1	2,4	-0,9	-	0,7	2,1	-	-	-	-	-	-	

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 ¹⁾											Gradbe- ništvo	Cene stanovanj ²⁾	Eksperimen- talni kazalnik cen poslovnih nepremičnin ²⁾			
	Skupaj		Industrija brez gradbeništva in energentov					Ener- genti									
	Prede- lovalne dejav- nosti	Skupaj	Proizvodi za vmesno porabo	Proizvodi za investicije	Proizvodi za široko porabo												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		13			
% od skupaj v letu 2015	100,0	100,0	77,2	72,1	28,9	20,7	22,5	16,5	5,9	27,9							
2015	100,0	-2,8	-2,4	-0,5	-1,3	0,7	-0,6	-0,9	0,2	-8,6	0,4	1,6		3,2			
2016	97,7	-2,3	-1,5	-0,6	-1,7	0,4	0,0	0,0	0,1	-7,1	0,6	3,2		5,3			
2017	100,7	3,1	3,1	2,2	3,2	0,9	1,9	2,8	0,2	5,9	.	.		.			
2017 I	100,7	4,2	4,1	2,0	3,1	0,8	1,7	2,5	0,1	10,7	2,0	3,8		3,5			
II	100,2	3,4	3,1	2,4	3,5	0,9	2,3	3,4	0,2	6,2	2,0	3,9		5,2			
III	100,4	2,4	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,1	0,3	3,2	2,1	4,3		5,4			
IV	101,6	2,5	2,6	2,1	3,3	0,9	1,6	2,0	0,3	3,6	.	.		.			
2017 avg.	100,4	2,6	2,7	2,2	3,0	1,0	2,2	3,2	0,3	3,4	-	-		-			
sept.	100,8	2,9	3,0	2,3	3,2	1,0	2,2	3,0	0,3	4,4	-	-		-			
okt.	101,2	2,5	2,6	2,3	3,5	0,9	1,8	2,4	0,2	3,1	-	-		-			
nov.	101,8	2,8	3,0	2,1	3,2	1,0	1,6	2,1	0,3	5,1	-	-		-			
dec.	101,9	2,2	2,2	1,9	3,0	0,9	1,4	1,7	0,4	2,7	-	-		-			
2018 jan.	102,3	1,5	2,0	1,9	2,8	1,1	1,2	1,3	0,6	0,5	-	-		-			

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

1) Na domaćem trgu.

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

4.3 Cene primarnih surovin in deflatorji BDP

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

Skupaj (desezonirani indeks: 2010 = 100)	Deflatorji BDP							Cena nafte (EUR za sod)	Cene primarnih surovin brez energentov (v EUR)						
	Skupaj	Skupaj	Domaće povpraševanje			Izvoz ¹⁾	Uvoz ¹⁾		Tehtano z uvozom ²⁾			Tehtano s porabo ²⁾			
			Skupaj	Zasebna potrošnja	Državna potrošnja				Skupaj	Živila	Neživila	Skupaj	Živila	Neživila	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	100,0	45,4	54,6	100,0	50,4	49,6
% od skupaj															
2015	106,0	1,4	0,4	0,3	0,5	0,8	0,3	-2,0	47,1	0,0	4,2	-4,5	2,9	7,0	-2,7
2016	106,8	0,8	0,4	0,4	0,6	0,8	-1,5	-2,5	39,9	-3,5	-3,9	-3,2	-7,3	-10,3	-2,9
2017	108,0	1,1	1,5	1,4	1,1	1,4	1,9	2,8	48,1	5,9	-3,3	16,3	5,5	-3,1	17,2
2017 I	107,4	0,8	1,5	1,6	1,0	1,3	2,5	4,5	50,8	18,3	5,9	33,2	13,0	0,1	32,4
II	107,9	1,2	1,5	1,4	1,1	1,4	2,4	3,2	45,6	6,8	-2,7	18,2	6,7	-2,4	19,9
III	108,3	1,3	1,6	1,3	1,2	1,5	1,5	2,0	44,0	1,7	-7,4	11,9	2,4	-5,7	13,0
IV	108,6	1,2	1,5	1,3	1,2	1,5	1,2	1,7	52,2	-2,4	-8,9	4,4	0,1	-4,7	5,9
2017 sept.	-	-	-	-	-	-	-	-	46,3	3,1	-7,2	14,7	4,1	-4,8	15,8
okt.	-	-	-	-	-	-	-	-	49,0	2,6	-6,1	12,0	5,2	-1,2	13,2
nov.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,3	-2,6	-8,3	3,2	0,3	-3,5	4,8
dec.	-	-	-	-	-	-	-	-	54,2	-6,6	-12,2	-1,2	-4,7	-9,2	0,4
2018 jan.	-	-	-	-	-	-	-	-	56,6	-7,9	-15,3	-0,5	-6,3	-12,7	1,2
feb.	-	-	-	-	-	-	-	-	53,0						

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

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

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

4 Cene in stroški

4.4 Mnenjske ankete o cenah (desezonirano)

	Ankete Evropske komisije o poslovnih tendencah in mnenju potrošnikov (stanja v odstotkih)					Ankete med gospodarstveniki (difuzijski indeks)				
	Pričakovana prodajna cena (za naslednje tri mesece)				Gibanja cen življenjskih potrebščin v zadnjih 12 mesecih	Cena vložka		Zaračunana cena		
	Predelovalne dejavnosti	Trgovina na drobno	Storitve	Gradbeništvo		Predelovalne dejavnosti	Storitve	Predelovalne dejavnosti	Storitve	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
1999-2014	4,4	-	-	-3,0	33,5	57,2	56,5	-	49,8	
2015	-2,7	1,3	2,7	-13,3	-0,2	48,9	53,5	49,6	49,0	
2016	-0,3	1,7	4,4	-7,2	0,2	49,8	53,9	49,3	49,6	
2017	9,1	5,5	6,9	2,6	12,3	64,6	56,3	55,1	51,6	
2017 I	9,0	5,4	6,4	-3,5	12,9	67,8	56,7	55,0	51,4	
II	7,9	4,2	5,9	2,0	12,3	62,5	55,9	54,6	51,5	
III	8,7	4,8	6,8	3,5	10,4	60,4	55,7	54,4	51,4	
IV	10,9	7,6	8,4	8,3	13,8	67,9	56,9	56,3	52,1	
2017 sept.	10,5	6,1	8,0	4,5	11,4	64,0	56,3	55,2	51,8	
okt.	8,7	8,4	8,6	8,1	13,0	66,4	56,7	55,8	52,1	
nov.	11,1	7,5	8,2	8,2	14,7	69,4	56,9	56,8	52,1	
dec.	13,0	6,8	8,3	8,6	13,6	67,9	57,1	56,3	52,0	
2018 jan.	12,4	7,5	9,8	10,8	17,3	70,7	58,4	58,1	53,6	
feb.	12,6	7,0	9,5	10,1	18,3	68,7	56,9	58,4	52,9	

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

4.5 Indeksi stroškov dela

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

	Skupaj (Indeks: 2012 = 100)	Skupaj	Po komponentah			Po gospodarskih dejavnostih		Zaznamek: kazalnik dogovorjenih plač ¹⁾
			1	2	Plače	Socialni prispevki delodajalcev	Gospodarske dejavnosti (proizvodnja in tržne dejavnosti)	
					3	4	5	
% od skupaj v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	7	
v letu 2012	100,0	100,0	74,6	25,4	69,3	30,7	7	
2015	104,3	1,6	1,9	0,7	1,6	1,6	1,6	1,5
2016	105,8	1,5	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,4
2017	.	.	.	.	.	.	.	1,5
2017 I	100,5	1,4	1,3	1,6	1,3	1,7	1,7	1,6
II	111,2	1,8	2,1	0,8	1,9	1,4	1,4	1,5
III	104,2	1,6	1,7	1,6	2,0	0,9	0,9	1,5
IV	.	.	.	.	.	.	.	1,6

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

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

4 Cene in stroški

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

	Skupaj (Indeks: 2010=100)	Skupaj	Po gospodarskih dejavnostih									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 storitve	Javna uprava, izobraževanje, zdravstvo in socialno varstvo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Stroški dela na enoto proizvoda												
2014	104,4	0,7	-1,4	-1,0	1,3	0,3	-1,4	3,0	1,7	1,3	1,6	1,6
2015	104,8	0,4	-3,4	-1,8	0,5	1,0	0,9	0,7	2,1	1,6	1,3	1,4
2016	105,6	0,8	2,2	0,0	-0,5	1,1	0,1	2,0	4,3	0,8	1,2	1,3
2016 IV	106,0	0,8	3,8	-0,5	-0,4	1,0	-0,6	2,4	4,9	1,0	1,2	1,4
2017 I	106,3	0,9	0,8	0,4	0,0	0,4	-1,0	1,8	4,2	1,8	1,6	1,8
II	106,3	0,8	0,7	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,7	5,9	2,4	1,7	2,3
III	106,5	0,7	-0,1	-1,0	-0,2	0,5	1,1	0,0	4,0	2,0	1,3	1,9
Sredstva za zaposlene												
2014	106,6	1,4	0,2	2,1	1,6	1,2	2,2	2,0	1,9	1,7	1,1	1,0
2015	108,1	1,4	0,8	1,9	0,9	1,5	2,8	0,7	1,4	1,6	1,2	1,9
2016	109,5	1,2	1,5	1,3	1,4	1,4	0,6	2,2	3,4	0,8	1,2	1,5
2016 IV	110,2	1,4	1,5	1,4	0,9	1,6	0,6	2,2	3,4	0,9	1,5	1,9
2017 I	110,6	1,4	0,2	1,4	0,9	1,4	0,6	1,8	3,5	2,1	1,6	1,5
II	111,0	1,6	0,6	1,5	1,4	1,4	1,6	1,6	5,1	2,2	1,8	1,4
III	111,5	1,6	1,0	1,5	0,6	1,8	2,4	1,2	3,5	2,8	1,7	1,2
Produktivnost dela na zaposlenega												
2014	102,1	0,7	1,7	3,1	0,3	0,9	3,6	-0,9	0,2	0,4	-0,5	-0,6
2015	103,2	1,0	4,4	3,7	0,4	0,5	1,9	0,0	-0,7	0,1	-0,1	0,5
2016	103,7	0,5	-0,8	1,3	1,9	0,3	0,6	0,2	-0,9	0,0	0,0	0,1
2016 IV	103,9	0,6	-2,2	2,0	1,3	0,5	1,2	-0,3	-1,4	-0,1	0,2	0,5
2017 I	104,1	0,5	-0,5	0,9	0,9	1,1	1,7	-0,1	-0,6	0,3	-0,1	-0,3
II	104,4	0,8	-0,2	1,9	1,6	1,5	1,6	0,9	-0,8	-0,1	0,1	-0,9
III	104,7	1,0	1,1	2,6	0,7	1,3	1,3	1,2	-0,5	0,7	0,4	-0,7
Sredstva za delovno uro												
2014	108,5	1,3	1,1	1,7	1,1	1,4	2,0	2,0	1,7	1,3	0,8	1,4
2015	109,9	1,3	0,7	1,5	0,3	1,6	1,8	0,7	0,6	1,2	1,3	1,8
2016	111,4	1,3	0,9	1,2	1,4	1,4	1,0	1,7	3,5	0,7	1,5	1,6
2016 IV	112,2	1,6	2,2	1,3	1,2	1,8	1,1	2,2	4,3	1,0	1,8	2,3
2017 I	112,4	1,5	0,7	1,2	0,6	1,6	0,8	1,5	3,5	2,0	1,9	1,5
II	112,8	1,6	1,8	1,1	1,1	1,6	1,9	2,3	5,5	2,3	2,0	1,2
III	113,2	1,4	0,1	1,0	0,0	1,6	2,6	1,0	3,6	2,7	1,8	0,5
Produktivnost dela na uro												
2014	104,2	0,8	2,0	2,8	-0,1	1,3	3,7	-0,9	0,5	0,3	-0,8	-0,1
2015	105,2	1,0	3,4	3,3	-0,2	0,9	0,9	-0,1	-1,0	0,0	0,0	0,2
2016	105,8	0,6	-0,8	1,2	1,7	0,4	1,0	-0,4	-1,1	0,0	0,3	0,3
2016 IV	106,2	0,9	-1,1	1,8	1,7	0,9	1,8	-0,4	-1,3	0,1	0,6	0,9
2017 I	106,2	0,7	1,0	0,8	0,8	1,5	2,0	-0,3	-1,1	0,6	0,2	-0,3
II	106,5	0,9	0,9	1,6	1,4	1,5	1,9	1,5	-0,7	0,3	0,3	-0,9
III	106,8	0,9	1,1	2,1	0,6	1,2	1,9	1,0	-0,4	0,8	0,5	-1,0

Viri: Eurostat in izračuni ECB.

5 Denarna statistika

5.1 Denarni agregati¹⁾

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

	M3											
	M2				M3-M2							
	M1		Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Točke/delnice skladov denarnega trga	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo do 2 let					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Stanja												
2015	1.037,7	5.575,8	6.613,5	1.444,1	2.159,7	3.603,8	10.217,2	74,5	485,1	75,6	635,2	10.852,4
2016	1.075,1	6.084,2	7.159,3	1.328,6	2.221,2	3.549,9	10.709,1	70,4	523,2	95,7	689,2	11.398,3
2017	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 I	1.087,2	6.248,3	7.335,4	1.304,7	2.225,7	3.530,4	10.865,8	74,4	531,6	100,2	706,2	11.572,0
II	1.094,9	6.383,7	7.478,6	1.258,1	2.237,4	3.495,6	10.974,2	68,2	513,7	80,1	662,1	11.636,3
III	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
IV	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2017 avg.	1.099,5	6.486,7	7.586,2	1.238,7	2.248,0	3.486,7	11.072,8	70,5	521,0	76,8	668,3	11.741,1
sept.	1.103,9	6.532,5	7.636,4	1.222,3	2.251,4	3.473,7	11.110,0	66,6	530,6	80,1	677,4	11.787,4
okt.	1.110,0	6.549,2	7.659,2	1.216,5	2.258,6	3.475,1	11.134,3	68,9	528,1	68,4	665,4	11.799,8
nov.	1.110,2	6.614,7	7.724,8	1.200,4	2.258,9	3.459,3	11.184,2	78,4	518,8	77,4	674,6	11.858,8
dec.	1.112,0	6.636,5	7.748,5	1.193,1	2.261,2	3.454,3	11.202,8	75,8	509,4	75,8	660,9	11.863,8
2018 jan. (p)	1.114,5	6.683,1	7.797,6	1.199,4	2.263,7	3.463,2	11.260,8	72,3	513,3	58,7	644,3	11.905,1
Transakcije												
2015	66,5	566,9	633,3	-134,5	12,3	-122,2	511,2	-47,4	49,7	-27,2	-25,0	486,1
2016	37,5	541,9	579,5	-105,8	16,0	-89,7	489,7	-4,2	38,0	16,1	49,8	539,6
2017	37,1	586,7	623,8	-112,2	36,3	-75,9	547,9	6,8	-13,7	-22,8	-29,6	518,3
2017 I	12,1	166,9	178,9	-21,6	4,4	-17,2	161,7	4,1	8,5	4,0	16,5	178,2
II	7,8	154,9	162,7	-36,8	11,3	-25,5	137,2	-5,6	-17,5	-20,8	-44,0	93,2
III	9,1	157,6	166,7	-32,7	10,8	-21,9	144,8	-1,1	16,8	2,7	18,4	163,2
IV	8,2	107,3	115,5	-21,1	9,8	-11,3	104,2	9,5	-21,4	-8,6	-20,6	83,6
2017 avg.	4,6	62,6	67,2	-6,1	5,0	-1,1	66,1	4,5	2,8	-2,0	5,3	71,4
sept.	4,4	45,0	49,4	-16,5	3,4	-13,1	36,3	-3,9	9,7	5,5	11,3	47,6
okt.	6,2	13,6	19,8	-6,9	7,2	0,3	20,1	2,2	-2,6	-11,8	-12,2	7,8
nov.	0,1	69,3	69,4	-8,0	0,4	-7,6	61,9	9,8	-9,4	5,0	5,5	67,3
dec.	1,9	24,3	26,2	-6,2	2,3	-4,0	22,2	-2,5	-9,5	-1,8	-13,8	8,4
2018 jan. (p)	2,4	53,7	56,1	8,9	4,2	13,0	69,2	-3,1	3,9	-16,0	-15,2	53,9
Stopnje rasti												
2015	6,8	11,3	10,6	-8,5	0,6	-3,3	5,3	-38,9	11,4	-25,4	-3,8	4,7
2016	3,6	9,7	8,8	-7,4	0,7	-2,5	4,8	-5,7	7,8	21,0	7,8	5,0
2017	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 I	3,7	9,9	9,0	-7,6	0,7	-2,6	5,0	-14,5	12,9	3,9	7,9	5,1
II	3,8	10,6	9,6	-9,4	1,0	-3,1	5,2	-18,6	5,0	-16,4	-1,0	4,8
III	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
IV	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2017 avg.	3,5	10,7	9,6	-9,2	1,2	-2,8	5,4	-11,3	6,2	-24,9	-0,6	5,0
sept.	3,5	11,0	9,9	-10,5	1,4	-3,2	5,4	-13,2	5,6	-12,0	1,1	5,2
okt.	3,5	10,5	9,5	-9,8	1,7	-2,7	5,4	-6,1	3,5	-24,4	-1,2	5,0
nov.	3,3	10,2	9,2	-9,4	1,7	-2,5	5,3	10,0	1,4	-23,2	-1,2	4,9
dec.	3,4	9,7	8,7	-8,5	1,6	-2,1	5,1	9,8	-2,6	-24,0	-4,3	4,6
2018 jan. (p)	3,1	9,9	8,9	-7,9	1,7	-1,9	5,3	-4,7	-1,2	-37,8	-6,6	4,6

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.

5 Denarna statistika

5.2 Vloge v denarnem agregatu M3¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾					Gospodinjstva ³⁾					Drugi finančni posredniki ²⁾	Zavarovalnice in pokojninski skladi	Ostala država ⁴⁾
	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli	Skupaj	Čez noč	Vezane vloge do 2 let	Vloge na odpoklic z dobo odpoklica do 3 mesecev	Repo posli			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Stanja													
2015	1.953,2	1.503,9	323,6	117,4	8,3	5.750,7	3.060,7	695,0	1.992,3	2,7	957,9	226,6	365,5
2016	2.082,3	1.617,4	296,2	160,3	8,4	6.051,6	3.401,2	643,8	2.004,7	1,9	989,1	198,2	383,2
2017	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 I	2.160,4	1.694,9	301,4	157,6	6,5	6.136,0	3.498,1	620,5	2.014,8	2,6	972,9	191,5	392,2
II	2.189,9	1.732,0	293,5	158,0	6,4	6.187,6	3.560,6	599,2	2.025,5	2,3	970,3	196,5	403,1
III	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
IV	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2017 avg.	2.207,1	1.756,5	286,8	158,2	5,7	6.231,9	3.607,2	588,4	2.034,3	2,0	988,4	199,3	417,0
sept.	2.219,8	1.770,4	285,9	158,3	5,3	6.255,7	3.635,2	582,0	2.036,6	2,0	977,1	201,0	419,2
okt.	2.231,4	1.786,0	280,5	159,3	5,5	6.293,9	3.675,1	574,4	2.042,2	2,2	946,0	202,7	419,3
nov.	2.247,7	1.797,9	282,2	159,6	7,9	6.295,3	3.683,7	567,1	2.042,5	2,0	989,3	208,1	412,1
dec.	2.243,2	1.786,8	287,1	159,8	9,5	6.302,0	3.699,1	560,2	2.042,0	0,6	1.011,1	200,4	409,9
2018 jan. ^(p)	2.283,7	1.823,3	291,4	158,5	10,5	6.329,7	3.726,1	554,6	2.047,3	1,7	988,5	202,1	414,7
Transakcije													
2015	85,1	124,3	-32,9	4,9	-11,2	194,7	303,8	-109,8	1,2	-0,4	88,3	-0,5	29,6
2016	128,0	151,8	-24,2	0,2	0,2	299,9	333,6	-46,5	13,7	-0,8	30,9	-29,6	18,8
2017	178,8	180,3	-2,6	-0,1	1,1	254,0	304,1	-82,2	33,4	-1,3	53,8	4,1	27,0
2017 I	81,1	79,0	6,5	-2,6	-1,9	84,6	97,4	-23,6	10,0	0,7	-14,6	-6,4	9,0
II	39,1	43,1	-4,8	0,7	0,0	54,8	65,7	-20,4	9,9	-0,3	14,0	5,3	10,7
III	35,2	41,8	-5,8	0,3	-1,1	66,4	75,6	-16,8	8,0	-0,3	12,1	4,8	16,2
IV	23,5	16,3	1,5	1,5	4,2	48,2	65,4	-21,4	5,5	-1,3	42,3	0,4	-8,9
2017 avg.	14,4	16,3	-2,3	0,8	-0,4	27,1	28,9	-4,7	3,0	0,0	12,2	4,6	7,7
sept.	12,1	13,2	-0,7	0,1	-0,5	23,8	28,0	-6,4	2,2	-0,1	-11,7	1,7	2,1
okt.	9,7	14,3	-5,9	1,0	0,3	37,6	39,4	-7,7	5,6	0,2	-32,8	1,7	0,0
nov.	18,0	13,1	2,1	0,3	2,4	2,3	9,3	-7,1	0,3	-0,2	52,2	5,6	-6,5
dec.	-4,2	-11,1	5,3	0,1	1,5	8,3	16,7	-6,7	-0,4	-1,4	22,9	-6,8	-2,3
2018 jan. ^(p)	44,6	39,5	5,3	-1,3	1,1	30,7	28,0	-5,1	6,8	1,0	-18,4	1,9	4,8
Stopnje rasti													
2015	4,6	9,0	-9,2	4,4	-57,6	3,5	11,0	-13,6	0,1	-13,2	10,2	-0,2	8,8
2016	6,7	10,1	-7,5	0,2	2,1	5,2	10,9	-6,7	0,6	-29,9	3,1	-13,0	5,2
2017	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 I	7,8	11,5	-5,4	-1,4	-32,6	5,3	11,4	-10,1	1,0	1,6	1,4	-13,0	4,1
II	8,1	11,5	-4,3	-1,6	-21,4	4,8	10,7	-12,4	1,3	-25,3	3,2	-6,2	6,1
III	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
IV	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2017 avg.	8,2	11,7	-5,1	-1,3	-32,2	4,5	9,9	-12,4	1,5	-28,8	6,3	-5,9	8,7
sept.	8,1	12,2	-7,3	-1,8	-42,3	4,6	9,9	-12,6	1,6	-25,3	5,7	-2,0	9,0
okt.	8,4	12,2	-7,1	-1,1	-20,0	4,8	10,1	-12,9	1,8	-21,3	4,2	-1,5	7,3
nov.	8,5	11,9	-5,7	-0,1	-4,9	4,4	9,4	-12,9	1,7	-17,5	6,2	1,1	7,6
dec.	8,6	11,2	-0,9	0,0	13,8	4,2	8,9	-12,8	1,7	-65,9	5,6	2,1	7,0
2018 jan. ^(p)	8,5	10,8	-0,8	0,2	48,5	4,1	8,6	-12,6	1,7	-37,1	7,6	4,2	5,9

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.

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

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

4) Sektor države brez centralne države.

5 Denarna statistika

5.3 Krediti rezidentom euroobmočja¹⁾

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

Skupaj	Posojila državi			Skupaj	Posojila drugim finančnim posrednikom v euroobmočju						Dolžniški vrednostni papirji	Lastniški kapital in delnice investicijskih skladov (brez skladov denarnega trga)			
	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Prilagojena posojila ²⁾		Posojila				Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾					
					Skupaj	Nefinančnim družbam ³⁾	Gospodinjstvom ⁴⁾	Drugim finančnim posrednikom, razen zavarovalnicam in pokojninskim skladom ³⁾							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
Stanja															
2015	3.901,3	1.113,5	2.785,4	12.599,8	10.509,6	10.805,0	4.290,2	5.308,7	787,1	123,8	1.307,8	782,4			
2016	4.393,6	1.083,3	3.297,1	12.840,2	10.670,8	10.978,6	4.313,6	5.409,8	834,6	112,7	1.385,4	784,0			
2017	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5			
2017 I	4.434,5	1.071,6	3.348,8	12.968,5	10.752,7	11.046,5	4.332,8	5.456,8	850,3	112,9	1.423,2	792,6			
II	4.463,9	1.064,5	3.385,2	12.966,1	10.731,8	11.049,2	4.301,9	5.485,1	832,1	112,7	1.437,8	796,5			
III	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1			
IV	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5			
2017 avg.	4.541,5	1.057,1	3.470,0	12.993,7	10.762,9	11.085,5	4.306,1	5.506,8	835,3	114,7	1.440,5	790,4			
sept.	4.548,3	1.050,5	3.483,7	13.018,5	10.785,6	11.103,7	4.306,3	5.522,6	844,7	111,9	1.438,8	794,1			
okt.	4.559,0	1.044,7	3.500,5	13.063,2	10.830,3	11.147,3	4.331,9	5.534,6	851,6	112,1	1.432,6	800,4			
nov.	4.581,9	1.041,6	3.526,4	13.091,1	10.858,4	11.170,0	4.344,6	5.550,7	848,1	115,0	1.426,9	805,8			
dec.	4.631,1	1.032,5	3.584,7	13.114,3	10.872,9	11.170,0	4.325,0	5.597,9	841,1	108,8	1.439,9	801,5			
2018 jan. ^(p)	4.596,9	1.030,7	3.552,0	13.183,6	10.930,9	11.226,8	4.352,6	5.604,1	861,6	112,6	1.450,1	802,6			
Transakcije															
2015	295,3	-21,0	316,0	82,9	55,9	76,0	-15,0	98,5	-22,0	-5,7	25,6	1,5			
2016	488,3	-34,6	522,8	316,5	233,7	258,3	81,6	119,6	43,6	-11,1	78,8	4,1			
2017	290,1	-43,4	332,9	367,0	278,1	316,1	80,0	179,6	22,1	-3,6	64,0	25,0			
2017 I	77,4	-11,1	88,0	143,3	96,4	86,4	26,4	49,2	20,6	0,2	36,7	10,1			
II	34,6	-5,2	39,8	58,5	27,2	49,6	0,1	37,6	-10,5	0,0	19,4	12,0			
III	88,7	-10,8	99,6	77,1	78,8	86,8	22,1	42,6	14,8	-0,7	2,1	-3,8			
IV	89,4	-16,3	105,5	88,1	75,7	93,4	31,3	50,2	-2,8	-3,0	5,8	6,7			
2017 avg.	39,3	-1,3	40,5	17,7	33,3	22,4	4,6	23,5	4,6	0,6	-14,4	-1,2			
sept.	16,6	-3,5	20,4	25,4	27,4	27,3	5,9	17,5	6,7	-2,8	-1,5	-0,5			
okt.	4,2	-5,7	9,9	38,3	44,4	44,8	26,2	12,6	5,3	0,2	-8,8	2,7			
nov.	20,8	-1,4	22,2	43,9	35,5	32,9	16,0	18,4	-1,8	2,9	0,3	8,1			
dec.	64,4	-9,1	73,4	6,0	-4,2	15,7	-10,9	19,1	-6,2	-6,2	14,2	-4,1			
jan. ^(p)	-30,0	-1,0	-29,3	77,8	66,9	65,5	32,4	7,5	23,2	3,9	11,1	-0,3			
Stopnje rasti															
2015	8,2	-1,8	12,8	0,7	0,5	0,7	-0,3	1,9	-2,7	-4,4	2,0	0,2			
2016	12,5	-3,1	18,7	2,5	2,2	2,4	1,9	2,3	5,5	-9,0	6,0	0,5			
2017	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2			
2017 I	10,9	-4,2	16,8	3,1	2,4	2,7	1,7	2,5	4,8	3,6	8,2	4,7			
II	8,2	-3,8	12,6	3,1	2,4	2,5	1,2	3,0	3,7	8,4	7,2	6,4			
III	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6			
IV	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2			
2017 avg.	8,4	-3,9	12,9	2,8	2,4	2,6	1,4	3,1	3,5	4,0	6,0	2,6			
sept.	8,4	-4,0	12,8	2,8	2,5	2,7	1,5	3,1	3,6	2,0	5,6	2,6			
okt.	7,4	-4,2	11,5	2,8	2,6	2,8	1,7	3,2	3,6	-1,6	4,4	2,8			
nov.	6,8	-3,8	10,5	2,8	2,6	2,9	1,8	3,2	3,2	0,1	3,9	4,4			
dec.	6,7	-4,0	10,2	2,9	2,6	2,9	1,9	3,3	2,7	-3,2	4,6	3,2			
2018 jan. ^(p)	5,4	-4,4	8,7	3,1	3,0	3,3	2,2	3,2	5,5	-1,0	4,5	2,5			

Vir: ECB.

- Podatki se nanašajo na spremenljajočo se sestavo euroobmočja.
- Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.
- V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladji.
- Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo z gospodinjstva.

5 Denarna statistika

5.4 Posojila nefinančnim družbam in gospodinjstvom euroobmočja¹⁾

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

	Nefinančne družbe ²⁾				Gospodinjstva ³⁾					
	Skupaj		Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Skupaj		Potrošniška posojila	Stanovanjska posojila	Druga posojila
	1	2				3	4			
Stanja										
2015	4.290,2	4.272,8	1.043,1	761,8	2.485,2	5.308,7	5.641,5	595,4	3.949,4	763,9
2016	4.313,6	4.313,1	1.002,2	797,7	2.513,6	5.409,8	5.726,5	615,3	4.046,2	748,4
2017	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 I	4.332,8	4.333,9	1.006,0	802,5	2.524,3	5.456,8	5.767,9	626,6	4.085,7	744,5
II	4.301,9	4.316,1	990,8	798,6	2.512,5	5.485,1	5.797,7	635,0	4.112,9	737,1
III	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
IV	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2017 avg.	4.306,1	4.327,9	982,7	804,8	2.518,6	5.506,8	5.818,9	642,6	4.132,0	732,2
sept.	4.306,3	4.327,6	978,2	812,4	2.515,8	5.522,6	5.827,3	644,4	4.148,7	729,5
okt.	4.331,9	4.352,6	992,4	816,9	2.522,7	5.534,6	5.840,4	647,4	4.156,5	730,7
nov.	4.344,6	4.365,8	987,9	822,7	2.534,0	5.550,7	5.853,1	652,0	4.167,2	731,5
dec.	4.325,0	4.365,0	979,3	819,0	2.526,7	5.597,9	5.865,6	650,2	4.222,1	725,6
2018 jan. ^(p)	4.352,6	4.386,4	997,0	823,7	2.531,9	5.604,1	5.879,7	655,8	4.222,9	725,3
Transakcije										
2015	-15,0	22,8	-62,1	31,9	15,2	98,5	76,9	21,8	80,2	-3,5
2016	81,6	98,8	-17,3	44,2	54,7	119,6	114,4	23,6	105,2	-9,2
2017	80,0	131,7	3,2	34,8	41,9	179,6	166,3	43,7	140,1	-4,1
2017 I	26,4	31,4	6,2	6,3	14,0	49,2	43,5	11,2	38,9	-0,8
II	0,1	11,3	-1,8	2,3	-0,4	37,6	40,2	10,3	27,9	-0,6
III	22,1	34,6	-6,3	17,1	11,4	42,6	34,8	10,7	36,6	-4,7
IV	31,3	54,4	5,2	9,2	17,0	50,2	47,8	11,5	36,7	1,9
2017 avg.	4,6	5,3	-1,8	3,3	3,2	23,5	12,0	3,5	20,4	-0,3
sept.	5,9	8,9	-3,3	8,1	1,2	17,5	10,1	2,4	16,9	-1,7
okt.	26,2	26,9	14,0	4,7	7,4	12,6	14,0	3,4	7,6	1,6
nov.	16,0	17,6	-2,5	6,8	11,7	18,4	16,6	5,8	11,4	1,1
dec.	-10,9	9,9	-6,4	-2,4	-2,1	19,1	17,2	2,3	17,6	-0,8
2018 jan. ^(p)	32,4	24,4	19,9	6,0	6,6	7,5	17,0	5,7	1,4	0,4
Stopnje rasti										
2015	-0,3	0,5	-5,6	4,4	0,6	1,9	1,4	3,9	2,1	-0,5
2016	1,9	2,3	-1,7	5,8	2,2	2,3	2,0	4,0	2,7	-1,2
2017	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 I	1,7	2,4	-2,7	4,9	2,6	2,5	2,4	4,5	2,9	-1,2
II	1,2	2,0	-2,5	3,8	2,0	3,0	2,6	6,0	3,3	-1,1
III	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
IV	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2017 avg.	1,4	2,4	-1,8	3,8	1,9	3,1	2,7	6,7	3,3	-1,3
sept.	1,5	2,5	-1,2	4,2	1,7	3,1	2,7	6,8	3,4	-1,3
okt.	1,7	2,9	-0,7	4,6	1,9	3,2	2,7	6,7	3,4	-0,9
nov.	1,8	3,1	-1,0	4,7	2,0	3,2	2,8	7,2	3,3	-0,8
dec.	1,9	3,1	0,3	4,4	1,7	3,3	2,9	7,1	3,5	-0,6
2018 jan. ^(p)	2,2	3,4	1,1	4,9	1,8	3,2	2,9	7,3	3,3	-0,6

Vir: ECB.

- 1) Podatki se nanašajo na spreminjajočo se sestavo euroobmočja.
- 2) V skladu z ESR 2010 so se holdinške družbe nefinančnih skupin decembra 2014 prerazvrstile iz sektorja nefinančnih družb v sektor finančnih družb. Ti subjekti so vključeni v statistične podatke bilanc stanja DFI skupaj s finančnimi družbami, ki niso DFI ter zavarovalnice in pokojninski skladi.
- 3) Vključno z nepridobitnimi ustanovami, ki delujejo za gospodinjstva.
- 4) Prilagojeno za prodajo in listinjenje posojil (zaradi tega se v statistični bilanci stanja denarnih finančnih institucij odpravi pripoznanje posojil) ter za pozicije, ki izhajajo iz storitev navideznega združevanja denarnih sredstev v denarnih finančnih institucijah.

5 Denarna statistika

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

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

Enote centralne ravni države ²⁾	Obveznosti DFI					Sredstva DFI				
	Dolgoročne finančne obveznosti do drugih finančnih posrednikov v euroobmočju					Neto tuja aktiva	Razno			
	Skupaj	Vezane vloge nad 2 leti	Vloge na od- poklic z dobo odpoklica nad 3 mesece	Dolžniški vrednostni papirji z zapadlostjo nad 2 leti	Kapital in rezerve		Skupaj			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Stanja										
2015	284,7	6.999,1	2.119,4	80,0	2.255,8	2.543,9	1.350,6	284,5	205,9	135,6
2016	314,2	6.920,0	2.054,1	70,9	2.146,7	2.648,4	1.136,9	261,9	205,9	121,6
2017	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 I	308,2	6.881,6	2.031,7	69,3	2.106,5	2.674,2	1.103,9	254,9	183,1	111,8
II	305,7	6.767,1	2.002,0	66,8	2.066,4	2.631,9	1.031,3	247,7	154,2	109,7
III	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
III	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2017 avg.	348,5	6.727,5	1.982,2	62,5	2.036,3	2.646,5	1.030,6	251,2	124,4	69,0
sept.	365,3	6.701,0	1.977,0	61,5	2.016,2	2.646,3	1.023,9	263,0	140,6	85,4
okt.	341,8	6.689,9	1.952,8	60,8	2.012,7	2.663,5	965,6	243,5	158,3	109,5
nov.	308,9	6.666,4	1.934,5	60,1	2.016,2	2.655,6	951,8	209,3	167,6	132,7
dec.	356,2	6.748,1	1.968,7	59,7	2.016,1	2.703,6	933,1	289,6	143,9	93,6
2018 jan. ^(p)	316,2	6.729,8	1.957,7	60,4	2.019,5	2.692,2	817,4	353,3	132,3	85,8
Transakcije										
2015	8,9	-216,1	-106,3	-13,5	-215,4	119,0	-86,0	-13,3	21,4	-4,0
2016	26,7	-114,4	-70,2	-9,1	-110,4	75,4	-276,2	-76,8	12,8	-12,0
2017	45,6	-72,5	-78,0	-8,7	-71,8	86,0	-103,1	-62,6	-60,8	-27,3
2017 I	-7,5	-11,9	-16,3	-1,5	-27,3	33,3	-33,6	-28,2	-21,6	-9,1
II	-2,6	-8,1	-22,1	-2,4	-3,2	19,6	-13,7	3,1	-28,9	-2,1
III	64,9	-20,3	-22,1	-2,9	-30,0	34,6	23,0	19,0	-13,6	-24,3
IV	-9,2	-32,2	-17,5	-1,8	-11,3	-1,6	-78,8	-56,5	3,3	8,2
2017 avg.	23,6	-2,9	-7,8	-0,8	-9,2	14,9	-12,1	47,2	-3,7	-7,5
sept.	22,3	-12,6	-5,4	-1,0	-22,0	15,9	5,1	10,3	16,2	16,5
okt.	-23,3	-28,3	-25,1	-0,7	-9,5	6,9	-66,5	-19,8	17,7	24,1
nov.	-33,0	-3,4	2,3	-0,7	-7,2	2,2	0,0	-33,8	9,3	23,2
dec.	47,2	-0,5	5,2	-0,5	5,5	-10,6	-12,4	-2,8	-23,7	-39,1
2018 jan. ^(p)	-39,8	10,5	-9,1	-0,7	17,2	3,0	-29,4	6,3	-11,6	-7,8
Stopnje rasti										
2015	3,5	-3,0	-4,8	-14,4	-8,8	4,8	-	-	11,6	-2,9
2016	9,4	-1,6	-3,3	-11,5	-4,9	2,9	-	-	6,3	-9,0
2017	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 I	-4,3	-1,1	-3,9	-10,1	-4,5	4,4	-	-	-20,8	-25,3
II	-7,7	-1,1	-3,9	-10,9	-3,7	3,6	-	-	-30,7	-22,6
III	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
IV	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2017 avg.	9,0	-0,8	-4,1	-11,8	-2,9	3,9	-	-	-38,2	-48,0
sept.	22,0	-0,7	-3,9	-12,5	-3,4	4,3	-	-	-31,2	-33,4
okt.	8,6	-1,3	-5,0	-12,6	-3,7	3,9	-	-	-17,4	-17,6
nov.	4,0	-1,2	-4,4	-12,7	-3,8	3,6	-	-	-13,1	10,0
dec.	14,4	-1,1	-3,8	-12,4	-3,4	3,3	-	-	-29,6	-22,6
2018 jan. ^(p)	5,0	-0,8	-3,8	-12,4	-2,4	3,3	-	-	-25,0	-19,3

Vir: ECB.

1) Podatki se nanašajo na spremenljajoč se sestavo euroobmočja.

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

3) Ni desezonirano.

6 Državne finance

6.1 Primanjkljaj/presežek

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Primanjkljaj (-)/presežek (+)					Zaznamek: primarni primanjkljaj (-)/ presežek (+)
	Skupaj	Centralna država	Federalna država	Lokalna država	Skladi socialne varnosti	
	1	2	3	4	5	6
2013	-3,0	-2,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2
2014	-2,6	-2,2	-0,2	0,0	-0,1	0,1
2015	-2,1	-2,0	-0,2	0,1	-0,1	0,3
2016	-1,5	-1,7	-0,1	0,2	0,0	0,6
2016 IV	-1,5	.	.	.	.	0,6
2017 I	-1,3	.	.	.	.	0,8
II	-1,2	.	.	.	.	0,9
III	-0,9	.	.	.	.	1,1

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

6.2 Prihodki in odhodki

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Prihodki					Kapitalski prihodki	Skupaj	Odhodki					Investicijski odhodki			
	Tekoči prihodki							Tekoči odhodki								
	Skupaj	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			
2013	46,7	46,2	12,6	13,0	15,5	0,5	49,8	45,6	10,4	5,3	2,8	23,0	4,2			
2014	46,7	46,2	12,5	13,1	15,4	0,5	49,2	45,3	10,3	5,3	2,6	23,0	3,9			
2015	46,2	45,7	12,5	13,0	15,2	0,5	48,3	44,4	10,1	5,2	2,4	22,7	3,9			
2016	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5			
2016 IV	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,4	47,6	44,1	10,0	5,2	2,2	22,7	3,5			
2017 I	46,1	45,6	12,6	13,0	15,3	0,5	47,4	43,9	9,9	5,1	2,2	22,7	3,5			
II	46,1	45,7	12,7	13,0	15,3	0,4	47,4	43,8	9,9	5,1	2,1	22,7	3,5			
III	46,1	45,7	12,8	12,9	15,3	0,4	47,1	43,5	9,9	5,1	2,0	22,6	3,6			

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

6.3 Javni dolg

(odstotek BDP; stanje ob koncu obravnavanega obdobja)

	Finančni instrument				Imetnik			Izvirna dospelost			Preostala dospelost			Valute	
	Skupaj	Gotovina in vloge	Posojila	Dolžniški vrednostni papirji	Domači upniki	Drugi upniki	DFI	Do 1 leta	Nad 1 leta	Do 1 leta	Nad 1 in do 5 let	Nad 5 let	Euro ali valute sodelujočih držav članic	Druge valute	
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2013	91,3	2,6	17,5	71,2	45,4	26,4	45,9	10,4	81,0	19,4	32,1	39,9	89,3	2,1	
2014	91,8	2,7	17,1	72,0	44,1	25,8	47,7	10,0	81,9	18,8	31,8	41,2	89,7	2,1	
2015	89,9	2,8	16,1	71,0	44,3	27,3	45,6	9,3	80,7	17,6	31,2	41,1	87,9	2,1	
2016	88,9	2,7	15,4	70,8	46,2	30,7	42,7	8,9	80,0	17,1	29,8	41,9	86,9	2,1	
2016 IV	88,9	2,7	15,4	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2017 I	89,2	2,6	15,1	71,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II	89,0	2,7	14,8	71,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III	88,1	2,8	14,6	70,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Državne finance

6.4 Sprememb dolga in odločilni dejavniki¹⁾

(odstotek BDP; tokovi v obdobju enega leta)

	Sprememb dolga ²⁾	Primanjkljaj (-)/presežek (+)	Prilagoditev primanjkljaja-dolga									Obrestni diferencial	Zaznamek: Potrebe po zadolževanju		
			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			
2013	1,9	0,2	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,4	0,2	0,3	1,9	2,6			
2014	0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,2	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,6	2,4			
2015	-1,9	-0,3	-0,9	-0,5	0,2	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,8	1,3			
2016	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6			
2016 IV	-1,0	-0,6	-0,3	0,3	0,3	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	1,6			
2017 I	-1,7	-0,8	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,2	-0,3	-0,2	-0,3	1,0			
II	-1,7	-0,9	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,8			
III	-1,6	-1,1	0,2	0,7	0,8	-0,1	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	-0,6	1,2			

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

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

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

6.5 Državni dolžniški vrednostni papirji¹⁾

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

	Servisiranje dolga do enega leta ²⁾					Povprečna preostala zapadlost ³⁾	Povprečna nominalna donosnost ⁴⁾					Transakcije	
	Skupaj		Glavnica		Obresti		Stanje			Transakcije			Izdaje
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	Odkupi
2014	14,7	12,8	4,3	1,9	0,5	6,6	2,9	1,4	0,1	3,3	3,0	0,4	1,2
2015	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
2016	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2016 IV	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 I	14,3	12,6	4,3	1,7	0,4	6,9	2,6	1,2	-0,2	3,0	2,9	0,2	1,1
II	14,3	12,6	4,4	1,7	0,4	7,0	2,5	1,2	-0,2	2,9	2,6	0,2	1,2
III	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
2017 avg.	13,7	12,0	4,3	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,2
sept.	13,4	11,7	3,9	1,7	0,4	7,1	2,5	1,1	-0,2	2,9	2,5	0,2	1,1
okt.	13,3	11,6	3,8	1,7	0,4	7,2	2,5	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
nov.	13,3	11,6	4,0	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,4	0,2	1,2
dec.	13,3	11,6	4,3	1,7	0,4	7,1	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,3	1,1
2018 jan.	13,1	11,4	4,3	1,7	0,4	7,2	2,4	1,1	-0,2	2,8	2,3	0,4	1,2

Vir: ECB.

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

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

3) Preostala zapadlost ob koncu obdobja.

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

6 Državne finance

6.6 Fiskalna gibanja v državah euroobmočja

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

	Belgija 1	Nemčija 2	Estonija 3	Irska 4	Grčija 5	Španija 6	Francija 7	Italija 8	Ciper 9
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2013	-3,1	-0,1	-0,2	-6,1	-13,2	-7,0	-4,1	-2,9	-5,1
2014	-3,1	0,3	0,7	-3,6	-3,6	-6,0	-3,9	-3,0	-8,8
2015	-2,5	0,6	0,1	-1,9	-5,7	-5,3	-3,6	-2,6	-1,2
2016	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2016 IV	-2,5	0,8	-0,3	-0,7	0,5	-4,5	-3,4	-2,5	0,5
2017 I	-2,0	1,0	-0,5	-0,5	1,0	-4,2	-3,4	-2,4	0,5
II	-1,5	0,9	-0,7	-0,6	1,0	-3,6	-3,2	-2,4	0,9
III	-1,1	1,4	-0,7	-0,5	1,2	-3,1	-3,1	-2,3	1,9
Javni dolg									
2013	105,5	77,4	10,2	119,4	177,4	95,5	92,4	129,0	102,6
2014	106,8	74,6	10,7	104,5	179,0	100,4	95,0	131,8	107,5
2015	106,0	70,9	10,0	76,9	176,8	99,4	95,8	131,5	107,5
2016	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1
2016 IV	105,7	68,1	9,4	72,8	180,8	99,0	96,5	132,0	107,1
2017 I	107,4	66,5	9,2	74,5	177,7	100,0	98,8	134,0	106,2
II	106,1	65,9	8,9	74,0	176,1	99,8	99,3	134,7	106,1
III	107,0	65,1	8,9	72,1	177,4	98,7	98,4	134,1	103,2
Latvija 10									
Litva 11									
Luksemburg 12									
Malta 13									
Nizozemska 14									
Avstrija 15									
Portugalska 16									
Slovenija 17									
Slovaška 18									
Finska 19									
Javnofinančni primanjkljaj (-)/presežek (+)									
2013	-1,0	-2,6	1,0	-2,4	-2,4	-2,0	-4,8	-14,7	-2,7
2014	-1,2	-0,6	1,3	-1,8	-2,3	-2,7	-7,2	-5,3	-2,7
2015	-1,2	-0,2	1,4	-1,1	-2,1	-1,0	-4,4	-2,9	-2,7
2016	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2
2016 IV	0,0	0,3	1,6	1,1	0,4	-1,6	-2,0	-1,9	-2,2
2017 I	0,0	0,7	0,7	2,2	1,0	-1,2	-1,6	-1,4	-2,0
II	0,4	0,8	0,7	2,1	1,1	-1,3	-1,3	-1,2	-1,6
III	0,5	1,0	0,9	3,3	1,2	-1,2	-0,1	-0,8	-1,6
Javni dolg									
2013	39,0	38,8	23,7	68,4	67,8	81,0	129,0	70,4	54,7
2014	40,9	40,5	22,7	63,8	68,0	83,8	130,6	80,3	53,5
2015	36,9	42,6	22,0	60,3	64,6	84,3	128,8	82,6	52,3
2016	40,6	40,1	20,8	57,6	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8
2016 IV	40,5	40,1	20,8	57,7	61,8	83,6	130,1	78,5	51,8
2017 I	39,4	39,2	23,9	58,2	59,6	81,7	130,5	80,2	53,3
II	40,0	41,7	23,4	56,5	58,7	81,3	132,1	79,8	51,7
III	38,3	39,4	23,4	54,9	57,0	80,4	130,8	78,4	51,3
Vir: Eurostat.									

© Evropska centralna banka, 2018

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

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

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

Presečni dan za statistične podatke v tej izdaji je 7. marec 2018.

ISSN 2363-3557 (pdf)
EU kataloška številka QB-BP-18-002-SL-N (pdf)